

YÖNETİM KURULU YAPISININ ŞİRKETE GETİRDİĞİ FIRSAT VE TEHDİTLER: EBAY ÖRNEĞİ

Yunus DEMİREL
İstanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi
y.demirel.gd@hotmail.com

ÖZET

Yönetim kurulu anonim şirketlerin en önemli ve zorunlu yapılarından biridir. Şirket stratejileri ve politikaları yönetim kurulunca oluşturulmaktadır. Bu nedenle yönetim kurulu şirket ve şirketin geleceği için hayati öneme sahiptir. Bu çalışmada, yönetim kurulu kompozisyonu ile şirket performansı arasındaki ilişki tartışılmış ve küresel bir ABD şirketi olan eBay'deki yönetsel problemler tartışılmıştır.

Temel finansal göstergelere göre, eBay'in finansal performansı 2013 yılında 2012 ve 2011 yıllarına kıyasla düşüş göstermiştir. eBay hisselerinin getirisi S&P 500'e dahil teknoloji hisselerinin ortalamasının altındadır. Dünyanın en büyük yatırımcılarından biri olan Carl Icahn eBay'in yönetim kurulundaki yönetsel problemlerin eBay'in geleceğine büyük zarar verdiğini söylemektedir. Icahn'ın hissedarlara gönderdiği açık mektuba göre, en az iki yönetim kurulu üyesinin çıkarları eBay'in çıkarları ile çatışmaktadır. eBay örneğinde görüldüğü gibi, şirket yönetim kurulu kompozisyonu şirketlerin geleceği için hem fırsatlar hem de tehditler getirmektedir.

Anahtar Kelimeler: Yönetim kurulu, icra kurulu, eBay, şirket performansı, kurumsal yönetim

OPPORTUNITIES AND THREATS OF THE BOARD OF DIRECTORS: EBAY CASE

ABSTRACT

The board of directors is one of the most important and necessary structures of companies. Strategy and policies of the company are established in the board, thus the board has vital role for the companies' future. In this study, relationship between composition of the board of directors and performance of the company are explained, and managerial problems in the board of eBay which is a successful global USA company are discussed.

According to basic financial indicators of eBay, in 2013, eBay's financial performance decreased compared to 2012 and 2011. eBay's stock is not profitable compared to average technology companies in S&P 500. Carl Icahn who is one of the largest investors in the world said that the managerial problems in the board of eBay damage eBay's future. According to Icahn's open letter to shareholders, interests of at least two members of the board conflict eBay's interests. As seen in eBay case, composition of the board of directors have both opportunities and threats for company's future.

Keywords: The board of directors, executive board, eBay, company performance, corporate governance

“Yönetici ücretleme ve ödüllendirme plânlarının yapılması; risk yönetimi, bilgi akış sistemleri tasarımı; çeşitlendirme (diversification), stratejik iş birimleri (strategic business units – SBU) ve çeşitli işletmeler arası birlikteliklerde (joint – ventures, franchising gibi) karar veren yönetici ile sahip durumundaki taraf arasındaki sorunları netleştirmek ve çözüm alternatifleri getirmek gereklidir.” [Koçel, 2005: 360]

GİRİŞ

Yönetim kurulları anonim şirketlerin zorunlu ve en önemli organlarından biridir ve bu kurulda esasen şirketin strateji ve politikaları belirlenmekte ve böylelikle şirket geleceği için hayati öneme sahip kararlar alınmaktadır. Bu çalışmada, yönetim kurulu yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişkiye değinilecek ve küresel başarılı bir Amerikan şirketi olan eBay örneği üzerinden kurul yapısının yaratacağı fırsat ve tehditler değerlendirilecektir.

Günümüzde anonim şirketlerin en önemli kararları, kanunlarla genel kurula bırakılan özel konular ve genel kurulca yönetim kuruluna devrilmemiş olanlar dışında, yönetim kurulu tarafından alınmakta ve genellikle yönetim kurulunun da üyesi olan icra kurulu başkanı (chief executive officer - CEO) önderliğinde icradan sorumlu üst düzey yöneticilerce uygulanmaktadır. Bu anlamda yönetim kurulu üyeleri şirketin karşı karşıya olduğu fırsat ve tehditleri değerlendirmek ve şirket hedeflerini gerçekleştirecek strateji ve politikaları belirlemekle sorumludurlar. Dolayısıyla yönetim kurulunun yapısı ve kurul üyelerinin deneyim ve yetenekleri şirket stratejilerinin oluşturulmasında ve bunların başarılmasında birincil etkiye sahiptir.

Şirket yapıları genellikle, şirketin kurulu bulunduğu ülkeye, faaliyet gösterilen sektöre, şirketin ölçeğine göre değişmekle birlikte, anonim şirketlerde zorunlu olarak yönetim kurulu olduğu, bu kurula bağlı olarak alınan kararları yerine getirecek icradan sorumlu bir üst yönetim bulunduğu görülmektedir. Yönetim kurulu ile pay sahipleri arasındaki ilişkiler ve yönetim kuruluna devredilebilen ve devredilmesi mümkün olmayan yetkiler, şirketin kurulu bulunduğu ülkenin kanunları ile belirlenmektedir. Örneğin Türk hukuku açısından şirketi yönetmek, strateji ve politikaları belirlemek yetkisi yönetim kuruluna verilmiş olmakla birlikte, şirketin merkezinin değiştirilmesi kararını ancak pay sahiplerinin oluşturduğu genel kurul verebilmektedir.

Şirketlerin yönetim kurullarında, özellikle Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gibi teknoloji şirketlerinin ekonominin önemli bir parçası olduğu gelişmiş ekonomilerde,

şirketle aynı veya yakın sektörlerde faaliyet gösteren diğer şirketlerin üst düzey yöneticileri yer alabilmektedir. Böylelikle, rakip şirketlerden gelen üst düzey yöneticiler beraberlerinde sektöre ilişkin kendi bilgi ve deneyimlerinin yanı sıra şirketlerinin entelektüel birikimlerini de getirmektedirler. Örneğin dünyanın en büyük yazılım şirketlerinden Microsoft'un yönetim kurulunda bir başka ABD teknoloji şirketi olan Netflix'in icra kurulu başkanı (Chief Executive Officer – CEO) Reed Hastings, Jr. görev almıştır ve Hastings halen birçok kâr amacı gütmeyen şirketle birlikte Facebook'ta yönetim kurulu üyeliği yapmaktadır. Bir diğer örnek ise yine önde gelen teknoloji şirketlerinden Oracle icra kurulu başkanı Lawrence J. Ellison'ın bir dönem diğer bir ABD'li teknoloji şirketi olan Apple'da yönetim kurulu üyeliği yapmasıdır. Bu örneklerde olduğu gibi, günümüzde özellikle gelişmiş ekonomilerde aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin üst düzey yöneticileri diğer şirketlerde yönetim kurulunda görev almakta ve bu görevlendirmeler şirketler için önemli fırsatları beraberinde getirmektedir.

Şirket yönetim kurullarının yapısını belirleyen önemli faktörlerden biri de şirketlerin sahiplik yapıları ve şirket hisselerini elinde tutan şirketlerin yapısıdır. Diğer bir ifadeyle bir şirketin önemli miktarda hissesini elinde bulunduran şirketlerin temsilcileri iştiraklerinde üst yönetimde görev alabilmektedirler. Bu hem sahip şirketin iştirakler üzerindeki kontrolüne, hem de rekabet üstünlüğü yaratabilecek şirketler arasında bilgi transferine olanak tanımaktadır. Örneğin Türkiye'nin önde gelen telekomünikasyon şirketlerinden Avea'da Türkiye'nin en büyük özel bankalarından olan Türkiye İş Bankası'nın hisseleri bulunmaktadır.

Yönetim kurulunda her ne sebeple olursa olsun farklı ve özellikle de aynı ya da benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerden yöneticilerin görev alması şirkete önemli fırsatlar yarattığı gibi tehditlere de neden olabilmektedir. Özellikle birbirleriyle önemli derecede rekabet etme durumunda olan şirketlerin yöneticilerinin her iki şirket yönetiminde yer alması şirket performansına olumsuz etki edebilmektedir. Bu çalışmada, şirket yönetim kurulu yapısının şirkete getirdiği fırsat ve tehditler, küresel ABD şirketlerinden eBay'in ortaklık ve yönetim yapısı da dikkate alınarak tartışılacaktır. Çalışmanın giriş bölümünde yönetim kurulunun yapısının şirketler için önemine yer verilmiştir. İkinci bölümde şirketlerin yönetim kurulu ve üst yönetimlerinin önemi, akademik yazındaki çalışmalar ve özellikle Türk Ticaret Hukuku ve başta kurumsal yönetim ilkeleri olmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri bağlamında irdelenecektir. Üçüncü bölümde önde gelen ABD şirketlerinin yönetim kurulu yapısına değinilecek ve eBay'in yönetim kurulu ve üst yönetim yapısı ile ortaklık yapısının getirdiği fırsat ve tehditler, eBay'in işlem gördüğü ABD borsasına kıyasla gösterdiği finansal performans ve performans düşüşünde yönetim yapısının etkisine dönük şirketle ilgili güncel tartışmalar

incelenecektir. Sonuç ve değerlendirme bölümünde literatür ve eBay örneğinden çıkartılan dersler özetlenecektir.

1. YÖNETİM KURULU VE ÜST YÖNETİM

Anonim şirketlerin üst yönetimlerini şirketin strateji ve politikalarını belirleyen yönetim kurulu ile, belirlenmiş stratejileri hayata geçirmekle görevli icra kurulu olarak iki ana başlıkta incelemek mümkündür. Şirketin faaliyet gösterdiği sektör(ler), faaliyet gösterilen coğrafi alan (yerel ve/veya küresel ölçekte faaliyet gösterilmesi), şirketin ölçeği gibi faktörler icra kurulu olarak adlandırılabilir yapının tasarımını etkilemekle birlikte, günümüzde genellikle yönetim kurulunun da üyesi olan genel müdür veya icra kurulu başkanı önderliğinde genel müdür yardımcıları veya icra kurulu üyeleri adı verilen ekibin şirketin günlük operasyonlarını yürütmekle görevli olduğu görülmektedir. Aşağıda öncelikle yönetim kurulu ve ardından icra kurulu ile ilgili hem ticaret hukuku ve hem de kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde bilgi verilecek ve bu kurulların görev ve fonksiyonlarına ilişkin olarak literatürde yapılmış çalışmalar özetlenecektir. Sonrasında ise yönetim kurulu, icra kurulu ve yönetim kurulu ile icra kurulu arasındaki etkileşimle ilgili olarak literatürde yapılmış güncel çalışmalar özetlenecektir.

1.1. Yönetim Kurulu

Yönetim kurulu, anonim şirketlerin, yani sermayesi belirli paylara bölünmüş (hisse) olan ve şirket sahipliği bu payların sahipliği ile eşdeğer olan sermaye şirketlerinin zorunlu organlarından biridir ve yönetim kurulu esasen şirketin yönetiminden sorumludur. Bu anlamda yönetim kuruluna şirketin en üst düzey yönetim organı demek yanlış olmayacaktır.

Anonim şirketlerin sermayelerinin çok sayıda paya bölünmesi ve her pay sahibinin şirket ortağı olması nedeniyle, tüm ortakların yönetimde yer alması mümkün olamamaktadır. Bu nedenle bu ortakları temsilen profesyonel yöneticiler görevlendirilir ki bu kişilerden oluşan yapı yönetim kurulu olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir ifadeyle yönetim kurulu şirket ortaklarını temsilen şirketin yönetiminden sorumlu üst düzey yöneticileri ifade etmektedir. Yönetim kurulu üyelerini tüm pay sahiplerinden oluşan genel kurul seçmektedir. Böylelikle yönetim kurulu şirket hissedarlarını temsil yetkisi kazanmış olmaktadır.

Yönetim kurulu yapısı, yetki ve sorumlulukları öncelikle kanunlarla belirlenmektedir. Ardından şirket sözleşmesinde kanunlara aykırı olmamak şartıyla yönetim kurulu ile ilgili maddeler yer alabilmekte ve yönetim kurulu bu düzenlemeler çerçevesinde görevlerini yerine getirmektedir. Türkiye'de yönetim

kurulu yapısı öncelikle, 13 Ocak 2011 tarihinde kabul edilen ve 14 Şubat 2011 tarih ve 27846 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) çerçevesinde belirlenmektedir. TTK’ya göre anonim şirketlerin yönetim kurulları; “Anonim şirketin, esas sözleşmeyle atanmış veya genel kurul tarafından seçilmiş, bir veya daha fazla kişiden oluşan bir yönetim kurulu bulunur.” maddesi gereğince en az bir kişiden oluşmaktadır (madde 359). Altaş (2011) bu durumu:

“Bunun sebebi, bir taraftan, sistemde tek paysahipli anonim şirkete yer verilerek birçok AB ülkesinin aynı kuralı uygulamakta olması dolayısıyla AB hukuku ile uyum sağlanması, diğer taraftan da, küçük anonim şirketler ile ana şirketlerde, daha kolay yönetme yöntemlerinin uygulanmasına olanak tanınmasıdır. Nitekim, bu kural, esneklik ve kolaylık sağlayacağı ve özellikle topluluk oluşturulmasında, kurumsallaşmada ve hatta profesyonelleşme ile bölünmelerde yararlı olacağı düşünülmüş ve getirilmiştir.”

şeklinde ifade etmektedir.

TTK’ya göre yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olması, yani şirket hisselerine sahip olması zorunlu değildir¹. Bu durum zorunluluk olmamakla birlikte, özellikle aile şirketlerinde yönetim kurulunda şirket hisselerinin önemli bir bölümüne sahip olan ortakların yer aldığını görmek mümkündür. Öte yandan şirket yönetim kurulu üyelerinden en az birinin Türkiye’de yerleşik olması ve Türk vatandaşı olması zorunludur.

Yönetim kurulu üyeleri gerçek kişi olabileceği gibi tüzel kişi de olabilmektedirler². 6102 sayılı kanun tüzel kişilerin yönetim kurulu üyesi olmalarının önünü açmıştır. Tüzel kişi yönetim kuruluna bizzat gelemeyeceği ve toplantılara katılamayacağı için pratikte tüzel kişiyi temsil yetkisine sahip olan bir gerçek kişinin yönetim kurulunda bu tüzel kişiliği temsilen yer alması uygulamasına gidilmektedir³. Yönetim kurulu üyelerine ilişkin aranan şartlardan birisi de eğitimle ilgilidir ve üyelerin en az dörtte

¹ 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile yürürlükten kaldırılan 6762 sayılı (eski) Türk Ticaret Kanunu’na göre yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olması zorunludur. Bu durumun getirdiği zorunlulukların da önüne geçmek için (yeni) TTK’da yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği zorunluluğu terk edilmiştir.

² Gerçek kişiler insanlardır. Tüzel kişiler ise belli bir amacı gerçekleştirmek için bir araya gelen kişi veya mal topluluklarına verilen genel addir. Bu çalışma kapsamında incelenen anonim şirketler de esasen kişi topluluklarının bir örneğini teşkil etmektedir.

³ Yönetim kurulunda tüzel kişiliği temsilen yer alacak gerçek kişinin ticaret siciline tescil ve ilan edilmesi gerekmektedir. Öte yandan, tüzel kişiliği temsilen sadece bir gerçek kişinin ismi tescil ve ilan edilebilir. Diğer bir ifadeyle tüzel kişiliği temsilen bir başka tüzel kişiliğin görevlendirilmesi ve bu durumun ticaret siciline tescil ve ilanı mümkün değildir.

birinin yükseköğrenim görmüş olması şartı aranmaktadır⁴. Yönetim kurulu üyeleri TTK'nın 362. maddesindeki “Yönetim kurulu üyeleri en çok üç yıl süreyle görev yapmak üzere seçilir. Esas sözleşmede aksine hüküm yoksa aynı kişi yeniden seçilebilir” hükmü gereğince en az üç yıl için seçilirler ve şirket ana sözleşmesinde aksi yönde yüküm bulunmadığı, yani açıkça tekrar seçilmenin imkansız olduğu ifade edilmediği sürece, bir yönetim kurulu üyesi görev süresi dolduktan sonra tekrar seçilebilmektedir.

Yönetim kurulu yapısı ve üyeleri ile ilgili ülkemizdeki önemli düzenlemelerden bir diğeri de Sermaye Piyasası Kurumu'nun (SPK) halka açık anonim şirketler ve özellikle kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili olarak yayınladığı tebliğlerdir. Bu tebliğlerdeki zorunlu hükümler tıpkı kanunlar gibi şirketler açısından bağlayıcıdır ve aykırı hareket edilmesi halinde yaptırım söz konusu olmakta ve ayrıca şirket itibarı zedelenmektedir.

Yönetim kurulunun, başkan ve üyelerinin görev ve yetkileri başta TTK olmak üzere kanunlarda ve şirket ana sözleşmesinde belirlenmektedir. Her ülke kendi yasal düzenlemeleri çerçevesinde anonim şirketlerin işleyişine ve yönetim kurullarının yapı ve görevlerine ilişkin hükümlere yer vermektedir. Örneğin Amerika'da 2002 yılında hazırlanan Sarbanes-Oxley Act, yönetim kurulunun fonksiyonunu güçlendirmiş ve daha net bir yapıya kavuşturmuştur. Özellikle Enron skandalı sonrasında hazırlanan Sarbanes-Oxley Act, hem yönetim kurulu yapısının netleşmesine hem de şirket denetiminin daha objektif ve etkin şekilde yapılmasına olanak sağlamak amacıyla hazırlanmıştır. SPK tebliğlerinin özellikle kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde anonim şirket yönetim kuruluna getirdiği zorunlu hükümler, şirketlerin daha şeffaf, hesap verebilir, etkin şekilde denetlenen bir yapıya kavuşmasını teminen hazırlanmıştır.

SPK tebliğleri gereğince halka açık anonim şirketler kurumsal yönetim ilkeleri uyum beyanı çerçevesinde yönetim kurulu yapısı ile ilgili olarak düzenlemede yazan detayda bilgileri kamuoyu ile paylaşmak durumundadırlar. Yönetim kurulunun yapısı ve oluşumu ile ilgili olarak bu beyan çerçevesinde yönetim kurulunda görev alanlara ilişkin bilgilere ve özellikle de yönetim kurulu üyelerinin her birinin icracı, icracı olmayan veya bağımsız üye sınıflandırmalarından hangisi içinde yer aldığına yer verilmelidir. Öte yandan yönetim kurulu üyelerinden oluşturulan komitelerin sayısı ve üye bilgileri de açıklanmak durumundadır. Son olarak şunu ifade etmek gerekir ki, Türkiye'de gerek TTK ve gerekse SPK'nın ilgili tebliğleri gereğince yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının / genel müdürün aynı kişi olmasının önünde

⁴ Tek üyeli yönetim kurullarında bu şart aranmamaktadır. Ancak 2 veya 3 üyeli yönetim kurullarında en az bir üyenin yükseköğrenim görmüş olması şarttır.

herhangi bir engel bulunmamaktadır. Bununla birlikte bir şirkette yönetim kurulu başkanı ve icra kurulu başkanının aynı kişi olması halinde, durum gerekçesi ile birlikte SPK kurumsal yönetim ilkeleri gereğince Kamuyu Aydınlatma Platformu'unda (KAP) açıklanmak zorundadır.

Yönetim kurulunun görevlerine geçmeden önce yönetim kurulu üyeleri ile ilgili olarak icracı, icracı olmayan ve bağımsız üye tanımlarını yapmak yerinde olacaktır. Şirkette üst düzey yönetici olarak fiilen görev yapan ve aynı zamanda yönetim kurulunda görev alan kişiler “icracı” üyeleri, bunların dışındakiler ise “icracı olmayan” üyeleri ifade etmektedir. Dolayısıyla icracı olmayan üyeler, mevcut durumda şirket yönetim kurulundaki görevleri dışında şirket içinde başka bir görevi bulunmayan üyeleri ifade etmektedir. Ancak bu üyelerin şirketle bir şekilde ilişkilerinin bulunması mümkündür. Örneğin şirketin hissedarı olup, sadece yönetim kurulu üyeliği bulunanlar bu anlamda icracı olmayan üye olarak tanımlanmaktadırlar. Öte yandan hem sadece yönetim kurulu üyeliği bulunan ve hem de şirketle başka hiçbir ilişkisi bulunmayan üyeler “bağımsız üye” olarak nitelendirilebilirler. Bağımsız üyelerin şirketle yakın geçmişte de iş ilişkisinin olmamasına dikkat edilmektedir. Örneğin son dönemde icrai bir görevde yer almaması gerekmektedir (Üsdiken ve Öktem, 2008).

Yönetim kurulunun görev ve yetkileri yukarıda ifade edildiği üzere öncelikle yasalarla, daha sonra ise yasalara aykırı olmamak üzere şirket ana sözleşmesi ile belirlenmektedir. Bu çerçevede Ülgen ve Mirze (2010) yönetim kurulunun yasal olarak şirketi yönetmekle birlikte aşağıdaki görevleri olduğunu ifade etmektedirler:

- İşletmenin misyon, amaç, stratejilerini belirlemek,
- Şirket genel müdürü ile diğer üst düzey yöneticileri seçmek ve görevlerini, sorumluluklarını belirlemek,
- Üst düzey yöneticileri denetleyerek işletme faaliyetlerini denetlemek,
- Üst düzey yöneticilere danışmanlık yapmak.

Yönetim kurulunun en önemli fonksiyonlarından birisi yukarıda da ifade edildiği üzere yönetime özellikle kritik kararların alınması sürecinde danışmanlık etmektir. Bu anlamda yönetim kurulu hem şirket yönetimini izlemek ve kontrol etmek hem de başta kritik konular olmak üzere şirketin geleceğini etkileyecek kararlarda danışmanlık yapmak fonksiyonuna sahiptir (Baldenius vd., 2014; Ülgen ve Mirze, 2010). Üsdiken ve Öktem (2008) ise yönetim kurulu üyelerinin görevlerini esas olarak üç ana başlıkta toplamaktadırlar. Bunları 1) şirketi ve özellikle üst düzey yöneticileri denetlemek, 2) üst yönetime danışmanlık yapmak ve 3) kaynak temin etmek olarak sıralamaktadırlar. Yönetim kurulu üyelerinin geçmiş deneyimleri ve

çalıştıkları sektör ve şirketler esas alındığında, çeşitli fonlara şirketin daha çabuk ve sorunsuz ulaşmasını sağlayacakları veya devletle olan ilişkileri kuvvetlendirebilecekleri düşünülmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin bu fonksiyonu kaynak temini olarak adlandırılmaktadır. Üsdiken ve Öktem (2008) yaptıkları çalışmada Türkiye'deki yönetim kurulu üyeleri içerisinde geçmişte siyaset yapmış (milletvekili veya bakanlar) ve/veya bürokraside çeşitli kademelerde görev almış kimselerin tercih edildiğini tespit etmişler ve bunun şirket ile devlet arasındaki ilişkinin tesis edilmesi amacına dönük olduğunu ifade etmişlerdir.

1.2. İcra Kurulu

Şirketler için kritik önemi olan üst düzey yönetici grubunun bir diğeri de icra kuruludur. İcra kurulu terimi ülkemizde yakın geçmişte kullanılmaya başlanmıştır. Anonim şirketlerin yapıları incelendiğine genellikle bir genel müdür ve şirket operasyonlarından sorumlu genel müdür yardımcılarında oluşan yapının çoğu kez icra kurulu olarak adlandırıldığı veya özellikle büyük ölçekli şirketlerde genel müdür ve genel müdür yardımcılarının da bağlı olduğu ayrı bir icra kurulunun bulunduğu gözlenmektedir. Özetle icra kurulu şirketin tüm operasyonlarının yürütüldüğü üst yönetim kademesini ifade etmektedir. İcra kurulu üyeleri sorumlu oldukları alanlarla ilgili olarak şirketin günlük operasyonlarını yürütecek her türlü kararı alma ve uygulama hakkına sahiptirler.

Türkiye'de genellikle icra kurulu şirket genel müdürü ve ona bağlı olan genel müdür yardımcılarını ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu anlamda örneğin bir bankanın genel müdürü icra kurulu başkanı, finansal raporlama ve muhasebe bölümlerinin de bağlı olduğu mali işlerden sorumlu genel müdür yardımcısı ise finansman sorumlu icra kurulu üyesi (chief financial officer – CFO) olarak adlandırılmaktadır.

İcra kurulu başkanı bir şirketin tüm faaliyetlerinden sorumludur ve esas olarak işletmeyi belirlenen amaçlara ulaştıracak her türlü kararı almak ve işletmeyi tüm olarak temsil etmek yetkisine sahip yöneticidir (Koçel, 2005). Diğer bir ifadeyle bir şirketin en üst kademe icracı yöneticisi olan icra kurulu başkanı, hissedarlar tarafından seçilen yönetim kurulunca belirlenen stratejileri hayata geçirmek ve belirlenen hedefleri gerçekleştirmekten sorumludur. İcra kurulu başkanının aldığı kararları uygulamaya almak ve detaylı operasyonları yönetmek görevi de genel müdür yardımcılara aittir. Bu bakımdan genel müdür yardımcılarını icra kurulu üyeleri olarak adlandırmak mümkündür. Örneğin bankalarda genel müdür ve genel müdür yardımcılardan oluşan aktif – pasif komitesi burada ifade edildiği üzere bankanın stratejilerinin hayata geçirilmesi, piyasalardaki gelişmelerin değerlendirilerek bankanın pozisyonunun güncellenmesi gibi hayati konulardan

sorumludur. Bu anlamda bankalarda genel müdür ve yardımcılarında oluşan bu yapı icra kurulu görevini yerine getirmektedir.

Yukarıda ifade edildiği üzere icra kurulu başkanı yönetim kurulu tarafından belirlenen stratejinin uygulanmasından sorumludur. Bu süreçte yönetim kurulu ile icra kurulu arasındaki iletişim ve bilgi paylaşımı kritik öneme sahiptir. Diğer bir ifadeyle şirketin süreçlerine yönetim kuruluna kıyasla daha fazla hakim olan icra kurulu başkanı, belirlenen stratejilerin hayata geçirilip geçirilemeyeceği konusunda yönetim kuruluna çok değerli bilgiler verme şansına sahiptir. Hem yönetim kurulu ile icra kurulu arasındaki bilgi akışının sağlıklı olmasını sağlamak ve hem de yönetim kurulu tarafından hayata geçirilebilir stratejiler geliştirmek için günümüzde başta icra kurulu başkanı olmak üzere icra kurulu üyelerinin de yönetim kurulu üyesi olarak görev yaptığı görülmektedir. Genellikle yönetim kurullarında icra kurulu başkanı ve bazı durumlarda da finansan sorumlu icra kurulu üyesi görev almaktadır. Hatta bazı şirketlerde icra kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişi olduğu görülmektedir. Bu bir yandan icra kurulu ile yönetim kurulu arasındaki bilgi akışı problemlerinin önüne geçmenin en kolay yoludur. Diğer yandan icra kurulu başkanına hem stratejileri belirleme hem de uygulama sorumluluğu ve yetkisi vermektedir. Dolayısıyla bu uygulamanın en önemli eksikliği icra kurulu ve yönetim kurulu yetkilerini tek elde toplayan yöneticinin elde ettiği şirket içi aşırı güçtür. Bu gücün dengelenmesi için de bağımsız üyelerden oluşan ve yönetim kurulu başkanını doğru şekilde yönlendirecek kadar yetkilendirilmiş yönetim kurulunun bulunması gerekmektedir. Aşağıda yönetim kurulu ve icra kurulu üyelerinden oluşan üst yönetim ile ilgili olarak yönetim literatüründe yapılmış çalışmalar ve bulgulara yer verilecek, özellikle yönetim kurulu ile üst yönetim kompozisyonunun başta finansal performans olmak üzere şirket geleceği üzerindeki etkisine ilişkin sonuçlar özetlenecektir.

1.3. Literatür Özeti

Yönetim kurulu, icra kurulu üyeleri ve üst yönetim takımı (top management team) ile ilgili literatürde çok çeşitli çalışmalar yapıldığı görülmektedir (Carmeli ve Schaubroeck, 2006; Hambrick ve Mason, 1984; Carmeli vd., 2011; Barron vd., 2011; Balkin ve Swift, 2006; Cho, 2006; Glunk vd., 2001; Talaulicar vd., 2005; Van Gils, 2005). Bu çalışmalarda üst yönetim kompozisyonu ile firma performansı arasındaki ilişkiden (Barron vd., 2011), üst yönetim yapısının yeni girişimlerin geliştirilmesi üzerindeki etkisine kadar birçok konunun incelendiği gözlenmektedir (Balkin ve Swift, 2006). Türkçe yazında da özellikle yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin sayısı, yönetim kurulu başkan veya genel müdürün kadın

olmasının performans üzerindeki etkisini araştırmaya dönük çeşitli çalışmalar yapılmıştır (Ocak, 2013; Aygün vd., 2011; Yıldız ve Doğan, 2012; Nas vd., 2013).

Genellikle üst yönetim kompozisyonunun alınacak kararları etkileyeceği ve firma performansı üzerinde etkili olacağı düşünölmektedir (Hambrick ve Mason, 1984; van Veen vd., 2014; Wu, 2013) ve bu yönde çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalara ek olarak son dönemde üst yönetim devir hızı ile performans arasındaki ilişki de sorgulanmaya başlanmıştır. Barron vd. (2011) alışmalarında şirket bünyesinde önemli stratejik değişiklikler olup, CEO ve üst yönetim takımı ile ilgili önemli operasyonlar terkedildiğinde CEO'ların işten ayrıldıklarını ifade etmişlerdir. Dolayısıyla CEO devir hızı stratejik değişimle ilintili olmakla birlikte, tüm stratejik değişimlerin bu oranı yükseltmediğini, CEO'ları fonksiyonsuzlaştıracak önemli operatif değişikliklerin CEO'ların işten ayrılmalarına neden olduğunu ileri sürmektedirler.

Li (2008) ve Liu vd. (2012) alışmalarında, üst yönetim yapısı, üst yöneticiler arasında şirket kurucularının oranı ve üst yöneticilerin kıdemlerinin halka arz öncesi ve halka arz sonrasındaki değişimlerini incelemişlerdir. Üst yönetimin kıdem süresi, şirket kurucularının üst yöneticiler içindeki oranı ve üst yönetimin fonksiyonel heterojenliğinin, halka arz öncesinde üst yönetimin yeniden yapılandırılmasında negatif ilişkili olduğu belirlenmiştir. Aynı zamanda halka arz öncesi üst yönetim yeniden yapılandırılmasında firma performansı da etkilidir. Firma performansının yüksek olduğu durumlarda ifade edilen negatif ilişkinin daha kuvvetli olduğu tespit edilmiştir (Li, 2008). Liu vd. (2012) ise halka arz sonrası teknolojik yeniliklerle üst yönetim yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve üst yönetimin firma içi kıdeminin teknolojik yeniliklerle negatif, rakipler ya da diğer endüstrilerden gelen üst yönetimin ortalama deneyiminin ise yenilik performansı ile pozitif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Göröldüğu üzere üst yönetim yapısı, hem halka arz öncesinde hem de sonrasında şirket performansı ve üst yönetimin yeni şartlara uygun şekilde dizayn edilmesinde önemli faktörlerden biridir.

Baldenius vd. (2014) yaptıkları çalışmada, yönetim kurulu kompozisyonu, şirket içi bilgi akışı, CEO'nun yönetim kurulunu yönlendirme fonksiyonu ve bu anlamda yönetim kurulu kompozisyonu ile CEO'nun gücü arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Buna göre, araştırmada şirket içi tüm operasyonlara hakim olan ve bu anlamda günlük aktivitelerle ilgili olarak daha fazla bilgilendirilen CEO ile onu kontrol etmek ve gerektiğinde danışmanlık yapmak fonksiyonuna sahip yönetim kurulu arasındaki etkileşim incelenmiş; çalışmada merkezi (centralization) ve delegasyon olmak üzere iki tür model olduğu kabul edilmiştir. Merkezi modelde, yönetim kurulu başta kritik kararlar olmak üzere genel olarak karar alıcı konumundadır. Buna karşın delegasyon

modelinde, yönetim kurulu karar alma yetkisini büyük oranda CEO'ya devretmiş durumdadır. Baldenius vd. (2014) çalışmalarında bu iki model esas alınarak verilen yatırım kararlarını ve CEO'ların yönetim kurulu üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Eğer CEO'lar yönetim kurulu yapısını belirleyecek / etkileyecek kadar güçlü iseler, genellikle izlemeye odaklanacak bir yönetim kurulunun tasarlanması için müdahil oldukları görülmektedir. Araştırma bulguları, yönetim kurulunun izleme niyeti (monitoring intensity) ile şirket performansı arasında ise negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Ancak araştırmacılar bunun bir nedensellik ilişkisi olmadığını ileri sürmektedirler.

Özellikle son dönemde mevzuatta gerçekleştirilen değişikliklerin de etkisiyle Türk şirketlerinin önemli gündem maddelerinden biri de bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve onların fonksiyonlarıdır. Yukarıda ifade edildiği üzere gerek Türk Ticaret Kanunu ve gerekse kurumsal yönetim ilkeleri başta olmak üzere SPK düzenlemeleri Türkiye'de bağımsız yönetim kurulu üyeliği ile ilgili şirketlere çeşitli zorlayıcı hükümler getirmişlerdir. Dolayısıyla bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin şirkete etkisi literatürde araştırılan diğer bir popüler konudur. Fernandes (2008) çalışmasında şirket performansı, yönetim kurulu yapısı ve icra görevi bulunan üst yöneticilerin ücretleri arasındaki ilişkiyi incelemiş ve yönetim kurulu yapısı (özellikle yönetimde icradan sorumlu olmayan üyeler ile bağımsız üyelerin bulunması ve bunların yoğunlukları) ile üst yönetim ücretleri arasında ilişki olduğunu ve tüm üyeleri veya üyelerinin çoğunluğu icracı olmayan şirketlerde vekalet problemi yaşandığını bulmuştur⁵. Diğer bir ifadeyle üyelerinin tamamı ya da çoğunluğu bağımsız ya da icra görevi bulunmayan yöneticilerden oluşan yönetim kurulları tarafından yönetilen şirketlerde, yöneticilerin ilgi alanları ile hissedarların ilgi alanları arasında esaslı farklılık olabilmekte ve bu da şirket performansını

⁵ Yönetim yazınında, özellikle hissedarlar ile yöneticiler arasındaki ilişkiler incelenirken esas alınan teorilerden birisi vekalet teorisidir. Vekalet teorisi (agency theory), amaçları ve çıkarları farklı iki kişinin (tarafın) birbirleri ile yardımlaşmak durumunda kalması halinde ortaya çıkan sorunları incelemektedir (Koçel, 2005). Ortak amaçları doğrultusunda yardımlaşan ve karşılıklı etkileşim içerisinde olan iki taraftan birisi vekalet veren (principal) ve diğeri de vekildir (agency). Bu ilişkide tarafların motivasyon kaynakları, bilgi akışı ve zaman zaman çıkarların çatışması gözlenmektedir ve bu sorunların çözümü vekalet teorisi kapsamında ele alınmaktadır. Vekalet veren, örneğin hissedar(lar), vekile yani yöneticiye şirketi kendi amaç ve hedefleri doğrultusunda yönetme yetkisi vermişlerdir ve ücret ve ödüllerle vekili motive etmektedirler. Yönetici günlük operasyonlar içinde yer aldığı için şirketle ilgili olarak hissedar(lar)a kıyasla daha fazla bilgiye sahiptirler. Dolayısıyla her iki taraf arasında bir bilgi asimetrisi olması kaçınılmazdır. Bu nedenle tamamen profesyonel kişilerce yönetilen şirketlerde hissedarlarla yöneticiler arasındaki bilgi asimetrisi ve çıkar çatışmasının şirketin performansı üzerinde olumsuz etkisi olacağı düşünülmektedir. Bunun en kolay çözümü ise hissedarların da yönetim kurullarında ve hatta icrai görevlerde bulunmaları ve böylelikle şirket operasyonlarına dönük hakimiyetin artırılmasıdır (Koçel, 2005; Fernandes, 2008).

Daha fazla bilgi için bakınız: Koçel (2005: 358 - 360), Meydan ve Çetin (2012).

olumsuz etkileyebilmektedir (Fernandes, 2008). Dolayısıyla günümüzde, şirketlerde yaşanan birçok problem için önemli bir çözüm önerisi niteliği taşıyan bağımsız üyelerin yoğunluğunun belli bir seviyenin üstüne çıktığı durumlarda bu üyelerden beklenen faydanın elde edilemeyeceği görülebilmektedir. Bu noktada şirketlerde icra görevi de bulunan yönetim kurulu üyelerinin bulunmasının hissedarlar ile yöneticiler arasındaki dengenin kurulabilmesi açısından faydalı olacağını düşünmek mümkündür. Bu açıdan bakıldığında genellikle icradan sorumlu CEO veya genel müdürün yönetim kurulu üyesi olduğu, bazı ülkelerde ise hem CEO hem yönetim kurulu başkanlığının aynı kişide bulunduğu görülmektedir.

Literatürde ve uygulamada cevap aranan önemli konulardan birisi de, özellikle gelişmiş ülke şirketlerinde daha çok gözlenen CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmasının getirdiği fırsat ve tehditlerdir (Jermias ve Gani, 2013). CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması bir yandan etkili ve hızlı karar almayı mümkün kılarken, diğer yandan yönetim kurulunun izleme ve kontrol fonksiyonlarını etkisizleştireceği düşünülmektedir (Dey vd., 2011; Jerminas ve Gani, 2013). Bu konu ile ilgili olarak Dey vd. (2011) yaptıkları çalışmada özellikle dış çevre baskısı nedeniyle CEO ve yönetim kurulu başkanı rollerinin ayrılması durumunda şirket performansının olumsuz etkileneceğini ileri sürmüşlerdir. Buna göre, CEO ve yönetim kurulu başkanının rollerinin ayrılması kararı, şirket yönetiminin çevresel şartları da dikkate almak suretiyle yapacağı fayda maliyet analizine göre verilmelidir. Sadece dış çevre (aktivistler, hükümet veya hissedarlar) baskısı ile CEO ve yönetim kurulu başkanı rollerinin ayrılması zaman zaman şirket performansını olumsuz etkileyebilmektedir.

Yönetim kurulu yapısının (özellikle yönetim kurulunun bağımsızlığının) şirket performansı üzerindeki etkisinin, şirketin çoğunluk hissesinin bir ailede (genellikle şirketi kuran aile) olması halinde farklılık arz edip etmeyeceğini araştıran Leung vd. (2014); çalışmalarında aile sahipliği durumunda yönetim kurulu yapısı ile şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığını, buna karşın aile sahipliği olmayan şirketlerde yönetim kurulu bağımsızlığının şirket performansı ile pozitif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Öte yandan aile sahipliği bulunan şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yoğunluğunun aile sahipliği bulunmayan şirketlerdekine kıyasla daha düşük olduğu görülmüştür (Leung vd, 2014). Dolayısıyla araştırma sonuçları aile sahipliği yüksek şirketlerde genellikle yönetim kurullarının yüksek oranda şirket hissesine sahip aile üyelerinin etkisinde karar aldıklarını söylemek yanlış olmayacaktır (Wu, 2013).

Yönetim kurulu yapısının (performansın da ötesinde) şirket iflaslarındaki etkisini araştıran Platt ve Platt (2012) yönetim yapısı kompozisyonu ve üye niteliklerinin

şirketin iflasa doğru sürüklenmesini fark etmesinde etkili olduğunu belirlemiştir. Zaten yukarıda izah edildiği üzere yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarının doğal bir sonucudur. Zira yönetim kurulu esasen belirlediği strateji ve aldığı kararlarla şirketin hayatta kalıp kalmamasında birincil derecede etkilidir. Diğer bir ifadeyle, yönetim kurulu şirketin tüm yükümlülüklerini yerine getirebileceği bir finansal dayanıklılığa sahip olmasında birincil etkiye sahiptir (Platt ve Platt, 2012).

Yönetim kurulu yapısının, özellikle de yönetim kurulu üyelerinin deneyimlerinin ve fonksiyonel özgeçmişlerinin uluslararasılaşma sürecindeki etkisini araştıran Rivas (2012), yönetim kurulu deneyimi ve fonksiyonel çeşitliliğinin uluslararasılaşma ile pozitif ilişkili olduğunu bulmuştur. Diğer bir ifadeyle, deneyimli ve fonksiyonel açıdan daha çeşitli deneyimlere sahip yönetim kurulu üyelerinden oluşan şirketler diğerlerine kıyasla daha çok uluslararası ve/veya çok uluslu şirketlere dönüşebilmektedirler.

Üst yönetimin şirketin politik aktiviteleri üzerindeki etkilerini araştıran Özer (2010), şirket kıdemli üst düzey yöneticilerinin politik ilgileri ile ilişkili olduğunu bulmuştur. Özellikle CEO ve kıdemli üst yöneticilerin politikaya ilgi duymaları halinde şirketlerin politik aktivitelere daha fazla dahil oldukları, örneğin seçim kampanyalarında aktif rol aldıkları görülmektedir (Özer, 2010).

2. EBAY YÖNETİMİ VE YÖNETİM YAPISININ GETİRDİĞİ FIRSAT VE TEHDİTLER

Çalışmanın bu kısmında önde gelen küresel ABD şirketlerinden biri olan eBay'in mevcut ortaklık ve yönetim yapısı ile son dönemdeki finansal performansı ve finansal performansındaki düşüş nedeniyle yaşanan güncel tartışmalara yer verilecek, bu anlamda üst yönetim yapısının getirdiği fırsat ve tehditler tartışılacaktır. Dolayısıyla ilk olarak eBay hakkında genel bilgi verilecektir.

2.1. eBay⁶

eBay 1995 yılında Pierre Omidyar tarafından California'da kurulan ve 90'lardaki .com balonunda müthiş bir başarı hikayesine imza atan ve internet üzerinden müşteriden müşteriye satış hizmeti veren bir şirkettir. Şirket bugün ABD'nin önde gelen çok uluslu şirketlerinden biridir ve işlem hacmi milyar dolarları aşmıştır. www.ebay.com web sitesi üzerinden kullanıcılar, yani tüketiciler, geniş bir ürün

⁶ Bu bölümdeki bilgiler şirket web sitesi, yıllık faaliyet raporları ve şirket hakkındaki (başta haberler olmak üzere) internet kaynaklarından faydalanılarak hazırlanmıştır. Detaylı bilgi için bakınız. <http://investor.ebayinc.com>, <http://en.wikipedia.org/wiki/EBay> ve <http://tr.wikipedia.org/wiki/EBay>.

yelpazesinde açık artırma usulüyle alış ve satış yapabilmektedirler. Açık artırma usulüne ek olarak web sitesi üzerinde standart satış (buy it now) hizmeti de verilmektedir. Ayrıca site üzerinden PayPal aracılığıyla online para transferi yapmak da mümkündür.

Şirket İran asıllı programcı Pierre Omidyar tarafından 3 Eylül 1995 yılında San Jose, California'da açık artırma usulü hizmet veren bir web sitesi olarak AuctionWeb ismiyle kurulmuştur. Başlangıçta Omidyar hobi olarak bu siteyi kurmuş, ancak siteye hizmet veren internet servis sağlayıcı firmanın internet trafiğinin artması nedeniyle hesaplarını aylık 30 dolardan 250 dolara güncellemeleri gerektiğini ifade ettikten sonra bu finansmanı sağlamak için çözümler geliştirilmiş ve verilen hizmetten ücret alınmaya başlanmıştır.

eBay ilk üçüncü parti lisans anlaşmasını Kasım 1996'da uçak bileti başta olmak üzere seyahat ürünlerini satmak için Electronic Travel Auction ile yapmıştır. Site Ocak 1997'de yaklaşık 2 milyon ziyaretçi almıştır (1996 yılındaki toplam ziyaretçi sayısı yaklaşık 250 bindir). Şirket Eylül 1997'de ismini resmi olarak AuctionWeb'den eBay'e dönüştürmüştür. Esasen Omidyar domain name olarak Echo Bay ismini almak istemiş ancak bu isim Echo Bay Mines şirketince alındığı için ikinci seçenek olarak ebay.com ismini tescil ettirmiştir. Şirket 1997 yılında Benchmark Capital'den 6.7 milyon dolar fon (girişim sermayesi) sağlamıştır. Mart 1998'de ise Meg Whitman şirket başkan ve CEO'su olarak görevlendirilmiştir. Bu dönemde şirketin çalışan sayısı 30'a ulaşmış, kullanıcı sayısı yarım milyon seviyesine yükselmiş ve ABD'deki toplam gelirler 4.7 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Şirket 21 Eylül 1998 yılında halka açılmış ve Omidyar bu şekilde milyarder olmuştur. eBay hedef fiyatı 18 dolar iken ilk işlem gününde hisse senedinin fiyatı 53.50 dolardan kapanmıştır.

Takip eden yıllarda eBay sektörü ile ilgili çeşitli satın almalar yapmıştır. Örneğin 1998 yılında benzer bir Avrupalı web sitesi olan iBazar'ı, 14 Ekim 2002'de ise PayPal'ı satın almıştır. 2008 yılı başında şirket, 15 binden fazla çalışanı bulunan ve toplam gelirleri yaklaşık olarak 7.7 milyar dolar seviyesinde olan küresel bir şirkete dönüşmüştür. 2008 yılında Whitman'ın politikaya atılma kararı almasından sonra CEO ve başkan olarak John Donahoe atanmıştır. Whitman 2008 yılı boyunca yönetim kurulu üyesi olmaya devam etmiş ve Donahoe'ye danışmanlık yapmıştır. eBay şirket satın almakla birlikte, çeşitli zamanlarda bünyesindeki şirketleri de elden çıkarmıştır. Örneğin eBay 2009 yılında Skype hisselerini 2.75 milyar dolara satmıştır.

Görüldüğü üzere eBay bir bilgisayar programcısının ilk anda kâr amacı gütmeyen hobi olarak geliştirdiği bir platformdan çok kısa sürede küresel bir şirkete dönüşmüş ve milyar dolar seviyesinde gelir elde etmeyi şirket kurulduktan daha birkaç sene sonra başarmıştır. Bugün halen küresel çapta faaliyet gösteren eBay özellikle son bir yıl içerisinde finansal performansında görülen düşüşün de etkisiyle yönetim zaafiyeti yaşadığı yönünde çeşitli eleştirilere maruz kalmıştır. Aşağıda öncelikle eBay'in finansal performansı, ardından Dow Jones endeksine dahil şirketlerle kıyaslamalı olarak yönetim yapısı incelenecek ve getirilen eleştiriler ile finansal performans çerçevesinde yönetim yapısının şirketlere getirdiği fırsat ve tehditlere yer verilecektir.

2.2. Finansal Göstergeler

eBay'in 2010 – 2013 dönemini kapsayan temel finansal değerleri Tablo 1'de yer almaktadır. Buna göre şirketin piyasa değeri 2010 yılında 36 milyar dolar iken, 2013 yıl sonu itibarıyla bu değer 71 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte 2012 yılında şirket değeri 66 milyar dolar seviyesindedir. Dolayısıyla son dönemde eBay'e yöneltilen eleştirileri haklı çıkartır şekilde piyasa değerindeki artış sınırlanmıştır. Özellikle hisse senedi fiyatına ilişkin analizlerde daha açık görüleceği üzere şirket 2012 – 2013 döneminde ciddi bir finansal durgunluk yaşamaktadır. Benzer şekilde gelirlerdeki yıllık büyüme 2011 yılında % 27 iken 2012 – 2013 döneminde sırasıyla % 21 ve % 14 olarak gerçekleşmiştir. Son olarak olağandışı kalemler öncesi net kâr marjı da 2011 yılında % 28 ile en yüksek değerde iken, 2012 – 2013 döneminde sırasıyla % 19 ve % 18 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle şirket piyasa değerindeki artışın esaslı şekilde yavaşladığını, gelirlerdeki yıllık değişimin geçmişe kıyasla daha az olduğunu ve kâr marjında da düşüş yaşandığını söylemek mümkündür.

TABLO 1: eBay Temel Finansal Göstergeler

Milyon USD	2010	2011	2012	2013	2013 4Q
Piyasa Değeri	36.115	39.019	65.991	70.995	69.688
Nakit ve Benzeri Değerler	6.623	5.929	9.408	9.025	9.025
İmtiyazlı ve Diğer	-	-	-	-	-
Toplam Borç	1.794	2.090	4.519	4.123	4.123
İşletme Değeri	31.287	35.179	61.102	66.093	64.786
Gelirler	9.156	11.652	14.072	16.047	16.047
Gelirlerdeki Yıllık Büyüme %	5	27	21	14	14
Brüt Kâr	6.592	8.191	9.856	11.011	11.011
Kâr Marjı %	72	70	70	69	69
Faiz Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr	2.837	3.313	4.088	4.771	4.771
VFAÖK Marjı %	31	28	29	30	30
Olağandışı Kalemler Öncesi Net Kâr	1.801	3.229	2.609	2.856	2.856
Olağandışı Kalemler Öncesi Net Kâr Marjı %	20	28	19	18	18
Düzeltilmiş Hisse Başına Kazanç	1,52	1,92	1,95	2,14	2,15
Operasyonlardan Elde Edilen Nakit	10.300	9.180	(193)	(1.100)	(696)
Sermaye Harcamaları	(6.029)	(5.878)	(4.843)	(4.827)	(4.158)
Serbest Nakit Akımı	4.271	3.301	(5.036)	(5.927)	(4.854)

Kaynak: Bloomberg

Şirketin kârlılık rakamları ve diğer önemli bilanço kalemleri Tablo 2’de yer almaktadır. Buna göre dağıtılabilir net kâr açısından incelendiğinde şirketin en başarılı döneminin 2011 olduğunu, 2012 ve 2013 yıllarında dağıtılabilir net kârda 2011’e kıyasla azalma gerçekleştiğini söylemek mümkündür.

Tablo 2’de dikkat çeken bir diğer husus ise, 2011 yılına kıyasla 2013 yılı rakamları incelendiğinde toplam varlıkların artması, buna karşın toplam borçların 2011 yılına kıyasla neredeyse iki katına yükselmesidir. Dolayısıyla şirket varlıklarındaki artışın önemli bir kısmının dışarıdan sağlanan fonlara bağlı olduğunu söylemek mümkündür. Şirketler için en önemli problem kaynaklarından biri olan kısa vadeli borçlar da bu dönemde 6.7 milyar dolardan 12.6 milyar dolara yükselmiştir.

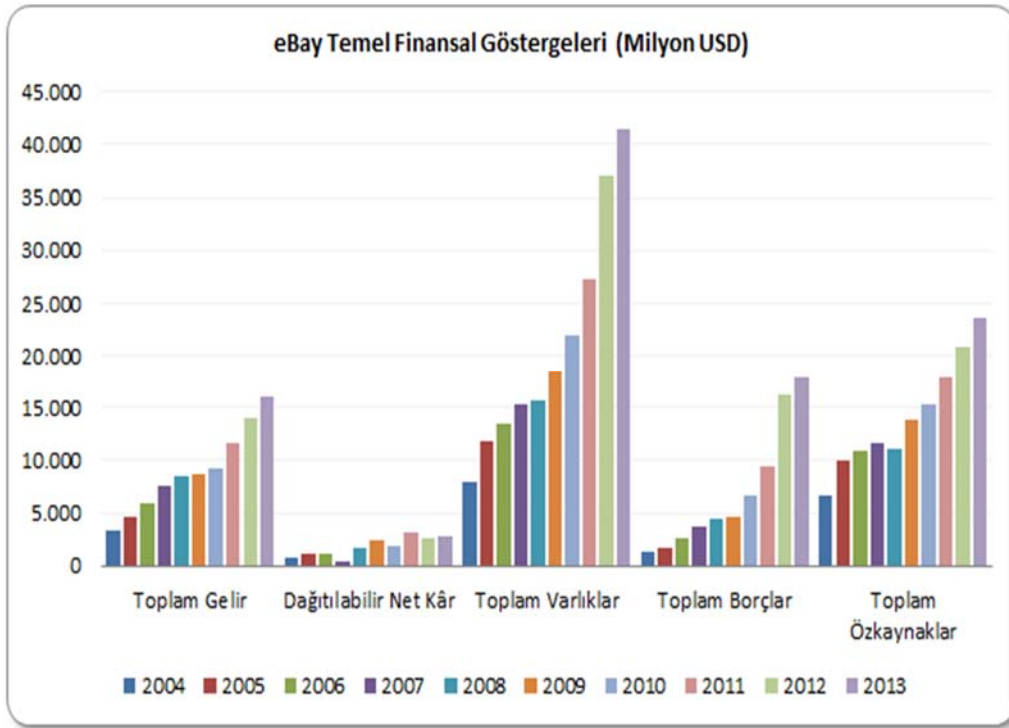
TABLO 2: eBay Kârlılık ve Temel Finansal Göstergeler

Milyon USD	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Toplam Gelir	3.271	4.552	5.970	7.672	8.541	8.727	9.156	11.652	14.072	16.047
Operasyonel Gelir	1.059	1.442	1.423	2.004	2.125	1.495	2.075	2.373	2.888	3.371
Dağıtılabilir Net Kâr	778	1.082	1.126	348	1.779	2.389	1.801	3.229	2.609	2.856
Hisse Başına Kâr	0,59	0,79	0,80	0,26	1,37	1,85	1,38	2,50	2,02	2,20
Sulandırılmış Hisse Başına Kâr	0,57	0,78	0,79	0,25	1,36	1,83	1,36	2,46	1,99	2,18
Ağırlıklandırılmış Ortalama Hisse	1.319	1.362	1.399	1.359	1.303	1.290	1.306	1.293	1.292	1.295
Sulandırma Sonrası Ağırlıklandırılmış Ortalama Hisse	1.368	1.394	1.425	1.376	1.313	1.305	1.327	1.313	1.313	1.313
Nakit ve Benzeri Değerler	2.012	2.088	3.205	4.897	3.353	4.944	6.623	5.929	9.408	9.025
Toplam Dönen Değerler	2.911	3.183	4.971	7.123	6.287	8.460	11.065	12.661	21.398	23.283
Toplam Varlıklar	7.991	11.789	13.494	15.366	15.592	18.408	22.004	27.320	37.074	41.488
Kısa Vadeli Borçlar	1.085	1.485	2.518	3.100	3.705	3.642	4.517	6.734	10.924	12.639
Toplam Borçlar	1.259	1.741	2.589	3.661	4.509	4.621	6.702	9.390	16.209	17.841
Toplam Özkaynaklar	6.732	10.048	10.905	11.705	11.084	13.788	15.302	17.930	20.865	23.647
Dolaşımdaki Hisse	1.339	1.404	1.369	1.350	1.282	1.298	1.298	1.286	1.294	1.294
Operasyonlardan Elde Edilen Nakit	1.285	2.010	2.248	2.641	2.882	2.908	2.746	3.274	3.838	4.995
Yatırımlardan Elde Edilen Nakit	-2.013	-2.453	229	-693	-2.057	-1.149	-2.282	-3.307	-3.763	-6.012
Finansmandan Sağlanan Nakit	676	426	-1.127	-590	-1.857	-948	1.114	-853	2.051	-1.306

Kaynak: Bloomberg

Temel finansal göstergelerin yıllar bazında karşılaştırmalı analizi Grafik 1'de sunulmuştur. Buna göre toplam varlıkların ve toplam borçların esaslı şekilde arttığı (varlıklardaki büyümenin önemli bir kısmı yabancı kaynaklardan sağlanmıştır), gelirler artmasına karşın kârlılıkta hissedilir bir büyüme olmadığı, aksine 2011 yılındaki değerlere son iki yıldır ulaşamadığı görülmektedir.

GRAFİK 1: eBay Temel Finansal Göstergeleri



Kaynak: Bloomberg

Son olarak eBay ile S&P 500 içinde bilgi teknolojileri sektöründe faaliyet gösteren (eBay ile karşılaştırılması uygun olan) şirketlerin ortalama kârlılıkları Tablo 3'te yer almaktadır. Buna göre yukarıdaki tespitleri destekler mahiyette eBay'in 2013 yılında birçok kalemden sektör ortalamasının altında olduğunu söylemek mümkündür. Özellikle özkaynak kârlılığı açısından eBay sektörün oldukça gerisindedir.

TABLO 3: eBay Sektör Kârlılık Karşılaştırması

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Özkaynak Kârlılığı	15,62	19,21	12,38	19,44	13,45	12,83	12,83
S&P 500 Endeksi IT Sektörü Ortalama							
Özkaynak Kârlılığı	16,76	15,76	24,27	24,15	19,64	21,9	21,68
Sermaye Kârlılığı	15,02			17,51	11,73	11,06	
S&P 500 Endeksi IT Sektörü Ortalama							
Sermaye Kârlılığı	-7,33	12,6	20,05	19,87	16,02	17,71	17,55
Faaliyet Kârlılığı	24,88	17,13	22,66	20,37	20,52	21,01	22,56
S&P 500 Endeksi IT Sektörü Ortalama							
Faaliyet Kârlılığı	15,38	16,28	20,74	21,16	20,57	21,23	21,24
Fiyat / Hisse Başına Kazanç	9,01	17,84	20,19	11,68	26,63	25,64	25,84
S&P 500 Endeksi IT Sektörü Ortalama							
Fiyat / Hisse Başına Kazanç	13,08	22,47	15,7	13,25	14,48	17,74	18,08
Fiyat / Defter Değeri	1,61	2,21	2,36	2,18	3,16	3	3,01
S&P 500 Endeksi IT Sektörü Ortalama							
Fiyat / Defter Değeri	2,69	3,78	3,5	3,11	3,16	3,7	3,78
İşletme Değeri / 12 Aylık VFAÖK	5,46	11,1	11,03	10,62	14,95	13,85	13,62
S&P 500 Endeksi IT Sektörü Ortalama							
İşletme Değeri / 12 Aylık VFAÖK	6,79	10,87	8,69	7,4	7,6	9,75	10,06
Net Borç / VFAÖK	-0,83	-2,14	-1,7	-1,16	-1,2	-1,03	-1,03
S&P 500 Endeksi IT Sektörü Ortalama Net							
Borç / VFAÖK	-0,55	-1,11	-0,99	-0,96	-1,14	-1,25	-1,26

Kaynak: Bloomberg

Özetle temel finansal göstergeler açısından eBay'in 2012 yılından itibaren bir durgunluk dönemine girdiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Özellikle 2013 yılındaki rakamlar incelendiğinde kısa vadeli yüksek borçlanma gerçekleştirildiği, öte yandan kârlılık oranlarının sektör ortalamalarının bir hayli gerisinde olduğu görülmektedir.

2.3. Hisse Senedi Performansı ve Durgunluk Analizi

Halka açık şirketlerin performanslarının önemli göstergelerinden birisi şüphe yok ki şirketin hisse senedi fiyatıdır. eBay hisse senetleri ABD teknoloji borsası Nasdaq'da işlem görmektedir.

Şirket veya borsa endeks değerlerinin dönemsel analizleri yapılarak şirketin ya da bütün olarak ilgili ekonominin durgunluğa girip girmediğini ölçmek mümkündür. Esasen durgunluk tanımı üzerinde bir konsensüs bulunmamaktadır. Bu nedenle ekonominin ya da hisse senedinin durgunluğa girip girmediğini ölçmek için çeşitli analizler geliştirilmiştir (Fernandez-Perez et al, 2014). Bu çalışmada Bry-Boschan algoritması esas alınmış ve eBay hisse senedinin durgunluğa girip girmediği ve durgunluk dönemlerinin neler olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Durgunluk analizi yapılırken, şirketin belli bir dönem içindeki “zirve” ve “dip” olarak tanımlanacak hisse senedi fiyatları esas alınmakta ve bir zirve ile onu takip eden dip

(veya zaman zaman ard arda dip noktalar) arası “durgunluk” olarak ifade edilmektedir (Fernandez-Perez *vd.*, 2014).

Bry-Boschan algoritmasına göre, aylık bazda analiz yapılırken, ilgili aysonu hisse senedi kapanış fiyatı, bu aydan önceki ve sonraki altı aylık hisse senedi değerleri ile kıyaslanır ve yukarıda ifade edildiği üzere dip ve zirve noktaları tespit edilmeye açılırlar. Bir zirve noktası ile dip noktası arasındaki dönem durgunluk dönemi (bear market) olarak değerlendirilir (Bry ve Boschan, 1971; Nyberg, 2010; Fernandez-Perez *vd.*, 2014). Bu çerçevede durgunluk analizi için dip ve zirve noktaları aşağıdaki şekilde belirlenmektedir:

$$P_{t-i} < P_t, \quad i = 1, 2, \dots, 6 \text{ ve}$$

$$P_{t+i} < P_t, \quad i = 1, 2, \dots, 6$$

ise P_t fiyatının gerçekleştiği dönem dip noktasını ifade etmektedir. Öte yandan;

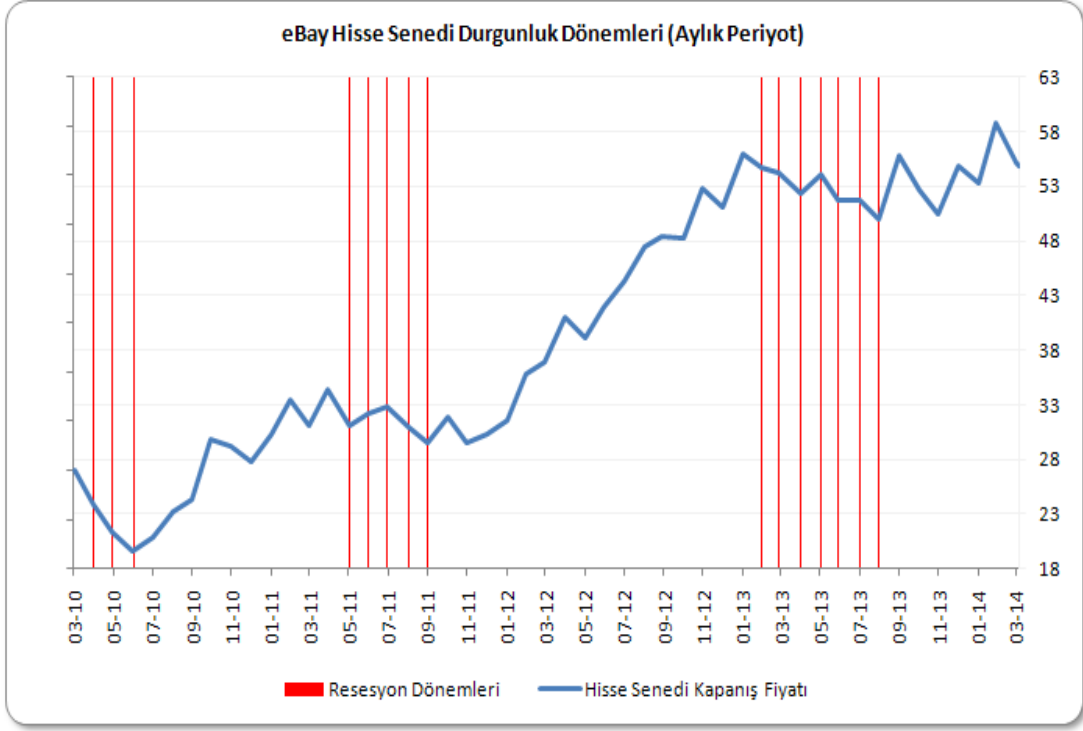
$$P_{t-i} > P_t, \quad i = 1, 2, \dots, 6 \text{ ve}$$

$$P_{t+i} > P_t, \quad i = 1, 2, \dots, 6$$

ise P_t fiyatının gerçekleştiği dönem zirve noktasını ifade etmektedir. Böylelikle bir zirve noktası ile onu takip eden dip noktası arasındaki dönem durgunluk dönemidir (Fernandez-Perez *vd.*, 2014).

Çalışmamızda, özellikle 2011 yıl sonundan itibaren finansal performansının düştüğü gözlemlendiği için eBay hisse senedinin 2011 son çeyreğinden itibaren günlük kapanış fiyatları esas alınarak yukarıdaki analiz aylık bazda altı aylık periyotlar için ve diğer çalışmalardan farklı olarak günlük bazda 30 işgünü için ayrı ayrı yapılmış olup sonuçlar sırasıyla Grafik 2 ve Grafik 3’te yer almaktadır (Grafiklerde mavi çizgi hisse senedi kapanış fiyatını, kırmızı çizgiler ise durgunluk dönemlerini ifade etmektedir).

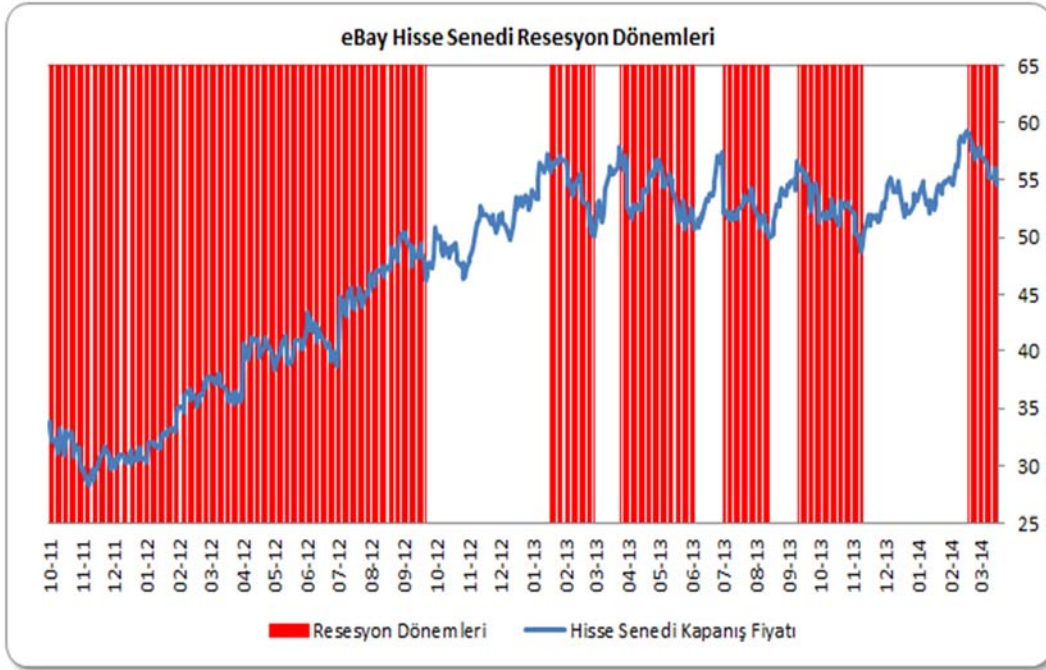
GRAFİK 2: eBay Hisse Senedi Durgunluk Dönemleri (Aylık Periyot)



Kaynak: Bloomberg

Grafik 2 incelendiğinde, şirketin 2011 ve 2013 dönemlerinde durgunluk yaşadığı gözlenmektedir. 2011 yılındaki durgunluk mayıs – eylül dönemini kapsarken, 2013 yılındaki durgunluğun Şubat – Ağustos dönemini içerdiği görülmektedir. Böylelikle finansal göstergelerdeki bozulmayı teyit eder mahiyette, şirket hisse değerinin 2013 yılında esaslı bir durgunluk yaşadığı kabul edilebilir.

GRAFİK 3: eBay Hisse Senedi Durgunluk Dönemleri (Günlük Periyot)



Kaynak: Bloomberg

Grafik 3, özellikle kısa vadedeki etkiyi gözlemleyebilmek amacıyla, 30 işgünü önceki ve sonraki dönemler dikkate alınarak yapılmıştır. Böylelikle 60 işgünü içinde en yüksek veya en düşük değerleri elde eden noktalar zirve ve dip noktaları olarak belirlenmiştir. 60 işgünü yaklaşık olarak 3 aylık dönemlere karşılık gelmekte olup, gözlem sayısı ilk analize kıyasla 4 kat artmaktadır. Buna göre kısa vadeli bakış açısı ile incelendiğinde Grafik 3'ün Grafik 2'yi teyit ettiğini ve eBay'in Şubat – Ağustos 2013 döneminde durgunluk yaşadığını söylemek mümkündür. Bununla birlikte günlük fiyatlar esas alındığında 2012'nin büyük oranda durgunluk dönemine tekabül ettiğini söylemek mümkündür. Hisse senedi günlük kapanış değerleri incelendiğinde özellikle 2012 döneminde hisse senedi fiyatında önemli bir artış olduğu görülmekle birlikte, bu artışların çok kısa sürelerde gerçekleşen esaslı yükselişler olduğu dikkat çekmektedir. Bu yükselişlerden sonra hisse senetleri durgunluk dönemine girmekte ve uzun süre artış gözlenmediği gibi zaman zaman ciddi düşüşler de gözlenmektedir.

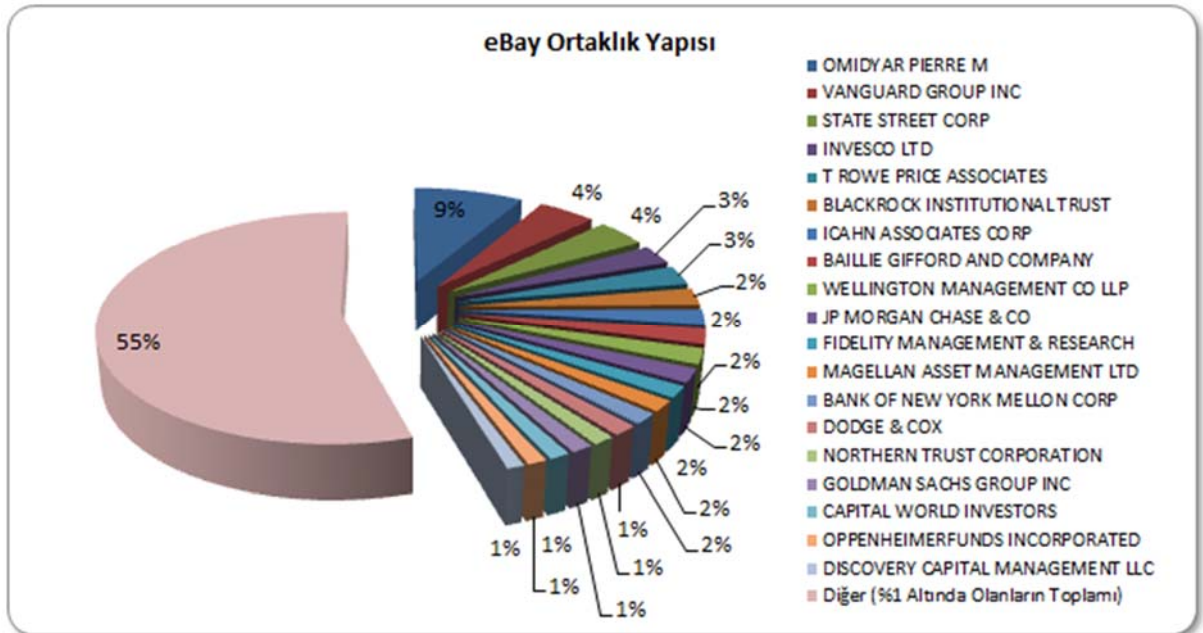
Sonuç olarak eBay temel finansal göstergelerinin son iki yıl içerisindeki performansı ve hisse senedine ilişkin yukarıdaki analiz sonuçları birlikte ele alındığında eBay için 2012 yılından itibaren bazı problemlerin yaşandığını söylemek yanlış olmayacaktır. Bu anlamda, eBay'de yaşanan özellikle yönetsel problemlerle ilgili olarak aynı

zamanda şirket ortağı da olan ABD'li ünlü yatırımcılardan Carl Icahn'ın getirdiği eleştirileri içerecek şekilde şirketin ortaklık ve yönetim kurulu yapısı incelenecek ve Dow Jones 30 endeksine dahil hisse senetleri ile karşılaştırma yapılacak, yönetim kurulu ve ortaklık yapısının getirdiği fırsat ve tehditler yorumlanacaktır.

2.4. eBay Ortaklık ve Yönetim Yapısının Getirdiği Fırsat ve Tehditler

eBay halka açık bir şirket olması sebebiyle şirket hisseleri bireysel yatırımcılardan uluslararası faaliyet gösteren kurumsal yatırımcılara kadar geniş bir yatırımcı yelpazesinin elinde bulunmaktadır. Öte yandan en fazla şirket hissesine sahip ortağın bile sadece % 9'luk bir hissesi bulunması nedeniyle, şirket yönetim kurulunun teşkili ve yönetim kurulunun aldığı kararların şirket geleceği üzerindeki etkisi başlı başına bir araştırma konusudur. Aşağıda şirketin Mart 2014 dönemi itibariyle ortaklarının sahip oldukları hisse senedi oranları gösterilmiştir.

GRAFİK 4: eBay Ortaklık Yapısı



Kaynak: Bloomberg

Dikkat edilecek olursa şirket kurucusu Pierre Omidyar bireysel anlamda en büyük paya sahip olup yaklaşık olarak şirket hisselerinin % 9'unu elinde bulundurmaktadır. Öte yandan Şubat 2014'de yayınladığı açık mektup ile şirket kurumsal yönetim yapısını eleştiren ve CEO ile yönetim kurulu başkanları dahil üst düzey şirket yöneticilerine dönük ciddi kritikler yapan Carl Icahn'ın (ICAHN ASSOCIATES GROUP) şirket hisselerinin % 3'üne sahip olduğu görülmektedir. Şirket ortaklık

yapısı ile ilgili bir diğer önemli husus toplam hisse senedi oranı % 1 ve altında olanların toplamının yaklaşık olarak şirketin hisselerinin % 55'ine tekabül etmesidir.

eBay yönetim kurulu üyeleri, şirket içindeki icrai görevi olup olmadıkları ve eBay dışındaki şirketlerde mevcut görevleri Tablo 4'te yer almaktadır.

TABLO 4: eBay Yönetim Kurulu

Ad, Soyad	Görev	Şirkette İcrai Görev	Diğer Şirketlerdeki Görevi
FRED D. ANDERSON	Yönetim Kurulu Üyesi	-	Elevation Partners ve Yelp Inc. Yönetim Kurulu Üyeliği
MARC L. ANDREESSEN	Yönetim Kurulu Üyesi	-	Facebook, HP, Stanford Hospital Yönetim Kurulu Üyeliği
EDWARD W. BARNHOLT	Yönetim Kurulu Üyesi	-	Agilent Technologies CEO, KLA-Tencor Corporation ve Adobe System Inc. Yönetim Kurulu Üyeliği
SCOTT D. COOK	Yönetim Kurulu Üyesi	-	P&G, The Asia Foundation ve The Intuit Scholarship Foundation Yönetim Kurulu Üyeliği
JOHN J. DONAHOE	Yönetim Kurulu Üyesi	Başkan (President) ve CEO	Intel Inc. Yönetim Kurulu Üyeliği
WILLIAM C. FORD JR.	Yönetim Kurulu Üyesi	-	Ford Motor Company Yönetim Kurulu Başkanı
KATHLEEN C. MITIC	Yönetim Kurulu Üyesi	-	Sitch Inc Yönetim Kurulu Üyeliği
DAVID M. MOFFETT	Yönetim Kurulu Üyesi	-	CIT Group Inc. Yönetim Kurulu Üyeliği
PIERRE M. OMIDYAR	Yönetim Kurulu Başkanı	-	Omidyar Network Yönetim Kurulu Başkanlığı, Trustees of Omidyar-Tufts Microfinance Fund, Punahou School, Santa Fe Institute ve Roshan Cultural Heritage Institute Yönetim Kurulu Üyeliği
RICHARD T. SCHLOSBERG III	Yönetim Kurulu Üyesi	-	Edison International ve Kaiser Family Foundation Yönetim Kurulu Üyeliği
THOMAS J. TIERNEY	Yönetim Kurulu Üyesi	-	The Bridgespan Group Yönetim Kurulu Başkanı

Şirket kurucusu Pierre M. Omidyar halen yönetim kurulu başkanlığı görevini sürdürmektedir. Şirkette tek icrai görevi bulunan yönetim kurulu üyesi başkan ve CEO John J. Danohoe'dir. Yönetim kurulu başkan ve diğer yönetim kurulu üyelerinin ise şirkette icrai görevi bulunmamaktadır. Ancak yönetim kurulu üyelerini tamamının başka şirketlerde de yönetim kurulu üyelikleri ve/veya icrai görevleri bulunmaktadır. Bu şirketlerden bir kısmı, Intel, Facebook, HP, Agilent Technologies gibi teknoloji şirketleridir. Dolayısıyla yönetim kurulu üyelerinin diğer şirketlerdeki görevlerinin şirket stratejilerinin oluşturulmasında önemli bir bilgi kaynağı olacağını, diğer bir ifadeyle hem ekonominin hem de özelde teknoloji sektörünün nabzının

tutulmasının şirkete önemli fırsatlar getireceğini söylemek yanlış olmayacaktır. Yönetim kurulunun şirket stratejilerinin oluşturulmasında görev alacağı ve icrai görevi bulunan yöneticilere danışmanlık yapacağı dikkate alındığında; bu şirketlerde görev alınması nedeniyle sahip olunacak bilgilerin hem stratejilerin oluşturulması ve hem de gerektiğinde güncel gelişmelere en hızlı tepkiyi vermek açısından danışmanlık görevinin yerine getirilmesinde kritik öneme sahip olacağı açıktır. Öte yandan eBay'in stratejilerinin ve beklentilerinin de yine bu yöneticiler vasıtasıyla diğer şirketlerle paylaşılması da olağandır (Ancak şunu unutmamak gerekir ki, yönetim kurulu üyelerinin diğer şirketlerle paylaşabileceği bilgi esasen ticari sır niteliği taşımayan ve içerden öğrenenlerin ticareti gibi suçlara konu olmayacak hususlardaki genel bilgilerdir. Zaten aksi, ticaret ve özelde rekabet hukuku açısından veya sermaye piyasası düzenlemelerine göre suç teşkil etmektedir).

Yönetim kurulunun günümüz kurumsal yönetim anlayışına paralel şekilde tasarlandığını söylemek mümkündür. Öncelikle, yönetim kurulu başkanının icrai bir görevi bulunmamaktadır. Yönetim kurulu başkanı icrai görevi olmayan ve sadece yönetim kurulu başkanlığı görevini yürüten bir hissedardır. Tek icrai görevi bulunan yönetim kurulu üyesi ise başkanlık ve CEO'luk görevini yürütmektedir. Diğer üyelerin icrai görevleri bulunmadığı gibi şirkette esaslı hisseleri de bulunmamaktadır. Ayrıca CEO ve yönetim kurulu başkanlığı farklı üyelere verilmiştir. Diğer bir ifadeyle son zamanlarda kritik edilen önemli hususlardan biri olan CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması eBay'de gözlenmemektedir.

TABLO 5: Dow Jones Endeksine Dahil Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı

No	Şirket	Yönetim Kurulu Üyesi Sayısı	İcrai Görevi Bulunan Üye Sayısı	İcrai Görevi Bulunan Üyeler	İcrai Görevi Bulunmayan Üyeler
1	AMERICAN EXPRESS CO	13	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	12
2	BOEING CO/THE	11	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	10
3	CATERPILLAR INC	12	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	11
4	CISCO SYSTEMS INC	12	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	11

5	CHEVRON CORP	12	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	11
6	DU PONT (E.I.) DE NEMOURS	13	2	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır) Yönetim kurulu üyesi aynı zamanda Şirket Sekreteri ve Danışmanı olarak görev yapmaktadır	11
7	WALT DISNEY CO/THE	10	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	9
8	GENERAL ELECTRIC CO	18	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	17
9	GOLDMAN SACHS GROUP INC	13	2	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır) COO (Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır)	11
10	HOME DEPOT INC	11	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	10
11	INTL BUSINESS MACHINES CORP	13	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	12
12	INTEL CORP	10	1	CEO (Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır)	9
13	JOHNSON & JOHNSON	13	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	12
14	JPMORGAN CHASE & CO	11	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	10

15	COCA-COLA CO/THE	17	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	16
16	MCDONALD'S CORP	13	1	CEO (Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır)	12
17	3M CO	12	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	11
18	MERCK & CO. INC.	12	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	11
19	MICROSOFT CORP	10	1	CEO (Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır)	9
20	NIKE INC -CL B	12	1	CEO (Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır)	11
21	PFIZER INC	12	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	11
22	PROCTER & GAMBLE CO/THE	11	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	10
23	AT&T INC	14	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	13
24	TRAVELERS COS INC/THE	12	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	11
25	UNITEDHEALTH GROUP INC	11	1	CEO (Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır)	10
26	UNITED TECHNOLOGIES CORP	13	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	12
27	VISA INC-CLASS A SHARES	11	1	CEO (Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır)	10

28	VERIZON COMMUNICATIONS INC	14	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	13
29	WAL-MART STORES INC	16	1	CEO (Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır)	15
30	EXXON MOBIL CORP	13	1	CEO (Yönetim Kurulu Başkanı olarak görev yapmaktadır)	12

Tablo 5’te Dow Jones endeksine dahil 30 ABD şirketinin yönetim kurulu yapısı özetlenmiştir. Tablo incelendiğinde, şirketlerin sadece ikisinde (Goldman Sachs Group Inc. ve Du Pont Inc.) yönetim kurulunda icracı iki üye bulunduğu, diğer şirketlerde ise icrai görevi bulunan sadece birer üyenin yer aldığı görülmektedir. Goldman Sachs Group Inc. yönetim kurulunda görev alan CEO dışındaki diğer icracı üye operasyonlardan sorumlu yöneticidir (Chief operating officer – COO). Yönetim kurulunda görev alan icracı üyelerin çoğu yönetim kurulu başkanı ve CEO görevlerini birlikte yürüten yöneticilerdir. 23 şirkette CEO aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olarak görev yapmaktayken, kalan 7 şirkette ise icracı olmayan yönetim kurulu başkanı görev almaktadır. Diğer bir ifadeyle bu 7 şirkette CEO eBay’e benzer şekilde yönetim kurulu üyesi olarak görev yapmaktadır.

eBay yönetim kurulunun yapısı Dow Jones endekse dahil ABD şirketleriyle kıyaslandığında esaslı bir farklılık olmadığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki icracı üyelerin sayısı ve niteliği, yönetim kurulu üyelerinin diğer şirketlerde de yönetim kurulu veya icracı olarak görev almaları (Dow Jones endekse dahil şirketlerin yönetim kurullarında yer alan birçok üye diğer şirketlerde – hatta endekse dahil diğer şirketlerde – yönetim kurulu üyesi olarak görev almaktadır) açısından eBay ile ABD’nin önde gelen diğer şirketleri arasında esaslı bir fark bulunmamaktadır. Dolayısıyla eBay’in özellikle 2013 yılındaki finansal performansında ve hisse senetlerindeki durgunlukta yönetim kurulu yapısının ötesinde ünlü yatırımcı ve aynı zamanda eBay hissedarı Carl Icahn’ın ifade ettiği gibi kurumsal yönetime ilişkin zafiyetlerin etkili olması mümkündür.

Carl Icahn 24 Şubat 2014’te eBay kurumsal yönetimi ile ilgili eleştirilerini açık mektup⁷ şeklinde yatırımcılarla paylaşmıştır. Icahn bu mektupta şirket yönetim

⁷ Başta Bloomberg olmak üzere önde gelen ekonomi ve iş dünyası yayınlarında (televizyon ve web sitelerinde) Carl Icahn’ın mektubu işlenmiş ve ilgili metin birçok web sayfasında

kurulu üyeleri ile ilgili spesifik eleştirilerde bulunmuş ve özellikle eBay'in iştiraki olan PayPal'in şirketten ayrılması gerektiğine, her iki şirketin ayrı ayrı faaliyetlerini sürdürmesi halinde uzun vadede yatırımcı ve çalışanlar açısından daha yüksek getiri elde edilebileceğine vurgu yapmıştır.

Icahn eBay'deki hisse payını, işin uzun vadeli yüksek getiri beklentisi nedeniyle önemli miktarda sağlamlaştırdığını ifade etmektedir. Bununla birlikte şirkete dönük araştırmaları sonucunda kurumsal yönetim bağlamında birden fazla hata olduğunu tespit ettiğini eklemektedir. Şirket geleceğini tehlikeye atacaktır menfaat çatışmalarının da bu yanlışlıklara dahil olduğunu ifade eden Icahn, normalde başka bir şirkette olsa hemen istifa etmesi gereken yönetim kurulu üyelerinin halen görevine devam ettiğinin altını çizmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin hissedarlara karşı sorumluluklarını hatırlatan ünlü yatırımcı, mektubunda yönetim kurulunu aşağıdaki konularda sert bir şekilde eleştirmiştir:

1. En az iki yönetim kurulu üyesi eBay ile doğrudan rekabet etmektedir,
2. Bir yönetim kurulu üyesi eBay'deki en yetenekli çalışanların önünün kesilmesini talep etmektedir,
3. Bir diğer yönetim kurulu üyesi düzenli olarak eBay'den şirket ve değerli çalışanları alan rakip şirketleri finanse etmektedir,
4. En az iki yönetim kurulu üyesinin kendi finansal kazançları ile hissedarlara karşı olan sorumlulukları ile çatışmaktadır,
5. CEO tüm bu sorunları görememektedir ya da daha kötüsü göremeyecek kadar saftır veya kasıtlı olarak hissedarların değerindeki hasarı görmezden gelmektedir.

Icahn, yönetim kurulu üyelerinin hatalı olduğunu ve CEO John Donahoe'nin bu hataları görme konusundaki yetersizliğini (kendi deyimiyle becerisizliğini) mektubunda detaylı şekilde açıklamaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyesi olan Marc Andreessen'in eBay'e olan bağlılığının sorgulanması gerektiğini ve eBay yönetim kurulu üyeliği zarfında eBay'in iki iştirakinde önemli miktarda hisse aldığı eleştirisini yönelten Icahn'a göre, Andreessen'in de yer aldığı yatırımcı grubunun Skype'ın halka arzında şirket hisselerinin yaklaşık olarak % 70'ini, eBay'in Skype'ı aldığı fiyatın altına satın aldığını ve böylelikle milyonlarca dolar kazanmışlardır. Skype 18 ay sonra Microsoft'a 8.5 milyar dolara (sözü geçen yatırımcıların ödediklerinin yaklaşık üç katına) satılmıştır (eBay hissedarlarının ödediklerinden ise yaklaşık 4 milyar dolar daha fazladır). Icahn bu örnekle hem Andreessen'in Skype'ın halka arzı ve kendisinin de dahil olduğu yatırımcılara satışındaki rolünü hem de eBay

yayınlanmıştır. Örneğin bakınız: <http://www.shareholderssquaretable.com/open-letter-to-ebay-stockholders/>

hissedarlarının bu süreçte yaklaşık 4 milyar dolar kaybetmesine rağmen CEO Donahoe'nin bu duruma sessiz kalışını (farkında olmamasını veya kasıtlı olarak kayıtsız kalışını) ve böylesi bir durumda halen yönetim kurulunda yer almalarını eleştirmektedir.

Icahn'ın bağımsız yönetim kurulu üyesi Andreessen ile ilgili bir diğer eleştiri noktası, Andreessen'in Kynetic'teki yatırımlarıdır. Artık eBay için kârlı olmadığı düşünülen Kynetic 2011 yılında alınan kararla 31 milyon dolar nakit ve 467 milyon dolar borç senedi karşılığında satılmıştır. Andreessen Haziran 2012'de Kynetic'e yaklaşık 150 milyon dolar yatırım yapmış ve şirket değerindeki artış neticesinde bir yıl sonra % 100 kâr etmiştir.

Andreessen ile ilgili Icahn'ın verdiği yukarıdaki iki örnek, yönetim kurulu üyelerinin şirket stratejileri ve kararları üzerindeki etkisini göstermekle birlikte, zaman zaman yönetim kurulu üyeleri ile şirketin çıkarlarının çakışabileceğini ve böyle bir durumda yönetim kurulu üyelerinin vereceği kararların şirket hissedarlarının lehine olup olmadığını kontrol edilmesinin önemini göstermektedir. Bir başka deyişle, yönetim kurulu ile şirket hissedarları arasında çıkar çatışmasının olup olmadığı ve özellikle satın alma, birleşme veya satış gibi kritik kararların bu çatışmadan ne denli etkilendiğini belirlemek ve gerektiğinde kararları bu yönde revize etmek şirket geleceği ve hissedarların çıkarları açısından son derece kritiktir.

Andreessen ile ilgili son eleştiri, yönetim kurulu üyeliği boyunca eBay'in en önemli iştiraki olan PayPal'ın rakiplerine yatırım ve danışmanlık yapması ile ilgilidir. Buna göre, Andreessen görevi süresince bitcoin sitesi Coinbase, mobil ödeme platformu Boku, güvenli online para yönetim sistemi Dwolla, online ve mobil kredi kartı ödeme sistemi Jumio ve e-ticaret tasarımı olan Fab'a yatırım yapmış ve/veya tavsiyelerde bulunmuştur. Yukarıda detaylı şekilde ifade edildiği üzere, yönetim kurulu üyelerinin başka şirketlerde de görev almaları, tüm şirketler için önemli bir kazanımdır. Bilgi paylaşımı, diğer şirketlerin stratejileri ve özellikle de ekonominin geneli hakkında yönetim kurulu üyeleri görevli oldukları tüm şirketlere çok değerli katkılarda bulunabilirler. Ancak bu bilgi paylaşımının ticari sırlar içermemesi ve Andreessen örneğinde olduğu gibi bir şirketin ve bu şirketin iştiraklerinin önemli rakiplerine tavsiyede bulunmak niteliği göstermemelidir. Diğer bir ifadeyle birbirlerine rakip şirketlerde aynı anda görevi bulunan yönetim kurulu üyelerinin paylaşacakları her bilgi hem çok değerli bir fırsat hem de rekabet üstünlüğünün rakiplere geçmesine neden olabilecek tehditler içermektedir.

Ünlü yatırımcı Carl Icahn'ın açık mektupta kıyasıya eleştirdiği diğer yönetim kurulu üyesi Scott Cook'tur. Cook, ABD'li bir teknoloji şirketi olan Intuit Inc. kurucusu,

eski CEO'su ve halen yönetim kurulu üyesidir. Cook yaklaşık olarak 1 milyar dolar değerinde Intuit Inc. hissesine sahiptir. Buna karşın Cook'un sadece 9 milyon dolar değerinde eBay hissesi bulunmaktadır (Intuit hisseleri eBay'in yaklaşık 100 katı). Intuit Inc. eBay iştiraki olan PayPal'ın doğrudan rakibidir ve müşterilerine PayPal'ın sunduğu online ödeme hizmetlerini vermektedir. İşte bu noktada Icahn, eBay yönetim kurulunun PayPal'ın geleceği ile ilgili stratejileri nasıl oluyor da odada PayPal'ın bir rakibinin (esaslı miktarda) hisselerini elinde bulunduran üye var iken konuştuğunu mektubunda sormaktadır.

Icahn'ın ifade ettiği gibi, Cook, yönetim kurulunda görev alacak rakip şirket yönetim kurulu üyelerinin şirkete getirdiği tehditlerin açık bir örneğini teşkil etmektedir. Her ne kadar yönetim kurulu üyelerinin icrai görevi bulunmasa da, rakip şirketin özellikle esaslı miktarda hissesine sahip bir yönetim kurulu üyesi, hissesine sahip olduğu bu şirkete karşı rekabet üstünlüğü sağlayacak stratejinin dışarı sızması açısından önemli bir risk teşkil etmektedir. Dolayısıyla böyle bir yapının getireceği fırsatların tehditlere kıyasla göz ardı edilecek kadar az olacağı açıktır.

Carl Icahn, mektubunda son olarak CEO ve yönetim kurulu üyesi John Donahoe hakkındaki eleştirilerine yer vermektedir. Donahoe ile ilgili eleştirileri esasen iki noktada toplanmaktadır. İlki şirketin PayPal ile ilgili planlarının net olmaması, Elon Musk ve David Sack gibi iki hissedarın eBay CEO'su Donahoe ile PayPal'ın geleceği konusunda fikir ayrılıklarının bulunmasıdır. Örneğin Elon Musk, PayPal'ın açık artırma usulü satış yapan bir şirketin iştiraki olarak Visa veya Master Card gibi uluslararası bir global bir ödeme sistemi haline gelmesini mantıklı bulmamaktadır. Her ne kadar Musk ve Sack PayPal'ın hissedarı olsalar da, PayPal eBay'in iştiraki olduğu için Donahoe ve diğer eBay yönetim kurulu üyeleri PayPal'ın geleceğinde daha etkilidirler. Tekrar yönetim kurulu üyelerine yöneltilen eleştirilere gelecek olursak, yönetim kurulunda PayPal ile rekabet eden şirket hisseleri bulunan üyelerin de olduğu düşünüldüğünde, alınacak kararların ne kadar sağlıklı olacağı, bunun da ötesinde hissedarları (hem PayPal hem de eBay) ne kadar memnun edeceği şüphelidir. Dolayısıyla şirketin en önemli iştirakinin geleceği büyük bir belirsizlik içindedir. Görüldüğü üzere yönetim kurulu yapısı bu şirketin sağlıklı stratejiler oluşturmasını engellemeye başlamıştır.

CEO Donahoe'ye yöneltilen ikinci eleştiri ise, etrafında olup bitenlerin farkında olmaması veya buna kasıtlı olarak izin vermesidir. Andreessen ve Cook'un yönetim kurulu üyesi olarak şirket stratejisine verdiği zararlar ve kendi şahsi menfaatlerini şirket çıkarlarının üstünde tutmaları ortada iken, Donahoe'nin bu duruma nasıl izin verdiği ve şirketin performansının yüksek olmasını nasıl beklediği Icahn'ın mektubunda kritik edilmektedir. eBay'in hisse senedi değerindeki artışlar Amazon,

Visa ve MasterCard gibilerle kıyaslandığında çok düşüktür. Zaten yukarıda hisse senedine ilişkin analizlerde görüldüğü üzere eBay hisseleri 2013 yılında esaslı bir duraklama yaşamıştır.

Carl Icahn, şirket için PayPal problemi ile yüzleşmenin ve uzun vadeli yüksek getiri için eBay ve PayPal'ın yollarına ayrı ayrı devam etmesinin daha iyi olacağını savunmaktadır. Bunun PayPal'ın market lideri olarak kalmasını sağlayacağını ve hatta başka satın alma ve birleşmelerin de önünü açabileceğini savunmaktadır. Mektubunda açıkladığı Andreessen ve Cook ile ilgili sorunların aşılması ve profesyonel ayrı ekiplerin şirketleri yönetmesi halinde her iki şirketin de performansında önemli artış gerçekleştirebilecektir.

SONUÇ

Yönetim kurulları anonim şirketlerin stratejilerinin belirlendiği, icra kurullarına şirket geleceği ile ilgili önemli kararlarda danışmanlık yapan ve gerektiğinde şirketin ihtiyacı olan kaynakların temininde görev alan kurullardır. Literatürde yönetim kurulunun en kritik görevleri üst yönetime danışmanlık yapmak, üst yönetimi denetlemek ve şirkete kaynak bulmak olarak sıralanmaktadır.

Literatürde yönetim kurulu yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişkiye dönük olarak birçok çalışma yapılmış olup, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin etkisinden, şirketin bir ya da birkaç ailenin kontrolünde olması halinde yönetim kurulunun etkinliğine kadar birçok konu araştırılmıştır.

Yönetim kurulları, özellikle ABD gibi derinleşmiş sermaye piyasaları bulunan ve bu nedenle de şirketin en çok hissesine sahip ortağının bile payının sadece % 10'lar seviyesinde olduğu yerlerde, aile şirketleri gibi kurucuların / sahiplerin belirgin etkisinin olduğu yerlere kıyasla çok daha şirket geleceği üzerinde etkilidirler. Böylelikle yönetim kurulları şirketin stratejilerini belirleyip, icra kuruluna danışmanlık yaparak ve onları denetleyerek şirket geleceğini bizzat şekillendirmektedirler. İşte bu noktada yönetim kurulu yapısı, bağımsız üye sayısı, icracı görevi olanların sayısı ve bunların kim olduğu, yönetim kurulu başkanı ile CEO görevlerinin ayrılıp ayrılmadığı son derece önem taşımaktadır. Öte yandan yönetim kurulunda görev alan üyelerin tecrübeleri ve başka şirketlerdeki görevleri de yönetim kurulunda alınacak kararların verimliliğini doğrudan etkilemektedir. ABD'nin önde gelen şirketlerinde birçok yönetim kurulu üyesinin diğer şirketlerde de yönetim kurulu üyeliği yaptığı görülmektedir. Hatta Dow Jones endeksine dahil 30 şirket içinde bile birçok kişi, birden fazla şirkette yönetim kurulu üyeliği görevini yürütmektedir. Bu şirketlere önemli fırsatlar sunduğu gibi çok ciddi tehditleri de beraberinde getirmektedir.

Başka şirketlerde yönetim kurulu üyeliği yapan kişilerin şirketinizde yönetim kurulu üyesi olması her şeyden önce diğer şirketin bakış açısını ve kısmen sektör tecrübesini şirketinize taşımanıza izin vermektedir. Böylelikle bu üyeler sayesinde rakiplerinizin ne yaptığını öğrenebilir, sektörün ve ekonominin genel durumu ile ilgili daha sağlıklı bilgilere sahip olabilirsiniz. Tüm bu bilgiler yönetim kurulunun şirket geleceği ile ilgili olarak alacağı kararlarda çok değerlidir ve geleceği daha net görmek açısından çok kritiktir. Özetle farklı sektör ve şirketlerden yönetim kurulu üyelerinin şirket yönetim kurulunda bulunması, geleceğin daha net görülmesine ve kararların daha sağlıklı alınmasına imkan tanımaktadır. Öte yandan, özellikle rakip şirketlerde yönetim kurulu üyeliği veya icrai görevi olan profesyonellerin şirket yönetim kurulunda bulunması, Carl Icahn'ın açık mektubunda ifade ettiği üzere, zaman zaman şirketin aleyhine kararlar alınmasına neden olabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu üyelerin şirkete yaptıkları katkı, verdikleri zararın çok gerisinde kalabilmektedir. Bu nedenle yönetim kurulu üyelerinin diğer şirketlerdeki görevleri ve özellikle de rakip şirketlerdeki hisse sahiplikleri son derece önemlidir ve yönetim kurulu bu hususlar dikkate alınarak teşkil edilmelidir.

KAYNAKÇA

ALTAŞ, S., 2011, “Yeni Türk Ticaret Kanuna Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Yapısı Ve Üyelerinin Nitelikleri”, **Mali Çözüm**, Mart – Nisan 2011, s. 109 – 120.

AYGÜN, M., İÇ, S. ve SAYIN, C., 2011, “Yönetim Kurulu Büyüklüğünü Belirleyen Faktörler Ve Yönetim Kurulu Büyüklüğü İle Firma Performansı Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme”, **Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 10 (1), s. 77 – 92.

BALDENIUS, T., MELUMAD, N. ve MENG, X., 2014, “Board Composition And CEO Power”, **Journal of Financial Economics**, 112, s. 53 – 68.

BALKIN, D. ve SWIFT, M., 2006, “Top Management Team Compensation In High-Growth Technology Ventures”, **Human Resource Management Review**, 16, s. 1 – 11.

BARRON, J. M., CHULKOV, D. V. ve WADDELL, G. R., 2011, “Top Management Team Turnover, CEO Succession Type, And Strategic Change”, **Journal of Business Research**, 64, s. 904 – 910.

BRY, G. ve BOSCHAN, C., 1971, **Cyclical Analysis Of Time Series: Selected Procedures And Computer Programs**, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

CARMELI, A. ve SCHAUBROECK, J., 2006, “Top Management Team Behavioral Integration, Decision Quality, And Organizational Decline”, **The Leadership Quarterly**, 17 (5), s. 441 – 453.

CARMELI, A., SCHAUBROECK, J. ve TISHLER, A., 2011, “How CEO Empowering Leadership Shapes Top Management Team Process: Implication For Firm Performance”, **The Leadership Quarterly**, 22, s. 399 – 411.

CHO, T., 2006, “The Effect Of Executive Turnover On Top Management Team’s Environmental Scanning Behavior After An Environmental Change”, **Journal of Business Research**, 59, s. 1142 –1150.

DEY, A., ENGEL, E. ve LIU, X., 2011, “CEO And Board Chair Roles: To Split Or Not To Split?”, **Journal of Corporate Finance**, 17, s. 1595 –1618.

FERNANDES, N., 2008, “EC: Board Compensation And Firm Performance: The Role Of “Independent” Board Members”, *Journal of Multinational Financial Management*, 18, s. 30 – 44.

FERNANDEZ-PEREZ, A., FERNÁNDEZ-RODRÍGUEZ, F. ve SOSVILLARIVERO, S., 2014, “The Term Structure Of Interest Rates As Predictor Of Stock Returns: Evidence For The IBEX 35 During A Bear Market”, *International Review of Economics and Finance*, 31, s. 21 – 33.

GLUNK, U., HEIJLTJES, M. G. ve OLIE, R., 2001, “Design Charecteristics And Functioning Of Top Management Teams In Europe”, *European Management Journal*, 19 (3), s. 291 – 300.

HAMBRICK, D. ve MASON, P., 1984, “Upper Echelons: The Organization As A Reflection Of Its Top Managers”, *Academy of Management Review*, 9, s. 195 – 206.

JERMINAS, J. ve GANI, L., 2013, “The Impact Of Board Capital And Board Charecteristics On Firm Performance”, *The British Accounting Review*, Article in press, s. 1 – 19.

KOÇEL, T., 2005, **İşletme Yöneticiliği**, İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım, 10. Baskı.

LEUNG, S., RICHARDSON, G. ve JAGGI, B., 2014, “Corporate Board And Board Committee Independence, Firm Performance, And Family Ownership Concentration: An Analysis Based On Hong Kong Firms”, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10, s. 16 – 31.

LI, J., 2008, “Top Management Team Restructuring In Pre-IPO High Technology Startups: The Influence Of TMT Characteristics And Firm Growth”, *Journal of High Technology Management Research*, 19, s. 59 – 69.

LIU, K., LI, J., HESTERLY, W. ve CARNELLA, A. Jr., 2012, “Top Management Team Tenure And Technological Inventions At Post-IPO Biotechnology Firms”, *Journal of Business Research*, 65, s. 1349 – 1356.

MEYDAN, C. H. ve ÇETİN, F., 2012, “Vekalet Kuramı”, (Ed.) Sözen, H. C. ve Basım, H. N., **Örgüt Kuramları**, İstanbul: Beta Yayınevi, 1. Baskı.

NAS, T. İ., ŞAHİN, K. T. ve OKAN, T., 2013, “Kurumsal Yönetim Ve Çokuluslu İşletmelerin Strateji Tercihleri”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 27 (4), s. 210 – 228.

NYBERG, H., 2010, “Dynamic Probit Models And Financial Variables In Recession Forecasting”, *Journal of Forecasting*, 29, s. 215 – 230.

OCAK, M., 2013, “Yönetim Kurulu Ve Üst Yönetimde Yer Alan Kadınların Finansal Performansa Etkisi: Türkiye'ye İlişkin Bulgular”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim 2013, s. 107 – 125.

ÖZER, M., 2010, “Top Management Teams And Corporate Political Activity: Do Top Management Teams Have Influence On Corporate Political Activity?”, *Journal of Business Research*, 63, s. 1196 – 1201.

PLATT, H. ve PLATT, M., 2012, “Corporate Board Attributes And Bankruptcy”, *Journal of Business Research*, 65, s. 1139 – 1143.

RIVAS, J. L., 2012, “Diversity & Internationalization: The Case Of Boards And TMT's”, *International Business Review*, 21, s. 1 – 12.

TALAULICAR, T., GRUNDEI, J. ve WERDER, A. V., 2005, “Strategic Decision Making In Start-Ups: The Effect Of Top Management Team Organization And Processes On Speed And Comprehensiveness”, *Journal of Business Venturing*, 20, s. 519 – 541.

ÜLGEN, H. ve MİRZE, K. S., 2010, **İşletmelerde Stratejik Yönetim**, İstanbul: Beta Yayınevi, 5. Baskı.

ÜSDİKEN, B. ve ÖKTEM, Ö. Y., 2008, “Kurumsal Ortamda Değişim Ve Büyük Aile Holdingleri Bünyesindeki Şirketlerin Yönetim Kurullarında “İcrada Görevli Olmayan” Ve “Bağımsız” Üyeler”, *Amme İdaresi Dergisi*, 41 (1), s. 43 – 72.

VAN GILS, A., 2005, “Management And Governance In Dutch SMEs”, *European Management Journal*, 23 (5), s. 583 – 589.

VAN VEEN, K., SAHIB, P. R. ve AANGEENBRUG, E., 2014, “Where Do International Board Members Come From? Country-Level Antecedents Of International Board Member Selection In European Boards”, *International Business Review*, 23, s. 407 – 417.

WU, C., 2013, “Family Ties, Board Compensation And Firm Performance”, *Journal of Multinational Financial Management*, 23, s. 255 – 271.

YILDIZ, F. ve DOĞAN, M., 2012, “Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olması Halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Firmalarının Performansına Etkisi”,

Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 17 (2),
s. 353 – 366.