

# Kurumsal Yönetim, Mülkiyet Yapısı ve Performans

## Özet

Bu çalışmada, İMKB'de işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren 100 şirketin 2008, 2009, 2010 ve 2011 yıllarına ait verileri kullanılarak kurumsal yönetimin işletme performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır.

Araştırmada işletme performansını yansıtan dört gösterge kullanılmıştır. Bunlar; net kar marjı, öz sermaye karlılığı, aktif karlılık ve piyasa değeri/defter değeri oranlarıdır. Kurumsal yönetim işletmenin yönetim kurulu yapısına ilişkin olanlar ve işletmenin mülkiyet yapısına ilişkin olanlar olmak üzere iki bileşenden meydana gelmiştir. Yönetim kuruluna ilişkin olarak; işletmenin yönetim kurulu üye sayısı, denetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı kullanılmıştır. İşletmenin mülkiyet yapısına ilişkin olarak ise şirketin en büyük ortağının sermayedeki payı, halka açıklı oranı ve sermayedeki yabancı payı olmak üzere üç gösterge kullanılmıştır.

Panel regresyon analizi sonuçlarına göre işletmenin yönetim kurulu üye sayısı, denetim kurulu üye sayısı ve bağımsız üye sayısının işletmenin performansı ile pozitif ilişkisi varken, işletmenin en büyük ortağının payının ve halka açıklık oranının işletme performansı ile negatif ilişkisi bulunmuştur. Şirketin sermayesindeki yabancı payının performansla anlamlı bir ilişkisi tespit edilememiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Mülkiyet Yapısı, İşletme Performansı,

# Corporate Governance, Ownership Structure and Performance

## Abstract

In this study, the effects of corporate governance on companies performance has been studied using 100 manufacturing companies which were operating in Istanbul Stock Exchange in 2008, 2009, 2010 and 2011.

Four performance indicators were used in the study, these are net profit margin, return on assets, return on equity and market value/book value ratio. Two components of corporate governance which are the structure of board of directors and ownership structure of company has been determined. The structure of board of directors was measured by the number of members at board of directors, number of members at supervision board, and number of independent members at board of directors. Ownership structure of company was measured by three indicators which are the share of biggest shareholder on capital, free float rate and foreign share on capital.

According to the results of panel regression analysis, number of members at board of directors, number of members at supervision board and number of independent members at board of directors have positive effects on companies' performance. While the proportion of biggest shareholder on capital and free float rate have negative impact on performance. No significant effect of foreign share on firm performance has been found.

**Keywords:** Corporate Governance, Ownership Structure, Company Performance,

Ülkü TURAN<sup>1</sup>  
Nizamettin BAYYURT<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Fatih Üniversitesi, SBE, İşletme Anabilim Dalı, Büyükkçekmece, İstanbul, ulkuty@gmail.com

<sup>2</sup> Doç. Dr., Fatih Üniversitesi, İşletme Bölümü, 34500 Büyükkçekmece, İstanbul, bayyurt@fatih.edu.tr

## 1. Giriş

Ülkelerin ekonomik etkileşimi küreselleşme ile beraber ivme kazanmıştır. Yatırımcıların tercih edebilecekleri şirketler arasına yabancı şirketlerde girmiştir. Bu nedenle yaşanan finansal krizler ve şirket iflaslarının etkilediği sermaye piyasaları diğer ülkelerde de hissedilmektedir. Dolayısıyla sermaye piyasalarının yabancı sermayeye açık olması sermayenin getirisi kadar sermaye güvenliğini de gündeme getirmektedir. Başta OECD olmak üzere uluslararası kuruluşlar sermaye güvenliğini sağlamak amacıyla bazı ilkeler oluşturmuşlardır. Ülkeler yabancı sermaye çekmek ve uluslararası sermaye piyasalarında rekabetçi olabilmek için oluşturulan bu uluslararası ilkelere uygun yerel değişiklikler yapmak durumunda kalmışlardır.

Şirketlerin ayakta kalabilmek ve büyüebilmek için ihtiyaç duydukları yerli ve yabancı sermaye sağlama ve sosyal ve ekonomik sorunlarla başetmek için nasıl yönetilmeleri gerektiği önemli bir sorun olmuştur. İşletmeler varlıklarını sürdürebilmek, rekabet edebilmek ve ortaya çıkan sorunların çözümü için kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmektedir.

Kurumsal yönetim tüm paydaşların haklarının göz önünde bulundurulduğu yönetim biçimini ifade eder. Başta OECD olmak üzere uluslararası kuruluşlar tarafından oluşturulan ilkelerle, kurumsal yönetimin uygulanmasında bir standart oluşturulmaya çalışılmaktadır.

Finansal krizler ve şirket iflaslarından sonra yatırımcılara güven verecek genel geçer kurallara ihtiyaç duyulmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri bu ihtiyacı karşılayarak şirketin tercih edilebilirliğini artırmaktadır. Şirket hisselerine olan talep şirketin değerini artırmaktadır. Yatırımcı için yatırım yapacağı şirketin performansı önemlidir.

Çalışmada öncelikle kurumsal yönetim kavramı hakkında bilgi verilmiştir. Bu bağlamda Uluslararası kuruluşlar ve SPK tarafından oluşturulan ilkeler açıklanmıştır. Daha sonra kurumsal yönetim ve performans ilişkisi İMKB’de yer alan şirketler üzerinden analiz edilmiş ve yorumlanmıştır.

## 2. Kurumsal Yönetim Nedir?

Kurumsal yönetim işletmenin ortaklarıyla ilişkilerini düzenleyen sistemler topluluğu olarak tanımlanmaktadır. Daha genel bir ifade ile işletme ile sadece ortaklar değil, toplumun ilişkilerini düzenleyen sistemler topluluğudur (Aysan, 2007:18).

OECD’ye göre kurumsal yönetim işletmelerin kontrol edildiği ve yönlendirildiği sistemdir. Kurumsal yönetim, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, hissedarlar, diğer pay sahipleri gibi taraflar arasındaki ilişkileri belirler. Tüm menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin kurallarla düzenlenmesi ve tüm menfaat sahiplerinin haklarının korunması için geliştirilmiş bir yönetim sistemidir. Menfaat sahipleri şirketin iyi yönetilmesinden fayda sağlayacak, kötü yönetilmesinden ise zarar görecektir. Menfaat sahipleri yöneticiler, şirketin ana sahipleri, yönetim kurulu, hissedarlar, yatırımcılar, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, rakipler, toplum ve devleti ifade eder (Demirci, 2010: 45).

George ve Lillen, kurumsal yönetimi işletmenin kendisine dış kaynaklı borç bulmasına ve faaliyetlerini verimli şekilde devam ettirmesine imkan sağlayan, böylece hissedarlar dışındaki ilgililerin ve toplumun menfaatlerini göz önünde bulundurarak, kanun, tüzel ve özel uygulamaların birleşimi olarak tanımlamışlardır (George, Lillen, 2000)

Koçel’e göre kurumsal yönetim, küçük ve büyük hissedarlar, yönetim kurulu, üst yönetim ve çalışanlar arasındaki ilişkilerin ilkelerini, organizasyonunu, sorumluluk alanlarını belirler. Kurumsal yapıların kalitesini, güvenilirliğini ve şeffaflığını kapsar. Kurumsal yönetim bu kesimler için olduğu kadar kredi verenler, tedarikçiler, müşteriler, toplum ve devlet için de önem taşır (Koçel, 2003). Aktan’a göre ise kurumsal yönetim işletmenin iyi yönetilmesi demektir. İyi yönetim için ise üst yönetim ve yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını, işletme içindeki ve dışındaki paydaşların ise haklarını önceden belirlemek ve bunların yasal bir zemine oturtulması gereklidir (Aktan, 2006). Kurumsal yönetim kavramının kapsadığı bir diğer önemli husus üst yönetimin, hak sahiplerinin çıkarlarını gözetip gözetmediği, uygulamaların doğru yönde yapılıp yapılmadığının izlenmesi ve kontrol edilmesidir (Ülgen, Mirze, 2004:46). Kurumsal yönetim işletmelerin yönetilme ve kontrol edilmesi için oluşturulan bir sistem olarak tanımlanmaktadır.

lanmış ve yıllar sonra bile hesap verilebilirliğin önemine dikkat çekilmiştir (Pamukçu, 2011:133)

Kurumsal yönetime ilişkin çok sayıdaki tanım bir-biri ile uyuşsa da, kurumsal yönetim tanımının zamanla şekillenmeye devam edeceği görülmektedir (Gürbüz, Erginçan, 2004: 2). Yatırımcılar, resmi otoriteler ve bağımsız denetim kuruluşları şirket hakkında yayınlanan tablolara bakarak kararlarını etkileyecek bilgilere sahip olsalar da, bu tablolar da yer almayıp işi etkileyecek çok sayıda kurumsal sorun vardır. Bu sorunların çözümü kurumsal yönetimde saklıdır. Güçlü bir kurumsal yönetim şirketi olumlu etkileyerek yatırımcının güveninin yeniden kazanılması demektir (Topçu, 2006: 6).

Kurumsal yönetim ve geleneksel yönetim arasında bazı farklılıklar vardır. Geleneksel yönetimle elde edilemeyen faydalar kurumsal yönetimle elde edilmeye çalışılmaktadır. Aktan'a göre (Aktan, 2006) bu farklar kısaca;

- Kurumsal yönetimle, organizasyonda kuvvetler ayrılığı ilkesi benimsenmiştir. Şirket sahipliği, yönetimi ve denetimi birbirinden ayrılmıştır. Geleneksel anlayışta, sahip şirketi yönetir ve denetler.
- Kurumsal yönetimde şirket kurallara göre yönetilir. Geleneksel yönetimde şirket sahibinin takdiri ve inisiyatifine göre yönetim gerçekleştirilir.
- Paydaşların şirket yönetimine hesap sorma hakkı kurumsal yönetimde vardır. Geleneksel yönetimde şirket sahibinin hesap verme yükümlülüğü yoktur.
- Geleneksel yönetimde şirket yönetimi sadece istediği bilgileri kamuya sunar. Kurumsal yönetimde şirketlerin kamuya bildirmek zorunda oldukları bilgiler vardır.
- Yönetim kurulu üyesi olabilmek için kurumsal yönetimde bazı kurallar vardır. Ancak geleneksel yönetimde şirket sahibi istediği kişiyi yönetim kurulu üyesi yapabilir.
- Şirket yönetiminde ve denetiminde bağımsızlık kurumsal yönetimde varken geleneksel yönetimde yönetim kurulu üyelerini şirket sahibi atar.

### 3. Kurumsal Yönetimin Gelişimi

Yatırımların ve ihracatın artışı sermaye piyasalarına hareketlilik getirmektedir. Bu durum finansal piyasaların derinleşmesine ve uluslararası sermaye akışının artmasına yardımcı olmaktadır. Uluslararası ekonomik etkileşim yerel piyasaların uluslararası piyasalardaki dalgalanmalardan etkilenmesini de artırmaktadır. Şirketlerin ihtiyaç duyduğu fonlar denizaşırı ülkelerden dahi sağlanabilir duruma gelmiştir. Yatırımcılar pek çok değişkene sahip sermaye piyasalarında güvene ve genel geçer kurallara ihtiyaç duymaktadırlar. OECD'nin kurumsal yönetim için oluşturduğu düzenlemeler bu ihtiyacı karşılamak için bir başlangıç olmuştur.

Kurumsal yönetimin önem kazanmasının sebeplerinden birisi de özelleştirmelerdir. Kamunun mülkiyetinde olan şirketlerin özel şirketlerin eline geçmesiyle sermaye tedariği için finans piyasalarına yönelme olmuştur. Bu durum şirket birleşmelerini beraberinde getirmiştir. Şirket birleşmeleri ise kurumsal yönetim ilkelerinin önem kazanmasına sebep olmuştur (Demirci, 2010: 45).

Küreselleşmenin getirdiği ağır rekabet koşullarında ülkeler, büyümeyi sürdürülebilir kılmak için ve rekabet ettikleri diğer ülkelerle uyum sağlamak amacıyla bazı kurumsal düzenlemeler hayata geçirmek durumunda kalmışlardır. Ülkelerin sermaye piyasalarının küresel likidite sisteminin bir parçası olarak yapılandırılması ve uluslararası finansal piyasalardan fon sağlama olanaklarının artırılması büyük öneme sahiptir.

Finansal krizleri ve şirket skandallarının ortaya çıkmasındaki en önemli nedenlerden birinin kötü yönetim olduğu görüşü iyi kurumsal yönetim kavramını öne çıkarmıştır. Kurumsal yönetim uluslararası alanda finansal performans kadar göz önünde bulundurulmaya başlanmıştır.(spk.gov.tr/apps/teblig, 30 Ekim 2011). Rusya'da 1998 yılında ortaya çıkan krizin nedenlerinden biriside kurumsal ortamın bozukluğu olarak gösterilmektedir. Kurumsal yönetim 1997 yılında ortaya çıkan Asya finansal krizinin etkisiyle önem kazanmıştır. İşletmelerin ellerindeki kaynakları kötü kullanmaları ve bunun kurumsal olarak dışarıdan izlenmemesi krizin boyutlarını büyütüştür. Krizden sonra kurumsal yönetimin ilkelerinden olan şeffaflık ve hesap verilebilirlik gibi ilkeler dünya nezdinde kabul gören yaklaşımlar olmaya başlamıştır. İşlet-

melerin teknolojik gelişmişlik düzeyini ön planda tutmaları yeterli olmamaktadır. Geçmişte sadece hissedarlarını düşünen işletmelerin yerine bugün işletmenin tüm çevresine karşı sorumlu yapısı ön plana çıkmakta ve bu tür işletmeler daha avantajlı konuma gelmektedir. İyi yönetilen işletmeler, tüm çevreye karşı sorumlu olmanın, işletmenin imajı ve uzun dönem performansının üzerindeki olumlu etkisinin farkındadırlar.

Kurumsal yönetimin ön gördüğü şirket yapısı finansal krizlere karşı dayanıklı bir şirket yapısıdır. Piyasalardaki sıkıntılardan dolayı sarsılmamak ve kreditorlerin çoğalmasıyla ihtiyaç duyulan denetimler için kurumsal yönetim anlayışı zorunlu olmuştur.

1997 yılında ortaya çıkan krizden sonra birçok uluslar arası kuruluş işletmelerin daha iyi yönetilmesi için bazı ilkeler oluşturmaya çalışmışlardır. Şeffaflık ilkesinin başta olduğu kurumsal yönetim ilkeleri OECD ve Dünya Bankası ile özel sektör temsilcilerinin katılımıyla oluşturulan Global Kurumsal Yönetim Forumu tarafından belirlenmiştir. Türkiye’de bu ilkeler SPK öncülüğünde belirlenmiştir (Kalaycıoğlu, 2011: 51).

#### 4. Kurumsal Yönetimin Yasallaşması

İşletmeleri iyi yönetebilmek için yapılan düzenlemelerin nitelikleri ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Düzenlemelerden bazıları bağlayıcı bazıları tavsiye niteliğindedir. Bağlayıcı olanların yasal yaptırımları varken, tavsiye niteliğinde olanların yoktur. Bu düzenlemeler aşağıda kısaca tanımlanmıştır.

##### 4.1. Sarbanes Oxley Kanunu

Bu kanun, ABD’deki borsaya kote Amerikan firmaları, bu firmaların yurtdışındaki şubeleri ile ABD’de faaliyet gösteren borsaya kote yabancı firmalar için temel yönetim uygulamalarının çerçevesini çizmiştir. Düzenlemede açıklanan esaslara uyma zorunluluğu vardır.

Bu yasa finansal raporlamanın ve denetçilerin dürüstlüğünü ve kalitesini korumayı ve geliştirmeyi, aynı zamanda yatırımcı ve çıkar sahiplerinin güvenliğini yeniden inşa etmeyi amaçlamaktadır (Demircan, 2002: 45).

Kanunda öngörülen temel düzenlemeler; şeffaflık, denetimin bağımsızlığının artırılması, kurumsal yönetimin güçlenmesi, çalışanların ve hisse sahiplerinin korunmasıdır. Yöneticiler için ise hesap verilebilirliklerinin artırılmasından bahsedilmiştir. Ancak yöneticiler için daha ağır şartlar getirilmiştir. Üst yönetim denetim ve kontrol işlemlerinde daha fazla sorumluluk yüklenmiştir. Ayrıca yönetim kurulları daha bağımsız hale getirilmeye çalışılmıştır. İcra başkanı yetkilerinin komitelere devredilmesi de öngörülmüştür (Kalaycıoğlu, 2011:51).

##### 4.2. Cadbury Raporu

1992 yılında Cadbury Komitesi “Kurumsal Yönetimin Finansal Yönleri” isimli çalışmayı yayınlamıştır. Kurumsal yönetim ilkelerinin genel hatlarının belirlendiği bu çalışma dünya çapında kabul edilen bir model haline gelmiştir. OECD’nin belirlediği kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine yardımcı olmuştur (Uyar, 2004:116).

Bu uygulama esas alınarak; yönetim kurulu yapısı, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin atanması ve bağımsızlığı, hizmet sözleşmeleri ve icradan sorumlu yöneticilerin ücretleri ile finansal raporların denetimi üzerinde durulmuştur. Raporda en geniş bölüm yönetim kuruluna ayrılmıştır.

##### 4.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD’ye üye ülkeler 1998 yılında kurumsal yönetim konusunda bağlayıcı olmayan bir takım ilkeler belirlemek üzere bir araya gelmiştir. OECD kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesindeki amaç, üye ülkelerde kurumsal yönetimle ilgili yapılacak çalışmalar için temel oluşturmasıdır. Ayrıca tek tip düzenlemenin her ülkeye uygun olmayacağından bu temel ilkeler kullanılarak ülkelerin kendi özelliklerinin göz önünde bulundurulduğu düzenlemeler hazırlamalarıdır (Pamukçu, 2011:136).

OECD ilk olarak 1999 yılında kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. Bu ilkeler kurumsallaşma için önemli bir adım olmuş ve dünya genelinde karar alıcılar, yatırımcılar, şirketler ve diğer paydaşlar açısından uluslararası bir referans kaynağı haline gelmiştir.

OECD çalışmasında üzerinde durulan bir diğer konu da belirlenen ilkelere zaman içinde değişiklikler yapılabilecek olmasıdır. Uluslararası kuruluşlar, özel sektör, sendika, sivil toplum ve OECD üyesi olmayan ülkelerden de temsilcilerin katılımıyla yapılan toplantılarda 2004 yılında bir taslak oluşturulmuş, ilkeler gözden geçirilmiş ve yeniden yayınlanmıştır.(Hergüner, 2006: 1)

Bu ilkelerin uygulanmasında yasal bir yaptırım olmamakla birlikte üye ülkelerin uygulaması teşvik edilmiştir. İlkeler şu şekilde ifade edilebilir; yönetimin sorumluluklarının açık bir şekilde belirlenmesi, bütün hisselerin eşit hakka sahip olması, uygulamalarda hisse sahiplerin haklarının korunması, yatırımcıların bilgiye ulaşmada eşit olmaları, şirket ile ilgili bilgilerin zamanında açıklanması, firmanın karşılaşılabileceği risklerin açıklanması ve dış denetim sonuçlarının açıklanmasıdır.

OECD kurumsal yönetim ilkelerinde yönetim kurullarının denetim ve gözetim özelliklerine ayrı bir önem vermiştir.

OECD kurumsal yönetim ilkeleri çeşitli kısımlarda ele alınmıştır. Etkin kurumsal yönetim çerçevesi temelini tesisi ilkesi doğrultusunda kurumsal yönetim çerçevesi, şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, kanunlara uygun olmalı ve farklı denetim, düzenleme ve yürütme erkleri arasında sorumluluk dağılımı açık biçimde yapılmalıdır.(Kalaycıoğlu, 2011:53)

#### 4.4 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

2001 mali krizinin ardından kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar daha da önem kazanmıştır. Türkiye’de krize açık bir yapının varlığından dolayı mevcut kurumsal yönetim uygulamaları sorgulanmıştır. 2003 yılında SPK, Kurumsal Yönetim İlkelerini hazırlamış ve tavsiye niteliğinde yayınlamıştır. 2004 yılında SPK’nın düzenlemesi ile halka açık şirketler, kurumsal yönetim ilkelere ne ölçüde uydıklarını ve uymadıkları hususlar ile ilgili gerekçeleri faaliyet raporlarında açıklamakla yükümlü tutulmuştur. OECD’den Kurumsal Yönetim İlkelerinin 2004 yılında yenilenmesinden sonra, SPK’da 2005 yılında ek bir düzenleme yapmış ve yayınlamıştır. İlkeler halka açık anonim şirketleri için hazırlansa da halka açık olmayanlarında kullanılabileceği ifade edilmiştir (Pamukçu, 2011: 137)

İMKB işlem gören şirketlerin hazırladıkları şirket raporlarında kurumsal yönetim ilkelerine uyulup uyulmadığının yer almasını istemiştir. “Uygula, uygulamıyorsan açıkla” fikri benimsenmiştir. Bu fikrin benimsenmesi kurumsal yönetim ilkeleri raporunun yayınlandığı ilk zamanlarda yaptırımsız olarak uygulanmışsa da daha sonraları kararlara uymayanlar için yasal yaptırımlar öngörülmüştür.(Kalaycıoğlu, 2011: 51)

SPK’nın Kurumsal yönetim ilkeleri, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere 4 bölümden oluşmaktadır.

#### 5. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

İşletmenin işleyişinde daha etkin olabilmesi için oluşturulmuş kontrol yöntemleridir. İşletme içerisindeki düzenlemeleri içeren içsel kurumsal yönetim mekanizmaları ve işletme faaliyetlerinin işletme dışındaki güçler tarafından kontrol altında tutulmasını sağlayan dışsal kurumsal yönetim mekanizmaları olarak ikiye ayrılır.(Koçer, 2005: 33)

##### 5.1. İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Kurumsal yönetimin etkin olarak uygulanabilmesi için kullanılan şirket içi mekanizmalardır. Bunlar yönetim kurulu ve mülkiyet yapısıdır.

##### *Yönetim Kurulu*

Yönetim kurulu bir kurumun en önemli parçasıdır. Şirketi hem yönetir hem de temsil eder. Şirketle ilgili tüm menfaat sahiplerine karşı sorumludur. Şirketin hedeflerini belirlemek ve bu hedeflere ulaştıracak adımların neler olduğunu tespit etmek ve uygulanmasını sağlamak, şirketin performansını değerlendirerek iyileştirici tedbirler almak, şirketin faaliyet ve davranışlarının mevzuata uygunluğunu sağlamak yönetim kurulunun görevlerindedir (ÖZİLHAN, tusiad.org, 9 Kasım 2012).

Yönetim kurulları, üst yönetimin verdiği kararların incelenmesi ve gerekenin yapılması kabul gören kararların yürürlüğe girme aşamasının takip edilmesi, yönetimin performansının değerlendirilmesi, üst yönetimin ücretlerinin belirlenmesi ve yöneticilerin işe alınması veya çıkarılması gibi uygulamalarla kontrol işlevlerini yerine getirmiş olurlar.(Kalaycıoğlu, 2011: 80)



Şirketlerde mülkiyet ve kontrol ayırımından dolayı üst yönetimin ve yönetim kurulunun görevleri birbirinden ayrı tutulmuştur. Üst yönetimin görevi şirketle ilgili karar vermek iken, yönetim kurulunun görevi bu kararları kontrol etmek, izlemek ve denetlemektir. Denetlemedeki en önemli amacı ise alınan kararların hissedarların çıkarlarına uygun olup olmadığıdır (Koçer, 2005: 7).

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulama isteğinde olan şirketler öncelikle yönetim kurullarının yapısı üzerinde çalışmalıdırlar. Yönetim kurulu şirket içi demokrasinin işlediği düşünme, birlikte konuşma, karar alma, yürütme ve izleme konsorsiyumu olarak yapılmalıdır. Yönetim kurulu üyelerinin bu işlevi yürütebilecek bilgi birikimine sahip olması gereklidir. Yönetim kurulu büyük paya sahip olan ortağın temsilcileri, profesyoneller ve bağımsız üyelerinde bulunduğu dengeli bir dağılıma sahip olmalıdır. Yönetim kurullarının önemli stratejik kararları verirken şirket bünyesinde oluşturulmuş diğer komitelerden faydalanmaları iyi kurumsal yönetim için gereklidir. Yeterli sayıda komite kurulmalı ve bu komiteler yönetim kurulundan kopuk olmamalıdırlar. Bunun için yönetim kurulu üyelerinin de çalışma komitelerinde yer almaları tercih edilir (tkyd.org, 1 Kasım 2011)

Yönetim kurulu ve icra arasında dengenin sağlanması hesap verme sorumluluğunun artırılması ve meydana gelebilecek çıkar çatışmalarının önlenmesi gereklidir. Bunun için yönetim kurulunun icrada görevli tek üyesi icra başkanı olmalıdır diğer üyeler icrada yer almamalıdır. (tusiad.org, 9 Kasım 2012)

### *Mülkiyet Yapısı*

Sermayenin sahiplilik yapısı işletme sermayesini sağlayanların kim olduğunun ve sermaye paylarının belirlenmesini ifade etmektedir (Gönenç, 2004: 158). Sahiplik yapısı çeşitli şekillerde nitelendirilebilir; halka açık veya kapalı, kamu veya özel, yerli veya yabancı sahiplilik gibi. Mülkiyet yapısı kurumsal yönetim için önemlidir. Şirketin yönetiminde sermayenin büyük çoğunluğuna sahip olanların rolü büyük olmaktadır (Yıldırım, 2007: 40).

İyi kurumsal yönetim sistemlerinin, yatırımcıların yasal korunması ile sahiplik yoğunlaşmasının uygun bir kombinasyonundan geliştiği ifade edil-

mektedir. Dolayısıyla şirketlerin sahiplik yapısı kurumsal yönetim açısından önemlidir (Kıyılar, Belen, 2006)

Mülkiyet sahipliliğinin yoğun olduğu işletmelerde hissedarın aynı zamanda yönetici olma ihtimali yüksektir. Yöneticiler hisse sahibi olmaları durumunda işletmenin karlılığını artırmaya çalışmaktadırlar. Bu tür durumlarda iyi yönetimden tüm hissedarlar fayda görürken, kötü yönetimden büyük hissedar çok zarar görmektedir. Mülkiyet yoğunluğunun daha az olduğu işletmelerde hissedarlar yönetimde yer almamaktadır. Profesyonel yöneticilerin kabiliyetleri nisbetinde şirketin daha iyi yönetilme olasılığı yüksektir. Şirket büyüdükçe, piyasa değeri artacağından şirketin ortaklık maliyeti artacaktır. Bunun için profesyonel yöneticiler büyük şirketleri yönetecek, işletmeler daha az yoğun mülkiyet yapısına sahip olacaktır (Yıldırım, 2007: 40). Yöneticiler her zaman işletme sahiplerinin çıkarlarına uygun davranmamakta, işletme maliyetini artıran lüks makam arabaları, lüks ofisler, gereksiz seyahatler gibi tercihlerde bulunabilmektedirler. Bu durum literatürde “temsilcilik sorunu” olarak isimlendirilir. Bu kötüye kullanımların asıl nedeninin mülkiyet yoğunluğu az olduğu için yönetimin hisse sahipleri tarafından denetlenememesidir. Mülkiyet yoğunluğunun yüksek olduğu işletmelerde ise hisse sahiplerinin yönetimi değiştirebilme gücü vardır. (Büyükdereli, 2007: 9)

## **5.2. Dışsal Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

İyi kurumsal yönetim için işletme faaliyetlerinin işletme dışındaki güçler tarafından da kontrol altında tutulması gereklidir. Bu gerekliliği dışsal kurumsal yönetim mekanizmaları olarak ifade edilen yasal-düzenleyici sistemler ve piyasa güçleri sağlamaktadır.

### *Yasal Düzenleyici Sistemler*

Kurumsal yönetim ile ilgili yasal yaklaşım, hissedarların ve borç verenlerin haklarının yasalar ile korunması temeline dayanmaktadır. İşletmeye borç verenlerin tasfiyeden pay alma hakkı ve pay sahiplerinin oy hakkı detaylı olarak yasalarla düzenlenmişse ve uygulayıcılar tarafından iyi uygulanıyorsa, yatırımcılar tarafından tercih edilir bir işletme olacaktır. Yasalar yatırımcıları koruyamıyorsa, finansman sağlama zorlaşacaktır. Yasalar

bütün pay sahiplerinin korunmasını amaçlamaktadır. Küçük yatırımcıların büyük ortaklar tarafından sömürülmemeleri ve yatırım yapacak her yatırımcının bilgiye ulaşabilmesi için yasal düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler menkul kıymet piyasalarının gelişimini de desteklemektedir (Çıtak, 2006: 152)

Yatırımcı haklarının yasal korunmasının güçlü olduğu ülkelerde sermaye piyasası derinleşmiştir. Yasal korumanın zayıf olduğu ülkelerde ise sermaye piyasası zayıftır. Türkiye’de azınlık hisselerinin sahiplerinin hakları zayıf bir koruma altındadır. Sermaye piyasalarının ülkemizde derinleşmemelerinin sebeplerinden biri de budur.(Kalaycıoğlu, 2011: 51)

### *Piyasa Güçleri*

Piyasa güçleri sermaye piyasası gücü ve şirketi ele geçirmek isteyen güçler olarak ikiye ayrılır.

Sermaye piyasalarına şirketler fon sağlamak için başvururlar. Sağlıklı bir kurumsal yönetim anlayışına sahip olup bunu uygulayan şirketler daha güvenilir olarak kabul edileceklerinden dolayı talep ettikleri fonu daha kolay sağlayabileceklerdir (Koçer, 2005: 50).

İşletmeler finansal zorluk içerisinde iseler başkaları tarafından satın alınmayı cazip hale getiren en önemli etken oluşmuş demektir. İşletme kötü yönetildiği takdirde piyasa değeri düşer ve başka işletmeler tarafından satın alınır. Alıcılar şirketi yeniden yapılandırıp tekrar satsalar da yeniden yapılandırma döneminde işletme yöneticileri işlerini kaybetmektedirler. Bu duruma düşmemek, işletmeyi güçlendirmek ve sermaye piyasasında oluşan satın alma tehditlerini en aza indirmekle mümkündür. İşletmenin güçlendirilmesi ise pay sahiplerinin ve diğer menfaat sahiplerinin çıkarları ile bağdaşmaktadır (Yıldırım, 2007: 46) Bu mekanizma işletmelerin mali başarısızlıkları ile devreye girdiğinden dolayı etkili bir kurumsal yönetim mekanizması olarak değerlendirilmemektedir.

### **6. İşletme Performansı ve Kurumsal Yönetim İlişkisi**

Kurumsal yönetimin bazı özelliklerinin sayısal olarak ifade edilememesi, ülke ve sektörler göre

farklılıklar içermesi, kurallar ve yasal çerçeveler gibi boyutlara bağlı olması kurumsal yönetim ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi tam olarak ortaya çıkarmayı güç kılmaktadır (Işık, Saygılı, 2006: 163)

Kurumsal yönetim teorisi, kurumsal yönetim ve işletme performansı arasında pozitif bir ilişkinin varlığını öne sürmektedir. Ancak kurumsal yönetim ve işletme performansı arasında ilişki inceleyen araştırmalara bakıldığında farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Kurumsal yönetimin ilkeleri standart olsa da her ülkede uygulaması farklı olduğundan araştırma sonuçları farklılık göstermektedir.

Drobetz vd (2003: 30-31) yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim kalitesiyle firma değeri arasında pozitif güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Varış vd. İMKB’de yaptıkları araştırmalarında kurumsal yönetim ile işletme karlılığı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir (Varış, Küçükçolak, Erdoğan, Özer, 2001: 170). Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelendiği diğer bir çalışmada aktif devir hızı, aktif kârlılık ve özsermaye kârlılığı performans göstergelerinde endeks kapsamı öncesi ve sonrası için anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır (Karamustafa, Varıcı, Er, 2009: 109). Chiang (2005) ve Kim ve Yoon (2007) çalışmalarında kurumsal yönetim ile işletme performansı arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. İspanyol şirketler üzerinde yapılan bir araştırma sonucunda kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesinin işletmenin piyasa değerini artırdığı sonucuna varılmıştır (Çarıkcı, Kalaycı, Gök, 2009: 54).

Yönetim kurulu üye sayısının firma performansı ile ilişkisi konusunda literatürde iki zıt görüş tartışılmaktadır. Birinci görüşe göre küçük yönetim kurulları hızlı karar alabilmeleri ve uygulamaya geçirebilmelerinden dolayı firma performansını artırmaktadır (Lorsch 1992, Jensen 1993, Yermack 1996). İkinci görüş (Pfeffer 1972, Klein 1998, Dalton ve Ctg, 1999, Coles ve Ctg 2008) büyük yönetim kurulu yapısının yöneticilere desteğinin, tavsiye ve bilgi paylaşımlarının daha etkili olacağını bunun da firma başarısını artıracaklarını ileri sürmektedir. Chamberlain (2010), Uadiale (2010) yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının işletme performansını pozitif etkilediğini belirtmektedir. Elloumi ve Gueyié (2001) Yönetim Kurulunda ba-

ğimsız üye oranı yüksek olan firmaların daha az mali baskı ile karşı karşıya kaldıklarını belirtmektedir. Buna paralel olarak, finansal kriz dönemlerinde bağımsız üye sayısı çok olan firmaların iflas riskinin daha düşük olduğu iddia edilmektedir (Daily vd., 2003). Cheng (2006), yönetim kurulu ile işletme performansı arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmada büyük yönetim kurullarına sahip işletmelerin finansal performanslarının düşük olduğu sonucuna varmıştır. Çalışma yönetim kurulunun büyüklüğü ile aylık hisse senedi getirileri, aktif karlılık, Tobin q, büyüme ve Ar-Ge harcamaları arasında negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Nicholson ve Kiel (2007) ise yönetim kurulu üye sayısının firma performansına etkisini tespit edememiştir. Aynı sonuç Elitaş vd (2009) çalışmalarında ulaştıkları sonuçtur. Bir diğer çalışmada en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı değişkenleri ile aktif karlılık, satışların karlılığı, öz sermaye karlılığı, piyasa değeri ve Tobin q arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Kurumsal yönetim etkileşim endeksi ile aktif karlılık, satışların karlılığı ve özsermayenin karlılığı gibi finansal performans göstergeleri arasında negatif yönlü ilişkiler bulunmuştur (Yıldırım, 2007: 196).

Yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün aynı kişi olup olamamasının üzerinde durulduğu çalışmada öne çıkan vekalet teorisi ve temsil teorisidir. Rechner ve Dalton'a göre vekalet teorisi, yönetim kurulu başkanının ve genel müdürün farklı kişi olmasının yönetimde ikiliğe sebep olacağını bu da firma performansını olumsuz yönde etkileyeceğini öne sürer. Donaldson ve Davis'e göre temsil teorisi ise bu ikilinin aynı kişi olmasının güçlü bir liderlik yapısını oluşturacağını daha hızlı karar alma sürecine yol açacağını savunmuştur (Aygün, İç, 2010: 201). Aygün ve İç (2010) yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki saptamış fakat işletme genel müdürünün yönetim kurulunda yer almasının işletme performansını negatif etkilediğini belirlemişlerdir (Aygün, İç, 2010: 201). Kimi araştırmalarda ise yönetim kurulu üyelerinin şirketin hissedarları olmasının, yönetimde daha etkin olmalarını desteklediği için şirket performansına olumlu katkı sağladığı vurgulanmıştır (Jensen ve Murphy, 1990; Chung ve Pruitt, 1996; Mehran, 1995). La Porta, Silanes ve Shliefer (2000, 2002) kurumsal yönetimi, hissedarların kendilerini yöneticilerden korudukları bir mekanizma olarak görür.

Yapılan çalışmalardaki farklı sonuçlar üzerinde şirketlerin gelişmiş ülkelerde veya az gelişmiş ülkelerde olmaları ve ülkelerin hukuksal yapısının etkileri bulunmaktadır (Demirci, 2010: 59).

Performans ölçümünde kullanılan göstergeler değişik özelliklere göre sınıflandırılır bunlardan en yaygın kullanılanları mali göstergeler ve teknik göstergelerdir. Mali göstergeler mali tablolarındaki verileri kullandığından güvenilirliği yüksek, veriye ulaşım kolay, herkes tarafından anlaşılması kolay ve işletmelerin en önemli amacı olan karlılıktan bahsettiği için tercih edilen göstergelerdir. Bu çalışmada mali göstergeler tercih edilmiştir. Mali analiz göstergeleri ile bir işletmenin genelde karlılık boyutu incelenir. İşletmeler yatırım yapmak için fona ihtiyaç duyarlar. Bu fonu içsel kaynaklardan, dışsal kaynaklardan veya borçlanma ile sağlarlar. Bu fon kaynağı özkaynak olduğu takdirde borçlanma ile olacak vergi tasarruflarının kaybedilmesine yol açmaktadır.

## 7. Araştırmanın Amacı, Veri Seti ve Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışmanın amacı imalat sanayinde faaliyet gösterip İMKB'de işlem gören işletmelerin içsel kurumsal yönetim mekanizmalarının özelliklerinin işletme performansına olan etkilerinin ortaya çıkarılmasıdır. Çalışmada kullanılan veri seti, İMKB'de işlem gören imalat sanayi sektöründeki işletmelerin 2008-2011 yıllarına ilişkin verilerinden faydalanarak oluşturulmuştur. İmalat sanayinde faaliyet gösteren işletmelerin 100'ünün verilerine ulaşılabilmektedir.

Çalışmada kullanılan işletme performansını ifade eden karlılık oranları şöyledir;

Net Kar Marjı =  $\frac{VSNK}{Net\ Satışlar}$  (Vergi Sonrası Net Kar) / Net Satışlar

ROA =  $\frac{Net\ Kar}{Toplam\ Varlıklar}$

ROE =  $\frac{Net\ Kar}{Öz\ Sermaye}$

PD/DD =  $\frac{Piyasa\ Değeri}{Defter\ Değeri}$

Karlılık oranları bir şirketin iyi kar elde etme becerisi ve işletmenin etkin bir şekilde yönetildiği konusunda önemli bir ölçüttür. Düşük karlar his-



se senedi fiyatını ve kar paylarını olumsuz etkiler. Aktif karlılık (ROA), yönetimin varlıklarını kar elde etmek için değerlendiren değerlendiremediğini gösterir. Faaliyet başarısını görmek için satışların karlılığı önemli bir göstergedir. Öz sermaye karlılığı (ROE), öz sermayenin verimli kullanılıp kullanılmadığını gösterir. Önemli bir piyasa değeri göstergesi Piyasa değeri/defter değeri oranıdır. Şirket varlıklarının tüm borç ve varlıklarıyla satın alınması durumu piyasa değerini ifade ederken, şirket varlıklarının defterdeki kayıtlı değerinden tüm borçlar ve imtiyazlı hisse senetlerinin değeri düşüldükten sonra kalan değer defter değeridir. Dolayısıyla iyi yönetilen bir şirketin piyasa değeri defter değerinden büyük olmalıdır. (Yıldırım, 2007: 106)

Kurumsal yönetimin içsel mekanizmasına ilişkin olan ve araştırmada kullanılan göstergeler;

Yönetim Kurulu Üye Sayısı

Bağımsız Üye Sayısı: Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı

Denetim Kurulu Üye Sayısı

En Büyük Ortak Payı: Sermayedeki en büyük payın oranı

Halka Açıklık Oranı

Yabancı Payı: toplam yabancı payı

Yönetim kurulunda bağımsızlık, icrada görevli olmayan profesyonel yöneticilere yer verilmesi veya yine icrada görevli olmayan denetim kurulunun varlığı ile desteklenebilir. Kurumsal yönetimin daha iyi işleyebilmesi için işletmenin büyüklüğü önemsiz olarak işletmenin yönetim kadrosundan farklı bir yönetim kuruluna ihtiyacı vardır. Bu çalışmada bağımsız üye sayısı ve denetim kurulu üye sayısı yönetim kurulunun yapısı için önemli olduğundan kullanılmıştır.

Çalışmada mülkiyet yapısına ilişkin olarak kullanılan değişkenlerden ortakların payı sermaye paylarının büyüklüğünü ve mülkiyet yapısının yoğunluğunu ifade eder. Mülkiyet yoğunluğu fazla olan şirketlerde, ortakların aynı zamanda yöneticilik yapma durumu söz konusudur (Yıldırım, 2007:103)

Halka açıklık oranı, şirketin fon sağlamak amacıyla halka arz edilmiş kısmını ifade etmektedir. Halka açıklık oranının düşük olduğu şirketlerde mülkiyet yoğunluğu yüksek olduğundan en büyük pay sahiplerinin çıkarları gözetilmektedir. Mülkiyet yoğunluğu daha etkin denetim ve kontrol sağlarken; alınacak önemli kararlarda kendini göstermektedir. Halka açıklık oranının yüksek yani mülkiyet yoğunluğunun düşük olduğu durumlarda güç boşluğunun olumsuz etkileri ortaya çıkabilmektedir.

Yabancı yatırımcıların hisse alımlarının değişkenleri üzerinde pozitif etkisi olurken hisse satışlarında ise negatif etki söz konusudur. Yabancı yatırımcılar hisse alışıyla hisselerin fiyatları yükselirken endekste bu yükselişle birlikte yükselmektedir. (Elmas, 1997: 7)

Performans göstergelerine ilişkin değişkenlerle kurumsal yönetim ve mülkiyet yapısına ilişkin değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlılığı ve yönü panel regresyon analizi ile incelenmiştir.

Kurulan modeller şu şekildedir.

Model1:

$$NKM_{it} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 YKÜS_{it} + \hat{\beta}_2 DKÜS_{it} + \hat{\beta}_3 BÜS_{it} + \hat{\beta}_4 EBOP_{it} + \hat{\beta}_5 HAO_{it} + \hat{\beta}_6 YP_{it} + \hat{u}_{it}$$

Model2:

$$ROA_{it} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 YKÜS_{it} + \hat{\beta}_2 DKÜS_{it} + \hat{\beta}_3 BÜS_{it} + \hat{\beta}_4 EBOP_{it} + \hat{\beta}_5 HAO_{it} + \hat{\beta}_6 YP_{it} + \hat{u}_{it}$$

Model3:

$$ROE_{it} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 YKÜS_{it} + \hat{\beta}_2 DKÜS_{it} + \hat{\beta}_3 BÜS_{it} + \hat{\beta}_4 EBOP_{it} + \hat{\beta}_5 HAO_{it} + \hat{\beta}_6 YP_{it} + \hat{u}_{it}$$

Model4:

$$PD/DD_{it} = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 YKÜS_{it} + \hat{\beta}_2 DKÜS_{it} + \hat{\beta}_3 BÜS_{it} + \hat{\beta}_4 EBOP_{it} + \hat{\beta}_5 HAO_{it} + \hat{\beta}_6 YP_{it} + \hat{u}_{it}$$

NMK; Net Kar Marjı, YKÜS; Yönetim Kurulu Üye Sayısı, DKÜS; Denetim Kurulu Üye Sayısı, BÜS; Bağımsız Üye Sayısı, EBOP; En Büyük Ortak Payı, HAO; Halka Açıklık Oranı, YP; Yabancı Payı

**8.Araştırma Bulguları**

Araştırmada kullanılan değişkenlere ait tanımla-

yıcı istatistikler tablo 1’de verilmiştir. Veriler 100 farklı firmanın 2008-2011 yıllarına ait yıllık verilerdir.

Tablo 1; Değişkenlerle ilgili tanımsal istatistikler

	N	Ort	Ortanca	Std. Sap	Min	Max
NKM	399	1.297	3.540	21.060	-166.680	105.260
ROA	400	5.087	2.930	7.788	0.000	105.930
ROE	399	7.299	4.920	12.788	-133.310	65.530
PD/DD	380	1.674	1.150	2.149	0.150	23.230
YKÜS	400	6.668	7.000	1.997	3.000	12.000
DKÜS	400	2.063	2.000	0.700	0.000	6.000
BÜS	394	0.292	0.000	0.730	0.000	4.000
EBOP	400	0.500	0.502	0.214	0.000	0.975
HAO	400	0.336	0.300	0.182	0.022	1.000
YP	400	0.204	0.000	1.556	0.000	30.850

NMK; Net Kar Marjı, YKÜS; Yönetim Kurulu Üye Sayısı, DKÜS; Denetim Kurulu Üye Sayısı, BÜS; Bağımsız Üye Sayısı, EBOP; En Büyük Ortak Payı, HAO; Halka Açıklık Oranı, YP; Yabancı Payı

YKÜS beşten fazla olanlar ve beşten az olanlar, DKÜS ikiden fazla olanlar ve ikiden az olanlar, BÜS olanlar ve olmayanlar ve EBOP %50’den fazla olanlar ve az olanlar gruplandırılarak performansları karşılaştırıldığında Tablo 2’deki sonuçlar elde edilmektedir. Buna göre YKÜS beşten fazla olan firmaların ortalama NKM 4.70 iken, YKÜS 5’ten az olanların ortalama NKM -5.51 olmaktadır. Aradaki fark istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu anlamlı fark YKÜS 5’ten fazla olanlar lehine ROA ve ROE’de de mevcutken, PD/DD oranında iki grup arasındaki fark anlamlı bulunmamıştır. DKÜS ikiden fazla olanların ve BÜS bir ve birden fazla olanların NKM, ROA ve ROE değerleri DKÜS ikiden az olanların ve BÜS sıfır olanların değerlerinden istatistiksel olarak anlamlı şekilde daha yüksektir. Bu grupların PD/DD oranları arasında anlamlı fark yoktur. EBOP yüzde 50’den fazla olanlarla az olanların bu dört performans değerleri arasında anlamlı bir fark bulunmamıştır.

Tablo 3’de ise panel regresyon analizi sonuçları verilmiştir. Hausman testi Sabit etkiler regresyonu ile Rassel etkiler regresyonundan hangisinin

daha uygun olduğuna karar vermek için kullanılmıştır. Test sonuçları NKM ve ROA için Rassel etkiler modelinin, ROE ve PD/DD oranı için de sabit etkiler modelinin uygun olduğunu göstermektedir. Rassel etkiler modelinin uygunluğuna karar verildiğinde ayrıca Rassel etkiler ile havuzlanmış regresyonun hangisinin daha uygun olduğunu test etmek gereklidir. Breuch Pagan testi Rassel etkiler modelinin havuzlanmış modele göre daha uygun olduğunu göstermektedir.

Analiz sonuçlarına göre NKM üzerinde, %10 anlamlılık düzeyinde, kurumsal yönetim değişkenleri YKÜS, DKÜS ve BÜS pozitif etkili, fakat firmanın sahiplik yapısı değişkenlerinin (EBOP, HAO ve YP) NKM üzerinde etkisi yoktur. ROA üzerinde BÜS’nin pozitif etkisi varken diğer değişkenlerin istatistikî olarak anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. ROE üzerinde kurumsal yönetim faktörlerinin anlamlı bir etkisi bulunamazken, firma sahiplik yapısı faktörlerinden EBOP ve HAO’nunun negatif etkisi bulunmuştur. Aynı şekilde EBOP ve HAO, PD/DD’ni negatif etkilemekte fakat YKÜS, PD/DD’ni pozitif etkilemektedir.

Tablo 2: Gruplandırılmış değişkenlerin performans değerleri

	YKÜS	N	Ort	Std. Sap.	P-değeri	DKÜS	N	Ort	Std. Sap.	P-değeri
NMK	>5	266	4.70	11.70	0.000	>2	87	7.59	12.76	0.002
	<=5	133	-5.51	31.50		<=2	312	-0.46	22.55	
ROA	>5	267	5.62	6.31	0.050	>2	88	7.00	8.01	0.011
	<=5	133	4.01	10.07		<=2	312	4.55	7.65	
ROE	>5	266	8.55	13.46	0.006	>2	87	9.88	10.29	0.033
	<=5	133	4.79	10.95		<=2	312	6.58	13.33	
PD/DD	>5	262	1.65	2.15	0.704	>2	88	1.84	2.48	0.408
	<=5	118	1.74	2.16		<=2	292	1.62	2.04	

	BÜS	N	Ort	Std. Sap.	P-değeri	EBOP	N	Ort	Std.Sap.	P-değeri
NMK	>=1	64	8.32	15.37	0.003	>0.50	201	2.46	18.13	0.267
	<1	335	-0.04	21.74		<0.50	198	0.12	23.65	
ROA	>=1	65	7.07	6.75	0.025	>0.50	202	5.09	6.61	0.997
	<1	335	4.70	7.93		<0.50	198	5.09	8.85	
ROE	>=1	65	11.61	11.11	0.003	>0.50	201	7.14	14.13	0.803
	<1	334	6.46	12.94		<0.50	198	7.46	11.29	
PD/DD	>=1	65	1.79	2.75	0.621	>0.50	197	1.85	2.79	0.358
	<1	315	1.65	2.01		<0.50	183	1.49	1.08	

NMK; Net Kar Marjı, YKÜS; Yönetim Kurulu Üye Sayısı, DKÜS; Denetim Kurulu Üye Sayısı, BÜS; Bağımsız Üye Sayısı, EBOP; En Büyük Ortak Payı

## 9. Sonuç

Bu çalışmada şirket içi kurumsal yönetim mekanizmaları olan yönetim kurulu ve mülkiyet yapısına ilişkin değişkenler kullanılarak kurumsal yönetim ve işletme performansı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırmada İMKB'de işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren 100 şirketin 2008-2011 arasındaki 4 yıllık verileri incelenmiştir.

Yapılan analizler sonucunda kurumsal yönetimin ve şirketin mülkiyet yapısının şirketin finansal performansı üzerinde anlamlı etkisinin olduğuna karar verilmiştir. Analizlerde kullanılan kurumsal yönetim ve mülkiyet yapısı faktörleri (yabancı ortak payı hariç) şirketin finansal performans göstergelerinden en az birini etkilemektedir. Kurumsal yönetim, işletme yönetiminin ve denetiminin şeffaf, hesap verebilir ve güvenilir olmasını içerir. Bunlar da işletmenin iyi performans göstermesinin ve bunu sürekli kılmasının temel koşullarıdır. Bu nedenle, kurumsal yönetim firmaların te-

mel hedefi olan firma değerinin maksimum kılınmasını amaçlayan bir yönetim anlayışıdır. Bu nedenle kurumsal yönetim ilkelerinin işletme performans göstergelerini yükseltmesi beklenir.

Analizler yönetim kurulu üye sayısı ile finansal performans göstergelerden Net Kar Marjı ve piyasa değeri defter değeri oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Yönetim kurulu üye sayısındaki artış, yönetimin varlıklarını kar elde etmede daha iyi kullanabildiğini ve şirketin piyasa değerini artırdığını göstermektedir. Ancak ROE için yönetim kurulundaki üye sayısının değişimi öz sermayenin verimliliğini etkilememektedir. Denetim kurulundaki üye sayısının ve yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının şirketin kar elde etmesinde önemli pozitif etkisi bulunmuştur. Bağımsız üye sayısı aynı zamanda şirketin aktif karlılığını da pozitif etkilemektedir.

Bir firmada yönetim kurulunun rolü firmanın iç kurumsal yönetimidir (Fama, 1980). Yönetim ku-

rule aynı zamanda işletmede kontrol sistemidir (Fama ve Jensen, 1983). Yönetim kurulunun yönetim kararlarını etkin bir şekilde denetlemesi firma performansını artıracaktır. Bunun yapılabilmesi için kurul üyelerinin finans, muhasebe, pazarlama, yasal konular, yönetim bilgi sistemleri vb. gibi konularda donanım sahibi olmaları gereklidir. Yönetim kurulunun büyük olması, farklı alanlardan uzmanların kurulda bulunması imkanı sağlar. Bu uzmanların yönetim kararlarına katkısı firma başarısını artıracaktır (Nicholson ve Kiel 2004, Fairchild ve Li 2005, Adams ve Ferreira 2007).

En büyük ortağın payının ve halka açıklık oranının artması öz sermayenin daha az verimli kullanıldığını göstermekte ve şirketin piyasa değeri (piyasa değeri/ defter değeri) üzerine negatif etki yapmaktadır. Yabancı ortağın payının şirketin finansal performansı üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir.

Uluslar arası yatırımcıların, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını göstermiştir (Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005). İşletme içerisinde etkin kurumsal yönetim uygulamalarının oluşturulması, işletmelerin düşük sermaye maliyeti ile kaynak temin etmelerini, finansman imkânlarını arttırmalarını ve ge-

rek ulusal gerekse uluslar arası alanda sermaye piyasalarında yer almalarını sağlamaktadır. Dolayısı ile işletmelerde oluşturulan kurumsal yönetim mekanizmaları işletmelerin performanslarını olumlu etkilemektedir. İyi kurumsal yönetim, kaynakları etkin kullanamayan, bunun için gerekli bilgi ve beceriye sahip olmayan veya kişisel çıkarlarını şirket çıkarlarından üstün tutan yöneticilerin değiştirilmesini sağlayarak sermayenin daha verimli kullanılmasını sağlamaktadır. Diğer taraftan, kurumsal yönetim sistemi yöneticilerin, şirket lehine uygulamalarını teşviklerle destekleyerek, işletme kaynaklarının etkin kullanımına katkıda bulunmaktadır. Kurumsal yönetimin hesap verebilirlik ilkesi gereğince, yönetim performansının objektif olarak izlendiği sistemlerin oluşturulması performans artışına olanak sağlamaktadır.

Konuyla ilgili yapılan çalışmalarda birbirinden farklı sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Farklılıklar çalışmanın yapıldığı ülkenin kültürel, hukuki ve ekonomik yapısından kaynaklanmaktadır. Bu çalışmada kurumsal yönetimi olan işletmelerin diğer işletmelere göre daha değerli oldukları saptanmıştır. Fakat kurumsal yönetimin performansı artıracağı düşünülse de konunun ülkeler, sektörler, kurallar ve yasal sınırlar gibi boyutları olduğu unutulmamalıdır. Bu boyutları içeren uluslar arası çalışmalar daha aydınlatıcı sonuçlar verebilir.

Tablo 3: Panel regresyon analizi sonuçları

	Rassal etkiler regresyonu				Sabit etkiler regresyonu			
	Net Kar Marjı		ROA		ROE		PD/DD	
	B	P>z	B	P>z	B	P>t	B	P>t
YKÜS	1.77	0.01	0.33	0.21	-0.40	0.65	0.45	0.00
DKÜS	3.16	0.08	0.77	0.27	-0.03	0.99	0.40	0.14
BÜS	2.99	0.05	1.01	0.09	0.70	0.56	-0.11	0.51
EBOP	9.20	0.26	-0.15	0.96	-56.23	0.00	-8.56	0.00
HAO	4.48	0.64	3.30	0.37	-30.21	0.05	-11.98	0.00
YP	-0.04	0.95	-0.14	0.54	-0.58	0.14	0.03	0.60
Sabit	-23.99	0.01	0.04	0.99	48.35	0.00	6.10	0.01
Gözlem sayısı		393		394		393		374
Şirket sayısı		100		100		100		96
	Wald chi2	19.51		8.92	F(6,287)	2.74		6.950
	Pr > chi2	0.0034		0.1781	Pr > F	0.0131		0.000



Hausman testi							
chi2(6)		7.53		4.12		25.72	34.52
Prob>chi2		0.274		0.661		0.0003	0.0000
Breuch Pagan testi							
chibar2(01)		33.3		37.21			
Prob > chibar2		0.0000		0.0000			

NMK; Net Kar Marjı, YKÜS; Yönetim Kurulu Üye Sayısı, DKÜS; Denetim Kurulu Üye Sayısı, BÜS; Bağımsız Üye Sayısı, EBOP; En Büyük Ortak Payı, HAO; Halka Açıklık Oranı, YP; Yabancı Payı

### Kaynakça

- ADAMS, R., B. ve D. Ferreira; (2007), "A theory of friendly boards". *Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- AKTAN, Can Coşkun, (2006), *Kurumsal Şirket Yönetimi, Ankara: SPK*
- AYGÜN, Mehmet ve Süleyman İÇ;(2010), "Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, ss. 192-201.
- AYSAN, Mustafa A.:(2007), "Muhasebe ve Kurumsal Yönetim", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, ss.17-24.
- BÜYÜKDERELİ, Murat;(2007), *İMKB'de Faaliyet Gösteren Reel Sektör Firmalarının Mülkiyet Yapısının, Bu Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi, Marmara Üniversitesi SBE Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.*
- CHAMBERLAIN, T. (2010). "Board Composition and Firm Performance:Some Canadian Evidence", *International Advances in Economical Research*, (16) 421-422
- CHENG, Shijun; (2006), "Board Size and The Variability of Corporate Performance" *Journal of Financial Economics* (2006), s.1-26.
- CHIANG, H., "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance" *The Journal of American Academy of Business*, (2005), s.95-101.
- CHUNG, K., H. ve PRUITT, S., W. (1996), "Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework". *Journal of Banking and Finance*, 20(7), 1135-1159.
- COLES, J., L., DANIEL, N., D. ve NAVEEN, L. (2008), "Boards: Does one size fit all?". *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356
- ÇARIKÇI, İlker H., Şeref KALAYCI, İbrahim Yaşar GÖK;(2009), "Kurumsal Yönetim ve Şirket Performansı İlişkisi :İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Amprik Bir Çalışma", *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, ss. 51-72.
- ÇITAK, Levent;(2006), "Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama", *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, ss.145-172.
- DAILY, C., M., DALTON, D., R. ve CANNELLA, A., (2003), "Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data". *The Academy of Management Review*, 28(3), 371-382
- DEMİRCAN, Aslan Savaş;(2002), *Sarbanes Oxley Yasası ve Bağımsız Denetime Etkileri, Trakya Üniversitesi SBE Yüksek Lisans Tezi, Edirne.*
- DEMİRCİ, Mehmet;(2010), *Kobilerde Kurumsal Yönetim Uygulamasının Kara Etkisi: İstanbul İlinde Bir Uygulama, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.*
- ELİTAŞ, Cemal, Veysel AĞCA, Oğuzhan AYDEMİR;(2009), "Yönetim Kurulu Yapısı İşleyişi ve Performans İlişkisi : Ege Bölgesi Örneği", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, ss. 103-116.
- ELLOUMI, F. ve GUEYIE, J., P. (2001), "Financial distress and corporate governance: an empirical analysis". *Corporate Governance*, 1(1), 15-23
- ELMAS, Bekir;(1997), "Yabancı Portföy Yatırımlarının İMKB'ye Etkisi: İMKB'de Endeks Bazlı Bir Çalışma", *İMKB Dergisi*, ss. 1-18.
- FAIRCHILD, L., Li, J. (2005), "Director Quality and Firm Performance". *The Financial Review*, 40(2), 257-279.
- FAMA, E., F. (1980), "Agency problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307
- FAMA, E., F., JENSEN, M. C. (1983), "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 15(2), 301-325.
- GEORGE, Holly J., Jason R. LILLEN, (2000), "Corporate Governance and the Role of the Board of Directors, Great Britain": *Egon Zehnder International*
- GÖNENÇ Halit;(2004), "Sermaye Sahipliği Yapısı, Yatırımcıların Korunması veFirma Deger: Türkiye, A.B.D. ve Japonya Karsılaştırması", VII. Ulusal Finans Sempozyumu Kitabı, ss. 157-167.
- GÜRBÜZ, Ali Osman ve Yakup ERGİNCAN;(2004), *Kurumsal Yönetim ve Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Literatür Yayıncılık, İstanbul.*
- HERGÜNER, Ümit ve Levent YAVEROĞLU;(2006), *Nedir Bu Kurumsal Yönetim, Türkiye kurumsal Yönetim Derneği ve De-loitte ortak yayını, İstanbul.*

IŞIK, Y. ve Ş. SAYGILI;(2006), *Kurumsal Sirket Yönetimi-Performans İlişkisi ve Gelisme Perspektifi*, SPK Yayınları, Ankara.

İMKB, *Kurumsal Yönetim Endeksi*, <http://www.imkb.gov.tr/indexes/stockindexeshome/CorporateGovernanceIndex.aspx>, 15 Kasım 2012

İMKB, *İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları*, <http://www.imkb.gov.tr/Regulations/Circulars.aspx>, 20 Kasım 2012

JENSEN, M., C. ve MURPHY, K., J. (1990), "Performance Pay and Top-Management ncentives". *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.

JENSEN, M., C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems". *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

KALAYCIOĞLU, Ozan;(2011), *Kurumsal Yönetim Bağlamında Yönetim Kurulu Yapılarının İhracat Performansına Etkileri: Türkiye Örneği*, KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Trabzon.

KARAMUSTAFA, Osman, İdris VARICI, Bünyamin ER;(2009), "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, ss. 100-119.

KIM, H.J., S.S. YOON, "Corporate Governance and Firm Performance in Korea" *Malaysian Accounting Review*, (2007): 1-17.

KIYILAR, Murat, Muhammed BELEN;(2006), *Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri*, <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07Sempozyum>, (20 Kasım 2012)

KLEIN, A. (1998), "Firm Performance and Board Committee Structure". *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-303.

KOÇEL, Tamer,(2003), *İşletme Yöneticiliği*, İstanbul: Beta

KOÇER, Burak;(2005), *İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları: İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Araştırma*, İstanbul Üniversitesi SBE Doktora Tezi, İstanbul.

LA PORTA, R., LOPEZ-De-Silanes, F. ve SHLEIFER, A. (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, no. 1-2, pp. 3-27.

LIPTON, M., ve LORSCH, J., W. (1992), "A modest proposal for improved corporate governance". *Business Lawyer*, 48(1), 59-77

MEHRAN, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance". *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.

NICHOLSON, G., J., KIEL, G., C. (2004), "Breakthrough board performance: how to harness your board's intellectual capital". *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 4(1), 5-23.

NICHOLSON, G. J., KIEL G.C., (2007) "Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance" *Corporate Governance*,

ÖZILHAN, Tuncay; "Kurumsal Yönetim Konferansı Konuşması", [http://www.tusiad.org/\\_rsc/shared/file/2002-03-07-TOzilhanKurumsalYonetimKonferansiKonusmasi.pdf](http://www.tusiad.org/_rsc/shared/file/2002-03-07-TOzilhanKurumsalYonetimKonferansiKonusmasi.pdf), 2.10.2012

PAMUKÇU Fatma;(2011), "Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, ss.133-148.

PFEFFER, J. (1972), "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment". *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-228.

RASHID, A. De ZOYSA, LODH, A. S., ve RUDKİN, K. (2010) "Board Composition and Firm Performance: Evidence From Bangladesh" *Australasian Accounting Business & Finance Journal*. Vol.4 No 1 2010,76-95.

SERMAYE PİYASASI KURULU, *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, 2005.

SPK, *Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (seri:IV No:57)*, <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/>, (20 Kasım 2012)

TOPÇU, Nihayet;(2006), *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsa-ya Kote (İMKB 100) Şirketler Üzerinde Bir Uygulama*, Mimar Sinan Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

TÜSİAD, *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi* <<http://www.tusiad.org/komisyonlar/sirket-isleri-komisyonu/>> 20 Kasım 2012

UADIALE, O. M.(2010). "The Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria", *International Journal of Business and Management*, 5 (10), p.155-166.

UYAR, Süleyman;(2004), "Kurumsal Şeffaflığın Sağlanması Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi", *Mali Çözüm Dergisi*, ss. 164-165

ÜLGEN, Hayri ve S. Kadri MİRZE;(2004), *İşletmelerde Stratejik Yönetim, Literatür Yayınları*, İstanbul.

VARIŞ, Meral, Ali KÜÇÜKÇOLAK, Oral ERDOĞAN ve Levent ÖZER;(2001), "Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri", *İMKB Dergisi Özel Sayısı*, derginin tamamı

YILDIRIM, Murat;(2007), *Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İzmir.

YERMACK, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.