

**T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FİRMA
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Seçil AKYOL**

**Enstitü Anabilim Dalı: İŞLETME
Enstitü Bilim Dalı: İŞLETME**

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ayşe TANSEL ÇETİN

HAZİRAN 2019

T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FİRMA
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ
Seçil AKYOL (147201012)

Enstitü Anabilim Dalı: İŞLETME
Enstitü Bilim Dalı: İŞLETME

Bu tez/....../.... tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oybirliği/oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

	Adı SOYADI	Kanaati			İmza
Jüri Başkanı (<i>Danışman</i>)	Prof. Dr. Ayşe TANSEL ÇETİN	☐ Kabul	☐ Düzeltilme	☐ Ret	
Jüri Üyesi	Doç. Dr. Mine Aksoy KAVALCI	☐ Kabul	☐ Düzeltilme	☐ Ret	
Jüri Üyesi	Dr. Öğr. Üyesi Erol MUZIR	☐ Kabul	☐ Düzeltilme	☐ Ret	

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
YÜKSEK LİSANS / DOKTORA İNTİHAL YAZILIM RAPORU
BEYAN BELGESİ

Tez Başlığı: KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FİRMA
PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Yukarıda başlığı belirtilen tez çalışmamın toplam sayfalık kısmına ilişkin aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan ve...../...../ tarihinde aşağıda ismi yazılı araştırma görevlisi tarafından şahsıma iletilen..... intihal tespit programı raporuna göre tezimin benzerlik oranı %.....'tır.

Uygulanan filtrelemeler:

1. Kaynakça hariç,
2. Alıntılar dâhil,
3. 5 kelimedenden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç.

Bu bilgiler doğrultusunda tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespiti halinde doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Gereğini saygılarımla arz ederim.

İmza

AdıSOYADI : Seçil AKYOL
Öğrenci Numarası :147201012
Ana Bilim Dalı :İşletme
Programı :İşletme
Türü : () Proje (X) Yüksek Lisans Tezi () Doktora Tezi

Taramayı Yapan Arş. Gör.
(Adı Soyadı, İmzası, Tarih)

Danışman
(Adı Soyadı, İmzası, Tarih)

ÖNSÖZ

Öncelikle tez konumun belirlenmesinde, tez sürecimin her aşamasında bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan ve bana hep destek olan danışmanın Prof. Dr. Ayşe Tansel ÇETİN' e, analiz aşamasındaki yönlendirmelerinden dolayı İstanbul Medeniyet Üniversitesinden Dr. Öğr. Üyesi Erol MUZIR' a ve Yalova Üniversitesi İşletme bölümünden Doç. Dr. Mine Aksoy KAVALCI' ya, paket programın başlangıç aşamasında kullanımıyla alakalı yol göstericiliği için Yalova Üniversitesi İşletme Bölümü Doktora öğrencisi Cengiz KALYONCU' ya ve veri eksikliğinin tamamlanmasında yardımları için Foreks Finansal Ürün Danışmanı Tuncer VATANSEVER' e, çok teşekkür ederim.

Tez hazırlama sürecimde bana hep destek olmaya çalışan sevgili eşim Furkan AKYOL' a, yüksek lisans sürecimin her aşamasına şahit olup, benimle birlikte ders çalışan biricik oğullarım Yiğit AKYOL ve Efe AKYOL' a çok teşekkür ederim.

Son olarak şu an yanımda olamasa da, benim bugünlere gelmemde çok emeği olan sevgili anneme sonsuz teşekkür ederim.

Seçil AKYOL

10/06/2019

İÇİNDEKİLER

BEYAN BELGESİ.....	i
ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR.....	vi
TABLOLAR.....	vii
ŞEKİLLER.....	viii
ÖZET.....	ix
SUMMARY.....	x
GİRİŞ.....	1
ARAŞTIRMANIN KONUSU	2
ARAŞTIRMANIN AMACI	2
ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ	2
ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	3
ARAŞTIRMANIN YÖNTEM VE TEKNİKLERİ	3
LİTERATÜR İNCELEMESİ	3

BÖLÜM 1: KURUMSAL YÖNETİM

1.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı	16
1.2. Kurumsal Yönetimin Önemi ve Amacı	17
1.3. Kurumsal Yönetimi Açıklayan Ana Teoriler	18
1.3.1. Vekalet Teorisi	19
1.3.2. Temsil Teorisi.....	20
1.3.3. Kaynak Bağımlılığı Teorisi.....	21
1.3.4. Yönetim Hegemonyası Teorisi.....	22
1.3.5. Paydaş Teorisi	22
1.3.6. İşlem Maliyeti Ekonomisi Teorisi	24
1.3.7. Miyop Piyasa Teorisi.....	24
1.4. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri.....	25
1.4.1. Adillik Veya Eşitlik İlkesi	26
1.4.2. Şeffaflık İlkesi	26
1.4.3. Hesap Verebilirlik İlkesi	27
1.4.4. Sorumluluk İlkesi	28
1.5. Dünyada Kurumsal Yönetim Modelleri	28
1.5.1. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Modeli.....	28
1.5.2. Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modeli.....	29
1.6. Dünyada Kurumsal Yönetimin Gelişimi.....	30
1.6.1. Cadbury Raporu	30

1.6.2. Greenbury Raporu	31
1.6.3. Hampel Raporu	32
1.6.4. Sarbanes-Oxley Yasası	33
1.6.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	34
1.7. Türkiye’ de Kurumsal Yönetimin Gelişimi	36

BÖLÜM 2: KURUMSAL YÖNETİME GÖRE YÖNETİM KURULLARI VE SERMAYE SAHİPLİK YAPISI

2.1. Yönetim Kurulunun Kurumsal Yönetimdeki Önemi.....	38
2.2.Yönetim Kurulunun Görev ve Sorumlulukları.....	38
2.3. Yönetim Kurulunun Yapısı ve Oluşumu.....	39
2.3.1. Tek Kademeli ve İki Kademeli Yönetim Kurulları.....	39
2.3.2. Yönetim Kurulu Başkanı ile İcra Başkanı Ayrımı	40
2.3.3. İcrada Görevli Olan - Olmayan Yönetim Kurulu Üyeleri.....	40
2.3.4. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri.....	41
2.3.5. Ortak Yönetim Kurulu Üyeleri.....	42
2.4. Komiteler	43
2.4.1. Denetim Komitesi.....	43
2.4.2. Kurumsal Yönetim Komitesi.....	44
2.4.3. Aday Belirleme Komitesi	44
2.4.4. Riskin Erken Saptanması Komitesi	45
2.4.5. Ücret Komitesi.....	46
2.5. Sermaye Sahiplik Yapısı Ve Türleri	46
2.5.1.Aile İşletmeleri Sahipliği	47
2.5.2.Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	47
2.5.3.Yabancı Sahipliği	48
2.5.4.Yönetici Sahipliği	48
2.5.5.Çalışan Sahipliği	49
2.5.6.Kamu Sahipliği	49
2.5.7.Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği	50

BÖLÜM 3: YÖNETİM KURULU YAPISI VE SAHİPLİK YOĞUNLUĞUNUN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ

3.1. Araştırmanın Konusu	51
3.2. Örneklem Seçimi ve Veri Toplama Yöntemi.....	51
3.3. Araştırmanın Değişkenleri.....	51
3.3.1. Bağımlı Değişkenler.....	51
3.3.1.1. Özsermaye Karlılığı.....	51
3.3.1.2. Faiz ve Vergi Öncesi Kar Değeri.....	52
3.3.1.3. Tobin’s Q.....	52

3.3.2. Bağımsız Değişkenler.....	52
3.3.3. Kontrol Değişkenleri	55
3.4. Araştırmanın Modeli.....	56
3.5. Araştırmada Kullanılan Yöntem ve Teknikler	57
3.5.1. Panel Veri Analizi	57
3.5.1.1. Birim Kök Testi	58
3.5.1.2. Panel Veri Modellerinin Tahmini	58
3.5.1.2.1. Klasik Model	58
3.5.1.2.2. Sabit Etkiler Modeli	59
3.5.1.2.3. Tesadüfi Etkiler Modeli	59
3.5.1.3. Tahmin Modelinin Seçilmesi	60
3.5.1.3.1. F (Chow) Testi	60
3.5.1.3.2. Breusch-Pagan Lagrange Çarpan (LM) Testi	60
3.5.1.3.3. Hausman Testi	60
3.5.1.4. Panel Veri Modellerinde Temel Varsayımların Testleri.....	60
3.5.1.5. Dirençli Tahminciler	61
3.6. Araştırmanın Bulguları	61
3.6.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi	61
3.6.2. Panel Birim Kök Testi Sonuçları	65
3.6.3. Yönetim Kurulu Yapısı ile Sahiplik Yapısının Özsermaye Karlılığı (ROE) Üzerindeki Etkileri.....	66
3.6.4. Yönetim Kurulu Yapısı ile Sahiplik Yapısının Faiz ve Vergi Öncesi Kar (EBİT) Üzerindeki Etkileri.....	71
3.6.5. Yönetim Kurulu Yapısı ile Sahiplik Yapısının Tobin's Q (TQ) Üzerindeki Etkileri.....	77
SONUÇ VE ÖNERİLER	82
KAYNAKLAR.....	87
ÖZGEÇMİŞ.....	95

KISALTMALAR

TÜSİAD	: Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
CEO	: İcra Kurulu Başkanı
TTK	:Türk Ticaret Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
XKURY	: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ESOP	: Çalışanları Hissedar Yapma Planı
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüs
EKK	: En Küçük Kareler
BIST100	: Borsa İstanbul 100 Endeksi
BIST30	: Borsa İstanbul 30 Endeksi
TQ	: Tobin's Q Oranı
ROA	: Aktif Karlılık Oranı
ROE	: Özsermaye Karlılık Oranı
EBİT	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar

TABLÖLAR

Tablo 1: Yönetim Kurulu Üye Yapısı.....	41
Tablo 2: Değişkenlerin Listesi.....	56
Tablo 3: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler.....	62
Tablo 4: Değişkenler Arası Korelasyon Tablosu.....	64
Tablo 5: Panel Birim Kök Testi Sonuçları.....	65
Tablo 6: F (Chow) Testi Sonuçları (ROE).....	66
Tablo 7: Breush- Pagan (LM) Testi Sonuçları (ROE).....	66
Tablo 8: Hausman Testi Sonuçları (ROE).....	67
Tablo 9: Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları (ROE).....	67
Tablo 10: Levene, Brown ve Forsythe Testi Sonuçları (ROE).....	68
Tablo 11: Yerel En İyi Değişmez Testi ve Durbin Watson Testi Sonuçları (ROE).....	68
Tablo 12: Paseran Testi Sonuçları (ROE).....	69
Tablo 13: Dirençli Tahminci Sonuçları (ROE).....	70
Tablo 14: F (Chow) Testi Sonuçları (EBİT).....	71
Tablo 15: Breush- Pagan (LM) Testi Sonuçları (EBİT).....	72
Tablo 16: Hausman Testi Sonuçları (EBİT).....	72
Tablo 17: Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları (EBİT).....	73
Tablo 18: Yerel En İyi Değişmez Testi ve Durbin Watson Testi Sonuçları (EBİT).....	73
Tablo 19: Paseran Testi Sonuçları (EBİT).....	74
Tablo 20: Dirençli Tahminci Sonuçları (EBİT).....	75
Tablo 21: F (Chow) Testi Sonuçları (TQ).....	77
Tablo 22: Breush- Pagan (LM) Testi Sonuçları (TQ).....	78
Tablo 23: Hausman Testi Sonuçları (TQ).....	78
Tablo 24: Levene, Brown ve Forsythe Testi Sonuçları (TQ).....	79
Tablo 25: Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları (TQ).....	79
Tablo 26: Yerel En İyi Değişmez Testi ve Durbin Watson Testi Sonuçları (TQ).....	79

Tablo 27: Paseran Testi Sonuçları (TQ).....	79
Tablo 28: Dirençli Tahminci Sonuçları (TQ).....	81
Tablo 29: Araştırma Hipotezlerinin Özeti.....	85



ŞEKİLLER

Şekil 1: Organizasyonda Başlıca Paydaşlar (Menfaat Sahipleri).....	23
Şekil 2: Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri.....	26
Şekil 3. Teorik Araştırma Modeli.....	56



Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Özeti

Tezinbaşlığı: Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Performansı Üzerindeki Etkileri	
TezinYazarı: Seçil AKYOL	Danışman: Prof. Dr. Ayşe Tansel ÇETİN
Kabul Tarihi: 21.06.2019	SayfaSayısı: xi (ön kısım) + 94 (tez) + (ekler)
AnabilimDalı: İşletme	BilimDalı: İşletme
Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının göstergelerinden yönetim kurulu yapıları ve sahiplik yapılarının (sermaye yoğunluğu ve halka açıklık oranının) firma performansı üzerindeki etkilerini araştırmaktır. Bu amaçla çalışmada 2012-2017 yılları arasında BİST 100’ de faaliyet gösteren 76 firmanın verileri (456 gözlem) kullanılmıştır. Veriler panel veri analiz yöntemiyle ve STATA 14 programıyla analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucuna göre, sermaye yoğunlaşması ile özsermaye karlılığı arasında negatif ve istatiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu; yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye oranı ve kadın yönetim kurulu üye oranı ile EBİT arasında pozitif ve istatikselsel olarak anlamlı, sermaye yoğunlaşması ile negatif ve istatikselsel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu; yönetim kurulundaki kadın üye oranı ile Tobin’s Q arasında negatif ve istatikselsel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu ve son olarak sermaye yoğunlaşması ile Tobin’ s Q arasında pozitif ve istatikselsel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.	
AnahtarKelimeler: Kurumsal Yönetim Uygulamaları, Yönetim Kurulu Yapısı, Sahiplik Yapısı, Firma Performansı, BİST 100	

Yalova University Insitute of Social Sciences Master Thesis Summary

Thesis Title: Impact Of Corporate Governance Practices On Firm Performances	
Thesis Author: Seçil AKYOL	Advisor: Prof. Dr. Ayşe Tansel ÇETİN
Date of Acceptance: 21.06.2019	Total Number of Pages: xi (pre text) + 94 (main body) + (appendices)
Department: Business Administration	Field of Study: Business Administration
The aim of this study is to investigate the effects of board structures and ownership structures (capital density and free float) on firm performance, one of the most important indicators of corporate governance. For this purpose, data of 76 firms operating in BIST 100 between 2012 - 2017 (456 observations) were used. Data were analyzed by panel data analysis method and STATA 14 program. According to the results of the analysis, there is a negative and statistically significant relationship between capital concentration and return on equity. There is a positive and statistically significant relationship between the number of board members, ratio of independent board members and ratio of female board members and EBIT, and there is a negative and statistically significant relationship with capital concentration; It is seen that there is a negative and statistically significant relationship between the ratio of female members on the board of directors and Tobin's Q and finally there is a positive and statistically significant relationship between the concentration of capital and Tobin's Q.	
Keywords: Corporate Governance Practices, Board Structure, Ownership Structure, Firm Performance, BIST 100	

GİRİŞ

Kurumsal yönetim uygulamaları son yıllarda artan rekabet gücü ve küreselleşme ile en çok araştırılan konular arasında yer almaktadır. Küresel boyutta yaşanan finansal krizler, şirket iflasları ve muhasebe skandalları ile kurumsal yönetime olan ilgi giderek artmaktadır. Söz konusu skandallar neticesinde firmalardaki bağımsız ve iç denetim organları, verilen yanlış ve hatalı kararlar neticesinde üst düzey yöneticiler irdelenir hale gelmiştir. Tüm bu sorunlar neticesinde firmalardaki yönetim kurulları ve sahiplik yapıları, firmaların geleceğini belirler hale gelmiştir.

Kurumsal yönetim kavramının önemli bir kısmını denetleme, hesap verme, kontrol ve temsil görev mekanizmaları oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarında bulunan bireyler sisteme dâhil olan tüm paydaşların çıkarlarını korumak ve iyiliklerini gözetmek için istenen kurallara uymak durumundadırlar. Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlere yararı olduğu kadar toplumların gelişiminde de yararı bulunmaktadır. Etkili bir kurumsal yönetim anlayışı ile yönetilen şirketler, düşük sermaye maliyeti, likidite ve finansal olanakların artışı ile krizleri daha kolay atlatabilir ve sermaye piyasaları tarafından kabul edilebilir hale gelmektedir.

Yönetim kurulları, alacağı stratejik kararlarla şirket hedeflerini, şirketin ihtiyaç duyduğu insan ve finansal kaynakları belirleyerek ve şirket yöneticilerini denetleyerek, şirketin uzun vadede büyümesini ve getiri sağlamasını amaçlayan, şirket hissedarları adına şirketi idare eden en önemli yapıdır (SPK, 2011:15). Yönetim kurulları sayesinde firmalardaki üst düzey yöneticilerin ve firma faaliyetlerinin devamlı kontrolü sağlanabilmektedir.

Literatürde yönetim kurulları ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde, yönetim kurulu üye sayıları, bağımsız üye, kadın üye oranları, yabancı üye oranları ve icra kurulu başkanının aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmamasının firmaların performansında etkili olduğu görülmüştür.

Firmaların sermaye yapıları büyük şirketler için oldukça önemlidir. Sahiplik yapıları firma performansını etkileyen önemli değişkenlerden bir diğeridir. Firma sermaye yapısının blok sermaye mi, dağınık sermaye mi, aile sermayesi mi yoksa kurumsal yatırımcı sahipliği yapısında mı olduğu firma değerini ve karlılığını etkilemektedir. Hissedarların firmadaki yöneticiler tarafından temsil edilmesi temsil problemlerinin ve maliyetlerinin oluşmasına neden olmasının yanı sıra kurumsal yönetimin uygulanabilirliği için gerekli hale gelmektedir.

Bu araştırma üç ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kurumsal yönetim kavramı, kurumsal yönetimi açıklayan ana teoriler, kurumsal yönetimin temel ilkeleri ile kurumsal yönetimin dünyadaki gelişiminden bahsedilmiştir. İkinci bölümde yönetim kurullarının yapısı, görev ve sorumlulukları, yönetim kurullarındaki komitelerden ve firma sahiplik yapıları incelenmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise; BİST 100 endeksinde yer alan firmaların yönetim kurulu yapıları ile firma sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkilerini inceleyen uygulama bölümü yer almaktadır.

ARAŞTIRMANIN KONUSU

Son yirmi yılda yaşanan firma skandalları, ekonomik krizler ve firmalar arası rekabetin artması nedeniyle firmaların yönetim kurulu yapısındaki farklılıklar üzerinde durulmuştur. Bu amaçla geliştirilen kurumsal yönetim ilkeleri büyük önem kazanmıştır. Kurumsal yönetim kapsamında özellikle yönetim kurulları ve tepe yönetim üzerinde durulmuştur. Yönetim kurullarının üye sayıları, üyelerin eğitim seviyeleri, deneyimleri, cinsiyetleri, icrada görevde olup olmadıkları, yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişi olup olmaması ve aldıkları ücret ile teşvikler önemli hale gelmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamalarında firmaların sermaye yapıları (ailenin sermaye yoğunluğu, halka açıklık oranı vb) da önem kazanmaya başlamıştır. Firma sermaye yapılarının ne şekilde olduğu; kamu sahipliği, yabancı sahipliği, halka açıklık oranları, sermayenin tabana yaygın veya sermaye yoğunlaşmasının bulunması kurumsal yönetim uygulamalarının uygulanabilirliği açısından önem kazanmıştır. Bu nedenle bu çalışmada BİST 100 endeksinde yer alan firmaların yönetim kurulu yapılarının ve firma sahiplik yapılarının, firma performansı üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu araştırmanın amacı, Borsa İstanbul’ da faaliyet gösteren firmaların, yönetim kurulu yapıları ile sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkisi ve etkinin ne yönde olduğunun belirlenmesidir. Araştırmada bağımlı değişken olarak finansal performans göstergeleri; ROE, EBİT ve TOBIN’S Q değerleri kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler yönetim kurulu yapısı ile sahiplik yapısıyla ilgili değişkenler olarak iki gruba ayrılmıştır. Yönetim kurulu yapısı değişkenleri; yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulundaki bağımsız yönetim kurulu üye oranı (BYKUO), yönetim kurulundaki kadın üye oranı (KYKUO), yönetim kurulundaki yabancı yönetim kurulu üye oranı (YYKUO), icra kurulu başkanının aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmaması (İKİLİK), sahiplik yapısı değişkenleri; en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO), en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO), firma halka açıklık oranından (HAO) oluşmaktadır. Kontrol değişkenleri ise firma yaşı (YAŞ), kaldıraç oranı (LEV) ve firma aktif büyüklüğüdür (SIZE).

ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

2000’ li yıllardan bu yana yaşanan muhasebe skandalları, ekonomik krizler küresel anlamda pek çok ülkeyi etkilemiştir. Bu bağlamda firmaların denetim şekilleri, yönetim kurulu yapıları ve sahiplik yapıları araştırmacıların dikkatini çekmiş ve son dönemlerde bu konuda yapılan araştırmaların sayısı artmıştır. Ülkemizde de bu konu üzerinde son yıllarda artan sayıda çalışma yapılmaya başlandığı görülmüş olup, bu çalışmanın bu alanda literatüre önemli katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmada her bir bağımlı değişkene ait dört farklı model oluşturulmuştur. İlk modelde yönetim kurulu yapılarının firma performansı üzerindeki etkileri, ikinci modelde sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkileri, üçüncü modelde hem yönetim kurulu

yapıları hem de sahiplik yapılarının birlikte firma performansı üzerindeki etkileri ve son modelde; tüm bağımsız değişkenlere ilgili modelde kullanılan bağımlı değişkenin t_{-1} yılına ait değeri kontrol değişkeni olarak eklenmiştir. Kullanılan bağımlı bağımsız değişken sayısının zenginliği ve BİST’ de yer alan en büyük 100 firma üzerinde yapılmış olması çalışma yılı olarak 6 yıllık bir süreyi kapsaması sebepleriyle literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Özellikle Türkiye’de yapılan çalışmalar incelendiğinde kullanılan bağımlı değişkenin t_{-1} yılına ait değer kontrol değişkeni olarak kullanıldığı bir çalışma bildiğimiz kadarıyla yoktur. Tüm bu yönleriyle bu çalışma literatüre önemli katkı yapacaktır

ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Literatürde yapılan çalışmalardan yola çıkılarak oluşturulan hipotezler;

- H₁: Yönetim Kurulu üye sayısı arttıkça firma performansı artar.
- H₂: Yönetim kurulundaki kadın üye oranı arttıkça firma performansı artar.
- H₃: Yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı arttıkça firma performansı artar.
- H₄: Yönetim kurulundaki yabancı üye oranı arttıkça firma performansı artar.
- H₅: Yönetim kurulunda ikilik varsa firma performansı azalır.
- H₆: En büyük hissedarın sermaye oranı arttıkça firma performansı azalır.
- H₇: En büyük üç hissedarın toplam sermaye oranı arttıkça firma performansı azalır.
- H₈: Firma halka açıklık oranı arttıkça firma performansı artar.

ARAŞTIRMANIN YÖNTEM VE TEKNİKLERİ

Bu çalışmanın örneklemini, BİST 100 endeksinde finansal şirketler dışında kalan 76 firmanın 2012 -2017 yılları arasındaki verileri oluşturmaktadır. Veri setinde eksik gözlem bulunmadığından dengeli panel veri analiz yöntemleri kullanılmıştır. Verilerin analizi STATA 14 programı ile yapılmıştır. Firmalara ilişkin gelir tablosu ve bilançolar Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP)’ tan, yönetim kurulları ve sahiplik yapıları ile ilgili değişkenler firmaların faaliyet raporlarından toplanmıştır.

LİTERATÜR İNCELEMESİ

Yönetim Kurulu Yapısı İle Firma Performansı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Kurumsal yönetim, şirket faaliyetleri ile ilgili kararlara ilişkin yönetmelik ve prosedürlerin detaylı bir şekilde açıklandığı, çeşitli pay sahiplerinin hak ve sorumluluk paylaşımının net bir şekilde ortaya konduğu kontrol ve yönetim sistemidir (Akdoğan ve Boyacıoğlu, 2010: 12). Kurumsal yönetim, çalışanlar ve kreditorler ile yöneticiler ve hissedarlar arasındaki ilişkileri yöneten kurallar ve uygulamalar olarak tanımlanır. İyi bir kurumsal yönetim mekanizması finansal piyasaların bütünlüğünü, piyasalara olan güveni ve ekonomik verimliliği artırarak finansal istikrara ve büyümeye katkıda bulunur (Jesover ve Kirkpatrick, 2005:127).

Kurumsal yönetim Avrupa'da ilk kez Cadbury Raporu ile gündeme gelmiştir. 1997'de Asya Krizi, 2000'li yıllarda WordCom ve Enron gibi skandalların ardından, birçok ülke kurumsal yönetim anlayışını geliştirmek amacıyla çeşitli düzenlemeler yapmıştır. Kurumsal yönetim araştırmaları içerisinde en büyük önem arz eden yönetim kurullarının yapısı ve firma performansı ile ilişkisi pek çok araştırmaya konu olmuş ve hala güncelliğini korumaktadır. Bu konuda yapılan ilk çalışmalarda, yönetim kurulu yapısı ile ilgili genel olarak yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO olup olmaması ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığı gibi konular incelenmiştir (Kula, 2006: 35). Son dönemlerde bu başlıkların haricinde kadın üye oranı, bağımsız üye oranı, yönetim kurulu sermaye sahiplik yapısı gibi değişkenlerin de firmanın finansal performansı üzerindeki etkileri araştırılmaktadır.

Yönetim kurulları, şirket hissedarlarını temsilen alacakları stratejik kararlarla, şirketin büyüme, risk ve getiri dengesini ayarlayarak şirketin uzun vadeli hedeflerine ulaşması için; şirketi idare ve temsil eden en üst düzey yürütme organıdır. Yönetim kurulları, şirket yönetiminde risk yönetimini tutarlı ve tedbirli bir şekilde yerine getirerek, şirketi olası zararlardan korumalıdır. Aynı zamanda şirketin ihtiyacı olan iş gücü ve finansal kaynakları belirlemekle ve yönetimin performansını denetlemekle sorumludur (SPK, 2014:15).

Literatürde yönetim kurullarının toplam kaç üyeden oluşması gerektiğini araştıran çok sayıda araştırma ile karşılaşmaktadır. Ülkemizde SPK yönetim kurulu üye sayısı için yönetim kurulu üyelerinin verimli ve etkin çalışma yapmalarına hızlı ve gerçekçi kararlar almalarını sağlayacak ve komitelerin organize edilmesi ve etkin çalışmasını sağlayacak şekilde üye sayısının belirlenmesini öngörmüştür (SPK, 2014:15). Yönetim kurulu üye sayısı denildiğinde, kurumsal yönetimle alakalı vekalet teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi ve temsil teorileri karşımıza çıkmaktadır. Vekalet teorisi, büyük firmaların, firmanın faaliyetlerini denetlemek ve gözetlemek için daha fazla sayıda üyeye ihtiyaç olduğunu belirtmiş, kaynak bağımlılığı teorisi de benzer bir şekilde, büyük firmaların daha çok kaynağa ihtiyaç duyacağından dolayı, bu kaynaklara ulaşılabilmesi için daha çok üyeye sahip olunması gerektiğini belirtmiştir. Ancak vekalet teorisi, vekalet problemleri ile karşı karşıya kalınmaması için üye sayısına sınırlandırma getirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Temsil teorisi ise firmayı temsil eden bağımlı üyelerin kurul kararlarını etkileyecek üstün bilgi ve becerilere sahip olmaları gerektiğini varsaymaktadır (Ekşi, 2009:133).

Yönetim kurulu üye sayısı ile ilgili araştırmalarda genel olarak küçük yönetim kurullarının, büyük yönetim kurullarından daha etkin olduğu belirtilmektedir. Örneğin Lipton ve Lorsch (1992) çalışmalarında, 10 üyeden fazla üyesi bulunan kurullarda fikir ve önerilerin ifade edilmesinin güç olacağının altını çizmişlerdir. Benzer şekilde Jensen (1993) küçük yönetim kurullarının performansının artabileceğini ifade ederek üye sayısının en fazla 7 veya 8 kişiden oluşmasının gerekliliğini aksi takdirde yönetim kurullarının etkinliğinin azalacağını belirtmiştir. Kiel ve Nicholsan (2003) çalışmalarında yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmaların piyasa değerinin daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Vekalet teorisi

yönetim kurulu üye sayısının fazla olması halinde üyeler arasındaki koordinasyonun zorlaşacağını savunurken, kaynak bağımlılık teorisi daha çok üyeden oluşan yönetim kurullarının kaynaklara ulaşmayı kolaylaştıracağını savunmaktadır. Bu görüşlerden farklı olarak yönetim kurulu üye sayıları ile firma performansı arasında bir ilişki olmadığı sonucunu gösteren çalışmalarda mevcuttur. Baptista, Klotzle ve Melo (2011) çalışmalarında yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasında negatif yönlü bir ilişki olduğunu ancak bu ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını bulmuşlardır.

Bağımsız üyeler, vekâlet teorisine göre, örgüt içindeki denetimin sağlanması bakımından önemlidirler (Fama ve Jensen, 1983). Araştırmaların çoğunluğunda, örgüt dışından daha çok üyeye sahip olan yönetim kurullarının daha etkili olduğu yönünde fikir birliği bulunmaktadır (Zahra ve Pearce, 1989). Kaynak bağımlılığı teorisine göre; yönetim kurullarında örgüt dışından üyelerin yer almalarının sebeplerinden biri olarak, örgüt içinde bulunmayan yönetsel bilgi ve becerilere daha kolay erişimin sağlanması olarak belirtilmektedir (Şener, 2011:65). Ayrıca kurumsal yönetim anlayışında, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin fazla olması, yöneticilerin daha iyi kontrol edileceği ve denetleneceği anlamına gelmektedir (Akıncı, 2011:71).

Yönetim kurulu, bir firmada icranın denetlendiği ve değerlendirildiği en önemli birimdir. İcra kurulu başkanı (CEO), şirket ana sözleşmesinde tanımlanan, şirket yönetiminde en üst noktada görev alan kişidir. Eğer bir şirkette icra kurulu başkanı bulunmuyorsa onun görevini genel müdür yerine getirmektedir. İcra başkanı yönetim kuruluna bağlı olup yönetim kuruluna şirket faaliyetleri ile ilgili hesap vermek durumundadır. Şirketin ve yöneticilerin tarafsız bir şekilde objektif olarak değerlendirilebilmesi için mutlaka icra başkanı ile yönetim kurulu başkanı ayrı kişiler olmalıdır.

Yönetim kurulu başkanı ile icra başkanının aynı kişi olup olmaması yani CEO ikiliği ile ilgili yapılan araştırmalarda vekalet teorisi, temsil teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi karşımıza çıkmaktadır. Vekalet teorisine göre şirkette ikiliğin olması yani yönetim kurulu başkanı ile icra başkanının aynı kişiler olması durumunda, firmada denetleyen ve denetlenenin aynı kişi olmasından dolayı firma performansının zarar göreceği ileri sürülmektedir (Rechner ve Dalton 1991). Ancak temsil teorisine göre; yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişiler olması durumunda şirkette daha hızlı karar alınacağı ve hedeflere daha iyi odaklanacakları için güç birliğinin firma performansını artıracığı düşünülmektedir (Boyd, 1995).Kaynak bağımlılığı teorisi açısından yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının farklı kişiler olması halinde firma dışında ulaşılan kaynakların miktarının ve çeşitliliğinin artacağı savunulmaktadır. CEO ikiliği ile alakalı literatür incelendiğinde bu konu ile ilgili birbirinden farklı sonuçlar bulunmaktadır (Doğan, 2015:131).

Yönetim kurulunda yabancı yönetim kurulu üyesi varlığı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda karşımıza yine vekalet teorisi ve kaynak bağımlılığı çıkmaktadır. Yani yabancı üyenin varlığı ile yönetim kurullarının etkinliğinin artacağı ve pek çok kaynağa daha kolay erişimin sağlanacağı savunulmaktadır. Yönetim kurullarında yabancı

yönetim kurulu üyesinin bulunması, yabancı yatırımcıların ilgisini çekebilmek adına da avantaj sağlayacağı düşünülmektedir. Ülkemizde de son yıllarda Borsa İstanbul' da yer alan firmaların hisseleri yabancı yatırımcılar tarafından alınmakta ve yabancı yatırımcı ile yabancı yönetici sayısı giderek artmaktadır. Yabancı yatırımcıların artışı firmalara, yeni teknoloji ve yeni bilgiler sağlamanın yanında büyük miktarda sermaye girişi sağlamaktadır.(Doğan ve Topal, 2016:51). Konu ile ilgili literatür incelendiğinde yabancı yönetim kurulu üyelerinin varlığının firma performansı üzerindeki etkisine dair net bir sonucun olmadığı görülmüştür.

Yönetim kurulunda kadın üyelerin bulunması çeşitlilik yaratması bakımından kaynak bağımlılığı teorisini, kontrol ve etkinliğin artması bakımından da vekalet teorisini desteklemektedir(Ocak, 2013: 109). Kurumsal yönetim ilkelerince yapılan düzenlemeler ve hükümetlerin almış olduğu kararlar neticesinde ülkemizde ve diğer ülkelerde kadın istihdamı artmaktadır. Kadın üye sayısının artmasıyla firma performansının artacağına yönelik görüş nedeniyle son dönemlerde kadın üye sayısı ile alakalı araştırmalar önem kazanmıştır. Ancak yapılan araştırmaların bir kısmı kadın üyelerin firma performansı üzerinde pozitif etkisi olduğunu belirtirken, bir kısım çalışmalar etkisinin olmadığını ortaya koymuştur. Bir firmada kadın yönetim kurulu üyesi veya kadın üst düzey yöneticinin olması düşük pozisyonlarda görev alan kadınlar için kariyer olanağı oluşturmakta, daha üst pozisyonlarda kadın çalışanın sayısını arttırmakta (Bell, 2005) ve firma içinde ileride yükselebileme fırsatı olduğunu gören kadın çalışanların iş tatminini arttırmaktadır (Cox ve Blake, 1991). Kadın yöneticilerin şirket ile alakalı kritik kararların alınmasında erkek yöneticilere kıyasla çok daha temkinli ve tedbirli davrandıkları gözlenmiştir (Huang ve Kisgen, 2013). Araştırmalar kadın üyelerin erkek üyelere oranla daha dikkatli gözlem ve kontrol etme çabası içinde olduklarını göstermektedir (Adams ve Ferreira, 2009). Gul vd. (2011) yönetim kurulunun kadın ve erkek üyelerden oluşmasının zayıf kurumsal yönetim anlayışını kısmen dengelediğini belirtmiştir (Taşkın ve Mandacı, 2017:31)

Son dönemlerin ilgi çeken konularından olan, kurumsal yönetim anlayışında, yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisi konusu, yukarıda belirtilen değişkenler ışığında yapılan literatür taraması sonucunda çalışmalarda bir sonuç birliği bulunmadığı, farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmüştür. Bu konuda detaylı olarak incelenen çalışmalara aşağıda yer verilmiştir.

Dwivedi ve Jain 2005 yılındaki araştırmalarında, 1997–2001 yılları arasındaki 340 adet Hindistan firmasının kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Kurumsal yönetimi ölçmek için yönetim kurulu büyüklüğü, yönetici sahipliği ile kurumsal yatırımcı ve yabancı sahipliği değişkenlerini, finansal performansı ölçmek için ise Tobin' s Q değişkenini kullanılmıştır. Araştırmanın sonucu her ne kadar vekalet teorisinin savunduğu yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olması sonucunu destekler nitelikte olsa da, yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında pozitif yönlü ancak zayıf bir ilişki olduğu

sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca firma performansı ile yabancı sahipliği arasında pozitif yönlü, kurumsal yatırımcı sahipliği ile negatif yönlü bir ilişki olduğu bulunmuştur.

Wang ve Oliver (2009) araştırmalarında yönetim kurulundaki icracı yönetim kurulu üyeleri, bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve bağımsız olmayan yönetim kurulu üyelerinin firma performansı üzerindeki etkileri incelenmiştir. Araştırmada Avustralya'nın ilk 500 firmasının 384'ü incelenmiştir. Araştırma sonucunda icracı yönetim kurulu üyelerinin varlığının firma performansı üzerinde negatif bir etkisinin olduğu bulunmuştur. Diğer değişkenlerle firma performansı arasında ise bir ilişki bulunamamıştır.

Jackling ve Johl 2009 yılındaki çalışmalarında Hindistan Bombay Borsasının 2005-2006 yılı dönemine ait 180 firma üzerinde 3 aşamalı en küçük kareler (3EKK) yöntemi kullanılarak yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan çalışma sonucunda vekalet teorisinde olduğu gibi yönetim kurulundaki dışarıdan görevlendirilen yöneticilerin oranı ile firma performansı arasında pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansı üzerinde olumlu etkisi olduğu gözlenmiştir. Ancak yönetim kurulu toplanma sıklığı ile performans arasında bir ilişki bulunamamıştır.

Adams ve Ferreira 2009 yılındaki çalışmasında kadın yönetim kurulu üyelerinin finansal performansa olan etkilerini araştırmışlardır. Araştırmada bağımsız değişken olarak; yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu bağımsız üye sayısı oranı ve yönetim kurulu kadın üye oranı, bağımlı değişken olarak Tobin' s Q, aktif karlılığı (ROA), firma voltalitesi ve firma riski kullanılmıştır. Araştırma sonucunda kadın yönetim kurulu üyelerinin toplantılara erkek üyelere oranlara daha çok katıldıkları, kadın üyelerin bulunduğu yönetim kurullarında erkek üyelerin daha az katılım problemi yaşadığı, cinsiyet çeşitliliği olan yönetim kurullarında toplantıların daha fazla yapıldığı ancak firmanın finansal performansı üzerinde olumsuz bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ehikioya 2009 yılındaki çalışmasında gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına etkisini araştırmıştır. Araştırmada Nijerya Borsasına kayıtlı 107 firmanın 1998 ve 2002 yılları arasındaki verilerini en küçük kareler yöntemi ile analiz etmiştir. Araştırmada bağımsız değişken olarak en büyük beş hissedarın sermaye oranı, CEO ikiliği, yönetici sahiplik oranı, yönetim kurulu üyelerinin deneyimi, yönetim kurulu üye sayısı ve bağımsız yönetim kurulu üye sayısı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı (ROA), sermaye karlılık oranı (ROE) ve Tobin's Q değişkenleri kullanılmıştır. Analiz sonucunda yönetim kurulu özelliklerinin firma performansı üzerinde pozitif etkisi bulunurken CEO ikiliğinin negatif yönde etki ettiği görülmüştür.

Rashid ve diğerleri 2010 yılındaki çalışmalarında yabancı bağımsız yönetim kurulu üyelerinin firma performansına olan etkilerini araştırmak için Bangladeş' te bulunan 274 firma üzerinde araştırma yapmışlardır. Araştırmada bağımsız değişken olarak; yönetim kurulundaki yabancı bağımsız yönetim kurulu üye oranı, bağımlı değişken olarak aktif karlılığı oranı (ROA) ve Tobin's Q, kontrol değişkeni olarak; sahiplik yapısı, yönetim kurulu

üye sayısı, CEO ikiliği, toplam borç, firma büyüklüğü ve firma yaşı değişkenleri kullanılmıştır. Yapılan regresyon analizi sonucunda yabancı bağımsız üye oranını ile firma performansında bir ilişki bulunamamıştır.

Aygün ve diğerleri (2011) çalışmalarında yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyen faktörleri ve yönetim kurulu büyüklüğünün firma finansal performansına olan etkisini araştırmışlardır. Araştırmada BIST 100 endeksinde yer alan firmaların 2006-2007 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Araştırmanın bağımlı değişkenleri yönetim kurulu üye sayısı yani yönetim kurulu büyüklüğü, ROA ve Tobin's Q' dır. Analiz sonucuna göre; yönetim kurulu büyüklüğü ile firma büyüklüğü arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu, yönetim kurulu büyüklüğü ile firma borçlanması arasında negatif yönlü bir ilişki, firma performansı göstergesi olan ROA ve Tobin's Q arasında literatürün aksine pozitif ama istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki görülmüştür (Aygün vd.,2011).

Probowo ve Simpson 2011 yılında yaptıkları çalışmada Endonezya aile şirketlerinde yönetim kurulu yapısının firma performansına olan etkisini araştırmışlardır. Araştırmada yönetim kurulu yapısını ölçmek için bağımsız yönetim kurulu üye oranını, en büyük blok hisse oranını, aileye ait hisse oranını, firma performansını ölçmek içinde aktif karlılık oranını (ROA) kullanmışlardır. Analiz sonucunda aile şirketlerinde bağımsız yöneticilerin firma performansı ile ilişkisiz olduğu ve aile hisse sahipliği ile firma performansı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ghabayen 2012 yılındaki çalışmasında yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı, denetim komitesi üye sayısı ve denetim komitesindeki üye sayısının, firma performansına olan etkisini incelemiştir. Firma performansını aktif karlılık (ROA) ile ölçmüştür. Çalışmada 2011 yılı Suudi Borsasına kayıtlı 102 finansal olmayan firma çalışmaya dahil edilmiştir. Regresyon analizi sonucunda yönetim kurulu üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı ve denetim komitesindeki bağımsız üye oranının firma performansı üzerinde etkisi olmadığı, yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının ise firma performansı üzerinde negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğu görülmüştür.

Fauzi ve Locke 2012 yılındaki araştırmalarını 2007-2011 yılları arasında Yeni Zelanda Borsa' sındaki 79 firma üzerinde gerçekleştirmişlerdir. Araştırmada yönetim kurulu yapıları ile sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkilerine bakılmıştır. Araştırmaya göre; firma performansı göstergesi olan Tobin's Q ve ROA değişkenleri ile yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu komiteleri ve yönetici sahipliği değişkenleri arasında pozitif yönlü anlamlı, kadın yönetim kurulu üyeliği, icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri ve blok sermaye sahipliği değişkenleri ile negatif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Masulis, Wang ve Xie'nin 2012 yaptıkları çalışmada; yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu yabancı bağımsız üye oranı ile yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişi olup olmasının (ikilik) firmanın finansal performansına etkilerini araştırmışlardır. Firma performansını aktif karlılık (ROA) ve Tobin's Q değişkenleri ile ölçmüşlerdir.

Araştırmadaki veriler; S&P 1500 endeksinde bulunan firmaları içeren Riskmetrics'den alınmış ve firmaların 1998 ve 2006 yılları arasındaki faaliyet raporlarından elde edilmiştir. OLS regresyon analizi ile yapılan araştırma sonucunda yabancı bağımsız üyelerin toplantılara daha çok katıldıkları, yabancı bağımsız üyelerin bulunduğu yönetim kurullarının CEO ya daha fazla ücret ödedikleri ve firmada yabancı bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmasının firma performansına negatif etki yaptığı görülmüştür.

Koerniadi ve Tourani-Rad 2012 yılındaki çalışmalarında, bağımsız yönetim kurulu üye oranı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırmada Yeni Zellanda Borsasına kayıtlı firmalar üzerinde araştırma yapılmış olup; bağımsız yönetim kurulu üye oranı ile ROA ve ROE arasında anlamlı ve negatif yönlü, Tobin' s Q ile anlamsız ve negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Rouf 2012 yılındaki çalışmasında CEO ikiliği ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin firma performansına etkisini araştırmıştır. Finans şirketleri hariç 93 adet Dhaka Menkul Kıymetler Borsasına ait firmanın 2008 verilerini en küçük kareler yöntemi ile analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda CEO ikiliği ile firma performansı arasında pozitif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan, bağımsız yönetim kurulu üyesi ile firma performansı arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonuca ulaşılmıştır.

Gökçen ve diğerleri 2012 araştırmalarında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 24 firma ile İMKB 50 endeksinde olan ve İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almayan 29 firmanın yönetim kurulu yapıları ile firma performanslarını karşılaştırmışlardır. Araştırmada bağımsız değişken olarak; yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün aynı kişi olup olmaması, yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı, yönetim kurulundaki icracı üye sayısı, denetim komitesindeki bağımsız üye sayısı, kurumsal yönetim komitesinin olup olmaması, yönetim kurulundaki üye sayısı ve yönetim kurulu üyelerinin işletmedeki hisse payı değişkenleri kullanılmıştır. Tek yönlü Anova testi sonucunda iki grup arasında yönetim kurulu özellikleri bakımından önemli bir fark elde edilmemiş olup, kurumsal yönetim endeksinde yer almanın firmanın piyasa değerini artırdığı tespit edilmiştir.

Rad ve diğerleri 2013 yılında kurumsal yönetimin firma finansal performansına etkisi kapsamında Malezya ve İran firmalarını karşılaştırmışlardır. Araştırmada Tahran Menkul Kıymetler Borsası' na ait 87 firma ve Bursa Malezya Borsası' na ait 86 firmanın 2006 ve 2010 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Araştırmada bağımsız değişken olarak; firmalardaki yönetici sahipliği oranı, yönetim kurulu üye sayısı, icracı olmayan yönetim kurulu üye oranı, yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişi olup olmaması, bağımlı değişken olarak; Tobin' s Q, kontrol değişkeni olarak firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı kullanılmıştır. Çoklu regresyon analizi sonucunda; İran firmaları için firma büyüklüğü haricindeki tüm değişkenlerin anlamlı bir etkisinin olmadığı, firma büyüklüğünün ise negatif yönlü anlamlı bir etkisinin olduğu görülmüştür. Malezya firmalarında ise yönetici sahipliği oranının, yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişi olup

olmamasının, firma büyüklüğünün ve finansal kaldıraç oranının firma performansına negatif yönde anlamlı bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Rehman ve Shah (2013), Pakistan’ da 2005 – 2009 yılları arasında finans sektörü dışında kalan 80 firma üzerinde, yönetim kurulları ve sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda firma performansı göstergesi olan ROA, ROE ve Tobin’ s Q ile yönetim kurulu üye sayısı arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Samuel 2013 yılındaki çalışmasında üye sayısı fazla olan yönetim kurullarının firmaların finansal performansına olan etkisini araştırmıştır. Araştırmada Nijerya Borsası’nda bulunan firmaların 2001 ve 2010 yılları arasındaki verileri regresyon analizi ile incelenmiştir. Araştırma sonunda Nijerya firmaları için yönetim kurulu üye sayısının firmaların finansal performansı üzerinde negatif yönde bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Priya ve Nimalathan 2013 yılındaki çalışmalarında Sri Lanka’daki seçilmiş olan otel ve restoranların 2008-2012 yıllarındaki verilerinden yararlanarak çalışmalarında yönetim kurulu yapısının finansal performans üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmaya göre, finansal performans göstergesi olan ROA ve ROE ile yönetim kurulundaki bayan üye sayısı ile icracı olan üyeler ve ceo ikiliği arasında ilişki tespit edilmiş fakat yönetim kurulu toplantı sayısı, yönetim kurulu üye sayısı ve icracı olmayan üye sayısı ile firma performansı arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Ammari ve diğerleri 2014 çalışmaları sonucunda yönetim kurulu yapısının Fransız firmalarının performansı için belirleyici bir faktör olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmada 2002-2009 yılları arasında Fransız SBF120 endeksindeki 40 firmanın verileri kullanılarak analiz yapılmıştır. Çalışma sonucunda; yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansını negatif yönde etkilediği, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin firma performansını pozitif yönde etkilediği ve genel müdür ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmasının firma performansını negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır (Ammari, 2014).

Kılıç 2014 yılındaki çalışmasında BIST100 endeksinde yer alan işletmelerin yönetim kurulu yapılarının işletme performansına etkisini araştırmıştır. Bağımsız değişkenler olarak; yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı, yönetim kurulunda ikilik, yönetim kurulundaki kadın üye oranı, yönetim kurulundaki yabancı üye oranı, kontrol değişkeni olarak toplam varlıkların algoritması ve finansal kaldıraç oranı kullanılmıştır. İşletme performansını ise aktif karlılık oranı ile ölçülmüştür. Araştırmanın örneklemi BIST 100’ de yer alan mali kuruluşlar hariç şirketlerin 2008-2012 yılı verileri oluşturmıştır. Veriler panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Araştırmanın sonucunda; yönetim kurulu üye sayısı ile işletme performansı arasında pozitif, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyeler ile işletme performansı arasında negatif ve diğer yönetim kurulu yapısı özellikleri ile işletme performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Kontrol değişkeni olan işletme büyüklüğünün işletme performansını pozitif bir şekilde etkilediği,

borçluluk oranının ise işletme performansı üzerinde negatif bir etkisinin olduğu görülmüştür (Kılıç,2014).

Karayel ve Doğan 2014 yönetim kurulundaki cinsiyet çeşitliliğinin firmanın finansal performansı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Araştırmada 2009-2012 yılları arasındaki BIST100 deki firmaların yönetim kurulunda kadın üye bulunan ve bulunmayan firmaların finansal performanslarını karşılaştırmışlardır. Regresyon ve t-testi sonucunda yönetim kurulunda kadın üyenin bulunması ile aktif karlılık oranı (ROA) arasında pozitif bir ilişki bulunurken özsermaye karlılık oranı (ROE) ve Tobin's Q değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ararat ve diğerleri 2015 yılındaki çalışmalarında yönetim kurulu çeşitliliğinin BİST 100 endeksinde yer alan firmaların finansal performansı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Araştırmada firmaların 2006 yılındaki verileri kullanılmıştır. Finansal performans ölçütü olarak ROE, Tobin's Q oranı ile piyasa değerinin defter değerine oranı kullanılmıştır. Analiz sonucunda yönetim kurulu çeşitliliği ile yönetim kurulu performansı ve yönetim kurulu çeşitliliği ile yönetim kurulu izleme yoğunluğu arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Muchemwa ve diğerleri 2016 çalışmalarında yönetim kurulu yapısı (icrada görevli olmayan üyelerin oranı) ile yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansına etkisini araştırmışlardır. Bağımsız değişkenler olarak yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulundaki icracı olmayan üyelerin oranı, icracı olan üyelerin oranı, firma yaşı, firma büyüklüğü gibi bağımsız değişkenler kullanılmıştır. Firma performansını ölçmek için de Tobin's Q (TQ), aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) değişkenlerini kullanmıştır. Analizde Güney Afrika'nın Johannesburg Borsasının 2006-2012 yılları arası verileri kullanılmıştır. Veriler çok değişkenli regresyon analizi ile test edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre; vekâlet ve kaynak bağımlılığı teorilerinin aksine icrada görevli olmayan üyelerin oranı Tobin's Q ve ROA değerleriyle, yönetim kurulu büyüklüğü ile tüm bağımlı değişkenler arasında ilişki bulunamamıştır. Vekâlet ve kaynak bağımlılığı teorisini destekler nitelikte ise icrada görevli olmayan üyelerin oranı ROE değişkeni ile arasında pozitif yönde ilişki olduğu belirlenmiştir.

Habib 2016 yılındaki çalışmasında kurumsal yönetimin firma performansına olan etkisini araştırmıştır. Araştırmada Dhaka Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan 77 firmanın 2010 – 2012 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Araştırmada kurumsal yönetimi ölçmek için; yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu bağımsız üye sayısı, yönetim kurulu kadın üye sayısı, CEO ikiliği, yönetim kurulunun eğitim düzeyi, yönetim kurulunun deneyimi, yönetim kurulunun pay sahipliği ve yönetim kurulu ücreti gibi bağımsız değişkenleri kullanmıştır. Firma performansını ise aktif karlılık (ROA) oranı ile ölçmüştür. En küçük kareler tekniği ve regresyon analizi ile incelenen araştırma sonucunda; kadın yönetim kurulu üye sayısı, CEO ikiliği, yönetim kurulunun deneyimi, yönetim kurulunun eğitim düzeyi firma performansı ile pozitif, yönetim kurulu büyüklüğümler firma performansı arasındaki ilişki negatif ve

yönetim kuruluğu pay sahipliliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmüştür.

Rizwan ve diğerleri 2016 kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına etkisini araştırmış ve bunun için firmaların yönetim kurullarının özelliklerini incelemişlerdir. Araştırmada Pakistan Borsası'na kayıtlı en büyük 20 firmanın 2007 – 2014 yılları arasındaki verilerini kullanmışlardır. Araştırmada bağımsız değişken olarak; içeriden pay sahipliği oranı, yönetim kurulu bağımsız üye sayısı, yönetim kurulu kadın üye sayısı, yönetim kurulu üye sayısı, denetim komitesinin varlığı, ücret komitesinin varlığı ve kar payı ödeme oranı kullanılmıştır. Bağımlı değişken olarak; özkaynak karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA), Tobin's Q, piyasa değerinin defter değerine oranı, maliyetin gelire oranı ve satışların toplam varlıklara oranı kullanılmıştır. Yapılan regresyon analizi sonucunda; içeriden pay sahipliğinin, yönetim kurulu üye sayısının, yönetim kurulu bağımsız üyelerin varlığının, ödenen kar payı oranının ve denetim komitesinin varlığının, finansal performans üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu ve yönetim kurulu ücret komitesinin varlığının ve yönetim kurulu üye çeşitliliğinin finansal performans üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucu elde edilmiştir.

Doğan ve Topal 2016 yılında yönetim kurulundaki yabancı üye sayısı ile yabancı sahipliğinin firma performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırmada 2002-2012 yılları arasında Borsa İstanbul imalat sanayinde faaliyet gösteren 136 firmanın verileri kullanılmıştır. Araştırma sonucunda Yabancı üye sayısı ve yabancı sahiplik oranı ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür.

Yağlı ve Ünlü 2016 yönetim kurulu yapısının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada BIST100 endeksinde işlem gören 67 finansal olmayan firmanın 2010- 2015 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Araştırmada bağımsız değişken olarak; yönetim kurulundaki kadın üye oranı, bağımsız üye oranı ve yabancı üye oranı, bağımlı değişken olarak Tobin's Q değeri kullanılmıştır. Panel veri analizi sonucunda; bağımsız üye oranı ve yabancı üye oranı ile firma performansı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunurken kadın üye oranı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç elde edilememiştir.

Rashid 2018 yılındaki çalışmasında Dhaka Borsasına kayıtlı finans sektörü dışındaki 135 firmanın, yönetim kurulu bağımsızlığı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmada finansal performans göstergesi olarak Tobin's Q ile aktif karlılık ROA kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, yönetim kurulu bağımsızlığı ile firma performansı arasında negatif, yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişki pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken, ceo ikiliği, ceo' nun cinsiyeti ve firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir.

Sahiplik Yapısı ile Firma Performansı Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Sermaye yapısı veya sahiplik yapısı kavramı ile sermayeyi kontrol eden kişi ve kurumların sermaye içindeki payları anlatılmak istenmektedir. Yani bir firmanın aile işletmesi olup olmadığı, kurumsal yatırımcının bulunup bulunmadığı veya yöneticilerin firma hisselerine sahip olup olmadığı (sahiplik yoğunluğu-firma hisseleri üzerindeki kontrol gücü) anlatılmak istenmektedir (Sayman, 2012:112).

Sahiplik yapısında yoğunlaşma ile şirket hisselerinin çoğunluğunu elinde tutan kişi ve kurumlardan bahsedilmektedir. Hisse yoğunlaşmasına sahip olan ortaklar, diğer ortaklara göre şirket yönetimi ve kontrolünde söz ve etki sahibi olurlar. Bir firmada, yoğunlaşma ne kadar çoksa, firma hâkim ortağının firma yöneticilerinin risk almaması konusundaki baskısı o kadar çok olacaktır. Dolayısı ile azınlık ortaklar ile kontrol gücünü elinde tutan ortaklar arasında temsil probleminin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Literatürde ortaklık yapısı yoğunlaşması ile alakalı olarak en çok kullanılan kriterler; en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı, en büyük üç ortağın sahip olduğu hisse oranı ve en büyük beş ortağın sahip olduğu hisse oranı ile küçük ortakların sahip olduğu hisse oranlarının kümülatif toplamı kullanılmaktadır (Toraman ve Okuyan, 2009: 73).

Halka açıklık oranı da sahiplik yapısı ile ilişkili bir kavramdır. Bir işletmenin halka açıklık oranı ne kadar yüksekse, o işletmenin sermaye yapısındaki yoğunlaşma o kadar azalacaktır. Ancak bazen hisselerdeki hakimiyetin kaybedilmesi düşüncesi, halka açılma sürecinin maliyetli olması, ortaklara kar payı ödenmesi zorunluluğu ve kamuyu aydınlatma zorunluluğu gibi gerekçelerle işletmeler halka açılmayı tercih etmemektedirler (Toraman ve Okuyan, 2009: 74).

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki ile ilgili literatür incelendiğinde gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda değişik sonuçlara ulaşılmıştır. Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki ilk olarak Berle ve Mens'in 1932 yılındaki çalışmalarında kaleme alınmıştır. Bu çalışmada, sahiplik yoğunluğu arttıkça, profesyonel yöneticilerin, yönetimdeki gücünün azalacağı, yani firma performansı ile sahiplik yoğunluğu arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu belirtilmiştir.

Bayrakdaroğlu (2010) yılındaki çalışmasında BİST 100'de faaliyet gösteren 72 şirket için sermaye yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi 2005-2009 yılları arasındaki verileri kullanarak araştırmıştır. Panel veri analizi sonucunda en büyük ortağın, en büyük üç ortağın ve en büyük beş ortağın sermaye payı ile ROA, ROE ve Tobin's Q arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür. Buna karşın Tanrıöven ve Aksoy (2010) BİST'de işlem gören 113 firmada ortaklık yoğunlaşmasının firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda en büyük ortağın payı ile ROA arasında negatif ilişki; ancak Tobin's Q ile pozitif bir ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Fakat en büyük ortağın sahiplik yoğunluğu ile ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Hamadi 2010 yılındaki çalışmasında sahiplik yoğunluğu ve aile şirketlerinin firma performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Araştırmada Belçika’da bulunan 145 banka ve sigorta firmasının 1991- 1996 yılları arasındaki verileri dikkate almıştır. Araştırma sonucunda en büyük hisse payına sahipliğin finansal performans üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı ancak negatif bulunurken, en büyük hisse payına sahip iki ortağın sermaye yoğunluğu ile finansal performans arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Ayrıca, aile sahipliği ile firma performansı arasında da pozitif ve güçlü bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Chen 2012 İskandinav ülkelerinde faaliyette bulunan en büyük 20 şirketin,2008-2010 yıllarına ait verileri ile ortaklık yapıları ve firma performansları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırma neticesinde en büyük hissedarın sermaye oranı ile ROE arasında pozitif ilişki bulunurken, Tobin’s Q arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmüştür. Buna karşın Fauzi ve Locke2012 yılında Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası’nda faaliyet gösteren 79 firmada yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırmada 2007-2011 yıllarına ait verilerinden yararlanılmışlardır. Araştırma sonucunda sermaye payı %20’ nin üzerinde olan sahiplik yoğunlaşması ile ROA ve Tobin’s Q değerleri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Doğan ve Topal 2015 yılındaki çalışmalarında firma sahiplik yapılarının firma performansına etkisini araştırmıştır. Araştırmada BIST imalat sanayinde faaliyet gösteren firmaların 2002-2012 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Araştırmada %1 ve %1’ den büyük sermaye payına sahip ortak sayısı, en büyük ortağın sermaye oranı, en büyük iki ortağın sermaye oranı ve firma halka açıklık oranı gibi bağımsız değişkenler ile sahiplik yapısı, ROA, ROE ve Tobin’s Q değeri ile de firma performansı ölçülmüştür. Araştırma sonucunda firma sahiplik yapısının firmanın karlılığı, finansal başarısızlık ve piyasa değeri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Topaloğlu ve diğerleri 2016 yılında BIST30 endeksinde faaliyet gösteren 18 firmanın 2009–2015 yılları arasındaki verilerini kullanarak, firma sahiplik yapıları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemi ile araştırmışlardır. Araştırmada sahiplik yapısı değişkenlerinin (en büyük ortağın sermaye payı, en büyük iki ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı ve halka açıklık oranının) finansal performansı (ROA, ROE ve Tobin’s Q) etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda en büyük ortağın sermaye payı ve halka açıklık oranı ile ROA arasında negatif, halka açıklık oranı ile ROE arasında negatif, Tobin’ s Q değeri ile en büyük iki ortağın sermaye tutarı arasında negatif ve halka açıklık oranı ile pozitif ilişki bulunmuştur.

Haija 2017 Ürdün’ deki 114 firmanın 2009-2015 yılları arasındaki verilerini kullanarak sahiplik yapısı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Araştırma sonucunda yönetici sahipliği, kamu sahipliği ve aile sahipliği ile finansal performans arasında pozitif,

yabancı sahipliği ile finansal performans arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Kılıç ve Ayrıçay 2018 yılındaki çalışmalarında yönetim kurulu ve sahiplik yapısının finansal performans üzerindeki etkisini; BİST imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 78 firmanın 2003 ve 2014 yılları arasındaki verileri kullanarak araştırmışlardır. Araştırmada sahiplik yapısını ölçmek için en büyük pay sahibinin oranı ile halka açıklık oranını kullanılmıştır. Araştırma sonucunda en büyük pay sahibi ile aktif karlılık ve özsermaye karlılığı arasında anlamlı pozitif yönlü bir ilişki, Tobin' s Q değeri ile anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki, halka açıklık oranı ile aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı arasında negatif yönlü, Tobin' s Q değeri ile pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.



BÖLÜM 1: KURUMSAL YÖNETİM

1.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı

Şirketlerin 90'lı yıllardan bu yana, rekabet güçlerini artırmaya çalışmaları neticesinde kurumsal yönetim kavramı önem kazanmaya başlamıştır. Yaşanan uluslararası finansal krizlerin ve şirket skandallarının sebebi, yetersiz uygulanan kurumsal yönetim politikalarına bağlanmış ve kurumsal yönetim uygulamalarının önemi vurgulanmıştır. Uluslararası finansal şirketler ve gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkelere ve şirketlere yatırım yapacakları zaman kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesine bakar hale gelmişlerdir (SPK,2005:III).

“Kurumsal yönetim” İngilizcedeki “corporate governance” kavramının Türkçe karşılığıdır. Literatürde ve bazı kaynaklarda “kurumsal yönetişim” olarak da geçmektedir. Ancak, Türkiye’de kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemelerin yapıldığı Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu gibi kuruluşların yayınladığı Sermaye Piyasası Kanunu, Bankalar Kanunu ve Ticaret Kanunu gibi kanunlarda kurumsal yönetim kavramının kullandığı görülmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:1).

Kurumsal yönetim kavramını en geniş tanımda iyi bir şirket yönetimi için gerekli olan formel ve informel kuralların tamamı olarak değerlendirmek mümkündür. Daha kısa bir tanım yapmak gerekirse, kurumsal yönetim “iyi şirket yönetimi” olarak tanımlanabilir. İyi şirket yönetimi için üst yönetim ile yönetim kurullarının görev ve sorumluluklarının belirlenmesi ve paydaşları çıkarlarının gözetilmesi yeterli değildir. İyi şirket yönetimi için tüm bunlara ilave değişim yönetimi, stratejik yönetim, toplam kalite yönetimi, insan kaynakları yönetimi gibi yönetim ilke ve tekniklerinin etkin bir şekilde firmada uygulanması gerekir (Aktan, 2013:155).

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)’ne göre kurumsal yönetim, “şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri ihtiva etmektedir. Ayrıca kurumsal yönetim şirketin hedeflerinin ve bu hedeflere ulaştıran araçların ve performansın nasıl izleneceğinin belirlendiği bir yapı da sağlamaktadır” (OECD, 2016:9). Shleifer Ve Vishny kurumsal yönetim kavramını, şirketlerin finansal tedarikçilerinin yatırımlarından kazanç sağlama ve bu kazançları sağlarken kendilerini teminat altına alma yolları olarak tanımlamışlardır (Shleifer & Vishny, 1997:737). TÜSİAD tarafından hazırlanan raporda kurumsal yönetim, en geniş anlamda modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturdukları herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi olarak tanımlanmıştır (TÜSİAD, 2002:9). Kula, kurumsal yönetimi “şirketin fon sağlayıcılarının

yatırımlarının korunmasına yönelik gerçekleştirilen uygulamalardır.” şeklinde ifade etmiştir (Kula, 2006:12). Karpuzoğlu kurumsal yönetimi, bir şirketin piyasa ve marka değerini oluşturmak ve marka değerini artırmak, yatırımların geri dönüş süresini kısaltırken, geri dönüş miktarını artırmayı amaçlayan yönetsel ve finansal birimlerin kurulması ve işletilmesi şeklinde ifade etmiştir (Karpuzoğlu, 2010:44). Ersoy vd. göre, kurumsal yönetim firma sahip ve yöneticileri, müşteriler, borç verenler ve devlet kurumları gibi firma ile ilgili tüm çıkar gruplarını kapsayan, tüm hissedarlara eşit ve adil davranılması, hissedarlar dışında firmayla ilgili diğer tarafların haklarının korunması, sorumluluk, kamuyu aydınlatma, hesap verebilirlik ve şeffaflık gibi kavramlar üzerine oturtulan ve firma ile ilgili tüm tarafların haklarını koruyacak şekilde taraflar arasındaki ilişkileri organize eden bir yönetim anlayışıdır (Ersoy vd., 2011:72).

1.2. Kurumsal Yönetimin Önemi ve Amacı

İngiltere’de 1980’ li yılların sonu ile 1990’ lı yılların başında halka açık şirketlerde (Polly Peck, Maxwell Communications, Coloroll gibi) yaşanan iflaslar neticesinde kurumsal yönetim anlayışı önem kazanmış ve bu konuda pek çok öneriler yayınlanmıştır. Cadbury Raporu, Turnbull Raporu ve Hampel Raporu gibi raporlar yayınlanmış ve bu raporlar sermaye piyasasını düzenleyen kurumlarca benimsenerek önerilerin geçerliliği ve daha etkin kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik araştırmaların yapılmasına olanak sağlamıştır (Doğan, 2007:40).

2000’ li yıllarda Amerika’ da yaşanan Enron, Adelphia ve Worldcom gibi şirket skandalları neticesinde muhasebe kayıtlarında, şirket hissedarlarının ve menfaat sahiplerinin çıkarlarının gözetilecek şekilde düzenlemelerin yapıldığı iddia edilmiştir. Bu yaşanan skandallar neticesinde kilit pozisyonundaki yöneticilerin görev ve sorumluluk alanları ile şirketlerdeki denetim mekanizmalarının yeterli çalışıp çalışmadığı yönündeki şüpheler kurumsal yönetim anlayışına dikkat çekmiştir (Doğan, 2007:40).

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlere yararı olduğu kadar toplumların gelişiminde de yararı bulunmaktadır. Etkili kurumsal yönetim anlayışı ile yönetilen şirketler, düşük sermaye maliyeti, likidite ve finansal olanakların artması ile krizlerin daha kolay atlatılabilir ve sermaye piyasaları tarafından kabul edilebilir olmaları anlamını taşır. Aynı zamanda konuya ülke açısından baktığımızda kurumsal yönetim anlayışına sahip firmaların artışı; ülkenin imajında artış, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi ve hatta yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilmesi, ekonominin ve piyasaların rekabet gücünün artması, kaynakların daha etkin bir biçimde dağıtılması, refah seviyesinin artması ve devamlılığının sağlanması anlamına gelmektedir (SPK, 2005:2).

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlere ve sahiplerine sağlayacağı potansiyel faydalar;

- Şirket performansı ve operasyonel etkinlikte artış,
- Sermaye piyasalarından rahat fon sağlama,
- Sermaye maliyetlerinin düşürülmesi ile varlıklardaki değer artışı,

- Daha fazla itibar ve tanınırlık olarak sınıflandırmak mümkündür.

Kurumsal yönetimin önemi bu noktada ortaya çıkmakta olup, bu faydalar ancak kurumsal yönetimin iyi tasarlanması ve uygulanması ile ortaya çıkmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014:230).

Kurumsal yönetimin önemini kurumsal yönetimin amaçlarıyla tanımlamamız mümkündür. Kurumsal yönetimin uygulanma amaçlarını şu şekilde sıralayabiliriz:

- Şirket tepe yönetimin güç ve yetkilerinin keyfi kullanımının engellenerek, kendilerine menfaat sağlamalarının önüne geçilmesi,
- Yatırımcıların haklarının korunması,
- Şirket pay sahiplerinin eşit ve adil muamele görmelerinin sağlanması,
- Şirketle doğrudan ilişki içinde olan tüm menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvenceye alınması,
- Şirketin faaliyetleri ve finansal durumuyla alakalı kamuoyunun zamanında ve eksiksiz olarak bilgilendirilmesice şeffaflığın sağlanması,
- Yönetim kurulunun yetki ve sorumluluklarının açık ve net olarak belirlenmesi,
- Şirket tepe yönetiminin almış olduğu karar ve eylemler için hissedarlara ve tüm paydaşlara hesap verme yükümlülüğünün sağlanması,
- Vekalet maliyetlerinin azaltılmaya çalışılması,
- Şirket gelirlerinin hissedarlara ve diğer menfaat sahiplerine hakları oranında paylaşımının sağlanması,
- Azınlık hisselerinin, büyük hissedarlar tarafından ele geçirilmesinin önlenmesi,
- Uzun vadeli kurumsal yatırımcılar için güvenin sağlanması ve sermaye maliyetlerinin düşürülmesi, hisse senedi ihracı ile finansman kaynaklarına erişim olanaklarının artırılması,
- Şirketi yöneten profesyoneller ile risk alan sermayedarların çıkar çatışmalarının kurallara bağlanarak kontrolünün sağlanmaya çalışılması (Aktan,2013:160-161).

1.3. Kurumsal Yönetimi Açıklayan Ana Teoriler

Kurumsal yönetim kavramının gelişim sürecini etkileyen teorilere bakıldığında; sosyoloji, psikoloji, ekonomi, muhasebe, finans, hukuk, yönetim ve organizasyon gibi farklı alanlardan etkilendiği görülmektedir. Tüm bu teoriler kurumsal yönetimin gelişimine katkı sağlamasına rağmen hiçbir teori tek başına kurumsal yönetimi açıklayamamaktadır. Bu sebeple genel bir kurumsal yönetim teorisi geliştirilememiştir. Bunun sebebi olarak şirketlerin hem ekonomik hem de sosyal rolleri içeren karmaşık bir yapıda olmaları gösterilmektedir. Dolayısıyla, kurumsal yönetim anlayışında ekonomik etmenlerin yanı sıra sosyal bilimlere ilişkin yaklaşımlarında ele alınması gerekmektedir. Ayrıca dünyada uygulanan yönetim sistem ve süreçlerinin birbirinden farklı olması da bu karmaşıklığa neden olmaktadır. Ülkelerin, ekonomik ve siyasi yapıları, finansman kaynakları, tarihi geçmişleri ve kültürel yapılarına göre her ülkenin kurumsal yönetim biçimleri oluşmaktadır (Clarke, 2004; akt. Alp ve Kılıç, 2014: 38-39).

Literatürde kurumsal yönetim kavramını en çok etkileyen başlıca teoriler; Vekâlet Teorisi (Agency Theory),Temsil Teorisi (Stewardship Theory), Yönetmel Egemenlik Teorisi (Managerial Hegemony Theory), Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory), Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory), İşlem Maliyeti Teorisi (Transaction Cost Theory) ve Miyop Piyasa Teorisi (Myopic Market Theory) olmak üzere yedi gruba ayrılmıştır.

1.3.1. Vekalet Teorisi

Vekalet teorisinin temeli ilk olarak Berle ve Means' in 1932 yılında çıkardıkları modern şirketler ve özel mülkiyetler (The Modern Corporation And Private Property) adlı kitabına dayanmaktadır. Berle ve Means (1932) modern işletmelerde sahiplik ve yönetim fonksiyonlarının birbirlerinden ayrılması dolayısı ile firma performanslarının düştüğünü ve bu ayrılık nedeniyle de vekalet maliyetlerinin oluştuğuna dikkat çekmektedirler. Daha sonra bu teori Jensen ve Meckling (1976) ve Fama ve Jensen (1983) tarafından ele alınmıştır. Jensen ve Meckling (1976) konuyu vekalet ilişkisi olarak ele almış ve vekalet ilişkisini, bir veya daha fazla şahsın, kendi adına bazı hizmetlerde bulunmaları için karar verme yetkisini başka bir şahsa vekile devretmesini gerektiren bir sözleşme olarak tanımlamıştır (Jensen ve Meckling, 1976:308).

Vekalet teorisine göre; yöneticiler vekil, firma sahipleri asıl kişilerdir. Firma sahiplerinin, yöneticilerden yani vekillerden beklentileri ortakların zenginliklerini maksimum yapacak davranışlarda bulunmalarıdır. Buna karşılık yöneticilerinde birtakım beklentileri oluşacaktır. Zaman içerisinde firmada bu karşılıklı beklentiler çıkar çatışmalarına neden olacaktır. Finans literatürü firma sahipleri ve yöneticileri arasında çıkan bu çıkar çatışmalarını vekalet problemi olarak tanımlamaktadır (Aygün ve İç, 2010:194).

Fama ve Jensen (1983)'e göre vekalet problemi, sözleşmelerin maliyetsiz bir şekilde yazılamamasından ve uygulamaya konulamamasından ortaya çıkmıştır. Maliyetsiz bir sözleşmenin oluşturulabilmesi için gelecekte oluşabilecek tüm çıkar çatışmalarını tahmin etmek ve bunlara yönelik alınacak önlemleri sözleşmeye dahil etmek gerekir. Ancak gelecekte oluşabilecek her türlü ihtimali önceden tahmin etmek imkansız olduğu için böyle bir sözleşme yapmak mümkün değildir (Fama ve Jensen, 1983:307). Jensen ve Meckling (1976) temsil maliyetini vekilin eylemlerini denetleme ve gözetim altında tutma harcamaları, vekilin eylemlerinin asile zarar vermesini önleyecek bağlayıcı harcamalar ile asilin kendi işlerini tek başına yürütmesi ve kararlarını vermesi durumunda oluşacak sonuç ile işlerin vekil tarafından yürütülmesi ve karara bağlanması durumunda ortaya çıkacak sonuç ile arasındaki atık kayıp olarak tanımlanan maddi farklar olarak tanımlamıştır(Jensen ve Meckling, 1976:308).

Vekalet teorisi; sahiplik ve yönetim ayrımı sonucu oluşacak üç sorun neticesinde yönetimde başarısızlığa ve nihayetinde de firma değerinde düşüşe yol açacağını öne sürmektedir. Bu sorunlardan birincisi çaba problemidir. Burada önemli olan yöneticilerin firma sahiplerinin varlıklarını artıracak yönde gerekli çabayı sarf edip etmedikleri ile ilgilidir. İkinci problem ise varlıkların kullanımıyla alakalıdır. Yöneticiler daha fazla maaş talebinde, gereksiz

harcamalar, şirket varlıklarını ilişkili oldukları başka şirketlere daha düşük bir bedelle transfer edebilirler. Üçüncü problem ise risk tercihleridir. Yöneticiler her zaman hissedarların lehine hareket edemez ve farklı çıkar ve risk tercihlerine sahip olabilirler. Örneğin, yöneticiler daha fazla prim ve statü kazanabilecekleri kısa süreli ve riskli projeleri tercih ederken, şirket sahipleri uzun vadeli ve düşük riskli projeleri tercih edeceklerdir (Hamid, 2011).

Vekalet teorisi yalnız hissedarların çıkarlarını korumayı öngördüğünden eleştirilmektedir. Çünkü şirketle ilişkisi olan ve şirkete yatırım yapan yalnızca hissedarlar değildir. Şirketin uzun süre başarılı olması çalışanların, tedarikçilerin, dağıtıcıların, müşterilerin ve kreditorlerin ortak katkıları neticesinde oluşmaktadır. Şirketin yönetim şekli ve finansal performansı bu gruplarla olan ilişkisinden ciddi bir şekilde etkilenmektedir. Dolayısıyla, kurumsal yönetimin, şirketi etkileyen veya şirketten etkilenen tüm birimleri dikkate alması gerekir (Maher ve Anderson, 1999:8).

1.3.2. Temsil (Hizmetkarlık) Teorisi

Temsil teorisi, vekalet teorisinin iddia ettiği çıkar çatışmasının aksine, vekil olan yöneticiler ile bu yetkileri veren firma sahipleri arasında amaç birliğinin olduğunu vurgular. Yöneticiler firmalarına bağlı olup, yüksek performans göstermek isterler. İşlerini en iyi şekilde yapmak ve mükemmel bir performans göstermek, yöneticilerin en önemli motivasyon kaynaklarıdır. Yöneticiler başarılı olup, zorlu işleri başarıyla tamamlayıp, önemli yetki ve sorumlulukları üstlenip, şirket sahiplerinin ve çalışma arkadaşlarının takdirini kazanmak isterler. Dolayısıyla, parasal ödüllerin dışında yöneticileri motive eden unsurlar mevcuttur (Hamid, 2011).

Danoldson ve Davis (1991) çalışmalarında, temsil teorisine göre; yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişi olması gerektiğini belirtir. İcra kurulu başkanı ile yönetim kurulu başkanı tek bir kişi olduğunda, güç ve yetki tek bir kişide yoğunlaşmış olacak, yönetici böylelikle kendi çıkarlarından ziyade şirketin çıkarlarını gözetecektir. Aynı zamanda, hiçbir konuda yetki ve sorumluluğun kime ait olduğu hakkında bir şüphe kalmayacaktır. Şirket, yönetim birliği ile güçlü komuta ve kontrolün avantajlarından faydalanacaktır. Vekalet teorisine göre icra kurulu başkanı ile yönetim kurulu başkanı tek bir kişi olması sonucunda başkanın kontrolü ve gözetiminin daha zor olacağı ve bu durumun firmanın performansını olumsuz olarak etkileyeceğini öne sürmektedir (Danoldson ve Davis, 1991:52).

Davis ve diğerleri (1997) temsil teorisini vekalet teorisinden ayıran psikolojik ve durumsal faktörlerin olduğunu öne sürmüştür. Psikolojik faktörleri; kişisel gelişim fırsatları ile elde edilen içsel motivasyon, kurumla amaç birliği yapıp, kurumun amaçlarına ulaşması için elinden gelen her şeyin en iyisini yapmaya çalışma yani “kimliklendirme” ve sonuncusu asil ile temsilci arasındaki ilişki yani güç kullanımıdır. Durumsal faktörler ise; kurumun benimsediği yönetim felsefesi ve kültürdür (Davis vd., 1997:27-28).

Temsil teorisi, psikoloji ve sosyoloji temelli araştırmacılar için, öncelikle sahiplerinin menfaatlerine uygun olarak hareket etmek için motive olan yöneticilerin durumunu açıklayıcı biçimde ele alan bir yaklaşımdır. Bu teori, organizasyonu üstte tutan, kolektivist davranışları, bireysellikten ve kendine hizmet eden davranışlarından üstün gören, hizmetkâr insan modelini baz almaktadır. Bu teoriye göre, hizmetkârın davranışları, örgütün çıkarlarından ayrılmayacak ve kendine hizmet davranışları ve organizasyona hizmet davranışları arasında seçim yapılması istendiğinde organizasyon çıkarlarıyla ters düşmeyecektir (Akın, 2004: 133).

Temsil teorisi mülkiyet ve yönetim ayrımı sonucunda oluşacak olan bazı olumsuzlukları göz ardı etmektedir. Her ne kadar temsilci kendini kuruma karşı bağlı hissetse de zaman zaman risk alma noktasında hissedarlar ile yöneticiler arasında farklılıklar oluşacaktır. Bazı araştırmacılar yöneticilerin hissedar menfaatlerine hizmet ederek, kendi menfaatlerini maksimumda tutacakları teorisine karşı çıkarak, yönetici ve hissedarların fayda fonksiyonlarının kimi zaman örtüşmeyip ayrı düşeceğini savunmaktadırlar (Doğan, 2018:89).

1.3.3. Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Bu teorinin temelleri Pfeffer ve Salancik'in (1978) kaynak bağımlılığı üzerine yaptıkları çalışmaya dayanmaktadır. Kaynak bağımlılığı teorisi, şirket ile çevresi arasındaki ilişkileri güçlülük – bağımlılık ekseninde inceler. Şirketler varlıklarını sürdürebilmek için sermaye, hammadde, emek, bilgi ve teknoloji gibi pek çok kaynağa ihtiyaçları olduğundan; bu kaynakları kontrol edenlerle ilişki içersindedirler. Şirketin hangi kaynağa ne ölçüde bağımlı olduğunu; söz konusu kaynağın, şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi için ne derece gerekli olduğu, ikame edilip edilememesi ve kaynağı tedarik edenlerin sayısı belirlemektedir (Özsoy, 2011:38).

Şirketlerin hayatta kalması ve iyi performans gösterebilmeleri için bağımlı oldukları kaynakları elde etmeleri gerekmektedir. Bu kaynakların temin edilmesini sağlayan ve bu kaynaklarla olan ilişkileri geliştiren mekanizmalar yönetim kurullarıdır. Dolayısı ile yönetim kurullarının nasıl ve kimlerden oluştuğu, ihtiyaç duyulan kaynaklarla olan ilişkilerin düzenlenmesi ve sürekliliğinin sağlanmasında önem arz etmektedir (Hamid, 2011).

Kaynak bağımlılığı teorisinde, yönetim kurullarının iki önemli görevi üzerinde durulmaktadır. Bunlar yöneticilerin pay sahipleri adına izlenmesi ve kaynakların sağlanmasıdır. Yönetim kurullarının izleme görevi, yöneticilerin, pay sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda, yaptıkları faaliyetlerin incelenmesi, değerlendirilmesi ve düzenlenmesi olarak tanımlanmıştır. Kaynakların sağlanmasında, yönetim kurullarının görevi, kaynaklardaki belirsizliği gidermek ve işlem maliyetlerini azaltarak şirket faaliyetlerinin devamlılığını sağlamaktır (Hillman ve Dalziel, 2003).

Kaynak bağımlılığı teorisi yönetim kurullarının dışa bağımlılığı ve çevresel ilişkilerinden oluşan işlem maliyetlerini yönetmeyi hedefler. Bu noktada yönetim kurulu üyeleri büyük önem arz etmektedir, çünkü işletmenin devamlılığını sağlamak için çevresel faktörlere

ihtiyacı vardır ve dış kaynaklara bağımlıdır. Yönetim kurulu üyelerinin uzmanlıkları ve birikimleri bu dış kaynaklara ulaşımında önemli bir etkidir. Çünkü bu dış kaynaklar piyasada çeşitli ve farklı şekillerde bulunmaktadır (Karslıoğlu, 2014:8).

Vekalet teorisi bağımsız üyelerin yönetimin kontrolünün sağlanması için var olmaları gerektiğini savunurken, kaynak bağımlılığı teorisi ise bağımsız üyelerin firmanın ihtiyaç duyduğu dış kaynakları firmaya taşıyabilmesi özelliği nedeniyle var olmaları gerektiğini savunur. Sonuç olarak yönetim kurulunda bağımsız üyelerin olması dış kaynaklara erişimi kolaylaştıracağından firma performansını olumlu olarak etki edeceği savunulmaktadır (Kalaycıoğlu, 2011: 69).

1.3.4. Yönetim Hegemonyası Teorisi

Yönetim hegemonyası teorisi, şirketlerin hissedarları tarafından yönetim kuruluna devredilen yönetim yetkisinin, gerçekte üst düzey yöneticiler tarafından gerçekleştirildiğini savunmaktadır. Yönetim yetkisi, üst düzey yöneticilerin yetkisinde olunca, yönetim kurulunun, işlerin yürütülmesinde ve kontrolündeki etkinliği ortadan kalkmaktadır. Üst yönetici (CEO) yönetim kurulunda üye veya başkan olarak görev aldığı durumda, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde, ücretlerin ve ikramiyelerin belirlenmesinde, yönetim kurulunca alınan kararlarda etkili olmakta ve yönetim kurulu üzerinde etkinliğini kurması olası hale gelmektedir. Her açıdan üst yöneticilere bağlı olan yönetim kurulları hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri zorlaşmaktadır. Sonuç olarak, yönetim kurulu üst yönetimin aldığı kararları onaylayan ve gerçekleştiren bir kuruma dönüşmüş olur (Çakalı, 2008:23-24).

Yönetim hegemonyası teorisi, hissedarların çıkarlarını korumakla görevli olan yönetim kurullarının, gerçekte yöneticilerin egemenliği altına girdiklerinden, şirketin yönetiminde sınırlı etkiye sahip olduğunu ve bu sebeple görevlerini tam olarak yerine getiremediklerini öne sürmektedir. Bu durum, yönetim kurullarının kontrol yetkilerinin ortadan kalkmasına neden olmaktadır. Bu sorunun da, yönetim kurullarına dışarıdan bağımsız üyelerinin atanması ve bazı faaliyetlerin onay yetkilerinin bu üyelere verilmesi ile çözülebileceği öne sürülmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:45).

Yönetsel egemenlik teorisi CEO' ların neredeyse yönetim kurulu üyelerini bile belirlediği durumu anlatmaktadır. Bu durumda genel müdürler yönetim kurulu üyelerinin neleri yapıp neleri yapamayacaklarına karar verir ve bağımsız olarak karar alması beklenen yönetim kurulu üyeleri genel müdüre bağımlı hale gelirler. 1960' larda ABD firmalarında yaygın olan bu durum, 1990' larda piyasalarda yaşanan sıkıntı ve kurumsal yatırımcılarla birlikte bağımsız yönetim kurulları ortaya çıkmaya başlamıştır. Yönetimsel egemenlik teorisi, karar alma ve bunları uygulatma noktasında zayıf ve pasif yönetim kurullarına dikkat çekmekte ve yönetimdeki güçsüzlüklere vurgu yapmaktadır (Topçu, 2007: 24).

1.3.5. Paydaş Teorisi

Paydaşlar, bir örgütün hedeflerine ulaşmasını etkileyebilecek veya bundan etkilenebilecek olan tüm grup ve kişilerdir. Bu anlamda, devlet kurumları, ticaret dernekleri, rakipler,

sendikalar ve çalışanları, müşteriler, tedarikçiler, kreditorler ve pay sahiplerinin hepsi bir şirketin paydaşlarını oluşturmaktadır (Freeman ve Reed, 1983:91). Paydaş teorisine göre; firma yöneticilerinin, sadece firma sahiplerinin değil, şirket ile alakalı tüm paydaşların refahını artıracak şekilde firma yönetimini oluşturmaları gerekmektedir. Firma hedefleri belirlenirken, dar bakış açısından kurutulup, kurumsal yönetim anlayışı ile tüm paydaşların çıkarlarının gözetileceği ve firma başarısının uzun bir dönem sürmesini sağlayacak şekilde hedeflerin belirlenmesi sağlanmalıdır (Alp ve Kılıç, 2014:42). Başlıca paydaşlar;

Şekil 1: Organizasyonda Başlıca Paydaşlar (Menfaat Sahipleri)



Kaynak:Aktan, 2013: 153

Paydaş teorisi, şirketlerin uzun vadeli karlılığını sağlamak için paydaşlar arasındaki aktif işbirliğini teşvik ederken, aynı zamanda çok sayıdaki paydaş çıkarları arasındaki dengenin sağlanmasının çok zor olması nedeniyle de eleştirilmektedir (Maher ve Andersson, 1999:9). Birbirlerine rakip olan paydaşların çıkarlarının nasıl önceliklendirileceği hakkında üst yönetime ve yönetim kuruluna yardımcı olacak bir rehberin bulunmadığı gibi, şirketlerin sosyal yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde ne gibi yaptırımların uygulanacağı da belli değildir.

Paydaş teorisine yapılan bu eleştiri doğrultusunda “Yeni Paydaş Teorisi” geliştirilmiştir. Yeni teoriye göre paydaşlar spesifik olarak şirketin varlıklarına katkıda bulunan aktörler olarak tanımlanmaktadır. Yeni paydaş modeline göre en iyi şirketler kendilerine bağlı müşteriler, tedarikçiler ve çalışanlardan oluşmaktadır. Bu nedenle bu yeni yaklaşım hissedar teorisinin bir uzantısı halini almıştır (Maher ve Andersson, 1999:9).

Rodriguez vd. (2002) paydaşları üç gruba ayırmıştır. Bu gruplar; sözleşmeli paydaşlar, eşdüzeyli paydaşlar ve bağlamsal paydaşlardır. Sözleşmeli paydaşları, bir sözleşme neticesinde oluşan paydaşlık grubu olup, finans kurumları, taşeronlar, tedarikçiler ve müşterilerdir. Eşdüzeyli paydaşlar, firmanın varlığı için elzem olan pay sahipleri, stratejik

ortaklar ve çalışanlar ile yatırımcılardır. Bağlamsal paydaşlık grubu şirketin faaliyette bulunduğu sosyal ve doğal çevrenin temsilcilerini içermekte olan kamu yönetimi, yerel otoriteler, toplumlar ve ülkelerdir.

1.3.6. İşlem Maliyeti Ekonomisi Teorisi

İşlem maliyet teorisi basitçe bir işletmenin çeşitli sebeplerle farklı kaynaklardan temin ettiği ürünler ve hizmetler için ödediği işlem maliyetleri üzerine kurulu teoridir. Williamson'ın (1979) yılında yaptığı çalışmasında eğer işlem maliyetleri ihmal edilebilir ise bu durumda ekonomik etkinliğin geçersiz olacağını belirtmiştir. Bunun nedeni olarak maliyetsiz sözleşme yapabiliyor olmanın, sağlanan avantajı yok etmesi gösterilmiştir. Williamson, ekonomi alanındaki çalışmalarda işlem maliyetlerinin merkezi bir öneminin olduğunu ve işlemlerin nitelendirilmesinde ve en kritik yönlerin belirlenmesinde önemli rol oynadığını ifade etmiştir. Diğer yandan işlemlerin fark yaratacak şekilde kurumlar ile nasıl eşleştirileceğinin gerçekleşmesini sağlamaktadır. Başka bir ifade ile işlem maliyeti ekonomisi örgütü bir dizi işlem ilişkisi olarak görmektedir.

Piyasa, örgütlerin alıcı ve satıcı kimlikleriyle karşılaştıkları yerdir. Fiyat, piyasada gerçekleşen işlemlerde arz ve talebin başlıca belirleyicisidir. Taraflar açısından uzlaşılabilir bir fiyat oluştuğunda işlem yapılacak ve alıcı ile satıcı arasındaki ilişki sona erecektir. Şirketler, tedarikçilerle, işgücüyle ve müşterilerle işlem yapar. Bu işlemlerin bir kısmı örgütün dışında meydana gelirken, diğer bir bölümü şirket içerisinde gerçekleşebilir. Örgüt teorilerinin bir kısmı içyapıyı, diğer bir kısmı da dış yapıyı dikkate alır. Ne var ki her iki seviyede gerçekleşen işlem ilişkisi örgütsel analiz açısından önemlidir (Özsoy, 2011, s.22).

İşlem maliyeti teorisinin temelini rasyonellik ve etkinlik anlayışı oluşturmaktadır. Williamson bu teorisinin stratejik yönetim gibi karmaşık ve disiplinler arası bir alanda kullanılabileceğini belirtmektedir. Çünkü ekonomi iyi bir strateji kaynağıdır ve bu teorisinin ana fikri budur. İşletmeler arası ilişkilerde bu teori farklı bakış açıları getirmiştir (Koçel, 2003:59).

İşlem maliyeti literatürüne göre önemli olan üç maliyet çeşidi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, sözleşmeye dayalı ilişki sürecinde ortaya çıkabilecek tüm farklı olayları düşünmek ve onlarla nasıl başa çıkılacağını planlama maliyeti. İkincisi, bu planlar hakkında başkalarıyla görüşme masrafı. Üçüncüsü, anlaşmazlık durumunda, planları bir üçüncü taraf tarafından uygulanacak şekilde yazmanın maliyetidir (Hart, 1995:680). Jensen ve Meckling (1976) çıkar çatışmalarını ve vekalet maliyetini azaltmanın yöneticilere verilecek çeşitli teşviklerle ve hata yapmalarını önleyecek denetimlerle mümkün olabileceğini belirtmişlerdir.

1.3.7. Miyop Piyasa Teorisi

Miyop piyasa teorisine göre, piyasanın kısa vadeli kazanç elde etme isteği, kurumsal yönetimin başarısız olmasına neden olmaktadır (Keasey vd., 2007). Piyasa sistemi uzun süreli yatırımları düşük değerlemeye eğilimli olduğundan, hisse sahiplerinin refahının en üst seviyede tutulmaya çalışılması ile hisse fiyatlarının piyasada en üst seviyede tutulmaya

çalışılması aynı şey değildir. Hisse sahiplerinin refahı uzun süreli yatırımcılarla maksimize edilir. Fakat miyop bakış açısı yöneticileri kısa sürede sonuç elde edecekleri kararlar almaya yönlendirdiğinden, hisse fiyatlarının şişmesine neden olmaktadır. Aksi halde şirket ele geçirilme riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Miyop piyasa, bankacılık finansmanının yoğun olduğu Japonya ve Almanya ülkelere kıyasla, ABD ve İngiltere gibi Anglo-Sakson sistemlerde daha çok görülmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:45).

Yöneticiler, performansları kısa vadeye bakılarak değerlendirildiğinden, bu vade içerisinde oldukça rekabetçi olan işgücü piyasasında var olabilmek için yüksek getiri sağlayan veya kısa sürede sonuç alabilecekleri projelere yatırım yapmaktadırlar. Piyasa şirket analizlerini bu projelere göre gerçekleştirdiğinden, kısa vadeli yüksek getirili projeler nedeniyle şirket hisse fiyatları artış göstermektedir. Oysaki uzun vadeli refah artışından ödün verilmiş olmaktadır. Kurumsal yönetimdeki sorunlarını, bu şekilde uzun vadedense kısa vadeli getirilere yönelme isteği oluşturmaktadır. Bu teori savunucuları, soruna çözüm olarak hissedar ve yöneticilerin aynı vade yapısında uzlaşacakları bir ortamın oluşturulması gerektiğini savunmaktadırlar. Onlara göre, şirket hissedarlarının ve yöneticilerinin analaşarak yatırımcıların uzun vadeli pozisyon almalarını sağlamak büyük önem taşımaktadır. Fakat bu durumda, uzun vade ile şirkete bağlanan yatırımcının şirketten çıkışı maliyetli olacağından, kötü kurumsal yönetim uygulamaları sonucunda yatırımcının savunmasız kalması muhtemel olabilecektir (Keasy vd., 1997; akt. Alp ve Kılıç, 2014: 45).

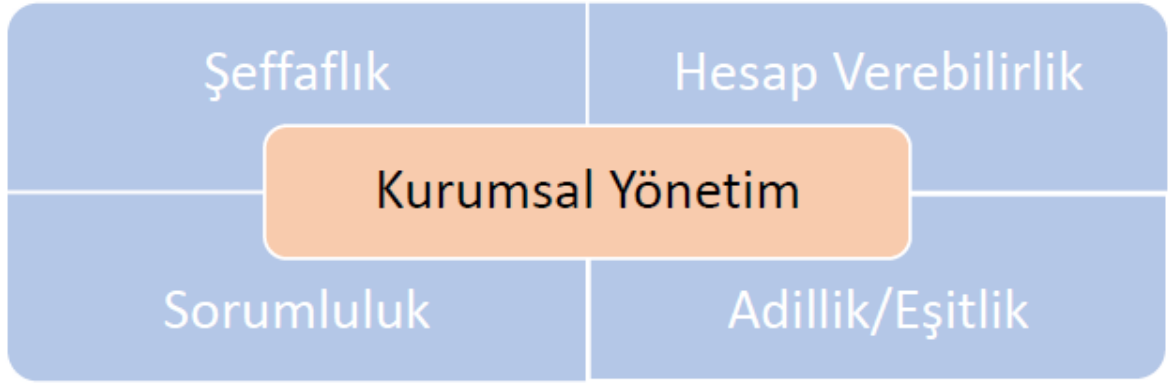
1.4. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri

Kurumsal yönetim ilkeleri, işletmelerin üst düzey yönetiminin, işletme faaliyetlerine ilişkin karar verirken nelere dikkat etmeleri, bunları nasıl ve hangi mekanizmalar içerisinde ele almaları, kararları nasıl, ne zaman ve kimlere açıklamaları ile ilgili kurallar toplamıdır (Koçel,2003:468). Kurumsal yönetim ilkeleri; her ülkenin kurumsal yönetim ile ilgili yasal, kurumsal ve düzenleyici çerçevenin değerlendirilmesi ve geliştirilmesi için OECD'ye üye olan veya olmayan tüm hükümetlere katkı sağlamayı amaçlamaktadır. Aynı zamanda borsalar, şirketler, yatırımcılar gibi kurumsal yönetimin iyi yönde gelişmesine katkı sağlayacak kuruluşlar için kılavuzluk edip tavsiyelerde bulunmayı hedeflemektedir (Tüsiad, 2000:15).

Kurumsal yönetimini en iyi şekilde temsil eden bir modeli yoktur. Üye ülkelerde ve OECD içinde yapılan araştırmalar iyi kurumsal yönetimi temsil eden bazı ortak öğelerin olduğunu ortaya koymuştur. Bu ortak öğeler neticesinde oluşturulan ilkeler mevcut değişik modelleri içerecek şekilde dizayn edilmiştir. Bu ilkeler bağlayıcı özellikte değildir ve ulusal yasama sistemine ayrıntılı reçeteler sunmayı hedeflememektedir (Tüsiad, 2000:17).

Kurumsal yönetim uygulamaları, ülkelerin hukuksal yapılarına, şirketlerin özelliklerine göre farklılıklar gösterse de, temelde dört ilke üzerine yoğunlaşmıştır. Bu ilkeler; eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluktur.

Şekil 2: Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri



Kaynak: OECD

1.4.1. Adillik veya Eşitlik İlkesi

Eşitlik ilkesinde, tüm pay sahiplerine adil ve eşit davranılması amaçlanmaktadır. SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkelerinde eşitlik ilkesi “şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranması ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi” olarak ifade edilmiştir (SPK, 2005:3).

Eşitlik ilkesi gereğince, şirket yöneticileri alınacak kararlarda tüm paydaşlara eşit uzaklıkta olmalı, şirketin varlığını sürdürebilmesi için tüm çıkar sahiplerinin haklarının eşit oranda gözetilmesi gereklidir. Şirket içi görev ve sorumlulukların dağılımı belirlenirken, adil davranma ilkesi dikkate alındığında temsil maliyetleri minimum seviyeye inecek ve çıkar çatışmaları azalacaktır (Doğan, 2007: 50-51).

Kurumsal yönetim bakımından eşitlik ve adillik ilkesinin dört önemli ögeyi içermesi gerekmektedir. İlk olarak şirket, mümkün olduğunca ve konumları gereğince tüm paydaşlarına eşit ve adil davranmalı, aralarında ayrımcılık yapmamalıdır. Kurumsal yönetimde, ortakların çıkarlarının korunması gerektiği gibi hak ve menfaatlerinin de dengeli bir biçimde gözetilmesi esastır. Örneğin, bir konuda ortakların çıkarları ile toplumun çıkarları çatışıyorsa, bu iki paydaş grubunun menfaatini sağlayacak ortak bir nokta bulunmaya çalışılmalıdır.

İkinci olarak; şirket aynı paydaş sınıfı içerisinde yer alan tüm kişi ve kurumlara eşit şekilde davranmalıdır. Örneğin, aynı tipteki hissedarlar arasında, küçük- büyük, yerli-yabancı ve azınlık-çoğunluk olarak ayırım yapılmaksızın aynı oy hakkına sahip olmalıdır. Bilgi alma haklarını aynı derecede kullanabilmelidirler. Müşteriler açısından bakıldığında da, yine şirket, tüm müşterilerine eşit şekilde davranmalı, bazı müşterilerine fiyat ve ücret ayrıcalıkları ile çeşitli avantajlar sağlamamalıdır.

Üçüncü olarak; şirket içinden bilgi sahibi olanların bu bilgiyle ticaret yapmalarına izin verilmemelidir. Örneğin, yöneticilerin, içeriden sahip oldukları bilgiler doğrultusunda hisse senedi ticareti yapmaları ve şirket ile ticaret ilişkisine girmeleri önlenmelidir.

Son olarak, üst düzey yöneticilerinin ve yönetim kurulu üyelerinin, şirketle ilgili bir olayda çıkar çatışmalarının muhtemel olması durumunu önceden yönetim kuruluna bilgi vermekle yükümlüdürler. Yöneticiler, kendilerinin ve yakınlarının çıkarlarını ilgilendiren durumlarda yönetim kurulunu önceden bilgilendirmeli ve bu üyelerin karar sürecine dahil edilmemelidirler (Alp ve Kılıç, 2014:60-61).

1.4.2. Şeffaflık İlkesi

Şeffaflık ilkesinde, şirket faaliyetleri ile ilgili tüm bilgilerin, şirket pay sahipleri ile muhtemel yatırımcıların bilgilerinin kamuoyu ile paylaşılması istenmektedir. SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkelerinde şeffaflık ilkesi “ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımı” olarak tanımlanmıştır (SPK, 2005:3).

Bilişim teknolojilerindeki gelişmeler sayesinde, şirket bilgileri kolaylıkla raporlanıp güncellenebilmekte ve ilgililerin bu bilgilere zamanında ve kolayca ulaşabilmeleri sağlanmaktadır. Şeffaflık ilkesi gereğince şirketlerin, tüm bilgilerini kamuoyuna açmaları zorunlu değildir. Zaman zaman şirketler rekabet güçleri korumak amacı ile bazı bilgilerini rakiplerinden saklamak isteyebilirler. Şeffaflık ile ticari sırların korunması arasındaki denge iyi sağlanmalıdır. Aynı zamanda şirketlerin, paylaşımları gereken bilgileri ticari sır olarak nitelendirip paylaşmaktan kaçınmalarının da önüne geçilmelidir (Doğan, 2007:51).

Kurumsal yönetim, mali durum, performans, sahiplik ve şirketlerin idaresi dahil, şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını güvence altına almalıdır (Tüsiad, 2000:41).

1.4.3. Hesap Verebilirlik İlkesi

Hesap verebilirlik ilkesi, hissedarların ve tüm çıkar sahiplerinin, şirket yönetiminin aldığı tüm kararlar ile gerçekleştirdikleri tüm faaliyetlerin sonuçlarının sorgulanmasıdır. SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkelerinde hesap verebilirlik ilkesi “yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğu” olarak tanımlanmıştır (SPK, 2005:3).

Hesap verebilirlik ilkesinin etkin bir şekilde işlemesi için, şirkette her düzeydeki yetki, görev ve sorumlulukların açık ve net bir şekilde tanımlanması, güçlü ve etkin bir iç kontrol ve denetim yapısı ile bağımsız denetim yapısının oluşturulması gerekmektedir. Hesap verenlerin, kullandıkları yetkilerin, aldıkları kararların, gerçekleştirdikleri faaliyetlerin, mevzuata, etik kurallara ve işin gereğine uygun olarak gerçekleştiğini ispatlamaları gerekmektedir.

Hesap verebilirlik ilkesinin uygulanmadığı şirketlerde, yöneticilerin menfaat sahiplerinin çıkarlarını gözetmeleri beklenemeyeceği gibi, finansal tablo ve faaliyet raporlarının gerçek bilgileri içermesi de beklenemez (Doğan, 2007:54).

1.4.4. Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk; “şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini” ifade etmektedir (SPK, 2005:3). Sorumluluk ilkesi, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken toplumsal değerleri yansıtan kanun ve düzenlemelere uyum gösterecek şekilde faaliyet göstermesini ifade etmektedir (TKYD ve Deloitte, 2006). Bu özelliği ile söz konusu ilke, kurumsal sosyal sorumluluk olarak da anılmakta olup, şirketlerin faaliyetlerini gerçekleştirirken topluma karşı duyarlı ve saygılı olmaları gerektiği vurgulanmaktadır. Bir ülkede topluma karşı sorumluluklarını yerine getiren firmaların artışı ile o ülkenin ekonomik ve sosyal refah düzeyinin artışı sağlanacaktır.

1.5. Dünyada Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Bir ülkenin kurumsal yönetim uygulamalarını, ülkenin içinde bulunduğu mevcut koşullar, sermaye piyasasının gelişmişlik derecesi ve şirket uygulamaları belirlemektedir. Ülkenin içinde bulunduğu durumu; ekonomik koşulları, finansal ortamı, bankacılık sistemi, rekabetin yoğunluğu, yasal sınırlar ve mülkiyet haklarının gelişmişliği gibi faktörler belirlemektedir. Sermaye piyasasının durumunu; piyasanın alt yapısı, piyasaya ait düzenlemeler, piyasanın likidite yapısı, kurumsal yatırımcıların varlığı, muhasebe standartları ile uluslararası standartların uygulanma düzeyi ile oluşmaktadır. Şirket uygulamaları ise; yönetim kullarının uygulamaları, bağımsızlığı ve sağlanan menfaatler, pay sahiplerinin eşitliği, finansal olan ve olmayan bilgilerin kamuoyuna bildirilmesi, ortaklık yapısı, halka açıklık oranı ve şirketin sosyal sorumluluk düzeyi ile oluşmaktadır (SPK, 2005:2).

Kurumsal yönetim modellerini çıkarları gözetilen paydaşlara göre sınıflandırdığımızda; hissedarların çıkarlarına yönelik olan “Anglo-Sakson modeli” ile hissedarlar dahil tüm paydaşların çıkarlarını dikkate alan “Kıta Avrupası modeli” karşımıza çıkmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014:63).

1.5.1. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Modeli

Amerika, İngiltere, Kanada ve Avustralya gibi ülkelerde uygulanan ve hissedarların çıkarlarının korunmasını amaçlayan, literatürde “hissedar yaklaşımı” modeli olarak adlandırılan kurumsal yönetim modeline Anglo-Sakson modeli denmektedir (Şehirli, 1999:2).

Anglo-Sakson ülkelerinin en temel özelliği ortak hukuk geleneğinin (common law) uygulanmasıdır. Bu hukuk geleneğinde esnek ve ilke tabanlı yasal düzenlemeler mevcuttur. Şirketlerin en önemli amacı hissedarların refahının en üst seviyede tutulmasıdır. Ortak hukuk sisteminde, şirketin var olma amacına ilaveten, yönetim kurullarına ve üst düzey yöneticilere hissedarların çıkarlarının gözetilmesi görevi yüklenmiştir. Anglo-Sakson ülkelerinin önemli ikinci özelliği ise şirketlerde sermaye yoğunluğunun bulunmamasıdır. Söz konusu ülkelerde çok sayıda halka açık şirket ve bu şirketlerinde çok sayıda küçük paylara sahip yatırımcıları bulunmaktadır. Diğer bir özelliği ise yatırım fonları ve emeklilik şirketleri gibi kurumsal

yatırımcıların bu ülkelerin piyasalarında önemli bir role sahip olmasıdır. Bu sebeple de halka açık şirketlerin ortaklık yapılarına bakıldığında benzer kurumsal ortaklarının olduğu görülmektedir. Son olarak bu ülkelerin gelişmiş sermaye piyasalarının olduğu görülmektedir. Kısa vadeli finansman kaynağı için bankacılık sisteminden yararlanırlarken, uzun vadeli finansman için hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli araçların ihracına yöneldikleri görülmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:63).

Anglo-Sakson modele sahip ülkeler ile Kıta Avrupası modeline sahip ülkeler arasında önemli farklılıkları bulunmaktadır. Anglo-Sakson modele sahip ülkelerde pay sahipliği yoğunluğu diğerlerine göre düşüktür. Birçok finansal kuruluşun halka açık şirketler arasında kendi adına hisse sahibi olmalarına izin verilmediğinden, pay sahiplerinin çoğunluğu aracı finansal kurumlardan oluşturmaktadır. Ayrıca şirketlerin halka açıklık oranı oldukça fazladır (Ooghe ve Langhe, 2002:437-439).

1.5.2. Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modeli

Alman sistemi olarak adlandırılan, hakimiyetin bankalarda olduğu ve ortaklık yapılarının bankalarca belirlendiği Kıta Avrupa'sı modelidir (Şehirli, 1999:2). "Paydaş yaklaşımı" olarak adlandırılan, hissedarlar ve hissedarların dışında tüm paydaşların çıkarlarının gözetildiği model olup, Almanya, Japonya ve Fransa gibi ülkelere uygulanmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014:65).

Kıta Avrupası kurumsal yönetim modelini uygulayan ülkelerde en önemli özellik Kıta Avrupası hukuk (civil law) geleneğini benimsemiş olmalarıdır. Bu geleneği benimsemiş olan ülkelerde daha katı ve kurala dayalı düzenlemeler bulunmaktadır. Bu ülkelerdeki şirketlerde konsantre sahiplik yapıları yaygın olup; bankaların, büyük şirketlerin, önemli ailelerin, finans kurumlarının ve holdinglerin şirket ortaklığında önemli payları bulunmaktadır. Konsantre sahiplik yapısı sonucu büyük hissedarlar şirket yönetiminde söz sahibi olup, yöneticilerle çıkar birlikteliğine sebep olmaktadır. Yani bu modelde vekalet sorunu bulunmamaktadır. Ancak yöneticiler ve büyük hissedarlar kendi menfaatlerinde işbirliği yaparlarken, azınlık paya sahip hissedarların çıkarları göz ardı edilebilmektedir. Bu sistemde çalışanlar ve bankalar önemli role sahiptir. Çalışanlar yönetime dahil olup, karar aşamasında etkin olarak görev almaktadır. Bankalarsa şirketlere sağlanacak olan finansman açısından önemli bir yere sahiptir. Finansman kaynağı olarak yoğun bir şekilde bankaların kullanılması bankalarla uzun süreli bir ilişki içine girilmesine ve kredilerin geri dönüşünü garanti etmek için banka temsilcilerinin şirket yönetimine dahil olmalarına ve hatta bankaların doğrudan ve ya dolaylı olarak şirkette pay sahibi olmalarına olanak sağlamıştır (Alp ve Kılıç, 2014:65-67).

Menfaat sahiplerinin büyük bir öneminin bulunduğu bu modeldeki menfaat sahiplerini şirket içi ve şirket dışı menfaat sahipleri olarak ayırabiliriz. Şirket içi menfaat sahipleri diyince ilk olarak şirketin sahibi olan hissedarları, daha sonra yöneticileri ve çalışanları sıralayabiliriz. Hissedarlar, şirkete yatırmış oldukları sermaye dolayısıyla en büyük riski üstlenmiş olup, şirketin hisse senetlerinin yüksek getiri ve kar sağlamasını beklemektedirler. Yönetim kurulunca atanan yöneticiler ise ortaya koymuş oldukları bilgi, tecrübe ve emeklerin karşılığı

olarak belirli bir ücret, ikramiye ve sosyal olanakları elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Çalışanlarda, şirket hedeflerinin gerçekleşmesi için üstlendikleri görevleri yerine getirirler ve karşılığında tatmin edici bir maaş, iyi bir çalışma ortamı, ekonomik ve sosyal menfaat talep ederler. Şirket dışı menfaat sahiplerinde ise ilk olarak, kar elde etmek için üretilen hizmet ve ya malı satmayı planladıkları müşteriler gelmektedir. Daha sonra şirkete borç verenler (alacaklılar), tedarikçiler, sendikalar, devlet ve diğer kişi ve kuruluşlar sayılabilir. Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim modeli işte tüm bu şirket içi ve şirket dışı tüm menfaat sahiplerinin yani tüm paydaşların çıkarlarını korumaya ve dengelemeye çalışmaktadır (Doğan, 2007:85-90).

1.6. Dünyada Kurumsal Yönetimin Gelişimi

Kurumsal yönetimin modern anlamda gelişmesini sağlayan esas faktörler, 1990' yılların başında İngiltere' de başlayan, 2000'li yıllarda ABD' ye sıçrayan ve daha sonra tüm dünyada görülmeye başlayan; genellikle yalan, yanlış ve hileli finansal raporlamalar sonucu oluşan büyük şirket yolsuzluklarıdır (Alp ve Kılıç, 2014:49). ABD'de Enron, Worlcom, Global Crossing, Tyco, Cerox ve AB'de de Parmalat, Ahold gibi şirketlerin finansal raporlama ve denetimlerinde yapılan hilelerin ortaya çıkması sonucunda şirket yönetimlerine, finansal raporlara ve söz konusu şirketlerin denetimini yapan bağımsız denetim şirketlerine ve denetçilere olan güveni derinden sarsmıştır. ABD' deki hileli finansal raporlama sonucu firmalar mali tablo ve raporlarını gözden geçirmiş ve firmaların değer kayıpları yaşamalarına neden olmuştur. Söz konusu husus sadece ABD piyasalarını etkilemekle kalmamış gelişen ve gelişmekte olan bütün piyasaları etkilemiştir (Dinç, 2014:222).

1.6.1. Cadbury Raporu

Dünyada kurumsal yönetim çalışmaları sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ABD ve İngiltere'de diğer ülkelerden daha erken başlamıştır. Bu ülkelerde yaşanan finansal başarısızlık örneklerinin ardından duyulan gereksinimler doğrultusunda yapılan düzenlemeler diğer ülkelere örnek oluşturmuştur (Doğan, 2007: 141).

İngiltere'de kurumsal yönetim ile ilgili ilk gelişmeler Polly Peck ve Maxwell gibi şirket skandallarının peşinden 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında ortaya çıkmıştır. Finansal raporlama yolsuzlukları Sir Adrian Cadbury'nin başkanlığını yaptığı Cadbury Komitesinin kurulmasına yol açmıştır. Cadbury Komitesi 1992 yılında "Kurumsal Yönetimin Finansal Görünüşü Üzerine Komite Raporu" adlı çalışmayı yayınlamıştır. Cadbury Raporu, CEO ve yönetim kurulu başkanının görevlerinin ayrılması, yönetim kurulunun dengeli oluşumu, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin seçim süreci, finansal raporlamada şeffaflık ve iyi içsel kontrol için gerekli unsurlar üzerinde pek çok tavsiye sunmaktadır. En iyi uygulama kodlarını ve onlara ait tavsiyeleri içeren Cadbury Raporu Londra Hisse Senetler Borsası listeleme kurallarına dâhil edilmiştir. Cadbury Komitesi tarafından oluşturulan öneriler dünya çapında kabul edilen bir model haline gelmiştir. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni belirlerken bu önerileri dikkate almıştır (Yıldırım, 2007:59).

Komitenin hazırlamış olduğu rapor diğerk ülkeler içinde yönetim uygulamaları açısından örnek teşkil etmiştir. Örneğin Türkiye’de SPK hazırlamış olduğu kurumsal yönetim düzenlemelerinde bu raporu örnek aldığı görölmektedir (Doğank, 2007:57).

Raporun giriş kısmında, kurumsal yönetime ilişkin genel bir tanımlama yapılmış ve kurumsal yönetim şirketlerin yönetilmesi ve kontrol edilmesini sağlayan bir düzen olarak belirtilmiş, yönetim kurulu ile denetim kurulunun görev ve sorumluluklarından kısaca bahsedilmiştir. Ayrıca raporun açıklık, bütünlük ve hesap verilebilirlik ilkelerince hazırlandığı belirtilmiştir (Doğank, 2007:57).

Yönetim kurullarıyla alakalı raporda, şirketlerin, görev ve sorumluluk almasını bilen bir başkanın yönetiminde etkili bir kurul ile yönetilmesi, yönetim kurulu üyelerinin şirketteki yöneticilerden ve şirket faaliyetlerine dışarıdan tarafsız bir gözle bakabilecek dışarıdan atanan bağımsız üyelerden oluşması gerektiği ifade edilmiştir. Yönetim kurulunda en az 3 bağımsız üyenin bulunması gerektiği, mümkünse üyelerin 2/3’ ünün bağımsız üyelerden oluşması önerilmiştir. Bağımsız yönetim kulu üyelerinin bağımsızlıklarının korunması için üyelik ücretlerinin dışında bir ödemenin yapılmaması, belirli bir süre görevde kalmaları ve görev sonunda devam edip etmemelerinin karara bağlanması vurgulanmıştır. Ayrıca üyelerin hissedarlar tarafından seçilmesi ve her üyenin alınan kararlarda ve uygulamalarda eşit sorumluluk sahibi olmaları ve üyeler arasında ayırım yapılmaksızın yönetim kurulunun bir bütün olarak değerlendirilmesi ve üyelerin sözleşme sürelerinin üç yıldan uzun tutulmaması tavsiye edilmiştir(Doğank, 2007:57-58).

Raporda kurumsal yönetim açısından yönetim kurulu başkanının önemi vurgulanmış ve yönetim kurulu başkanının şirketteki kurumsal yönetim uygulamalarının güvencesi olduğu, kurul üyeleri ile hissedarların talepleri arasında dengeyi sağlaması ve şirketin hedeflerine ulaşması için faaliyetlerin sürdürülmesini sağlaması gerektiği ifade edilmiştir. Görevleri gereğince icra başkanı ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmaması gerektiği, yoksa elde edilen aşırı güç ile şirketteki güç dengesinin kontrol edilemeyeceği belirtilmiştir (Doğank, 2007:57).

Denetim komitesinin önemi vurgulanmış ve komitenin, bağımsız üyelerden ve en az üç kişiden oluşması önerilmiştir. Yıllık şirket denetiminin kurumsal yönetimin en önemli parçası olduğu belirtilmiş ve denetimin, şirketin finansal verilerinin doğruluğunun garantisi olduğu belirtilmiştir. Ancak şirketlerin rekabetleri göz önüne alındığında denetim kalitesinin düşürölmemesi ve denetim standardının belirlenmesi, denetim maliyetleri azaltılmaya çalışılırken kaliteden ödün verilmemesi, denetçi firma ile başka bir iş ilişkisine girilmemesi, ödemelerin açıkça belirtilmesi ve belirli bir süreden sonran firma değişikliğine gidilmesinin gerekliliği vurgulanmıştır (Doğank, 2007:59).

1.6.2. Greenbury Raporu

17 Temmuz 1995 tarihli Greenbury Raporu, İngiltere’deki yöneticilerin maaş ve diğerk ücretlerine yönelik kamu ve hissedarların endişelerine cevap vermek için hazırlanmıştır. Bu

rapordaki önemli başlıklar; yönetici maaşları ile paydaşlara rapor verilmesidir. Yayınlanan raporun ilk amacı; her yıl pay sahiplerine firmanın üst düzey yöneticilerinin ödüllendirme politikasını tam olarak raporlamak üzere bağımsız yönetim kurulu üyelerince oluşturulan ödüllendirme komitesinin kurulması, ikincisi ise; yönetim kurulu üyelerinin kazançlarını doğrudan doğruya performanslarıyla ilişkilendiren performans ölçütlerinin oluşturulmasıdır (Özsoy, 2011:63).

Greenbury Raporu' nu hazırlayan komite, bu rapor ile yönetici ödüllendirmesinde en etkili yöntemlerin belirlenmesini ve halka açık şirketlerde bu yöntemlerin uygulama kodu şekline dönüştürülmesini sağlamayı amaçlamıştır. Raporda hesap verilebilirlik, kamuoyunu aydınlatma, sorumluluk, yönetici ve hissedarların çıkarlarının dengelenmesi ve şirket performansının artırılması gibi konuların üzerinde durulmuştur. Ayrıca raporun şirket ücretlendirme ve ödüllendirme politikalarının geliştirilmesinde yol gösterici olması beklenmektedir (Greenbury, 1995).

Raporda, yönetici ödemelerinin her geçen gün arttığı ve bunun şirket karlarını olumsuz etkilediği ve hatta işçi çıkarmaları ile üretilen ürünlerin maliyetlerinin artması gibi sonuçlar oluşturduğu ve dolayısıyla toplumun ve hissedarların çıkarlarının gözetilmesinin gerektiğini savunmuştur. Yöneticilere yapılan ödemelerde örneğin, maaşlarının belirlenmesinde, diğer şirketlerin benzer pozisyonlara verdikleri maaşlara bakılmasını, yöneticilerin bilgi, beceri ve deneyimlerinin değerlendirilmesini ve şirket içi ilişkilerin göz önünde bulundurulması önerilmiştir. Yöneticilere yapılan ödemelerin hissedarlara ve kamuoyuna açıklanması için rapor hazırlanması istenilmiştir. Raporun, şirketlere yapılan ödeme ve sağlanan diğer menfaatler konusunda uygulanan politikaların açıkça belirtilecek şekilde, yıl içinde oluşan değişiklik ve yeni durumlara dikkat çekecek ve komite üyelerinin listesini barındıracak ve önemli noktaları net bir şekilde açıklayacak biçimde hazırlanması istenmiştir (Doğan, 2007:60-62).

1.6.3. Hampel Raporu

Hampel Raporu Ocak 1998' de Cadbury ve Greenbury Raporlarındaki eksiklerin giderilmesi için hazırlanmış bir rapordur. Rapor yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerine hesap vermekle yükümlü olduğunu ve paydaşlarla olan ilişkilerden sorumlu olduklarını belirtir. Ayrıca rapor, kurumsal yatırımcıların oy verme haklarının olduğu konularda daha çok dikkate alınmalarını vurgular (Özsoy, 2011:62).

Hampel raporu hazırlanırken Cadbury ve Greenbury Raporları temel alınmış ve güncel gelişmeler ile yeni gereksinimler dikkate alınarak yeni düzenlemelere yer verilmiştir. Raporda hissedarlara, yönetime, yöneticilere yapılacak ödemelere ve denetime ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Raporda bahsedilen başlıca konular:

- Her şirketin etkin bir yönetim kurulu ile yönetilmesi ve denetlenmesi;
- Şirket hissedarları ile yöneticilerinin birbirlerinden farklı görev ve yetkilerinin olduğu ve birbirlerinin yerlerine ikame edemeyecekleri;

- Yönetim kurulu başkanlığı ile şirket en üst yöneticiliği (CEO) görevlerinin mümkün olduğunca iki farklı kişiye verilmesi;
- Yönetim kurulu üye seçimlerinin şeffaf ve belirlenmiş kurallar neticesinde yapılması;
- Yönetim kurulu adaylarının seçilmesi için aday gösterme komitelerinin oluşturulması;
- Yöneticilere yapılacak ödemelerde, yöneticilerin bilgi ve becerilerinin dikkate alınması, ödemelerle ilgili şeffaf ve resmi bir şirket politikasının izlenmesi ve bu politikaların şirket yıllık faaliyet raporlarında belirtilmesi;
- Her şirkette icracı olmayan üyelere, icracı olan üyeler tarafından görevlerini tam olarak yerine getirebilmeleri için ihtiyaç duyacakları bilgilerin sağlanması;
- Şirketin ve hissedarların çıkarlarının korunması adına yönetim kurulu tarafından bir iç denetim sisteminin oluşturulması;
- Dış denetçilerin raporlarını bağımsız ve tarafsız bir şekilde hazırlamalarının ve hissedarlara ulaştırılmasının sağlanması;
- İcracı olmayan üyelere, icracı olan üyeler tarafından görevlerini tam olarak yerine getirebilmeleri için ihtiyaç duyacakları bilgilerin sağlanması;
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin önemi vurgulanmış ve yönetim kurulunun çoğunluğunun bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşturulması gerektiği ifade edilmiştir(Doğan, 2007:64-66).

1.6.4. Sarbanes-Oxley Yasası

ABD’ deki Enron, Worldcom ve Xerox gibi firmalarda meydana gelen finansal skandallar sonucu 30 Temmuz 2002’ de ABD’ de hazırlanmış bir yasadır. Yasa denetçilerin bağımsızlığını ve denetim komitelerinin gücünü artırmayı hedeflemiştir. Ayrıca yasa halka açık firmaların içinde bir finans uzmanı bulunduran ve sadece bağımsız üyelere oluşan bir denetim komitesinin oluşturmalarını zorunlu kılmıştır. Yasa ile birlikte firmalara ağır cezai yaptırımlar getirilmiştir. ABD borsasındaki halka açık firmaların finansal raporlamalarındaki risklerin belirlenmesi ve bu risklere ilişkin kontrollerin belgelendirilmesi zorunlu tutulmuştur. Sarbanes-Oxley yasası tüm dünyayı etkilemiş ve ülkeler sermaye piyasalarında Sarbanes-Oxley yasasına göre düzenlemelerde bulunmuştur (Sancar,2013:77).

Sarbanes-Oxley Yasası ile yatırımcıların çıkarları korumak, çalışanların şirket hisse senetlerinde bulunan emeklilik fonlarının buharlaşmasını önlemek ve ABD’ de halka açık şirketlerin muhasebe ve denetim uygulamalarının düzenlenmesi hedeflenmiştir. Raporda yapılması öngörülen başlıca konular:

- Şirket icra kurulu başkanı ile finansal işler başkanının gerçeğe aykırı raporları onaylamaları durumunda 20 yıla kadar hapis ve 5.000.000 USD’ ye kadar para cezasına çarptırılması;
- İncelemelerde istenen bilgi ve belgelerin yok edilmesi, resmi bir işin engellenmeye çalışılması veya zorlaştırılması durumunda 20 yıla kadar hapis cezasının getirilmesi;
- Yanlış yollara başvuran şirket yöneticilerine olağan dışı ödemelerin yapılmasının

- önlenmesi ve varsa yapılan ödemelerin geri alınması;
- Üst kademe yöneticilere avans ve kredi ödemelerinin yapılmaması;
- Şirket yöneticilerinin hisse senedi satışlarının hemen açıklanması zorunluluğu;
- Hisse senetlerinde yapılan hilelerin ağır suçlar kapsamında değerlendirilmesi;
- Bağımsız denetçileri yanlış yönlendirecek şekilde şirket mali tablolarında oynamalar yapan şirket görevlilerinin cezalandırılmalarına;
- Bağımsızlık ilkesi ile bağdaşmayan denetim firmalarının defter tutma, muhasebe kayıtları ve mali tablolarla ilişkili diğer hizmetleri, danışmanlık, sigortacılık, aracılık hizmetleri, yasal hizmetler veya denetimle ilgili olmayan diğer hizmetleri vermelerinin de yasaklanması,
- Şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir denetim komitesinin oluşturulması
- Denetim firmalarının denetlenmesi için muhasebe gözetim kurulunun kurulması
- Üst düzey yöneticilerin denetime daha çok önem vermelerinin sağlanması
- Yönetim kurullarının bağımsızlığının artırılması ve gücünün artırılması
- İçeriden dışarıya bilgi sızdırılmasının, bilgi ticaretinin engellenmesine yönelik önlemlerin alınması öngörülmüştür (Doğan, 2007:79-81).

1.6.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) 1961 yılında, Türkiye' nin de içinde olduğu yirmi kurucu üye ülke tarafından Paris' te kurulmuştur. Örgüt üye ülkeler arasında mali istikrarı sağlayarak, uzun süreli bir ekonomik gelişimin ve istihdamın sağlanması ile yaşam kalitesinin artması sonucu dünya ekonomisinin gelişimine katkı sağlamayı hedeflemektedir. Ayrıca uluslararası koşullara uygun, birleştirici bir yapıda dünya ticaretinin gelişimine katkı sağlamayı amaçlamaktadır (OECD, 2004:2).

OECD kurumsal yönetim ilkeleri 1999 yılında geliştirilmiş ve ilk defa 2004 yılında güncellenmiş, 2004 yılında gözden geçirilmesinin ardından yaşanan küresel gelişmeler sonucu 15-16 Kasım 2015 tarihlerinde Antalya'da düzenlenen G20 Liderler zirvesinde yeni ilkeler sunulmuş ve G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak kabul edilmiştir. Güncellenmiş ilkeler, önceki ilkelerde yer alan çoğu tavsiyelerin kurumsal yönetim ilkelerinin zorunlu parçaları olarak korumaktadır. Ayrıca bazı yeni hususları geliştirmekte ve diğerlerinin önemini daha fazla vurgulamakta veya açıklık getirmektedir. İlkeler her ne kadar büyük şirketler için uygun olsa da küçük ve halka açık olmayan firmaların kurumsal yönetim farkındalığını artıracak yönde oluşturulmuştur (OECD, 2016:4).

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri üye olan ve olmayan ülkelerde kurumsal yönetim ile alakalı kurumsal, yasal ve düzenleyici koşulların belirlenmesini ve oluşturulmasını sağlamaktadır. Aynı zamanda bu ilkeler, yatırımcılar, şirketler, borsalar ve kurumsal yönetimin geliştirilmesine katkı sağlayan firmalara da önderlik edip, katkıda bulunmaktadır. İlkeler bağlayıcı özellikte ve ulusal mevzuatta detaylı açıklamaları içermeyip, aksine yol

gösterici ve hedef belirleyici özellik taşımaktadır. İlkeler uluslararası alanda her bir ülke için referans noktasını oluşturmaktadır. Bu nedenle tek bir kurumsal yönetim modeli bulunmamaktadır. Sadece iyi bir kurumsal yönetim oluşması için gerekli bazı temel ortak noktalar bulunmakta ve bu temel özellikler neticesinde farklı pek çok model oluşturulabilmektedir (OECD, 2016:9-11).

Kurumsal yönetim ilkeleri rehberliğini altı başlıkta yer alan tavsiyeler ve açıklamalar yoluyla gerçekleştirmektedir. Bu başlıklar; Etkin kurumsal yönetim çerçevesinin temeliniin sağlanması, pay sahiplerinin hakları ve adil muamele görmeleri ile temel ortaklık işlevleri, kurumsal yatırımcılar, pay senedi piyasaları ve diğer aracılar, menfaat sahiplerinin rolü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulunun sorumluluklarıdır (OECD, 2016:11).

I) Etkin kurumsal yönetim çerçevesinin temeliniin sağlanması: Bu bölüm kurumsal yönetim çerçevesinin şeffaf ve adil olarak, kaynakların etkin bir şekilde dağılımındaki rolünü belirtmektedir. Ayrıca hukukun üstünlük gücü ile denetim ve yaptırımlardaki önemi vurgulanmaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarında yaşanılacak sorunlarda, çözüm yolu olan kanun ve düzenlemelerin herkesçe eşit ve etkin bir şekilde uygulanabilir özellikte olması gerekir. Kanun koyucuların ve hükümetlerin alacakları kararlarda temel kurumsal yönetim hedeflerinin yerine getirilmesine engel olacak yönde kararlarmamaya çalışmaları ve bu yönde gerekli önlemleri almaları gerekmektedir. Hisse senedi borsalarının ve aracı kurumların kurumsal yönetimin çerçevesinin belirlenmesinde ve geliştirilmesinde etkin rolleri bulunmaktadır. Firmaların uluslararası alanda faaliyet göstermeleri, farklı ülke borsalarına kote olmak istemeleri nedeniyle uluslararası işbirliğinin oluşturulması, kurumsal yönetim için gittikçe önem kazanmaktadır (OECD, 2016:13-17).

II) Pay sahiplerinin hakları ve adil muamele görmeleri ile temel ortaklık işlevleri: Kurumsal yönetimin en temel prensiplerinden biri tüm pay sahiplerinin eşit muamele görmesidir. Özellikle azınlık ve yabancı pay sahipleri olmak üzere tüm pay sahiplerinin haklarının korunması ve haklarının kullanımının kolaylaştırılmasına vurgu yapmıştır. Olası bir ihlal durumunda etkin bir telafi yönteminin geliştirilmesi gerektiği belirtilmiştir. Pay sahiplerinin tüm konularda bilgilendirilmesi ve oy hakkına sahip oldukları vurgulanmıştır (OECD, 2016:18-29).

III) Kurumsal yatırımcılar, pay senedi piyasaları ve diğer aracılar: Bu bölüm yeni olup, vekil olarak adlandırılan kurumsal yatırımcılara dikkat çekmektedir. Kurumsal yatırımcıların oy hakları, yatırım boyunca sağlanacak teşviklerin ve yatırımlarına aracılık eden kuruluşların, analistlerin ve derecelendirme kuruluşlarının dürüstlüğüne zarar getirecek çıkar çatışmalarının en aza indirilmesini vurgulamaktadır. Ayrıca şirketlerin farklı ülke borsalarına kote olmalarına ve bu piyasalarda etkin ve adil bir fiyat oluşturulmasına değinilmiştir (OECD, 2016:31-35).

IV) Menfaat sahiplerinin rolü: Kurumsal yönetim temel olarak öz sermaye ve kredilerin kaynak olarak şirkete yönlendirilmesi ile ilgilidir. Bir şirketin rekabetçi gücü çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, kreditorler, yatırımcılar gibi çeşitli kaynak sağlayıcıların ortak

katkıları ile oluşmaktadır. Bu nedenle menfaat sahiplerinin arasında sağlanan bir işbirliği şirketin uzun vadeli başarısına etki etmektedir. Dolayısıyla menfaat sahiplerinin düzenli ve zamanında bilgiye ulaşmaları ve bir haksızlık oluştuğunda durumun telafi edilmesi sağlanmalıdır. Ayrıca çalışanların da kurumsal yönetim mekanizmasına dahil edilmelerini sağlayacak mekanizmalarının oluşturulmasının önemi belirtilmiştir (OECD, 2016:37-39).

V) Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık: Kurumsal yönetim anlayışında şirketle alakalı tüm konularda yani şirketin finansal durumu, performansı, yönetimi ve ortaklık yapısı gibi konularda menfaat sahiplerinin zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesi gerekmektedir. Şirketin finansal ve operasyonel verileri, şirket hedefleri ve finansal olmayan verileri, ortaklık yapısı bilgileri, yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticilerin seçilmeleri, vasıfları ve ücretleri hakkındaki bilgiler belirli periyotlara ve raporlama standartlarına bağlı olarak açıklanmalıdır. Raporların doğru bilgileri içerdiği ve standartlara uygun olarak hazırlandığını göstermek için raporların tarafsız, yetkin ve uzman bir denetim firması ile denetlenmesi ve raporlanması gerekmektedir. Hazırlanan bu rapor ve bilgilere tüm menfaat sahiplerinin ve paydaşların zamanında, eşit ve adil olarak ulaşmaları sağlanmalıdır (OECD, 2016:41-49).

VI) Yönetim kurulunun sorumlulukları: Bu bölüm kurumsal yönetimde yönetim kurulunun şirket stratejisinin belirlenmesi ve uygulanmasındaki rolü, yönetimin etkin bir şekilde yürütülmesi ve paydaşlara karşı olan sorumluluklarına değinmektedir. Yönetim kurulları, şirket ve pay sahipleri adına yönetime gerekli tüm itina ve özeni göstererek şirket ve pay sahiplerinin menfaatlerini korumalı ve o yönde hareket etmelidir. Tüm pay sahipleri eşit uzaklıkta olup adil davranmalıdır. Yönetim kurulu üyeleri, görevlerini tam ve zamanında yerine getirebilmeleri için doğru ve uygun bilgiye zamanında ulaşabilmeli, kararlarını tarafsız ve muhakeme yetenekleriyle belirlemelidir (OECD, 2016:50-61).

1.7. Türkiye’ de Kurumsal Yönetimin Gelişimi

Türkiye’ de kurumsal yönetime ilişkin çalışmalar 2000’ li yılların başına dayanmaktadır. Başta ABD olmak üzere tüm dünyada yaşanan finansal krizler, şirket skandalları ülkelerin bir yasalarında bir takım düzenlemeler yapmalarını zorunlu kılmıştır. OECD’ nin 1999 yılında yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri Türkiye’ nin bu konuya dikkat çekmesini sağlamıştır. Ancak Türkiye’ nin kurumsal yönetimin önemini kavraması 2001 yılında yaşanan mali kriz ile gerçekleşmiştir. 2001 yılında yaşanan krizde kamu ve özel sektör firmaları büyük yaralar almıştır (Erdönmez, 2003:52).

Ülkemizde kurumsal yönetim alanında ilk çalışma TÜSİAD tarafından 2002 yılında yapılmıştır. 2002 yılında “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu” adlı çalışma yayımlanmıştır. Bu çalışmada kurumsal yönetimin uygulanmasını sağlamanın yolunun yönetim kurullarına bağlı olduğu düşüncesi üzerinde durulmuş ve söz konusu çalışmada yönetim kurullarının oluşumu, bağımsızlığı ve gündemleri gibi konulara yer verilmiştir. Daha sonra 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) “kurumsal yönetim ilkeleri” ni yayınlamıştır. Yayımlanan bu ilkeler özellikle halka açık şirketler için hazırlanmış olmasına

rağmen kamuda ve özel sektörde yer alan tüm firma ve kuruluşlar için tavsiye niteliğindedir. SPK' nın çalışmalarının ardından, 2006 yılında Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu(BDDK) tarafından Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik” 01.11.2006 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. 2012 yılında yürürlüğe giren yeni Türk Ticaret Kanunu kurumsal yönetime yönelik düzenlemeleri de beraberinde getirmiştir (www.hakanguclu.com., 2018).

Türkiye’ de ki kurumsal yönetime ilişkin gelişmeleri kronolojik olarak aşağıdaki şekilde gerçekleştirmiştir (www.hakanguclu.com., 2018, Alp ve Kılıç, 2014:106-126).

- 2002 yılında TÜSİAD “ Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu” yayınlanmıştır. Çalışma yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi hakkında kılavuz olması amaçlanmıştır.
- 2003 yılında SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri ile halka açık şirketlere kılavuz niteliğinde Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır.
- 2004 yılında SPK tarafından halka açık şirketlere kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu hazırlama mecburiyeti getirilmiştir. “ Uy ya da açıkla” olarak adlandırılan bu rapor ile Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum parametrelerini ve bunların gerekçelerinin neler olduğunu faaliyet raporlarında belirtme yükümlülüğünü içermektedir.
- 2005 yılında SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkelerine üç maddenin eklenmesi ve iki maddenin gözden geçirilmesi ile tekrar yayınlanmıştır.
- 2007 yılında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) hesaplanmaya başlanacağını bildirmiştir.
- 2008 SPK Düzenlemeleri Seri: IV No:41 sayılı tebliğ düzenlemesi ile iki konuda düzenleme yapılmıştır. Birinci düzenleme ile payları borsada işlem gören firmalarda pay sahipleri ile ilişkilerin yürütülmesinden sorumlu bir pay sahipleri biriminin oluşturulması zorunlu tutulmuştur. İkinci düzenleme ile payları borsada işlem gören firmalarda, şirketlerin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde bir personelin görevlendirilmesi zorunlu kılınmıştır.
- 2011 yılında Sermaye Piyasası Kurulu’nun kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin düzenlemelerinde kapsamlı değişikliğe gidilerek Seri: IV No:56 sayılı yeni tebliğ yayımlanmıştır.
- 2012 yılında 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu yürürlüğe girmiştir.
- 2012 yılında şirketler hukuku açısından radikal değişiklikler ve yenilikler içeren 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanununda kurumsal yönetim ilkeleri ayrı bir madde olarak düzenlenmiştir.
- 2014 yılında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na uyum kapsamında hazırlanan, II-17.1 sayılı “Kurumsal Yönetim Tebliği” yürürlüğe girmiştir.

BÖLÜM 2: KURUMSAL YÖNETİME GÖRE YÖNETİM KURULLARI VE SERMAYE SAHİPLİK YAPISI

2.1. Yönetim Kurulunun Kurumsal Yönetimdeki Önemi

Yönetim kurulları, alacağı stratejik kararlarla şirket hedeflerini, şirketin ihtiyaç duyduğu insan ve finansal kaynakları belirleyerek ve şirket yöneticilerini denetleyerek, şirketin uzun vadede büyümesini ve getiri sağlamasını amaçlayan, şirket hissedarları adına şirketi idare eden en önemli yapıdır (SPK, 2011:15).

Geniş ortaklıklı şirketler, ortaklık yapılarına ve sahip oldukları sermaye gücüne bağlı olarak, diğer şirket türlerinden daha gelişmiş yönetim süreçlerine ihtiyaç duyarlar. Bu gelişmiş yönetim süreçlerinin uygulanmasını sağlayan temel mekanizma ise yönetim kuruludur (Gözüm, 2012:9).

Yönetim kurulu, hem kendisine yüklenen görev ve sorumluluk, hem de bu görev ve sorumluluğu yerine getirirken gerçekleştirdiği tutum ve davranışlar açısından kurumsal yönetim yapısını ve uygulamalarını belirleyen temel organ konumundadır. Dolayısıyla, yönetim kurullarının büyüklüğü, üyelerin yaşı, cinsiyeti, eğitimi, tecrübesi gibi özellikleri, üyelerin seçimi, bağımsız ve icracı üyelerin sayısı ve yönetim kullarındaki komitelerin sayısı ve yapıları gibi etmenler, söz konusu şirkette bize kurumsal yönetimin ne derece uygulandığı hakkında fikir vermektedir (Alp ve Kılıç, 2014:140).

Yönetim kurulu bir şirketin en stratejik birimidir. Yönetim kurulu, hissedarlarına uzun vadede sürekli kazanç sağlamak için üst düzey karar alma, yürütme ve temsil birimi olarak şirkette aktif olarak faaliyet göstermektedir. Yönetim kurulları hissedarlarının dışında şirketin çalışanlarına, müşterilerine ve tedarikçilerine karşıda sorumludur (TÜSİAD, 2002:15).

İster halka açık bir şirket olsun, ister halka açık olmayan bir aile şirketi olsun, etkin bir yönetim kurulunun öncelikli amacı, şirket üzerinde hak sahibi olan kesimlerin, başka bir ifadeyle tüm paydaşların farklı beklentilerini, şirketin çıkarları doğrultusunda ortak akla dönüştürmektir. Bu ortak akıl, enerjisini öncelikle şirketin uzun vadede sürdürülebilir bir şekilde kazanç sağlamasını temin etmek üzere şirketin vizyon ve hedeflerini oluşturmaya harcamalıdır (Gözüm, 2012:11).

2.2. Yönetim Kurulunun Görev ve Sorumlulukları

Yönetim kurulu, şirketin denetim ve idaresinden sorumlu ve şirketi temsil eden en üst yönetim organıdır. Yönetim kurulu,

“Şirketin mal varlığını korumak ve yönetmek, hissedarların haklarını gözetmek, uzun vadeli stratejik amaçları belirleyerek kurumun bu hedeflere ulaşmasını sağlamak, pazarda rekabet üstünlüğü elde ederek kurumun marka değerini yükseltmek ve şirket performansının artmasını sağlayacak stratejiler geliştirmek gibi amaçlarla oluşturulan; kanuni unsurlar dikkate alınarak çalışan; kurumu üçüncü kişilere karşı temsil eden; üyeleri değişmekle birlikte şirket var olduğu müddetçe var olan üst düzey idari bir organ”dır (Karpuzoğlu, 2010:74).

Yönetim kurullarının asli görevi, kendilerini seçimle göreve getiren pay sahiplerini temsil ederek onların hak ve çıkarlarını korumaktır. Yönetim kurulları, şirketteki yöneticilerin stratejik kararları almalarına yardım eder ve onlara tavsiyelerde bulunur. Aynı zamanda şirket raporlarını değerlendirir ve şirket performansının artması için gerekli yöntemleri geliştirir (Özsoy, 2011:98).

Ülkemizde yönetim kurullarına ait düzenlemeler 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu' nca belirlenmiştir. Türk Ticaret Kanunu' n 365. maddesine göre şirketler, yönetim kurulu tarafından yönetilir ve temsil edilir. TTK' nın 375. maddesinde yönetim kurullarının devredilemez ve vazgeçilemez görev ve yetkileri tanımlanmıştır. Bu görev ve yetkiler şunlardır:

- a) Şirketin üst düzeyde yönetimi ve bunlarla ilgili talimatların verilmesi.
- b) Şirket yönetim teşkilatının belirlenmesi.
- c) Muhasebe, finans denetimi ve şirketin yönetiminin gerektirdiği ölçüde, finansal planlama için gerekli düzenin kurulması.
- d) Müdürlerin ve aynı işleve sahip kişiler ile imza yetkisine haiz bulunanların atanmaları ve görevden alınmaları.
- e) Yönetimle görevli kişilerin, özellikle kanunlara, esas sözleşmeye, iç yönergeler ve yönetim kurulunun yazılı talimatlarına uygun hareket edip etmediklerinin üst gözetimi.
- f) Pay defteri, yönetim kurulu karar defteri ve genel kurul toplantı ve müzakere defterlerinin tutulması, yıllık faaliyet raporunun ve kurumsal yönetim açıklamasının düzenlenmesi ve genel kurula sunulması, genel kurul toplantılarının hazırlanması ve genel kurul kararlarının yürütülmesi.
- g) Borca batıklık durumunun varlığında mahkemeye bildirimde bulunulması.

Yönetim kurulunun hizmet süresi iki yıl olarak tanımlanmalı ve yılda en az altı kez olacak şekilde toplanmalıdır (TÜSİAD, 2002:21).

2.3. Yönetim Kurulunun Yapısı ve Oluşumu

2.3.1. Tek Kademeli ve İki Kademeli Yönetim Kurulları

Yönetim kurulları tek kademeli ve iki kademeli olmak üzere iki farklı yapıda bulunmaktadır. Tek kademeli yönetim kurulları, icracı olan yönetim kurulu üyeleri ile icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin tek bir yapıda birleşerek oluşturdukları yönetim kuru yapılarıdır. Bu sistemde icracı yönetim kurulu üyeleri iki farklı fonksiyonu üstlenirler. Yönetim kurulu üyesi olarak yönetim kurulunun aldığı kararlardan diğer yandan da yönetici olarak şirketin operasyonlarından sorumludur. İki kademeli yönetim kurulu yapısında ise "üst düzey" yönetim kurulu sadece icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşur. Bu kurulun ana görevi sadece denetim, kontrol ve stratejik kararlarda danışmanlık yapmaktır. İkinci yönetim kurulu ise icracı olan yönetim kurulu üyelerinden oluşmaktadır ve stratejik kararların uygulanmasından sorumludur. İkili yönetim kurulları Avusturya, Danimarka, Almanya ve Hollanda' da uygulanmaktadır. Belçika, İtalya, Portekiz, İspanya, İsveç ve İngiltere'de tek kademeli yönetim kurulları uygulanmaktadır. Finlandiya, Fransa, Norveç ve İsviçre'de ise

her iki sistemde uygulanabilmektedir. Türkiye’ de ise tekli sistem uygulanmaktadır (Özsoy, 2011:88).

2.3.2. Yönetim Kurulu Başkanı ile İcra Başkanı Ayrımı

Günümüzdeki yapılan araştırmalar neticesinde, yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının görevlerinin ayrılması konusundaki, araştırmacıların, yatırımcıların ve hükümetlerin fikir birliği giderek artmaktadır. Ülkemizde SPK ilkeleri uyarınca bu iki görev birbirinden ayrılmıştır. ABD ve İngiltere’ deki birçok firmada yönetim kurulu başkanın ile icra kurulu başkanı aynı kişidir. Bazı araştırmacılar temsil teorisi bakımından yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişi olması gerektiğini savunurken, vekalet teorisine göre konuyu inceleyenler ise rollerin ayrılması gerektiğini savunmaktadır (Özsoy, 2011:89).

TÜSİAD’ ın 2002 yılında hazırladığı “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” raporunda, yönetim kurulu, bir şirketin icrasının incelendiği ve araştırıldığı en önemli yapı olarak tanımlanmaktadır. İcra başkanı (CEO) ise şirket ana sözleşmesinde belirtilen uygulamanın en üst noktasından sorumlu olan kişi olarak tanımlanmıştır. Şirketin ve yöneticilerin performanslarının objektif olarak değerlendirilebilmesi için mutlaka icra kurulu başkanı ile yönetim kurulu başkanının ayrı kişiler olması gerektiği belirtilir. Ancak bu şekilde şirketteki çıkar çatışmalarının önüne geçileceği belirtilmiştir (TÜSİAD, 2002:20).

SPK’ nın 2011 yılında hazırladığı “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de” konu ile alakalı olarak yönetim kurulunun faaliyet esasları bölümünde, Yönetim kurulu başkanı ile icra başkanı/genel müdürün yetkilerinin net bir biçimde ayrıştırılması ve bu ayrımın yazılı olarak esas sözleşmede ifade edilmesi gerektiği ve şirkette hiç kimsenin tek başına sınırsız karar verme yetkisi ile donatılamayacağı belirtilmiştir. Eğer yönetim kurulu başkanı ve icra başkanının/genel müdürün aynı kişi olmasına karar verilmesi durumunda ise söz konusu husus, gerekçesiyle birlikte genel kurulda ortakların bilgisine sunulup, faaliyet raporunda gerekçeli açıklamaya yer verilmesinin gerektiği belirtilmiştir.(SPK, 2011:9-10)

2.3.3. İcrada Görevli Olan - Olmayan Yönetim Kurulu Üyeleri

SPK’ nın 2011 yılındaki tebliğinde icracı olmayan yönetim kurulu üyesi “yönetim kurulu üyeliği haricinde şirkette başkaca herhangi bir idari görevi bulunmayan ve şirketin günlük iş akışına ve olağan faaliyetlerine müdahil olmayan kişi” olarak tanımlanmıştır. Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun icrada görev almayan üyelere oluşması gerektiği belirtilmiştir (SPK, 2011:10)

Yönetim kurulu ile icra arasındaki dengeyi korumak, olası çıkar çatışmalarını önlemek ve denetim mekanizmasının düzgün çalışması için, yönetim kurulunda icrada görevli olan tek kişinin icra başkanının olması gereklidir. Yönetim kurulu üye yapısı bağımsız olan-olmayan ve icrada görevli olan-olmayanlar olarak Tablo 2’ deki gibi

özetlenebilir(TÜSİAD, 2002:17).

Tablo 1. Yönetim Kurulu Üye Yapısı

	İcrada Görevli	İcrada Görevli Değil
Bağımsız	-----	Kurum ile yönetim kurulu üyeliği dışında hiçbir ilişkisi olmayan üyeler
Bağımsız Değil	İcra Başkanı	• Aile üyeleri • Mal ve hizmet sağlayıcılar • Grup işletmelerinden birinde görevli profesyonel yöneticiler • Grupta son iki yıl içerisinde çalışmış yöneticiler

Kaynak: TÜSİAD, 2002: 17-18.

SPK borsaya kote olan firmaların yönetim kurullarının büyük çoğunluğunun icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşmasını zorunlu kılmıştır. Ayrıca yönetim kurullarının tamamı icrada görevli olmayan üyelerden oluşturulabilmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:144).

2.3.4. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri

Bağımsız yönetim kurulu üyeleri icrada görev almayan yönetim kurulu üyeleridir. Ancak her icrada görev almayan yönetim kurulu üyeleri bağımsız yönetim kurulu üyesi değildir. Örneğin, icrada görevli olmayan bir yönetim kurulu üyesinin bir yakını şirkette çalışıyorsa veya şirketin tedarikçisi olarak şirketle bağlantılı ise bu üyenin bağımsız olduğu söylenemez. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri kurumsal yönetim ilkelerince büyük önem arz etmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görevleri ve bağımsızlık kriterleri, kanunlarla, düzenlemelerle ve kurumsal yönetim ilkelerince belirlenmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:146).

Türkiye’ de bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık kriterleri SPK tarafından belirlenmiştir. Bu kriterler;

“a) Şirket, şirketin yönetim kontrolü ya da önemli derecede etki sahibi olduğu ortaklıklar ile şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran veya şirkette önemli derecede etki sahibi olan ortaklar ve bu ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu tüzel kişiler ile kendisi, eşi ve ikinci dereceye kadar kan ve sıhrî hısımları arasında; son beş yıl içinde önemli görev ve sorumluluklar üstlenecek yönetici pozisyonunda istihdam ilişkisinin bulunmaması, sermaye veya oy haklarının veya imtiyazlı payların %5’inden fazlasına birlikte veya tek başına sahip olunmaması ya da önemli nitelikte ticarî ilişkisinin kurulmamış olması.

b) Son beş yıl içerisinde, başta şirketin denetimi (vergi denetimi, kanuni denetim, iç

denetim de dahil), derecelendirilmesi ve danışmanlığı olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin önemli ölçüde hizmet veya ürün satın aldığı veya sattığı şirketlerde, hizmet veya ürün satın alındığı veya satıldığı dönemlerde, ortak (%5 ve üzeri), önemli görev ve sorumluluklar üstlenecek yönetici pozisyonunda çalışan veya yönetim kurulu üyesi olmaması.

c) Bağımsız yönetim kurulu üyesi olması sebebiyle üstleneceği görevleri gereği gibi yerine getirecek mesleki eğitim, bilgi ve tecrübeye sahip olması.

ç) Bağlı oldukları mevzuata uygun olması şartıyla, üniversite öğretim üyeliği hariç, üye olarak seçildikten sonra kamu kurum ve kuruluşlarında tam zamanlı çalışmıyor olması.

d) 31/12/1960 tarihli ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'na göre Türkiye'de yerleşmiş sayılması.

e) Şirket faaliyetlerine olumlu katkılarda bulunabilecek, şirket ile pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarında tarafsızlığını koruyabilecek, menfaat sahiplerinin haklarını dikkate alarak özgürce karar verebilecek güçlü etik standartlara, mesleki itibara ve tecrübeye sahip olması.

f) Şirket faaliyetlerinin işleyişini takip edebilecek ve üstlendiği görevlerin gereklerini tam olarak yerine getirebilecek ölçüde şirket işlerine zaman ayırabiliyor olması.

g) Şirketin yönetim kurulunda son on yıl içerisinde altı yıldan fazla yönetim kurulu üyeliği yapmamış olması

ğ) Aynı kişinin, şirketin veya şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu şirketlerin üçten fazlasında ve toplamda borsada işlem gören şirketlerin beşten fazlasında bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak görev almıyor olması.

h) Yönetim Kurulu üyesi olarak seçilen tüzel kişi adına tescil ve ilan edilmemiş olması” (SPK, 2014:16).

6102 sayılı TTK' ya göre yönetim kurulları bir veya daha fazla kişiden oluşabilmektedir. Ancak SPK kurumsal yönetim ilkelerine ve yönetim kurullarında bulunması gereken denetim komitelerine göre yönetim kurullarının en az beş üyeden oluşabileceğini belirtmiştir. Yönetim kurulu içindeki bağımsız üye sayısını ise yönetim kurulu üyelerinin üçte birinden az olamayacağını ve küsuratlı sayıların ise izleyen tam sayıya tamamlanacağını ifade etmiştir. Bu açıklamaya göre bir yönetim kurulunda en az iki bağımsız üye bulunacaktır. Bağımsız yönetim kuruluna üyelerinin adaylık teklifleri, Aday Belirleme Komitesince değerlendirilir (SPK, 2014:17).

2.3.5. Ortak Yönetim Kurulu Üyeleri

Bir şirkette yönetim kurulu üyeliği bulunan kişinin, aynı zamanda başka bir firmanın yönetim kurulunda da üyeliği bulunduğunda, ortak yönetim kurulu üyeliği ortaya çıkmaktadır. Ortak yönetim kurulu üyeliği firmanın çevre ile olan ilişkilerini güçlendirmekte ve faydalı iş ilişkilerinin oluşmasına olanak sağlamaktadır (Pfeffer ve Salancik, 2003; Aktaran: Özsoy,2011:97).

2.4. Komiteler

Kurumsal yönetimde, yönetim kurullarının görevlerini daha etkin ve sağlıklı bir şekilde gerçekleştirebilmeleri için konularında uzmanlaşmış üyelerden oluşan alt komiteler oluşturulmuştur. Örneğin oluşturulacak olan bir denetim komitesi yönetim kurulunun en önemli görevi olan şirketin üst yönetimini denetleme ve gözetleme görevini daha etkili bir şekilde gerçekleştirmesinde faydalı olacaktır. Bu nedenle denetim komiteleri hemen her ülkenin ya kurumsal yönetim ilkelerince ya da yasal düzenlemelerince kurulması gereken bir komitedir (Alp ve Kılıç, 2014:151).

Yönetim kurulu üyelerinin görev ve sorumluluklarını şirket politikalarına ve düzenlemelerine uygun bir biçimde yürütebilmeleri için, yönetim kurulu üyelerinden oluşan “Denetim Komitesi”, “Riskin Erken Saptanması Komitesi”, “Kurumsal Yönetim Komitesi”, “Aday Gösterme Komitesi” ve “Ücret Komitesi” kurulur. Komiteler en az iki üye ile kurulmakta olup, iki kişilik komitenin iki üyesinin de icrada görevli olmayan üyelerden, ikiden fazla kişi ile kurulan komitelerde ise çoğunluğun icrada görevli olmayan üyelerden oluşması gerekmektedir. Komitelerin başkanları bağımsız üyelerden oluşmalıdır, icra başkanı ve/veya genel müdür komitelerde görev alamazlar. Bir yönetim kurulu üyesinin birden fazla görev almamasına dikkat edilmelidir. Komitelerin görev ve sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için gerekli kaynak ve destek yönetim kurulu tarafından sağlanır. Komiteler faaliyetleri ile alakalı olarak bağımsız uzman kişilerin görüşüne başvurabilirler. Söz konusu uzmanların ücreti şirket tarafından karşılanır. Komiteler yaptıkları tüm çalışma ve faaliyetleri yazılı bir rapora dönüştürerek kaydını tutarlar. Komiteler çalışma ilkelerinde belirlenen sıklıkta toplanırlar (SPK, 2014:18).

2.4.1. Denetim Komitesi

Denetim komitesi, kurumsal yönetim ilkelerinden hesap verebilirlik ilkesinin uygulanması bakımından en önemli komite olma özelliğindedir. Denetim komitesi, muhasebe, denetim, iç kontrol sistemi ve mali raporlama uygulamaları hakkında yönetim kurulunun gözetim görevine yardımcı olmaktadır. Denetim komitesi üyeleri, yönetim kurulunun kararı ile seçilmiş mali konularda deneyimli bağımsız üyelerdir (Abdioğlu, 2007:140).

Komitenin görevlerini bağımsız ve objektif olarak yerine getirebilmesi için iki önemli özelliğe sahip olması gerekmektedir. İlk olarak, komitenin tamamı bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşmalıdır. İkinci olarak; komite üyelerinin görevlerini yerine getirebilecek yetkinlik ve tecrübeye sahip olmaları gerekmektedir. Komite üyelerinden en az birisinin muhasebe, finans veya denetim konularında bilgi sahibi olması zorunlu olmakla beraber mümkünse en az 5 yıllık deneyime sahip olması önerilmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:153).

SPK’ nın yönetim tebliğine göre;

- Şirketin hizmet alacağı bağımsız denetim kuruluşu ve bu kuruluştan alınacak hizmetler denetim komitesince belirlenip yönetim kurulunun oyuna sunulmaktadır.

- Şirketin muhasebe, iç kontrol ve denetim konularıyla alakalı şikâyetlerin değerlendirilmesi bu komite tarafından gerçekleştirilmektedir.
- Kamuya açıklanacak olan yıllık ve ara dönem finansal tabloların, şirketin muhasebe ilkelerine uygun olup olmadığını inceleyerek yönetim kuruluna yazılı olarak sunar.
- Denetim komitesi en az üç ayda bir olmak üzere yılda en az dört kere toplanır. Komite, toplantı sonuçları ve faaliyetleri hakkında yıllık faaliyet raporunda gerekli açıklamaları yapar (SPK, 2014:19).

2.4.2. Kurumsal Yönetim Komitesi

Kurumsal yönetim komiteleri sadece bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşur ve şirketin kurumsal yönetim ile ilgili uygulamalarını düzenler, öneri ve tavsiyelerde bulunur. İcra başkanı ile yönetim kurulu başkanı aynı kişi ise komiteye üyelerin kendi aralarından seçtikleri bir bağımsız üye başkanlık eder. Ülkemizde kurumsal yönetim komiteleri şirketin yönetim uygulamalarının, SPK' nın yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkelerine uygunluğunu denetler. Kurumsal yönetim komitesinin başlıca görevleri:

- Şirkette, kurumsal yönetim uygulamalarının uygulanıp uygulanmadığını denetlemek. Uygulanmıyor ise sebep ve nedenlerini belirterek, nasıl uygulanabilir hale geleceğine dair yönetim kuruluna öneriler sunar.
- Şirketin yatırımcı ilişkileri bölümünün faaliyetlerini gözetler.
- Gerektiğinde kurumsal yönetim ilkelerine uygunluk raporunu hazırlar.
- Şirketin birimleri, çalışanları ve yöneticileri arasında görev ve iş dağılımlarının açık bir şekilde belirlenip belirlenmediğini takip etmek ve bir sorunla karşılaşıldığında kurumsal yönetim ilkelerine uygun bir şekilde uygulanabilecek düzenleme ve önerilerde bulunur.
- Şirket pay sahipleri ile paydaşlar arasındaki ilişkileri düzenleyici, geliştirici çalışmalar yapar.
- Şirketin kurumsal sosyal sorumluluklarını yerine getirmesini, çevreye ve kamuya duyarlı faaliyetlerin artırılmasını sağlar.
- Kurumsal yönetim uygulamalarındaki gelişmeleri takip eder ve şirkette uygulanması için çalışmalar yapar (Alp ve Kılıç, 2014:159; Özsoy, 2011:112)

2.4.3. Aday Belirleme Komitesi

Aday belirleme komitesi, yönetim kurulunda icrada görevli olmayan üyelerden oluşan bir alt komitesidir. Aday belirleme komitesinin amacı potansiyel yönetim kurulu üyelerini belirlemek ve değerlendirmektir (Özsoy, 2011:104). Aday gösterme komitesinin görevlerini üç grupta tanımlayabiliriz;

Aday belirleme komitesi ilk olarak mevcut yönetim kurulu üyelerinin gözetimini yapar. Bu kapsamda, mevcut yönetim kurulu üyelerinin eğitim, tecrübe, deneyim, sektör bilgisi gibi yönlerini gözlemleyerek, firmanın stratejik hedeflerine ulaşması için gerekli olan yeni

yetkinlik ve nitelikleri belirler ve ayrılacak olan yönetim kurulu üyelerinin yerine gelecek olan yeni üyeleri hangi özelliklere sahip olacağı hakkında çalışmalar yapar. Komitenin ikinci görevi ise, yönetim kuruluna aday olan kişilerin, daha önceden belirlenmiş olan kriterlere uygun olup olmadıklarını değerlendirir. Aynı zamanda mevcut üyelerin üyelik özelliklerini koruyup koruyamadıklarının denetimini yapar. Komitenin üçüncü görevi ise, yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilerin eğitimi ve gelişimleri hakkında ihtiyaçları belirlemek ve bu konuda önerilerde bulunmaktır (Alp ve Kılıç, 2014:160-161).

SPK' nın 2014 yılında yayınladığı tebliğde aday gösterme komitesinin görevleri;

“a) Yönetim Kurulu ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilik pozisyonları için uygun adayların saptanması, değerlendirilmesi ve eğitilmesi konularında şeffaf bir sistemin oluşturulması ve bu hususta politika ve stratejiler belirlenmesi konularında çalışmalar yapmak,

b) Yönetim kurulunun yapısı ve verimliliği hakkında düzenli değerlendirmeler yapmak ve bu konularda yapılabilecek değişikliklere ilişkin tavsiyelerini yönetim kuruluna sunmak olarak belirtilmiştir” (SPK, 2014:20).

2.4.4. Riskin Erken Saptanması Komitesi

Türk Ticaret Kanun' unun 2012 yılındaki düzenlemesiyle yürürlüğe giren 6102 sayılı kanun ve SPK' nın kurumsal yönetim ilkelerinde Riskin Erken Saptanması Komitesi' ne ait hükümler bulunmaktadır. Kanunun 378. Maddesine göre; borsada işlem gören şirketlerin yönetim kurulları, şirketlerin varlığını, gelişimini ve devamlılığını tehlikeye sokacak nedenlerin erkenden saptanması, bunun için gerekli önlemlerin ve çarelerin tatbik edilmesi, kısacası olası risklerin yönetilmesi amacıyla uzman bir komite kurmakla yükümlü kılınmıştır. Söz konusu komite sadece borsada işlem gören firmalar için bir yükümlülük olsa da; borsada işlem görmeyen firmaların bağımsız denetçilerinin gerekli görmesi halinde, bu şirketlerinde Riskin Erken Saptanması Komitesi' ni kurma yükümlülükleri doğacaktır. Aynı kanun maddesince, söz konusu komitenin, yönetim kuruluna iki ayda bir rapor verme yükümlülüğü bulunmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014:156).

Riskin Erken Saptanması Komitesi' nin uygulaması gereken görev ve yetkileri:

- Şirketin varlığını, gelişimini ve devamını tehlikeye düşürecek risklerin erken teşhisi, bunun için gerekli önlemlerin alınması ve risklerin yönetilebilmesi için kurumsal risk yönetimi sisteminin kurulması,
- Şirketi etkileyebilecek mevcut ve olası temel risk unsurlarının tanımlanması, izlenmesi ve ilgili risklerin yönetilmesi için strateji ve politikaların geliştirilmesi,
- Kurumsal risk yönetim yapısının sürekli gözlenmesi, risk yönetimine dair gerçekleştirilen uygulamaların, yönetim kurulu ve komite kararlarına uygun olarak gerçekleştirilmesinin sağlanması,
- Şirkette risk yönetim kültürünü oluşturmak ve çalışanlar ve yönetim tarafından benimsenmesi ve desteklenmesi adına yönetim kuruluna tavsiyelerde bulunmak,
- Şirketin yıllık faaliyet raporlarında yer alan risk yönetimi hususundaki konuların

tespit ve değerlendirmelerin gözden geçirilmesi (Alp ve Kılıç, 2014:158).

2.4.5. Ücret Komitesi

Ücret komitesi, şirketin genel ücret politikasını, şirketin CEO' su dahil tüm üst düzey yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin mali hakları ve menfaatleri hakkında çalışmalar yapar ve tavsiyelerde bulunur. SPK' nın 2014 yılındaki kurumsal yönetim tebliğinde ücret komitesinin görev ve sorumlulukları aşağıdaki şekilde belirtilmiştir:

- “a) Yönetim Kurulu üyelerinin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirilmesinde kullanılacak ilke, kriter ve uygulamaları şirketin uzun vadeli hedeflerini dikkate alarak belirler ve bunların gözetimini yapar,
- b) Ücretlendirmede kullanılan kriterlere ulaşma derecesi dikkate alınarak, yönetim kurulu üyelerine ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilere verilecek ücretlere ilişkin önerilerini yönetim kuruluna sunar” (SPK, 2014:20).

Şirket yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilerine çeşitli kar payı, ikramiye, prim gibi mali ödemeler yapabileceği gibi, performanslarına göre de çeşitli ödemeler yapabilir. Ancak, bağımsız yönetim kurulu üyelerine yapılan ödemelerde hassas davranılması gerekmekte olup, onların bağımsızlıkları tehlikeye atacak ödemeler yapılmamalıdır. Dahası şirketin, yönetim kurulu üyelerine borç vermeleri, kefalet ve teminat vermeleri veya üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi kullandırmaları SPK' nın kurumsal yönetim uygulamaları tebliğince yasaklanmıştır (SPK, 2014:20).

2.5. Sermaye Sahiplik Yapısı Ve Türleri

Sermaye sahipliği kavramı ile özkaynaklar işaret edilmektedir. Yani işletmenin hisse senedini elinde bulunduran pay sahiplerinin, ellerindeki menkul kıymetlerin parasal ve parasal olmayan tüm unsurlarını kapsamaktadır. Buna göre sermaye sahipliği hisse senetlerini elinde bulunduran pay sahiplerinin niceliksel özelliklerinin yanı sıra niteliksel özelliklerini de göz önüne almaktadır. Bir başka deyişle sermaye sahipliği; işletmenin aile işletmesi olup olmamasını, işletmenin kurumsal yatırımcısının varlığını, işletmenin hisse senetlerini ellerinde tutanların arasında yabancı yatırımcının oranı, işletme yöneticisinin, çalışanların ve kamunun hisse senedi sahipleri arasında olup olmamasını içermektedir (Sayman, 2012:75-76).

Sermaye sahipliği kavramında, sermaye sahiplerinin niceliksel özellikleri ile beraber niteliksel özellikleri de ayrıntılı olarak incelenmektedir. Sermaye sahipleri şirket yönetiminde söz sahibi olmayı isterler. Çünkü şirket yönetimini elinde bulunduranların sahip oldukları bir takım ayrıcalıklar bulunmaktadır. Şirket yönetimini ve kontrolünü elinde bulunduran sermaye sahiplerine hakim ortak veya hissedar denmektedir. Birçok ekonomide hakim ortak genellikle aile fertlerinden ve ya şirketlerden oluşabildiği gibi kimi ekonomilerde ise yönetimi elinde tutan hakim sermaye sahipleri olmayabilmektedir. Bu tür sermaye sahipliğine “dağınık sermaye sahipliği” ve ya “geniş tabanlı sermaye sahipliği” denilmektedir (Sakınç, 2008:18)

Küçük ölçekli işletmelerde halka açılma durumu olmadığından, genellikle hisse sentlerini ellerinde tutanlar, işletmenin kurulum aşamasında sermayeyi ortaya koyanlar ve hatta yöneticiler aynı şahıslar olmaktadır. İşletmelerin büyüüp, halka açılmaları ile işletme yönetiminin kimin elinde olacağı, işletmenin kimler tarafından kontrol edileceği büyük bir problem haline gelmektedir. Bu yüzden işletme kontrolü kavramı sermaye sahipliği kavramının içinde incelenmektedir (Sayman, 2012:77).

2.5.1.Aile İşletmeleri

Aile şirketleri, akrabalık bağı ile birbirlerine bağlı olan kişilerin mal ya da hizmet üretmek için birlikte oluşturdukları, kar amaçlı sosyal oluşumlar olarak adlandırılmaktadır. Ancak günümüzde aile şirketi kavramından sıklıkla bahsedilmesine rağmen kendi kapsam ve sınırları içerisinde, farklı bakış açıları ile değişik şekillerde tanımlanabilmektedir (Gür, 2012:3). Aile şirketlerinin tanımlamalarına bakıldığında mülkiyet, işletme, yönetim ve kültür kavramları gibi ortak noktalar öne çıkmaktadır (Fındıkçı, 2005).

Aile işletmeleri, dünyanın hemen her yerindeki ekonomilerde yer almakta ve önemli bir rol oynamaktadır. Aile işletmeleri, tüm ülke ekonomilerine bakıldığında gerek sayıca yüzdesel olarak, gerek milli gelire katkısı olarak ve toplam büyüklük olarak en fazla orana sahip olan sermaye sahipliği türü olarak karşımıza çıkmaktadır. Hem gelişmiş ekonomilerde, hem de gelişmekte olan ekonomilerde aile işletme sahipliği oranı diğer sermaye sahipliği türlerine göre oldukça yüksek oranda olduğu görülmektedir (Cadbury, 2000; akt. Sayman, 2012: 83).

Aile şirketlerinde üst yönetim kadrosu genellikle aile fertlerinden oluşur yani üst yönetici olabilmek için aile bireylerinden olmak gerekir. Üst düzey yönetici olmak için gerekli olan başarılı, eğitilmiş, deneyimli, yetenekli olmak gibi özellikler ikinci planda kalmaktadır. Çünkü bu özelliklerin zaman içerisinde kazanılacağı düşünülmektedir. Ancak bu düşüncenin aile şirketlerinin rekabet gücüne ve büyümesine olumsuz yönde etki edeceği düşünülmektedir (Gür, 2012:7-8).

Aile şirketlerinde genellikle işletmenin ismi ve itibarı ile ailenin ismi ve itibarı aynı yönde gelişmektedir. Aile üyelerinin şirket adına çalışmalarından ziyade taşıdıkları soyadı önemlidir. Ailenin itibarını yükseltmek için özveride bulunmak önemlidir. İşletmenin yönetiminde genellikle yöneticilerin çocukları görevlendirilir. İşletme sahipleri, çocuklarının geleceklerinin garanti altında olması için bir an önce işleri öğrenip işin başına geçmelerini isterler. Aile şirketleri mevcut alışkanlık ve uygulamalarından kolayca vazgeçemediklerinden, değişimlere ayak uydurmaları oldukça yavaştır. Aile şirketlerinin değişim ve süreklilik kazanmaları için kurumsallaşmaya ihtiyaçları vardır (Gür, 2012:7-8).

2.5.2.Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Günümüzde özellikle gelişmiş ekonomilerde kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarında önemli rol oynamaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar çoğunlukla yatırım bankalarıdır ve diğer işletmeleri kendi aktif büyüklüğü içinde barındıran finansal kuruluşlardır. Bir başka deyişle işletmenin hisse senetlerinin büyük bir çoğunluğunu elinde bulunduran kurumsal

yatırımcılara büyük yatırımcı, azınlık payı elinde bulunduran pay sahiplerine ise küçük yatırımcı denilmektedir. Kurumsal yatırımcılar mevduat bankaları, yatırım bankaları, sigorta şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile kurumsal emeklilik ve yatırım fonları olarak faaliyet göstermektedirler (Sayman, 2012:92).

Kurumsal yatırımcılar riski kendi üzerinde toplayarak küçük yatırımcılara oranla daha iyi risk ve getiri dengesi sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar likit sermaye piyasalarına yatırım yapmalarından dolayı yüksek likidite sağlayabilmektedirler. Bilgi sağlama ve işleme becerileri bireysel yatırımcılara oranla oldukça yüksektir. Kurumsal yatırımcıların büyüklükleri, yüksek hacimli yatırım yapmalarına olanak sağladığından işlem maliyetlerini oldukça aza indirmektedir. Ayrıca, yatırım yapılan işletmelerde gelişmiş kontrol mekanizmalarının olması temsilcilik maliyetine de oldukça azaltmaktadır (Sakinç, 2008:29).

Kurumsal yatırımcıların en önemli özelliklerinden biri de fon yönetim süreçleridir. Fon yönetim sürecinde müşterilerin yerine veya fon kaynağı adına karar alarak riski en aza indirmektedirler. Kurumsal yatırımcılar, yatırım yaptıkları işletmede büyük pay sahibi olmaları ve yönetim gücünü ele geçirerek işletmenin nakit akımı üzerinde söz sahibi olmaları durumunda temsilcilik sorununun doğmasına neden olacaklardır. Ancak kurumsal yatırımcıların uzun vadeli yatırımlarla büyük pay sahibi olarak nakit akım üzerinde söz sahibi olmaksızın kısa vadeli portföy yatırımları yapmayı tercih ettikleri görülmektedir. Bu sebeple kurumsal yatırımcılar beklenenin aksine piyasada pasif şekilde faaliyet gösteren yatırımcılardır (Sayman, 2012:94).

2.5.3.Yabancı Sahipliği

Günümüzde firmaların ayakta kalabilmeleri ve rekabet edebilmeleri için ulusal pazarda lider olmaları yeterli olamamaktadır. İşletmeler doğru kararlar alabilmek ve dış pazarlara daha az riskle açılabilme için ilgili pazarı çok iyi tanıyan firmalar ile iş birliği yapmaktadırlar. Bu işbirlikleri ile şirketler birleşmeleri gerçekleştirmektedir. Türkiye’ de son yıllarda yabancı yatırımcılar tarafından BIST şirketlerinin hisseleri satın alınarak, uluslararası pazarda işbirliği yapmaktadırlar. Bu birleşmeler ve satın almalar sayesinde ülkemizdeki yabancı sahipliği oranı her geçen gün artmaktadır (Doğan, 2016:51).

Ülkemizde özel bankaların ve özelleştirmelerin sayesinde birçok kamu kuruluşunun hisse senetleri yabancı yatırımcılar tarafından satın alınmaktadır. İşletmelerin kurumsal yabancı hisse sahipleri tarafından yönetilmesi ile işletmeler yeni bilgi ve teknolojik gelişmeleri edinmelerinin yanı sıra yüklü miktarda sermaye transferi de sağlanmaktadır(Sayman, 2012:115).

Yabancı yatırımcılar yaptıkları yatırımların güvenli bir şekilde garanti altında olması için yatırım yaptıkları ülkede ve firmada daha fazla güven, istikrar ve iyi yönetim ararlar. Yatırım yaptıkları ülkede sürpriz bir sorunla karşılaşmak istemezler. Bunun için yatırım yaptıkları ülkenin veya firmanın kurumsal yönetimine odaklanırlar ve kurumsal yönetimin belirli bir olgunluğa ulaşmış olmasını hedeflerler (Alp ve Kılıç, 2014:52).

2.5.4.Yönetici Sahipliği

İşletmede yönetici sahipliği durumunun oluşması için, yönetim kademesinde bulunan çalışanların firma hisselerine sahip olması gerekmektedir. Yönetici sahipliği işletmedeki temsil problemini ortadan kaldırmaktadır. İşletmenin yöneticisi de belirli bir oranda hisseye sahip olduğundan yönetici ve hisse sahipleri arasındaki çıkar çatışmanın çıkması önlenmektedir.

Yönetici sahipliği durumunda yöneticinin hakim ortak olması gerekmemektedir. Yönetici sahipliği durumunun en etkin olduğu sermaye yapısı dağınık sermaye yapısıdır. Dağınık sermaye yapısında, hakim ortak bulunmadığından yönetici elindeki çok az bir hisse oranı ile firmanın tümünün kontrolünü sağlayabilmektedir.

Yöneticilere hisse vermekle yöneticilerin verimliliğinin artması amaçlanmaktadır. Yönetici firmada kendisini çalışan olarak değil hissedar olarak gördüğünden sürekli firmanın çıkarlarını gözetecektir. Himmelberg vd. 1999 yılında yaptıkları çalışmada yöneticilere verilecek hisse miktarına dikkat çekmektedir. Yöneticinin sahip olduğu hisse miktarı ne kadar az ise yöneticiyi teşvik edici bir unsur olduğu, ancak sahip olduğu hisse miktarının artması ile yöneticinin firmadaki hakimiyeti artacak ve firma çıkarlarından çok kendi çıkarlarını gözetmesi durumu oluşabilecektir (Sayman, 2012:99).

2.5.5. Çalışan Sahipliği

Çalışan sahipliği bir işletmedeki çalışanların, istihdam edildikleri işletmenin hisselerine sahip olması durumunu ifade etmektedir. Çalışanlara hisse verilerek çalışanlarda aidiyet duygusunun sağlanması amaçlanmıştır. Çalışanların firmayı kendi firmaları gibi görmelerini sağlayarak, verimliliklerinin artması hedeflenmektedir.

Çalışan sahipliği konusunda başta ABD olmak üzere gelişmiş birçok ülkede bu konu üzerinde araştırmalar ve çalışmalar yapılmaktadır. Çalışan sahipliğinin artırılmasına yönelik teşvik ve yasalar çıkarılmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamu kurumlarının özelleştirme süreçlerinde çalışanların işletmeye ortak olmaları sağlanmaktadır. Ülkemizde bunun örneği olarak Karabük Demir- Çelik firması gösterilebilir. Karabük Demir- Çelik firması özelleştirilirken hisselerin yarısı çalışanlarına satılarak özelleştirilmiştir.

“Çalışanları hissedar yapma planı” (ESOP) da bu başlık altında incelenmektedir. Çalışanları hissedar yapma planı ile çalışanların işletme hisselerine sahip olmaları ile işletmenin performansının ve verimliliğinin artırılması ve bundan çalışanların direk faydalanmaları sağlanmaya çalışılmıştır (Sakınç, 2008:101).

2.5.6. Kamu Sahipliği

Kamu sahipliği, kamunun herhangi bir şirket, endüstri veya işletme varlıkları üzerinde hissesi oranında söz sahibi olmasıdır. Kamunun sahip olduğu şirketlerin kar etmesinden ziyade

sosyal sorumluluklarının yerine getirmesi beklenmektedir. Devlet sahipliği çoğu zaman tartışılmış olup, bir kısım savunurken bir kısım karşı çıkmaktadır (Öztürkçü,2012:35)

Kamu sahipliği ile savunma, güvenlik, eğitim, sağlık, yaşlılar ve çocuklar için sığınma yerleri gibi bazı hizmetleri ücretsiz olarak doğrudan gerçekleştirilebilmektedir. Söz konusu bu hizmetlerin karşılanması için gerekli olan maddi kaynaklar vatandaşların ödediği vergiler ile karşılanmaktadır.

Kamu sahipliğindeki işletmeler genellikle faaliyet gösterdikleri sektörün tekeli durumundadır. Tekel piyasasında rekabet etmek oldukça zor olmakta ve bu piyasanın kendine özgü bir fiyat dengesi bulunmaktadır. Kamu sahipliğindeki işletmenin müşterileri halk olduğundan, kamu sahipliğindeki işletmeler halkın çıkarlarını gözetmek durumundadır.

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ülkemizdeki kamu sahipliğindeki işletmelere örnek olarak gösterilebilmektedir. KİT kavramı kamunun kaynaklarını kullanarak ekonomik alanda faaliyet gösteren kamu sahipliğindeki işletmeleri ifade etmektedir. KİT'ler, kamunun sosyal ve ekonomik ihtiyaçlarına cevap verebilmek adına kurulmuşlardır. Genel olarak KİT'lerin kuruluş amaçları; ekonomik kalkınmayı sağlamak, tekelleri kamu eliyle işletmek, özel sektörün başaramayacağı veya giremediği işleri yapmak, ekonomiye yön vermek, özel sektöre öncülük etmek ve gelir dağılımını düzenlemek şeklinde özetlenmektedir (Sayman, 2012:105).

2.5.7. Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği

Geniş tabanlı sermaye sahipliğinde hissedarlar arasında hakim ortak bulunmamakta ve pek çok hissedar bulunmaktadır. Geniş tabanlı sermaye sahipliğinin bulunduğu işletmelerde otorite üst düzey yöneticilerde bulunmaktadır. Bu tarz işletmelerde yönetim kurullarının seçiminde hiçbir ortak etkin olmamakta ve işletme yöneticileri hissedarlara eşit mesafede bulunanlar arasından seçilmektedir (Sayman, 2012:109). La Porta ve diğerleri 1999 yılındaki çalışmalarında, geniş tabanlı sermaye sahipliğinde hiçbir hissedarın sahip olduğu hisse oranının %10 u geçmemesi gerektiğini belirtmişlerdir.

Geniş tabanlı sermaye sahipliğinin artıları olduğu kadar maliyetleri de bulunmaktadır. Buradaki en önemli maliyet gözetim maliyetidir. Geniş tabanlı sermaye sahipliğinde, yöneticilerin, işletmede alacağı kararlarda kendi menfaatlerini gözetmemesi için hissedarların yöneticileri sürekli denetlemesi ve gözlemesi gerekmektedir. Dolayısıyla bu tarz ortaklıklarda vekalet problemi ve vekalet maliyetleri daha fazladır. Bu maliyetlere yöneticilerin işe alınması ve işten çıkarılması maliyetleri de eklenmektedir (Öztürkçü, 2012:36).

Geniş tabanlı sermaye sahipliğinde yönetim ve kontrol yöneticiler üzerinde olduğundan hissedarların işletme kaynaklarının kullanımında doğrudan tasarrufları bulunamamaktadır. Buna göre; hisse sahiplerinin servetlerinin ne olacağı yöneticilerin alacağı kararlara bağlıdır. Bu durum yöneticilerin hisse sahiplerine oranla daha güçlü olmalarına neden olacaktır (Sayman, 2012:110).

BÖLÜM 3: YÖNETİM KURULU YAPISI VE SAHİPLİK YOĞUNLUĞUNUN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİLERİ

3.1. Araştırmanın Konusu

Bu çalışmada da BİST 100’ de faaliyet gösteren mali kuruluşlar haricindeki 76 firmanın 2012 – 2017 yılları arasındaki verileri dikkate alınarak 456 gözlem üzerinde çalışma yapılmıştır. Çalışmada firmaların yönetim kurullarının yapılarının ve sahiplik yoğunluğunun firma performansı üzerindeki etkileri ve bu etkinin hangi yönde olduğu araştırılmıştır.

3.2. Örneklem Seçimi ve Veri Toplama Yöntemi

Çalışmada örneklem olarak 2017 yılında BİST 100 endeksinde bulunan ve mali kuruluşlar haricindeki firmalar üzerinde araştırma yapılmıştır. Mali verilerine ulaşamayan firmalar ve mali kuruluşlar haricinde 76 firmanın verileri üzerinde çalışılmıştır. Örneklemde yer alan firmalara ait eksik veri bulunmadığından veri setimiz dengeli panel veri setidir.

Firmalara ilişkin gelir tablosu ve bilanço bilgileri Kamuoyu Aydınlatma Platformu (KAP)’ tan, yönetim kurulları ve sahiplik yapıları ile ilgili değişkenler firmaların faaliyet raporlarından toplanmıştır.

3.3. Araştırmanın Değişkenleri

Bu çalışmada bağımlı değişken olarak, özsermaye karlılığı(ROE), faiz ve vergi öncesi kar (EBİT) ve Tobin’s Q oranı(TQ), bağımsız değişken olarak; yönetim kurulu üye sayısı(YKUS), yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı (BYKUO), yönetim kurulundaki kadın üye oranı (KYKUO), yönetim kurulundaki yabancı üye oranı (YYKUO), icra kurulu başkanının aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmaması (İKİLİK), en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO), en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO), halka açıklık oranı (HAO) ve kontrol değişken olarak; firma yaşı (YAŞ), kaldıraç oranı (LEV) ve firma aktif büyüklüğünün doğal logaritması (SİZE) kullanılmıştır.

3.3.1. Bağımlı Değişkenler

Bu çalışmada, firmanın finansal performansını ölçmek için muhasebe temelli özsermaye karlılığı ve faiz ve vergi öncesi kar değeri ile piyasa değeri göstergelerinden olan Tobin’s Q oranı kullanılmıştır.

3.3.1.1. Özsermaye Karlılığı

Karayel ve Doğan (2014), Al-Najjar (2014), Muchemwa ve diğerleri (2016) ile Kılıç ve Ayriçay (2018) araştırmalarında firmanın finansal performansını ölçmek için özsermaye karlılığı değerini kullanmışlardır.

$\text{Özsermaye Karlılığı} = \text{Dönem Net Karı} / \text{Özsermaye Defter Değeri}$

3.3.1.2. Faiz ve Vergi Öncesi Kar

Aydeniz (2009), Lückerath-Rovers (2011), Tan (2012) ve Yılmaz (2018) çalışmalarında firmanın finansal performansını ölçmek için Faiz ve Vergi Öncesi Kar değerini kullanmışlardır.

$$EBIT = \text{Net Satışlar} - \text{Satışların Maliyeti} - \text{Faaliyet Giderleri} + \text{Faaliyet Dışı Gelirler}$$

3.3.1.3. Tobin's Q

Ünlü vd.(2011), Fauzi ve Locke (2012), Rad vd. (2013) ile Rizwan vd. (2016) çalışmalarında firmanın finansal performansını ölçmek için Tobin's Q oranını kullanmışlardır. Kurumsal yönetim alanında yapılan araştırmalarda son dönemlerde sıklıkla kullanılan oranlardan birisidir.

$$\text{Tobin's Q} = (\text{Piyasa Değeri} + \text{Toplam Borç}) / \text{Toplam Varlıklar}$$

3.3.2. Bağımsız Değişkenler

3.3.2.1. Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Değişkenler

Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKUS): Bhagat ve Black (2002), Ghabayen (2012), Kim (2013) ve Kılıç (2014) yaptıkları çalışmada yönetim kurulu üye sayısını bağımsız değişken olarak kullanmıştır. Yönetim kurulu üye sayısı denildiğinde, kurumsal yönetimle alakalı vekalet teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi ve temsil teorileri karşımıza çıkmaktadır. Vekalet teorisi, büyük firmaların, firmanın faaliyetlerini denetlemek ve gözetlemek için daha fazla sayıda üyeye ihtiyaç olduğunu belirtmiş, kaynak bağımlılığı teorisi de benzer bir şekilde, büyük firmaların daha çok kaynağa ihtiyaç duyacağından dolayı, bu kaynaklara ulaşılabilmesi için daha çok üyeye sahip olunması gerektiğini belirtmiştir. Ancak vekalet teorisi, vekalet problemleri ile karşı karşıya kalınmaması için üye sayısına sınırlandırma getirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Temsil teorisi ise üye sayısından ziyade üyelerin niteliklerine dikkat çekmektedir. Firmayı temsil eden bağımlı üyelerin kurul kararlarını etkileyecek üstün bilgi ve becerilere sahip olmaları gerektiğini varsaymaktadır (Ekşi, 2009:133).

$$YKUS = \text{Toplam Yönetim Kurulu Üye Sayısı}$$

H₁: Yönetim kurulu üye sayısı arttıkça firma performansı artar.

Yönetim Kurulundaki Kadın Üye Oranı (KYKUO): Bhagat ve Bolton (2008), Fauzi ve Locke (2012), Priya ve Nimalathan (2013) ve Kılıç (2014) yaptıkları çalışmada yönetim

kurulu üye oranını bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Yönetim kurulunda kadın üyelerin bulunması çeşitlilik yaratması bakımından kaynak bağımlılığı teorisini, kontrol ve etkinliği artırması bakımından da vekalet teorisini desteklemektedir.

$$KYKUO = \text{Yönetim Kurulundaki Kadın Üye Sayısı} / \text{Yönetim Kurulu Toplam Üye Sayısı}$$

H₂: Yönetim kurulundaki kadın üye oranı arttıkça firma performansı artar.

Yönetim Kurulundaki Bağımsız Üye Oranı (BYKUO): Ehikioya (2009), Ghabayen (2012), Kılıç (2014) ve Habib (2016) araştırmalarında bağımsız değişken olarak bağımsız yönetim kurulu üye sayısını kullanmışlardır. Bağımsız üyeler, vekâlet teorisine göre, örgüt içindeki denetimin sağlanması bakımından önemlidirler (Fama ve Jensen, 1983). Kaynak bağımlılığı teorisine göre; yönetim kurullarında örgüt dışından üyelerin yer almalarının sebeplerinden biri olarak, örgüt içinde var olmayan yönetsel bilgi ve becerilere daha kolay erişimin sağlanması durumu olarak belirtilmektedir (Şener, 2011:65)

$$BYKUO = \text{Yönetim Kurulundaki Bağımsız Üye Sayısı} / \text{Yönetim Kurulu Toplam Üye Sayısı}$$

H₃: Yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı arttıkça firma performansı artar.

Yönetim Kurulundaki Yabancı Üye Oranı (YYKUO): Ehikioya (2009), Rouf (2012), Ammari ve diğerleri (2014) ile Yağlı ve Ünlü (2016) araştırmalarında yönetim kurulu yabancı üye oranını bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Yönetim kurulunda yabancı üyenin bulunup bulunmaması vekalet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisine açısından önem kazanmaktadır. Yabancı üyenin varlığı ile yönetim kurullarının etkinliğinin artacağı ve pek çok kaynağa daha kolay erişimin sağlanacağı savunulmaktadır.

$$YYKUO = \text{Yönetim Kurulundaki Yabancı Üye Sayısı} / \text{Yönetim Kurulu Toplam Üye Sayısı}$$

H₄: Yönetim kurulundaki yabancı üye oranı arttıkça firma performansı artar.

İcra Kurulu Başkanının Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Başkanı Olup Olmaması (İKİLİK): Ehikioya (2009), Rad ve diğerleri (2013), Kılıç (2014) ve Habib (2016) yaptıkları çalışmada icra kurulu başkanının aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmaması durumunu -ikilik bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Ceo ikiliği ile alakalı olarak vekalet teorisi, temsil teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisine önem kazanmaktadır. Vekalet teorisine göre; şirkette ikiliğin olması durumunda, firmada denetleyen ve denetlenenin aynı kişi olmasından dolayı firma performansının azalacağı düşünülmektedir.

Ancak temsil teorisine göre; yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının aynı kişiler olması durumunda şirkette daha hızlı karar alınacağı ve hedeflere daha iyi odaklanılacağı için oluşan güç birliği ile firma performansının artıracığı düşünülmektedir. Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının farklı kişiler olması halinde firma dışında ulaşılan kaynakların miktarının ve çeşitliliğinin artacağı savunulmaktadır.

İKİLİK =İcra Kurulu Başkanı ile Yönetim Kurulu Başkanı Aynı Kişi ise 1, Değilse 0

H₅: Yönetim kurulunda ikilik varsa firma performansı azalır.

3.3.2.2. Sahiplik Yapısı ile İlgili Değişkenler

En Büyük Hissedarın Sermaye Oranı (EB1HO): Yurtoğlu (2000), Bayrakdaroğlu (2010), Hamadi (2010) ve Chen (2012) araştırmalarında sahiplik yapısı ile ilgili bağımsız değişken olarak en büyük hissedarın sermaye oranını kullanmışlardır. En büyük hisseye sahip ortaklar, diğer ortaklara göre şirket yönetimi ve kontrolünde daha çok söz ve etki sahibi olurlar. Bir firmada, yoğunlaşma ne kadar çoksa, firmanın hâkim ortağının yönetimin risk almaması konusundaki baskısı o kadar çok olacaktır. Dolayısı ile azınlık ortaklar ile kontrol gücünü elinde tutan ortaklar arasında temsil probleminin ortaya çıkmasına neden olacaktır.

EB1HO = En Büyük Sermaye Oranını Elinde Tutan Bir Ortağa Ait Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye Tutarı

H₆: En büyük hissedarın sermaye oranı arttıkça firma performansı azalır.

En Büyük 3 Hissedarın Toplam Sermaye Oranı (EB3HO): Önder (2000), Gürsoy (2001), Karakaya (2004)ve Topaloğlu ve diğerleri (2016) yaptıkları çalışmalarında sahiplik yapısı ile ilgili bağımsız değişken olarak en büyük üç hissedarın sermaye oranını kullanmışlardır.

EB3HO = En Büyük Sermaye Oranını Elinde Tutan İlk Üç Ortağın Toplam Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye Tutarı

H₇: En büyük üç hissedarın toplam sermaye oranı arttıkça firma performansı azalır.

Firma Halka Açıklık Oranı (HAO): Önem ve Demir (2015), Topaloğlu ve diğerleri (2016) ve Kılıç ve Ayriçay (2018) çalışmalarında Firmaların halka açıklık oranını bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Firmada halka açıklık oranı ne kadar fazlaysa, sermaye oranı o kadar çok tabana yaygındır ve risk dağıtılmıştır.

HAO = Halka Açık Olan Sermaye Tutarı / Toplam Sermaye Tutarı

H₈: Firma halka açıklık oranı arttıkça firma performansı artar.

3.3.3. Kontrol Değişkenleri

Firma Yaşı (YAŞ): Ehikioya (2009), Aygün vd. (2011), Hassan vd. (2015) ve Rutledge vd. (2016) çalışmalarında firma yaşını bağımsız değişken olarak kullanmışlardır. Firmanın yaşının büyük olması o firmanın ne kadar köklü ve tecrübeli olduğunu göstermektedir. Öte yandan firma yaşı arttıkça geleneksellemiş alışkanlıklar artacak ve yeniliklere ayak uydurma noktasında ve rekabette sorunlar yaşanabilecektir.

YAŞ = Cari Yıl – Firma Kuruluş Yılı

H₉: Firma yaşı arttıkça firma performansı artar.

Kaldıraç Oranı (LEV): Abidin ve diğerleri (2009), Alkdai ve Hanefah (2012), Ocak (2013) ve Doğan (2015) araştırmalarında kaldıraç oranını kontrol değişkeni olarak kullanmışlardır. Kaldıraç oranı varlıklarının ne kadarının borçla finanse edildiği hakkında bilgi vermektedir. Bu oran ne kadar artarsa, firmanın mali sıkıntısı o kadar fazla demektir.

LEV = Toplam Borç / Toplam Varlıklar

H₁₀: Firma borçluluk oranı arttıkça firma performansı azalır.

Firma Aktif Büyüklüğü (SİZE): Bhagat ve Black (2002), Cheng (2008), Ehikioya (2009), Alkdai ve Hanefah (2012) ve Kim (2013) çalışmalarında firma aktif büyüklüğünü kontrol değişkeni olarak kullanmışlardır. Firma aktif büyüklüğünün, firma performansını daha çok artırdığı mı yoksa azalttığını net olmamakla beraber büyük ölçekli firmaların daha etkin olabilecekleri düşünülmektedir.

SİZE = Toplam varlıklar kartillere bölünmüş ve ilk kartildeki firmalara 1, ikinci kartildeki firmalara 2, üçüncü kartildeki firmalara 3 ve son kartildeki firmalara 4 değeri verilmiştir.

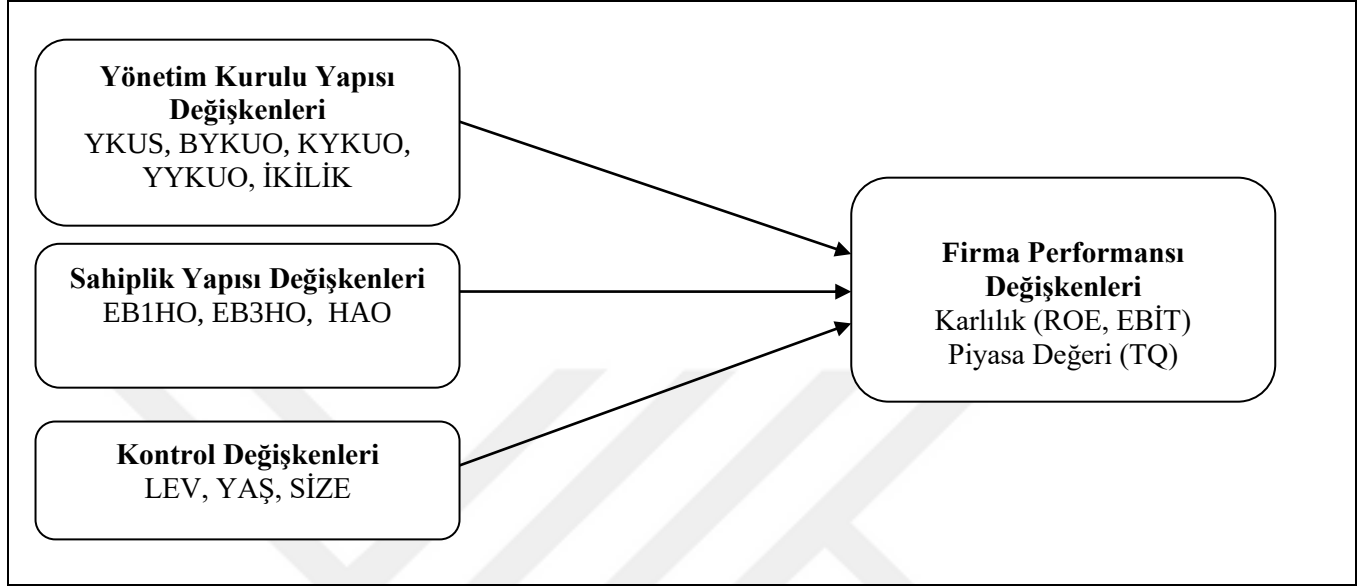
H₁₁: Firma büyüklüğü arttıkça firma performansı artar.

Tablo 2: Değişkenlerin Listesi

Bağımlı Değişkenler		ROE	Özsermaye Karlılığı
		EBİT	Faiz Ve Vergi Öncesi Kar
		TQ	Tobin’ S Q Oranı
Bağımsız Değişkenler	Yönetim Kurulu Yapısı	YKUS	Yönetim Kurulu Üye Sayısı
		KYKUO	Yönetim Kurulundaki Kadın Yönetim Kurulu Üye Oranı
		BYKUO	Yönetim Kurulundaki Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Oranı
		YYKUO	Yönetim Kurulundaki Yabancı Yönetim Kurulu Üye Oranı
		İKİLİK	İcra Kurulu Başkanının Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Başkanı Olup Olmaması
	Sahiplik Yapısı	EB1HO	En Büyük Hissedarın Sermaye Oranı
		EB3HO	En Büyük 3 Hissedarın Toplam Sermaye Oranı
		HAO	Firma Halka Açıklık Oranı
Kontrol Değişkenleri		YAŞ	Firma Yaşı
		LEV	Kaldıraç Oranı
		SİZE	Firma Aktif Büyüklüğü

3.4. Araştırmanın Modeli

Şekil 3. Teorik Araştırma Modeli



$$\text{Model A: ROE} = \beta_0 + \beta_1 * \text{YKUS} + \beta_2 * \text{BYKUO} + \beta_3 * \text{KYKUO} + \beta_4 * \text{YYKUO} + \beta_5 * \text{İKİLİK} + \beta_6 * \text{EB1HO} + \beta_7 * \text{EB3HO} + \beta_8 * \text{HAO} + \beta_9 * \text{YAŞ} + \beta_{10} * \text{LEV} + \beta_{11} * \text{SİZE} + \beta_{12} * \text{ROE}_{t-1} + \beta_{13} * \text{YD} + e$$

$$\text{Model B: EBİT} = \beta_0 + \beta_1 * \text{YKUS} + \beta_2 * \text{BYKUO} + \beta_3 * \text{KYKUO} + \beta_4 * \text{YYKUO} + \beta_5 * \text{İKİLİK} + \beta_6 * \text{EB1HO} + \beta_7 * \text{EB3HO} + \beta_8 * \text{HAO} + \beta_9 * \text{YAŞ} + \beta_{10} * \text{LEV} + \beta_{11} * \text{SİZE} + \beta_{12} * \text{EBİT}_{t-1} + \beta_{13} * \text{YD} + e$$

$$\text{Model C: TQ} = \beta_0 + \beta_1 * \text{YKUS} + \beta_2 * \text{BYKUO} + \beta_3 * \text{KYKUO} + \beta_4 * \text{YYKUO} + \beta_5 * \text{İKİLİK} + \beta_6 * \text{EB1HO} + \beta_7 * \text{EB3HO} + \beta_8 * \text{HAO} + \beta_9 * \text{YAŞ} + \beta_{10} * \text{LEV} + \beta_{11} * \text{SİZE} + \beta_{12} * \text{TQ}_{t-1} + \beta_{13} * \text{YD} + e$$

3.5. Araştırmada Kullanılan Yöntem ve Teknikler

Bu çalışmada ekonomik ilişkilerin tahmininde kullanılan, hem birim hem de zaman boyutunu birlikte analiz etme olanağını sunan Panel Veri Analiz Yöntemi tercih edilmiştir.

3.5.1. Panel Veri Analizi

Zaman boyutuna sahip yatay kesit veriler bir başka ifade ile panel veriler kullanılarak oluşturulan panel veri modelleri yardımıyla ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine “panel veri analizi” denilmektedir (Tatoğlu, 2016:4). Panel Veri Analizi; ülkeler, bireyler, firmalar, hane halkları gibi birden fazla birimin yine birden fazla zaman boyutuna ilişkin gözlemlerin bir araya getirilmesiyle oluşan ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemidir. Panel veride “birim” ifadesi bir bireyi, sektörü, firmayı, hane halkını, ülkeyi vb. ifade etmekte olup, panel veri (N) sayıda birim ve her bir birime karşılık gelen (T) sayıda gözlemden ve zaman serisinden oluşmaktadır (Tatoğlu, 2016:4).

Genel olarak panel veri modeline ait denklem aşağıdaki gibidir;

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} X_{it} + \mu_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Denklemden kullanılan Y bağımlı değişkeni, X bağımsız değişkenleri, α sabit parametreyi, β eğim parametrelerini ve μ hata terimini ifade etmektedir. i alt indisi birey, firma, şehir gibi birimleri, t alt indisi ise zaman boyutunu göstermektedir. Modeldeki değişkenlerin, parametrelerin ve hata teriminin i ve t alt indislerini taşıması panel veri setine sahip olduklarının göstergesidir (Tatoğlu, 2016:4).

Panel veri kullanımının getirdiği bazı avantajlar ve kısıtlar bulunmaktadır. Panel veri kullanımının getirdiği avantajları şu şekilde sıralayabiliriz;

1. Panel veri analizi kesit birimlere özgü farklılığı dikkate alarak, bu farklılığın model içinde kontrolüne ve ölçülebilmesine izin vermektedir.
2. Panel veri kullanılarak dışlanan değişkenlerin etkileri kontrol altına alınarak, tahmin sapması azalmakta veya tamamen ortadan kalkmaktadır.
3. Zaman serilerinde sıklıkla karşılaşılan çoklu doğrusal bağlantı problemini azaltmaktadır.
4. Tek başına yatay kesit veya zaman serisi verisi kullanılarak oluşturulamayan, hem zaman hem birim boyutunu içerebilen daha kapsamlı ve karmaşık modellerin oluşturulmasına ve bu modellerin analiz edilebilmesine olanak sağlamaktadır (Tatoğlu, 2016:9-13).

Panel veri kullanımının getirdiği kısıtlar ise,

1. Panel veri modelindeki hata terimi; hem zaman serisi modelinin, hem yatay kesit veri modelinin hem de panel veri modeline özgü sapmayı taşımaktadır.
2. Panel veri ile yapılan çalışmalarda en önemli problem verilere ulaşmak ve düzenlemektir.
3. Genellikle panel verilerin birim boyutunun fazla olmasına karşın zaman boyutu daha kısa olmaktadır. Bu da, özellikle doğrusal olmayan panel veri modellerinin çözülmesi zor ekonometrik problemlerin oluşmasına neden olmaktadır (Tatoğlu, 2016:13-14).

3.5.1.1. Birim Kök Testi

Birim kök testleri analiz yapılacak olan serinin zaman içerisinde sabit olup olmadığını yani durağan olup olmadığını test edilmesini sağlamaktadır. Eğer durağan olmayan seriler ile analiz yapılacak olursa sahte regresyon adı verilen yanıltıcı sonuçlarla karşılaşılmaktadır. Yani analize ait t , F testleri ve R^2 değerlerinin sapmalı sonuçlar vermesine neden olmaktadır (Tatoğlu, 2013:199).

Panel birim kök testleri çalışma yapan bilim adamlarına göre birinci kuşak testler ve ikinci kuşak testler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Birinci kuşak testlerde birimler arası korelasyon olmağı varsayılmakta olup bu testler; Levin, Lin ve Chu; Harris ve Tzavalis; Breitung; Hadri; Im, Pesaran ve Shin; ve Fisher ADF Panel Birim Kök testleridir. İkinci kuşak birim kök testleri ise seriler arasında korelasyon olduğunu varsaymakta olup bu testler Pesaran, Bai ve Ng, Philips ve Sul, Moon ve Perron Panel Birim Kök Testleridir. Bu testlerden Levin, Lin ve Chu; Breitung; Harris ve Tzavalis; ve Hadri panel birim kök testleri sadece dengeli panel veri setlerine kullanılabilirken; Im, Pesaran ve Shin; ve Fisher testleri ise dengesiz panel veri setleri için de uygulanması mümkün olan testlerdir (Tatoğlu, 2013:199).

3.5.1.2. Panel Veri Modellerinin Tahmini

3.5.1.2.1. Klasik Model

Klasik modele ilişkin en önemli varsayımı; bütün gözlemlerin homojen olduğu yani hem sabit parametrelerin hem de eğim parametrelerinin birimlere ve zamana göre sabit olduğu varsayımdır. Klasik modele ilişkin panel veri modelinin denklemi aşağıdaki gibi yazılabilmektedir;

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta_{1it} X_{1it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + \mu_{it}$$

Yukarıda belirtilen klasik model panel denkleminde, i alt indisi birimleri (firma, ülke, birey vs.) ifade ederken, t alt indisi zaman boyutunu (gün, hafta, ay, yıl vs.) göstermektedir. Y_{it} bağımlı değişkeni, i şirketinin t dönemindeki Y değerini; α_0 tüm birimler için aynı değeri ifade eden sabit terimi; β_1 ve β_2 bağımsız değişkenlere ait eğim parametresini; X_1 ve X_k , bağımsız değişkenleri; μ_{it} ise i biriminin t dönemindeki hata terimini göstermektedir (Tatoğlu, 2016:40).

3.5.1.2.2. Sabit Etkiler Modeli

Sabit etkiler modelinde zaman eğim parametreleri tüm yatay kesit birimleri için aynı ($\beta_1=\beta_2$) iken, sabit parametre birim etkisi içermesi nedeniyle birimden birime değişmektedir. Yani sabit etkiler modelinde sabit katsayı, sabit bir değişken gibi değerlendirilmektedir. Ayrıca sabit etkiler modelinde hata terimi μ_i ile bağımsız değişken X_{it} 'nin korelasyonsuz olduğu varsayılmaktadır (Tatoğlu, 2016:80).

Sabit etkiler modeline ilişkin panel veri denklemi aşağıda gibi ifade edilmektedir;

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta_{1it} X_{1it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + \mu_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

3.5.1.2.3. Tesadüfi Etkiler Modeli

Tesadüfi etkiler modeli örnekteki birimlerin tesadüfi olarak seçildiği ve birimler arası farklılıkların tesadüfi olarak olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Sabit etkiler modelinde birimler arasındaki farklılık sabit terimdeki farklılıklarla açıklanırken, tesadüfi etkiler modelinde ise farklılıklar hata terimindeki farklılıklar ile açıklanmaktadır. Diğer bir deyişle,

tesadüfi etkiler modelinde birim etki, sabit parametre içerisinde değil, tesadüfi olduğundan hata payı içerisinde bulunmaktadır (Tatoğlu, 2013: 102-104).

Tesadüfi etkiler modeline ilişkin panel veri denklemi aşağıda gibi ifade edilmektedir;

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta_{1it} X_{1it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + v_{it}$$

Tesadüfi etkiler modelinde birim etki sabit değil tesadüfi olduğundan hata payı içerisinde yer almaktadır. Yani hata terimi;

$$v_{it} = u_{it} + \mu_{it}$$

şeklinde ifade edilmektedir. u_{it} artık hataları ifade ederken, μ_{it} birim hatayı yani, birim farklılıkları ve zaman göre oluşan birimler arası değişmeyi göstermektedir. v_{it} içerisinde iki veya daha fazla hata terimini içerdiğinden bu modele hata terimleri modeli de denmektedir (Tatoğlu, 2016:103).

3.5.1.3.Tahmin Modelinin Seçilmesi

Bu bölümde araştırmamızda kullanılacak olan modelin, klasik model mi, tesadüfi etkili model mi yoksa sabit etkili model mi olduğunu belirlemekte kullanacağımız testlerden bahsedilecektir. Veri setimizin hangi modele uygun olduğunu belirlemede kullandığımız başlıca testler; F (Chow) testi, Breush-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ve Hausman testidir.

3.5.1.3.1. F Testi

F testi veri setinin klasik modele mi yoksa sabit etkili modele mi uygun olduğunu belirlemede kullanılmaktadır. Bu test genel olarak, verinin birimlere göre farklılık gösterip göstermediğinin testini içermektedir. Eğer ki verimiz birimlere göre farklılık göstermiyorsa, F testinin sonucu veri setimizin klasik modele uygun olduğunu, aksi halde sabit etkili modelle kurulan denklemin daha tutarlı ve etkin sonuçlar vereceğini söyleyebiliriz. Bu karar için F testinin olasılık değerine bakarız ve $p < 0.05$ ise; “ H_0 : Veri seti için klasik model uygundur” hipotezi reddedilerek, alternatif hipotez olan “ H_1 : Veri seti için sabit etkiler modeli uygundur” hipotezi kabul edilir. (Tatoğlu, 2016:168).

3.5.1.3.2. Breush-Pagan Lagrange Çarpanı Testi

Breush-Pagan Lagrange Çarpanı Testi, veri setinin klasik modele mi yoksa tesadüfi etkili modele mi uygun olduğunu belirlemede kullanılmaktadır. Bu test ile tesadüfi birim etkilerinin varyansının sıfır olduğu hipotezini sınanmaktadır.

Breush-Pagan Lagrange Çarpanı Testi sonuçlarına göre, elde edilen olasılık değerinin anlamlı çıkması durumunda modelin tesadüfi etkiler modeline uygun olduğuna ve veri setinin en tutarlı sonucu tesadüfi etkiler modeli ile vereceğini söyleyebiliriz. Bu karar için χ^2 testinin olasılık değerine bakarız ve $p < 0.05$ ise; “ H_0 : Veri seti için klasik model uygundur”

hipotezi reddedilerek, alternatif hipotez olan “ H_1 : Veri seti için tesadüfi etkiler modeli uygundur” hipotezi kabul edilir. (Tatoğlu, 2016:178).

3.5.1.3.3. Hausman Testi

Hausman testi veri setinin tesadüfi etkiler modeline mi yoksa sabit etkiler modeline mi uygun olduğunu sınamakta kullanılmaktadır. Hausman testi ile bağımsız değişkenlerle hata terimi arasında bir ilişkinin olup olmadığı test edilmektedir. Test sonucunda bağımsız değişkenler ile hata terimi arasında bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşırsa veri setimiz için sabit etkiler modelinin uygun olduğunu söylememiz mümkündür. Yine bu kararı verebilmek için χ^2 testinin olasılık değerine bakarız ve $p < 0.05$ ise; “ H_0 : Veri seti için tesadüfi etkiler modeli uygundur” hipotezi reddedilerek, alternatif hipotez olan “ H_1 : Veri seti için sabit etkiler modeli uygundur” hipotezi kabul edilir. (Tatoğlu, 2016:184).

3.5.1.4. Panel Veri Modellerinde Temel Varsayımların Testleri

Panel veri modellerinde sınanan temel varsayımlar; heteroskedastisite (değişen varyans), otokorelasyon (ardışık bağımlılık) ve birimler arası korelasyondur. Klasik regresyon modelinde, gözlemlere ait hata terimi varyanslarının birbirinin aynısı ve sabit olması beklenmektedir. Ancak bazı veri setlerinde bu varsayım ihlal edilmekte olup değişen varyans problemi söz konusu olmakta ve regresyon değerleri sapmalı sonuçlar vermektedir (Yıldız, 2011:171).

Klasik regresyon modelinin diğer bir varsayımı da denklemde yer alan hata teriminin ardışık zaman içerisinde almış olduğu değerlerin bir önceki dönemden bağımsız olduğudur (Kutlar, 2009: 161). Eğer bir modelde hata teriminin ardışık zaman dilimlerinde almış olduğu değer bir önceki dönemin değerinden etkileniyorsa otokorelasyon problemi söz konusudur.

Panel veri modellerindeki temel varsayımlardan bir tanesi hata terimlerinin birimlere göre (birey, şirket, ülke vs.) bağımsız olup, rastgele değerler aldığıdır. Bu temel varsayımdan sapma durumu ise literatürde birimler arası korelasyon ya da yatay kesitsel bağımlılık olarak nitelendirilmektedir. Genellikle panel veride yer alan veriler ana küleden tesadüfi olarak seçilmesi durumunda hata terimi birimlere göre bağımsız olmakta, ya da diğer bir deyişle hata terimleri birimlere ait özelliklerden etkilenmemektedir. Fakat bazen birbirlerine benzer özelliklere sahip birimler (ülkeler, bölgeler, eyaletler gibi) ile çalışıldığında birimler arası korelasyon problemiyle karşılaşıldığı görülmektedir (Tatoğlu, 2016: 9).

3.5.1.5. Dirençli Tahminciler

Bir regresyon modelinde otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyon gibi problemlerin bulunması halinde model içerisinde yer alan değişkenlerin sonuçlarının ve modelin R^2 'si sapmalı sonuçlar vermektedir. Söz konusu problemlerin birinin ya da birkaçının bulunması durumunda bu problemleri dikkate alan dirençli tahmincilerin kullanılması daha doğru sonuçlar verecektir. Modelde değişen varyans problemi (heteroskedasite) bulunması durumunda; Huber, Eicker ve White tahmincileri kullanılmaktadır. Değişen varyans (heteroskedasite) ve otokorelasyonun her ikisinin

bulunması durumunda; Arellano, Froot ve Rogers tahmincileri, Wooldrige tahmincisi ve Newey- West tahmincilerinden biri kullanılabilir. Değişen varyans (heteroskedasite), otokorelasyon ve birimler arası korelasyon probleminin her üçünün de bulunması durumunda ise; Parks-Kmenta, Beck-Katz ve Driscoll-Kraay tahmincileri kullanılmaktadır (Tatoğlu, 2016:287).

3.6. Araştırmanın Bulguları

3.6.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi

Çalışmada 2012-2017 yılları arasında BİST 100’ de faaliyet gösteren, mali kuruluşlar haricindeki 76 firma’ya ilişkin tanımlayıcı istatistikler tablo 3’ de yer almaktadır.

Tablo 3: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

DEĞİŞKEN	GÖZLEM	ORTALAMA	STD. SAPMA	MİN.	MAX.
ROE	456	13.255	52.071	-445.84	757.25
TQ	456	1.599	1.198	0.27	15.96
EBİT	456	571968.9	1248315	-386074	1.05E+07
YKUS	456	8.509	2.389	3	18
BYKUO	456	0.298	0.065	0	0.57
KYKUO	456	0.116	0.123	0	0.56
YYKUO	456	0.124	0.183	0	0.71
İKİLİK	456	0.050	0.219	0	1
EB1HO	456	0.490	0.201	0	0.97
EB3HO	456	0.625	0.198	0	1
HAO	456	0.347	0.189	0	1
ROE _{t-1}	380	13.950	50.814	-123.59	757.25
TQ _{t-1}	380	1.594	1.262	0.27	15.96
EBİT _{t-1}	380	488152.3	1058466	-386074	7153161
YAS	456	48.25	22.366	2	114
LEV	456	0.621	0.425	0.0562	44.789
SIZE	456	2.743	0.832	1	4

Tablo4’de modelde yer alan değişkenlerin birbirleriyle olan ilişkilerinin derecesini ve ilişkilerinin yönünü gösteren korelasyon analizi sonuçları verilmiştir. Bağımlı değişken ROE’ nin bağımsız değişkenlerle olan ilişkisine bakıldığında KYKUO ve YYKUO ile negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur ($p<0.05$). Diğer bağımlı değişken EBİT’ in bağımsız değişkenlerle olan ilişkisine bakıldığında YKUS, BYKUO ve SİZE ile pozitif yönlü, İKİLİK ve EB1HO ile negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür. TQ ile diğer değişkenlerin ilişkisine bakıldığında BYKUO, KYKUO ve SİZE ile negatif yönlü, YAŞ ve LEV değişkenleri ile pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisi olduğu görülmüştür ($p<0.01$).

Bağımsız değişken olan yönetim kurulu üye sayısı YKUS ile YYKUO, YAŞ ve SİZE arasında pozitif yönlü, BYKUO, KYKUO, İKİLİK ve EB1HO ile arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür ($p<0.01$). Bağımsız yönetim kurulu üye oranı BYKUO ile İKİLİK, HAO ve SİZE arasında pozitif yönlü, YYKUO ve EB3HO ile arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür ($p<0.01$). Kadın yönetim kurulu üye oranı KYKUO ile YYKUO, EB3HO, LEV ve YAŞ arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür ($p<0.01$). Yabancı yönetim kurulu üye oranı YYKUO ile ve EB3HO arasında pozitif yönlü, HAO ile arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür ($p<0.05$). İKİLİK ile HAO arasında pozitif yönlü, EB1HO ve EB3HO ile arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür ($p<0.01$).

EB1HO ile EB3HO ve YAŞ arasında pozitif yönlü, HAO ile arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür ($p<0.01$). EB3HO ile HAO arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür ($p<0.01$). Son olarak YAŞ değişkeni ile LEV değişkeni arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmüştür ($p<0.01$). Diğer tüm değişkenler arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır ($p>0.05$).

Tablo 4 : Değişkenler Arası Korelasyon Tablosu

	ROE	TQ	EBİT	YKUS	BYKUO	KYKUO	YYKUO	İkİLİK	EBİHO	EB3HO	HAO	YAŞ	LEV	SİZE
ROE	1.000													
TQ	0.132**	1.000												
EBİT	0.013	-0.104*	1.000											
YKUS	-0.088	-0.023	0.367**	1.000										
BYKUO	0.035	-0.111*	0.224**	-0.326**	1.000									
KYKUO	-0.108*	-0.275**	0.059	-0.165**	0.017	1.000								
YYKUO	-0.097*	0.087	0.078	0.323**	-0.296**	-0.246**	1.000							
İkİLİK	0.016	0.091	-0.066*	-0.137**	0.162**	-0.052	0.051	1.000						
EBİHO	0.045	0.070	-0.108*	-0.204**	0.021	-0.034	0.120*	-0.124**	1.000					
EB3HO	-0.048	0.030	-0.028	0.065	-0.198**	-0.143**	0.303**	-0.247**	0.729**	1.000				
HAO	0.067	-0.017	0.032	-0.072	0.223**	0.064	-0.297**	0.275**	-0.625**	-0.936**	1.000			
YAŞ	0.089	0.173**	0.081	0.193**	-0.103	-0.070*	0.034	-0.070	0.141**	0.073	-0.054	1.000		
LEV	0.089	0.520**	-0.028	-0.041	0.030	-0.216**	-0.069	-0.018	0.048	-0.010	0.035	0.263**	1.000	
SİZE	-0.079	-0.191**	0.562**	0.395**	0.277**	-0.052	0.063	-0.074	-0.082	0.043	-0.017	0.041	-0.062	1.000

** %1, * %5 düzeyinde anlamlıdır.

3.6.2. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Panel veri analizinde öncelikli olarak çalışılacak olan değişkenlerin durağanlığı kontrol edilmelidir. Durağan değişkenlerle çalışılması sahte regresyon ilişkilerinin oluşmasını önlemektedir. Bu çalışmada, birim kök testi olarak dengeli panel verilerinde kullanılabilen ve $N > T$ olduğunda daha tutarlı sonuçların elde edildiği Harris ve Tzavallis (1999) panel birim kök testi uygulanmıştır (Tatoğlu,2013:205).

Tablo 5: Harris ve Tzavallis Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Z – istatistiği	Olasılık Değeri
YKUS	-4.3983	0.0000
BYKUO	-9.6062	0.0000
KYKUO	-4.6069	0.0000
YYKUO	-3.4623	0.0003
İKİLİK	-11.8050	0.0000
EB1HO	-5.3619	0.0000
EB3HO	-3.1258	0.0009
HAO	-4.8360	0.0000
LEV	-1.9042	0.0284
SİZE	-6.5609	0.0000
TQ	-5.0876	0.0000
ROE	-13.5084	0.0000
EBİT	-2.4706	0.0067

H₀: Seri birim kök içerir.

H₁: Seri durağandır.

Tablo 5' in sonuçlarına göre tüm değişkenler için H₀ hipotezi reddedilerek, tüm değişken serilerinin durağan olduğuna karar verilmiştir.

3.6.3.Yönetim Kurulu Yapısı ile Sahiplik Yapısının Özsermaye Karlılığı (ROE) Üzerindeki Etkileri

Yönetim kurulu yapısı ile sahiplik yapısının özsermaye karlılığı üzerindeki etkileri araştırmak üzere dört model oluşturulmuştur. Model 1' de sadece yönetim kurulu yapısının, model 2' de sadece sermaye yapısının, model 3' te hem yönetim kurulu yapısının hem de

sahiplik yapısının birlikte, model 4' de ise tüm değişkenlere ilave olarak bağımlı değişkenin bir önceki yılına ait değeri kontrol değişkeni olarak eklenerek özsermaye karlılığı üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

$$\text{Model 1: ROE} = \beta_0 + \beta_1 * \text{YKUS} + \beta_2 * \text{BYKUO} + \beta_3 * \text{KYKUO} + \beta_4 * \text{YYKUO} + \beta_5 * \text{İKİLİK} + \beta_6 * \text{YAŞ} + \beta_7 * \text{LEV} + \beta_8 * \text{SİZE} + \beta_9 * \text{YD} + e$$

$$\text{Model 2: ROE} = \beta_0 + \beta_1 * \text{EB1HO} + \beta_2 * \text{EB3HO} + \beta_3 * \text{HAO} + \beta_4 * \text{YAŞ} + \beta_5 * \text{LEV} + \beta_6 * \text{SİZE} + \beta_7 * \text{YD} + e$$

$$\text{Model 3: ROE} = \beta_0 + \beta_1 * \text{YKUS} + \beta_2 * \text{BYKUO} + \beta_3 * \text{KYKUO} + \beta_4 * \text{YYKUO} + \beta_5 * \text{İKİLİK} + \beta_6 * \text{EB1HO} + \beta_7 * \text{EB3HO} + \beta_8 * \text{HAO} + \beta_9 * \text{YAŞ} + \beta_{10} * \text{LEV} + \beta_{11} * \text{SİZE} + \beta_{12} * \text{YD} + e$$

$$\text{Model 4: ROE} = \beta_0 + \beta_1 * \text{YKUS} + \beta_2 * \text{BYKUO} + \beta_3 * \text{KYKUO} + \beta_4 * \text{YYKUO} + \beta_5 * \text{İKİLİK} + \beta_6 * \text{EB1HO} + \beta_7 * \text{EB3HO} + \beta_8 * \text{HAO} + \beta_9 * \text{YAŞ} + \beta_{10} * \text{LEV} + \beta_{11} * \text{SİZE} + \beta_{12} * \text{ROE}_{t-1} + \beta_{13} * \text{YD} + e$$

Tahmin Modelinin Seçilmesi İçin Yapılan Testlerin Sonuçları

İlk olarak, veri setimizin klasik modele mi yoksa sabit etkiler modeline mi uygun olduğunu yani; verilerin birimlere göre değişkenlik gösterip göstermediğini belirlemek için F (Chow) testi uygulanmıştır.

Tablo 6: F (Chow) Testi Sonuçları

ROE	F- Değeri	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 1	2,54	0,000	Sabit Etkiler
Model 2	2,68	0,000	Sabit Etkiler
Model 3	2,51	0,000	Sabit Etkiler
Model 4	1,75	0,000	Sabit Etkiler

H₀: Veri seti için klasik model uygundur.

H₁: Veri seti için sabit etkiler modeli uygundur.

Tablo 6' daki sonuçlara göre; tüm modeller için F testinin olasılık değerleri 0,05' lik önem seviyesinden düşük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiştir. Tüm modeller için sabit etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceği görülmüştür.

İkinci olarak, veri setimizin klasik modele mi yoksa tesadüfi etkiler modeline mi uygun olduğunu yani; birim etkilerin varyanslarının sıfıra eşit olup olmadığını belirlemek için Breush- Pagan (LM) testi uygulanmıştır.

Tablo 7: Breush- Pagan (LM) Testi Sonuçları

ROE	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 1	26,93	0,000	Tesadüfi Etkiler
Model 2	34,70	0,000	Tesadüfi Etkiler
Model 3	26,07	0,000	Tesadüfi Etkiler
Model 4	0,00	1,000	Klasik Model

H₀: Veri seti için klasik model uygundur.

H₁: Veri seti için tesadüfi etkiler modeli uygundur.

Tablo 7’ deki sonuçlara göre; ilk üç modelin 1 serbestlik dereceli χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiş, model 4 için 1 serbestlik dereceli χ^2 testinin olasılık değeri 0,05’ lik önem seviyesinden yüksek olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. İlk üç model için tesadüfi etkiler modelinin, model 4 için ise klasik modelin daha etkin sonuçlar vereceği görülmüştür.

Son olarak tablo 6 ve tablo 7’ nin sonuçlarına istinaden veri setimizin tesadüfi etkiler modeline mi yoksa sabit etkiler modeline mi uygun olduğunu belirlemek için Hausman testi uygulanmıştır.

Tablo 8: Hausman Testi Sonuçları

ROE	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 1	24,19	0,019	Sabit Etkiler
Model 2	20,52	0,024	Sabit Etkiler
Model 3	24,65	0,054	Tesadüfi Etkiler
Model 4	147,07	0,000	Sabit Etkiler

H₀: Modelde tesadüfi etkiler mevcuttur.

H₁: Modelde tesadüfi etkiler yoktur.

Tablo 8 ‘ deki sonuçlara göre; model 1, model 2 ve model 4 için χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiş, model 3 için χ^2 testinin olasılık değeri 0,05’ lik önem seviyesinden yüksek olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Sonuç olarak model 1, model 2 ve model 4 için sabit etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceği, model 3 için ise tesadüfi etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceği görülmüştür.

Modellerdeki Temel Varsayımların Testleri

Panel veri analizinde etkin dirençli tahmincinin belirlenebilmesi için oluşturulan panel veri modellerinin değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi problemleri içerip içermediği test edilmelidir. Modelimizde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi varsayımlardan sapmaların bulunması durumunda, oluşturduğumuz panel veri modeli sapmalı sonuçlar vermekte ve modelin etkinliği azalmaktadır.

İlk olarak modelimizde değişen varyans (heteroskedasite) probleminin olup olmadığı, yani hata terimlerinin varyansının sabit olması varsayımının gerekliliği sınanmıştır. Bunun için sabit etkiler modeli olan model 1, model 2 ve model 4 için Değiştirilmiş Wald Testi, tesadüfi etkiler modeli olan model 3 için Levene, Brown ve Forsythe testi uygulanmıştır.

Tablo 9: Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları

ROE	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 1	130000	0,000	Değişen Varyans Var
Model 2	580000	0,000	Değişen Varyans Var
Model 4	570000	0,000	Değişen Varyans Var

H₀: Modelde değişen varyans yoktur.

H₁: Modelde değişen varyans vardır.

Tablo 9’ da bulunan sonuçlara göre χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Model 1, model 2 ve model 4 için değişen varyans probleminin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 10: Levene, Brown ve Forsythe Testi Sonuçları

ROE	F Değeri	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 3	W0 = 5.065 W50 = 1.632 W10 = 5.065	0,000 0,001 0,000	Değişen Varyans Var

H₀: Modelde değişen varyans yoktur.

H₁: Modelde değişen varyans vardır.

Tablo 10’ da bulunan Levene, Brown ve Forsythe Testi Sonucuna göre F testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Model 3 için değişen varyans probleminin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İkinci olarak, modelimizde otokorelasyon probleminin olup olmadığı test edilmiştir. Eğer modelimizde otokorelasyon problemi varsa modeldeki hata terimleri ardışık zaman dilimlerinde bir önceki dönem değerinden etkileniyor demektir. Otokorelasyon probleminin göz ardı edilmesi modelimizin açıklayıcılık değerinin gerçek değerinden çok yüksek çıkmasına neden olacaktır. Modeldeki otokorelasyon probleminin tespiti için modellere Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın geliştirdiği “Durbin Watson” testi ile Baltagi-Wu’nun geliştirdiği “Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI)” uygulanmıştır. Söz konusu değerlerin 2’ den küçük olması durumunda modelde otokorelasyon probleminin olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 11: Yerel En İyi Değişmez Testi ve Durbin Watson Testi Sonuçları

ROE	Baltagi Wu’nun Testi	Durbin Watson Testi	Sonuç
Model 1	2.207	1.905	Otokorelasyon Var
Model 2	2.211	1.910	Otokorelasyon Var
Model 3	2.207	1.911	Otokorelasyon Var
Model 4	1.937	1.250	Otokorelasyon Var

H₀: Modelde otokorelasyon yoktur.

H₁: Modelde otokorelasyon vardır.

Tablo 11’ de bulunan Durbin Watson testinin sonuçları 2’ den küçük olması sebebiyle H_0 hipotezi tüm modeller için reddedilmiş olup, otokorelasyon probleminin olduğunu söyleyebiliriz.

Son olarak sabit etkili modellerde birimler arası korelasyon probleminin varlığı sınanmıştır. Modellerdeki birimler arası korelasyon probleminin sınanması için Paseran testi uygulanmıştır.

Tablo 12: Paseran Testi Sonuçları

ROE	Değer	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 1	21.810	0,000	Birimler Arası Korelasyon Var
Model 2	20,863	0,000	Birimler Arası Korelasyon Var
Model 4	19,756	0,000	Birimler Arası Korelasyon Var

H₀: Modelde birimler arası korelasyon yoktur.

H₁: Modelde birimler arası korelasyon vardır.

Tablo 12’ de bulunan sonuçlara göre; tüm modeller için hesaplanan paseran testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiştir. Model 1, model 2 ve model 4 için birimler arası korelasyon probleminin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Dirençli Tahminci Sonuçları

Sabit etkiler modeliyle tahmin edilen model 1, model 2 ve model 4 için test ettiğimiz değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerinin hepsinin olduğu tespit edildiğinden Driscoll-Kraay dirençli tahmincisi kullanılmıştır. Driscoll-Kraay dirençli tahmincisi özellikle mikro ekonometrik panellerde N>T olduğu durumlarda daha güçlü bir tahmincidir (Tatoğlu, 2016:276). Tesadüfi etkiler modeliyle tahmin edilen model 3 içinse değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin olduğu tespit edildiğinden Rogers Kümelenmiş Standart Hatalar dirençli tahmincisi kullanılmıştır.

Tablo 13: Dirençli Tahminci Sonuçları

	Bağımlı Değişken ROE		Bağımlı Değişken ROE		Bağımlı Değişken ROE		Bağımlı Değişken ROE	
	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
Bağımsız Değişkenler	β	P Değeri	β	P Değeri	β	P Değeri	β	P Değeri
YKUS	.479	0.692	-	-	-1.171013	0.327	1.751998	0.329
BYKUO	-46.292	0.176	-	-	-18.3823	0.700	-71.4784	0.278
KYKUO	45.229	0.351	-	-	-44.48513	0.089*	81.53206	0.206
YYKUO	27.104	0.010***	-	-	-20.442	0.150	24.71449	0.154
İKİLİK	9.243	0.415	-	-	-1.10143	0.911	omit	-
EB1HO	-	-	88.61485	0.005***	39.35929	0.049**	85.68152	0.038**
EB3HO	-	-	-32.50499	0.027**	-31.35965	0.187	-73.85751	0.009***
HAO	-	-	1.186592	0.160	11.7743	0.462	-19.68207	0.078*
YAŞ	.969	0.071*	1.186592	0.003***	.2332549	0.435	.7072527	0.482
LEV	-55.768	0.001***	-54.44706	0.001***	-5.266023	0.475	-64.8618	0.004***
SİZE	2.842	0.463	2.76695	0.315	-1.512025	0.603	7.363572	0.061*
ROE _{t-1}	-	-	-	-	-	-	-.1349845	0.397
YD (yıl dummy)	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi
Sabit Katsayı	omit	-	omit	-	35.16923	0.429	omit	-
F/ χ^2 R ²	47.23*** 0.0579		12.97*** 0.0592		22.77 0.0569		21.63*** 0.0755	

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

Driscoll-Kraay tahmincisi ile tahmin edilen yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenlerin öz sermaye karlılığına olan etkisini incelemek için oluşturulan model 1 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur (F=47.23; p<0.01). Modelin açıklayıcılık oranı %5.79' dur. Model 1 parametreleri incelendiğinde yönetim kurulundaki yabancı üye oranı (YYKUO) (p<0.01) ve firma yaşının (YAŞ) (p<0,10), özsermaye karlılığı (ROE) üzerindeki etkileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Yani yönetim kurulundaki yabancı üye oranı ve firma yaşı arttıkça özsermaye karlılığı artmaktadır. Kontrol değişkenlerimizden kaldıraç oranının (LEV) (p<0.01) özsermaye karlılığı üzerindeki etkisinin ise negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Yani örneklemimizde yer alan firmaların kaldıraç oranları arttıkça özsermaye karlılığı azalmaktadır. Yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı (BYKUO), kadın üye oranı (KYKUO),icra kurulu

başkanının aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmaması (İKİLİK) ve firma aktif büyüklüğünün (SİZE) özsermaye karlılığı üzerindeki etkilerinin ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür ($p>0.10$).

Driscoll-Kraay tahmincisi ile tahmin edilen sahiplik yoğunluğu ve kontrol değişkenlerin öz sermaye karlılığına olan etkisini incelemek için oluşturulan model 2 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($F= 12.97$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %5.92' dir. Firma sahiplik yapısıyla ilgili en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO) ve firma yaşının (YAŞ) ($p<0.01$) özsermaye karlılığı üzerindeki etkileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Firma sahiplik yapısıyla ilgili en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO) ($p<0.05$) ve kaldıraç oranının (LEV) ($p<0.01$) özsermaye karlılığı üzerindeki etkileri ise negatif yönde ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Firma halka açıklık oranı (HAO) ve firma aktif büyüklüğünün (SİZE) özsermaye karlılığı üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır ($p>0.10$).

Rogers Kümelenmiş Standart Hatalar dirençli tahmincisi ile tahmin edilen yönetim kurulu yapısı, sahiplik yoğunluğu ve kontrol değişkenlerin birlikte ele alındığı model 3 istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır ($\chi^2=22.77$; $p>0.10$). Model 3 anlamlı bulunmadığı için yorumlanmamıştır.

Driscoll-Kraay tahmincisi ile tahmin edilen model 4'de model 3 de yer alan değişkenlere ilave olarak t-1 yılına ait özsermaye karlılığı oranı (ROE_{t-1}) kontrol değişken olarak eklenmiştir. İlgili model istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($F= 21.63$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %7.55' dir. Firma sahiplik yapısıyla ilgili en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO) ($p<0.05$) ve firma aktif büyüklüğünün (SİZE) ($p<0.10$) özsermaye karlılığı üzerindeki etkilerinin pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı oldukları görülmektedir. Firma sahiplik yapısıyla ilgili en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO) ile kontrol değişkeni kaldıraç oranı (LEV) ($p<0.01$) ve firma halka açıklık oranının (HAO) ($p<0.10$) özsermaye karlılığı üzerindeki etkilerinin negatif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı oldukları görülmektedir. Modeldeki yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulundaki bağımsız yönetim kurulu üye oranı (BYKUO), yönetim kurulundaki kadın yönetim kurulu üye oranı (KYKUO), yönetim kurulundaki yabancı yönetim kurulu üye oranı (YYKUO), bir önceki döneme ait özsermaye karlılığı oranı (ROE_{t-1}) ve kontrol değişkeni firma yaşının (YAŞ) özsermaye karlılığı üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür. ($p>0.10$).

3.6.4. Yönetim Kurulu Yapısı ile Sahiplik Yapısının Faiz ve Vergi Öncesi Kar (EBİT) Üzerindeki Etkileri

Yönetim kurulu yapısı ile sahiplik yapısının faiz ve vergi öncesi kar üzerindeki etkileri araştırmak üzere dört model oluşturulmuştur. Model 5' de sadece yönetim kurulu yapısının, model 6' de sadece sermaye yapısının, model 7' te hem yönetim kurulu yapısının hem de sahiplik yapısının birlikte, model 8' de ise tüm değişkenlere ilave olarak bağımlı değişkenin

bir önceki yılına ait değeri kontrol değişkeni olarak eklenerek faiz ve vergi öncesi kar üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

$$\text{Model 5: } EB\dot{I}T = \beta_0 + \beta_1 * YKUS + \beta_2 * BYKUO + \beta_3 * KYKUO + \beta_4 * YYKUO + \beta_5 * \dot{I}K\dot{I}L\dot{I}K + \beta_6 * YA\dot{S} + \beta_7 * LEV + \beta_8 * S\dot{I}ZE + \beta_9 * YD + e$$

$$\text{Model 6: } EB\dot{I}T = \beta_0 + \beta_1 * EB1HO + \beta_2 * EB3HO + \beta_3 * HAO + \beta_4 * YA\dot{S} + \beta_5 * LEV + \beta_6 * S\dot{I}ZE + \beta_7 * YD + e$$

$$\text{Model 7: } EB\dot{I}T = \beta_0 + \beta_1 * YKUS + \beta_2 * BYKUO + \beta_3 * KYKUO + \beta_4 * YYKUO + \beta_5 * \dot{I}K\dot{I}L\dot{I}K + \beta_6 * EB1HO + \beta_7 * EB3HO + \beta_8 * HAO + \beta_9 * YA\dot{S} + \beta_{10} * LEV + \beta_{11} * S\dot{I}ZE + \beta_{12} * YD + e$$

$$\text{Model 8: } EB\dot{I}T = \beta_0 + \beta_1 * YKUS + \beta_2 * BYKUO + \beta_3 * KYKUO + \beta_4 * YYKUO + \beta_5 * \dot{I}K\dot{I}L\dot{I}K + \beta_6 * EB1HO + \beta_7 * EB3HO + \beta_8 * HAO + \beta_9 * YA\dot{S} + \beta_{10} * LEV + \beta_{11} * S\dot{I}ZE + \beta_{12} * EB\dot{I}T_{t-1} + \beta_{13} * YD + e$$

Tahmin Modelinin Seçilmesi İçin Yapılan Testlerin Sonuçları

İlk olarak, veri setimizin klasik modele mi yoksa sabit etkiler modeline mi uygun olduğunu yani; verilerin birimlere göre değişkenlik gösterip göstermediğini belirlemek için F (Chow) testi uygulanmıştır.

Tablo 14: F (Chow) Testi Sonuçları

EBİT	F- Değeri	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 5	15.05	0.000	Sabit Etkiler
Model 6	16.55	0.000	Sabit Etkiler
Model 7	15.10	0.000	Sabit Etkiler
Model 8	2.00	0.000	Sabit Etkiler

H₀: Veri seti için klasik model uygundur.

H₁: Veri seti için sabit etkiler modeli uygundur.

Tablo 14’ deki sonuçlara göre; tüm modeller için F testinin olasılık değerleri 0,05’ düzeyinde anlamlı olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiştir. Yani tüm modeller için sabit etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceğini görülmüştür.

İkinci olarak, veri setimizin klasik modele mi yoksa tesadüfi etkiler modeline mi uygun olduğunu yani; birim etkilerin varyanslarının sıfıra eşit olup olmadığını belirlemek için Breush- Pagan (LM) testi uygulanmıştır.

Tablo 15: Breush- Pagan (LM) Testi Sonuçları

EBİT	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 5	480.66	0.000	Tesadüfi Etkiler
Model 6	503.91	0.000	Tesadüfi Etkiler
Model 7	474.80	0.000	Tesadüfi Etkiler
Model 8	0.00	1.000	Klasik Model

H₀: Veri seti için klasik model uygundur.

H₁: Veri seti için Tesadüfi etkiler modeli uygundur.

Tablo 15’ deki sonuçlara göre; ilk üç modelin 1 serbestlik dereceli χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ düzeyinde anlamlı olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiş, model 8 için 1 serbestlik dereceli χ^2 testinin olasılık değeri 0,05’ lik önem seviyesinden yüksek olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. İlk üç model için tesadüfi etkiler modelinin, model 8 için ise klasik modelin daha etkin sonuçlar vereceği görülmüştür.

Son olarak tablo 14 ve tablo 15’ in sonuçlarına istinaden veri setimizin tesadüfi etkiler modeline mi yoksa sabit etkiler modeline mi uygun olduğunu belirlemek için Hausman testi uygulanmıştır.

Tablo 16: Hausman Testi Sonuçları

EBİT	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 5	30.04	0.0028	Sabit Etkiler
Model 6	39.52	0.0000	Sabit Etkiler
Model 7	41.29	0.0003	Sabit Etkiler
Model 8	34.45	0.0010	Sabit Etkiler

H₀: Modelde tesadüfi etkiler mevcuttur.

H₁: Modelde tesadüfi etkiler yoktur.

Tablo 16 ‘ daki sonuçlara göre; model 5, model 6, model 7 ve model 8 için χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Sonuç olarak model 5, model 6, model 7 ve model 8 için sabit etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceği görülmüştür.

Modellerdeki Temel Varsayımların Testleri

Panel veri analizinde etkin dirençli tahmincinin belirlenebilmesi için oluşturulan panel veri modellerinin değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi problemleri içerip içermediği test edilmelidir. Modelimizde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi varsayımlardan sapmaların bulunması durumunda, oluşturduğumuz panel veri modeli sapmalı sonuçlar vermekte ve modelin etkinliği azalmaktadır.

İlk olarak modelimizde değişen varyans (heteroskedasite) probleminin olup olmadığı, yani hata terimlerinin varyansının sabit olması varsayımının gerekliliği sınanmıştır. Bunun için sabit etkiler modeli olan model 1, model 2, model 3 ve model 4 için Değiştirilmiş Wald Testi uygulanmıştır.

Tablo 17: Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları

EBİT	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 5	1700000	0.0000	Değişen Varyans Var
Model 6	50313.43	0.0000	Değişen Varyans Var
Model 7	5200000	0.0000	Değişen Varyans Var
Model 8	160000	0.0000	Değişen Varyans Var

H₀: Modelde değişen varyans yoktur

H₁: Modelde değişen varyans vardır.

Tablo 17’ de bulunan sonuçlara göre χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Model 5, model 6, model 7 ve model 8 için değişen varyans probleminin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

İkinci olarak, modelimizde otokorelasyon probleminin olup olmadığı test edilmiştir. Eğer modelimizde otokorelasyon problemi varsa modeldeki hata terimleri ardışık zaman dilimlerinde bir önceki dönem değerinden etkileniyor demektir. Otokorelasyon probleminin göz ardı edilmesi modelimizin açıklayıcılık değerinin gerçek değerinden çok yüksek çıkmasına neden olacaktır. Modeldeki otokorelasyon probleminin tespiti için modellere Bhargava, Franzini ve Narendranathan’ın geliştirdiği “Durbin Watson” testi ile Baltagi-Wu’nun geliştirdiği “Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI)” uygulanmıştır. Söz konusu değerlerin 2’ den küçük olması durumunda modelde otokorelasyon probleminin olduğunu söyleyebiliriz.

Tablo 18: Yerel En İyi Değişmez Testi ve Durbin Watson Testi Sonuçları

EBİT	Baltagi Wu’nun Testi	Durbin Watson Testi	Sonuç
Model 5	1.8102297	1.2044884	Otokorelasyon Var
Model 6	1.7427445	1.1365935	Otokorelasyon Var
Model 7	1.8180192	1.2161943	Otokorelasyon Var
Model 8	2.3389523	1.7183626	Otokorelasyon Var

H₀: Modelde otokorelasyon yoktur.

H₁: Modelde otokorelasyon vardır.

Tablo 18’ de bulunan Durbin Watson testinin sonuçları 2’ den küçük olması sebebiyle H_0 hipotezi tüm modeller için reddedilmiş olup, otokorelasyon probleminin olduğunu söyleyebiliriz.

Son olarak sabit etkili modellerde birimler arası korelasyon probleminin varlığı sınanmıştır. Modellerdeki Birimler Arası Korelasyon probleminin sınanması için Paseran testi uygulanmıştır.

Tablo 19: Paseran Testi Sonuçları

EBİT	Değer	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 5	20.251	0.0000	Birimler Arası Korelasyon Var
Model 6	25.505	0.0000	Birimler Arası Korelasyon Var
Model 7	19.333	0.0000	Birimler Arası Korelasyon Var
Model 8	15.306	0.0000	Birimler Arası Korelasyon Var

H₀: Modelde birimler arası korelasyon yoktur.

H₁: Modelde birimler arası korelasyon vardır.

Tablo 19’ da bulunan sonuçlara göre; tüm modeller için hesaplanan paseran testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Paseran testi sonuçlarına göre model 5, 6, 7 ve model 8 için birimler arası korelasyon probleminin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Dirençli Tahminci Sonuçları

Sabit etkiler modeliyle tahmin edilen model 5, model 6, model 7 ve model 8 için, değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerinin hepsinin olduğu tespit edildiğinden Driscoll-Kraay dirençli tahmincisi kullanılmıştır. Driscoll-Kraay dirençli tahmincisi özellikle mikro ekonometrik panellerde $N > T$ olduğu durumlarda daha güçlü bir tahmincidir (Tatoğlu, 2016:276).

Tablo 20: Dirençli Tahminci Sonuçları

	Bağımlı Değişken EBİT		Bağımlı Değişken EBİT		Bağımlı Değişken EBİT		Bağımlı Değişken EBİT	
	Model 5		Model 6		Model 7		Model 8	
Bağımsız Değişkenler	β	P Değeri	β	P Değeri	β	P Değeri	β	P Değeri
YKUS	175168.4	0.038**	-	-	167157	0.039**	214807.6	0.013***
BYKUO	1080496	0.003***	-	-	810596.8	0.039**	678901.4	0.034**
KYKUO	568223.1	0.578	-	-	546959.3	0.594	1605185	0.040**
YYKUO	-823283.8	0.358	-	-	-996092	0.279	442988.8	0.248
İKİLİK	-148181.9	0.102	-	-	-104593.6	0.206	omit	omit
EB1HO	-	-	706411.6	0.009***	1259676	0.006** *	605980.5	0.178
EB3HO	-	-	-1949293	0.035**	-1624780	0.005** *	-2149360	0.005***
HAO	-	-	-261376.3	0.582	-19429.44	0.954	-839145.7	0.087*
YAŞ	-27105.7	0.137	31688.19	0.055*	-14013.61	0.282	-2665.246	0.865
LEV	-231483.3	0.002***	-181660.1	0.000***	-204497.3	0.001** *	-211736.5	0.003***
SIZE	15192.72	0.798	4444.662	0.951	4.341.807	0.944	41911.87	0.512
EBİT _{t-1}	-	-	-	-	-	-	.2986195	0.085*
YD (yıl dummy)	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi
Sabit Katsayı	omit	-	omit	-	omit	-	omit	-
F R ²	153.40*** 0.1948		153.78*** 0.1619		81.91*** 0.2045		14.13*** 0.2816	

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

Driscoll-Kraay tahmincisi ile tahmin edilen yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenlerinden oluşan model 5 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($F = 153.40$; $p < 0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %19.48’ dir. Model parametreleri incelendiğinde, yönetim kurulu üye sayısı (YKUS) ($p < 0.05$), bağımsız üye oranının (BYKUO) ($p < 0.01$) EBİT üzerindeki etkileri

pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Yani bizim örneklemimizden elde edilen bulgulara göre, yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulunda bağımsız üye oranı arttıkça EBİT artmaktadır. Kontrol değişkenlerinden kaldıraç oranının (LEV) ($p<0.001$) EBİT değeri üzerindeki etkisi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Diğer yönetim kurulu değişkenlerinin (kadın yönetim üye oranı, (KYKUO), yabancı üye oranı (YYKUO), ikilik, firma yaşı (YAŞ) ve firma aktif büyüklüğünün (SİZE) EBİT değeri üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur ($p>0.10$).

Driscoll-Kraay tahmincisi ile tahmin edilen ve firma sahiplik yapısı ile kontrol değişkenlerinin EBİT üzerindeki etkilerinin incelendiği model 6 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($F=153.78$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %16.19' dur. Sahiplik yoğunluğunun göstergelerinden biri olan en büyük hissedarın sermaye oranının (EB1HO) ($p<0.01$), EBİT değeri üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranının (EB3HO) ($p<0.05$) EBİT değeri üzerindeki etkisi negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Yani en büyük sermaye yoğunluğuna sahip bireylerin payı arttıkça EBİT artarken, en büyük 3 hissedarın payı arttıkça EBİT azalmaktadır. Kontrol değişkenlerinden kaldıraç oranının (LEV) ($p<0.01$) EBİT değeri üzerindeki etkisi negatif iken ve firma yaşının (YAŞ) ($p<0.10$) EBİT üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Firma halka açıklık oranı (HAO) ve firma aktif büyüklüğünün (SİZE) ise EBİT değeri üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür ($p>0.10$).

Yönetim kurulu yapısı, sahiplik yapısı ve kontrol değişkenlerinin EBİT üzerindeki etkilerinin incelendiği model 7 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($F=81.91$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %20.45' dir. Model parametrelerine bakıldığında, yönetim kurulu üye sayısı (YKUS) ve bağımsız üye oranının (BYKUO) ($p<0.05$) EBİT değeri üzerindeki etkileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Sahiplik yapısı değişkenlerinden en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO) ($p<0.01$) EBİT değeri üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı iken, en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO) ve kontrol değişkeni kaldıraç oranının (LEV) ($p<0.01$) EBİT değeri üzerindeki etkisinin negatif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Modelde yer alan diğer değişkenlerin (yönetim kurulu üye oranı (KYKUO), yabancı üye oranı (YYKUO), İKİLİK, halka açıklık oranı (HAO), firma yaşı (YAŞ) ve firma aktif büyüklüğünün (SİZE)) EBİT üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür ($p>0.10$).

Model 8' de model 7'deki değişkenlere kontrol değişkeni olarak bir önceki yıla ait EBİT değeri ($EBİT_{t-1}$) eklenerek yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısının EBİT üzerindeki etkileri incelenmiştir. İlgili model istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($F=14.13$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %28.16' dir. Model 8'de yönetim kurulu üye sayısı (YKUS) ($p<0.01$), bağımsız üye oranı (BYKUO) ve kadın üye oranının (KYKUO) ($p<0.05$) EBİT değeri üzerindeki etkilerinin pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Ayrıca en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO) ($p<0.01$),

halka açıklık oranı (HAO) ($p < 0.10$) ve kontrol değişkenlerimizden kaldıraç oranının (LEV) ($p < 0.01$) EBIT üzerindeki etkileri negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. EBIT_{t-1} modelin açıklama gücünü artırıcı bir etki sağlamıştır. Bir önceki yıla ait EBIT değerinin (EBIT_{t-1}) ($p < 0.10$) EBIT değeri üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Driscoll-Kraay modeliyle tahmin edilen modelde icra kurulu başkanının aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmaması (İKİLİK) değişkenini model dışı kaldığı görülmüştür. Yabancı üye oranı (YYKUO), en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO), firma yaşı (YAŞ) ve firma aktif büyüklüğünün (SIZE) EBIT değeri üzerindeki etkilerinin ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür ($p > 0.10$).

3.6.5. Yönetim Kurulu Yapısı ile Sahiplik Yapısının Tobin's Q (TQ) Üzerindeki Etkileri

Yönetim kurulu yapısı ile sahiplik yapısının Tobin's Q üzerindeki etkileri araştırmak üzere dört model oluşturulmuştur. Model 9' de sadece yönetim kurulu yapısının, model 10' de sadece sermaye yapısının, model 11' te hem yönetim kurulu yapısının hem de sahiplik yapısının birlikte, model 12' de ise tüm değişkenlere ilave olarak bağımlı değişkenin bir önceki yılına ait değeri kontrol değişkeni olarak eklenerek Tobin's Q üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

$$\text{Model 9: } TQ = \beta_0 + \beta_1 * YKUS + \beta_2 * BYKUO + \beta_3 * KYKUO + \beta_4 * YYKUO + \beta_5 * İKİLİK + \beta_6 * YAŞ + \beta_7 * LEV + \beta_8 * SIZE + \beta_9 * YD + e$$

$$\text{Model 10: } TQ = \beta_0 + \beta_1 * EB1HO + \beta_2 * EB3HO + \beta_3 * HAO + \beta_4 * YAŞ + \beta_5 * LEV + \beta_6 * SIZE + \beta_7 * YD + e$$

$$\text{Model 11: } TQ = \beta_0 + \beta_1 * YKUS + \beta_2 * BYKUO + \beta_3 * KYKUO + \beta_4 * YYKUO + \beta_5 * İKİLİK + \beta_6 * EB1HO + \beta_7 * EB3HO + \beta_8 * HAO + \beta_9 * YAŞ + \beta_{10} * LEV + \beta_{11} * SIZE + \beta_{12} * YD + e$$

$$\text{Model 12: } TQ = \beta_0 + \beta_1 * YKUS + \beta_2 * BYKUO + \beta_3 * KYKUO + \beta_4 * YYKUO + \beta_5 * İKİLİK + \beta_6 * EB1HO + \beta_7 * EB3HO + \beta_8 * HAO + \beta_9 * YAŞ + \beta_{10} * LEV + \beta_{11} * SIZE + \beta_{12} * TQ_{t-1} + \beta_{13} * YD + e$$

Tahmin Modelinin Seçilmesi İçin Yapılan Testlerin Sonuçları

İlk olarak, veri setimizin klasik modele mi yoksa sabit etkiler modeline mi uygun olduğunu yani; verilerin birimlere göre değişkenlik gösterip göstermediğini belirlemek için F (Chow) testi uygulanmıştır.

Tablo 21: F (Chow) Testi Sonuçları

TQ	F- Değeri	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 9	7.58	0.000	Sabit Etkiler
Model 10	8.51	0.000	Sabit Etkiler
Model 11	7.59	0.000	Sabit Etkiler
Model 12	2.64	0.000	Sabit Etkiler

H₀: Veri seti için klasik model uygundur.

H₁: Veri seti için sabit etkiler modeli uygundur.

Tablo 21’ deki sonuçlara göre; tüm modeller için F testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Tüm modeller için sabit etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceği görülmüştür.

İkinci olarak, veri setimizin klasik modele mi yoksa tesadüfi etkiler modeline mi uygun olduğunu yani; birim etkilerin varyanslarının sıfıra eşit olup olmadığını belirlemek için Breush- Pagan (LM) testi uygulanmıştır.

Tablo 22: Breush- Pagan (LM) Testi Sonuçları

TQ	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 9	295.80	0.000	Tesadüfi Etkiler
Model 10	332.76	0.000	Tesadüfi Etkiler
Model 11	295.99	0.000	Tesadüfi Etkiler
Model 12	0.23	0.316	Klasik Model

H₀: Veri seti için klasik model uygundur.

H₁: Veri seti için Tesadüfi etkiler modeli uygundur.

Tablo 22’ deki sonuçlara göre; ilk üç modelin 1 serbestlik dereceli χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiş, model 4 için 1 serbestlik dereceli χ^2 testinin olasılık değeri 0,05’ lik önem seviyesinden yüksek olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. İlk üç model için tesadüfi etkiler modelinin, model 4 için ise klasik modelin daha etkin sonuçlar vereceği görülmüştür.

Son olarak tablo 21 ve tablo 22’ nin sonuçlarına istinaden veri setimizin tesadüfi etkiler modeline mi yoksa sabit etkiler modeline mi uygun olduğunu belirlemek için Hausman testi uygulanmıştır.

Tablo 23: Hausman Testi Sonuçları

TQ	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 9	9.71	0.641	Tesadüfi Etkiler
Model 10	8.77	0.554	Tesadüfi Etkiler
Model 11	10.50	0.787	Tesadüfi Etkiler
Model 12	132.71	0.000	Sabit Etkiler

H₀: Modelde tesadüfi etkiler mevcuttur.

H₁: Modelde tesadüfi etkiler yoktur.

Tablo 23’ deki sonuçlara göre; model 9, model 10 ve model 11 için χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden yüksek olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiş, model 12 için χ^2 testinin olasılık değeri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Sonuç olarak model 9, model 10 ve model 11 için tesadüfi etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceği, model 12 için ise sabit etkiler modelinin daha etkin sonuçlar vereceği görülmüştür.

Modellerdeki Temel Varsayımların Testleri

Panel veri analizinde etkin dirençli tahmincinin belirlenebilmesi için oluşturulan panel veri modellerinin değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi problemleri içerip içermediği test edilmelidir. Modelimizde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi varsayımlardan sapmaların bulunması durumunda, oluşturduğumuz panel veri modeli sapmalı sonuçlar vermekte ve modelin etkinliği azalmaktadır.

İlk olarak modelimizde değişen varyans (heteroskedasite) probleminin olup olmadığı, yani hata terimlerinin varyansının sabit olması varsayımının gerekliliği sınanmıştır. Bunun için tesadüfi etkiler modeli olan model 9, model 10 ve model 11 için Levene, Brown ve Forsythe testi, sabit etkiler modeli olan model 4 için Değiştirilmiş Wald Testi uygulanmıştır.

Tablo 24: Levene, Brown ve Forsythe Testi Sonuçları

TQ	F Değeri	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 9	W0 = 4.6423253 W50 = 1.9443523 W10 = 4.6423253	0.000 0.000 0.000	Değişen Varyans Var
Model 10	W0 = 4.9702629 W50 = 2.0862179 W10 = 4.9702629	0.000 0.000 0.000	Değişen Varyans Var
Model 11	W0 = 4.6520567 W50 = 1.9252451 W10 = 4.6520567	0.000 0.000 0.000	Değişen Varyans Var

H₀: Modelde değişen varyans yoktur.

H₁: Modelde değişen varyans vardır.

Tablo 24’ de bulunan Levene, Brown ve Forsythe Testi Sonucuna göre F testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiştir. Model 9, model 10 ve model 11 için değişen varyans probleminin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 25: Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları

TQ	Ki-Kare İstatistiği	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 12	820000	0.000	Değişen Varyans Var

H₀: Modelde değişen varyans yoktur.

H₁: Modelde değişen varyans vardır.

Tablo 25’ de bulunan sonuçlara göre χ^2 testinin olasılık değerleri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H₀ hipotezi reddedilmiştir. Model 12 için değişen varyans probleminin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 26: Yerel En İyi Değişmez Testi ve Durbin Watson Testi Sonuçları

TQ	Baltagi Wu’nun Testi	Durbin Watson Testi	Sonuç
Model 9	1.725532	1.0648072	Otokorelasyon Var
Model 10	1.7257464	1.0679856	Otokorelasyon Var
Model 11	1.7411928	1.0838036	Otokorelasyon Var
Model 12	2.2426038	1.8746234	Otokorelasyon Var

H₀: Modelde otokorelasyon yoktur.

H₁: Modelde otokorelasyon vardır.

Tablo 26’ de bulunan Durbin Watson testinin sonuçları 2’ den küçük olması sebebiyle tüm modeller için H_0 hipotezi reddedilmiş olup, otokorelasyon probleminin olduğunu ifade eden H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Son olarak sabit etkili modelde birimler arası korelasyon probleminin varlığı sınanmıştır. Modeldeki birimler arası korelasyon probleminin sınanması için Paseran testi uygulanmıştır.

Tablo 27: Paseran Testi Sonuçları

TQ	Değer	Olasılık Değeri	Sonuç
Model 12	5.505	0.000	Birimler Arası korelasyon Var

H₀: Modelde birimler arası korelasyon yoktur.

H₁: Modelde birimler arası korelasyon vardır.

Tablo 27’ de bulunan sonuca göre model 4 için hesaplanan Pesaran Testinin olasılık değeri 0,05’ lik önem seviyesinden düşük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiştir. Model 12 için birimler arası korelasyon probleminin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Dirençli Tahminci Sonuçları

Tesadüfi etkiler modeliyle tahmin edilen model 9, model 10 ve model 11 için, değişen varyans ve otokorelasyon problemlerinin hepsinin olduğu tespit edildiğinden Rogers Kümelenmiş Standart Hatalar dirençli tahmincisi kullanılmıştır. Sabit etkiler modeliyle tahmin edilen model 12 içinse; değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerinin hepsinin olduğu tespit edildiğinden Driscoll-Kraay dirençli tahmincisi kullanılmıştır.

Tablo 28: Dirençli Tahminci Sonuçları

	Bağımlı Değişken TQ		Bağımlı Değişken TQ		Bağımlı Değişken TQ		Bağımlı Değişken TQ	
	Model 9		Model 10		Model 11		Model 12	
Bağımsız Değişkenler	β	P Değeri	β	P Değeri	β	P Değeri	β	P Değeri
YKUS	.0225919	0.408	-	-	.0354821	0.221	.0316168	0.031**
BYKUO	- .3805716	0.597	-	-	-.4833509	0.451	.4521879	0.280
KYKUO	- 1.186339	0.042**	-	-	- 1.183.777	0.057*	- 1.237.764	0.017**
YYKUO	.456414	0.316	-	-	.411711	0.376	-.0557854	0.765
İKİLİK	.407313	0.561	-	-	.4108081	0.55	omit	-
EB1HO	-	-	.7849883	0.220	.9721361	0.117	.8278573	0.071*
EB3HO	-	-	- .9024178	0.456	- 1.158.689	0.263	1.337.988	0.016**
HAO	-	-	- .6092784	0.583	-.5381917	0.567	1.532.656	0.004***
YAŞ	.0026943	0.461	.0027476	0.499	.0016608	0.616	-.0218275	0.009***
LEV	1.22905	0.016**	1.25127	0.012**	1.229.373	0.016**	.3796014	0.367
SİZE	- .1190204	0.051*	- .0824068	0.203	-.1044616	0.089*	.0063045	0.804
TQ _{t-1}	-	-	-	-	-	-	.294224	0.063*
YD (yıl dummy)	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi	Eklendi
Sabit Katsayı	1.241949	0.041**	1.546592	0.151	1.610143	0.132	omit	-
F/ χ^2 R ²	84.80*** 0.3497		67.68*** 0.2977		100.92*** 0.3476		16.64*** 0.3130	

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

Rogers Kümelenmiş Standart Hatalar dirençli tahmincisi ile tahmin edilen, yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenlerinden oluşan model 1 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($\chi^2=84.80$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %34.97' dir. Analiz sonuçlarına göre, kadın üye oranı (KYKUO) ve firma büyüklüğünün (SİZE) ($p<0.05$) Tobin' s Q değeri (TQ) üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı ancak negatif yönde, kaldıraç oranının (LEV) ($p<0.05$) Tobin' s Q değeri (TQ) üzerindeki etkisinin pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yabancı üye oranı

(YYKUO), bağımsız üye oranı (BYKUO), ikilik (İKİLİK) ve firma yaşının (YAŞ) Tobin' s Q üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür ($p>0.10$).

Rogers Kümelenmiş Standart Hatalar dirençli tahmincisi ile tahmin edilen, sahiplik yapısı ve kontrol değişkenlerinden oluşan model 2 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($\chi^2=67.68$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %29.77' dir. Modelde sadece kontrol değişkeni olan kaldıraç oranının (LEV) ($p<0.05$) Tobin' s Q değeri (TQ) üzerindeki etkisi pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı iken diğer değişkenlerin (En büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO), en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO), firma halka açıklık oranı (HAO), firma yaşının (YAŞ) ve firma aktif büyüklüğünün (SİZE))Tobin' s Q üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Rogers Kümelenmiş Standart Hatalar dirençli tahmincisi ile tahmin edilen yönetim kurulu yapısı, sahiplik yapısı ve kontrol değişkenlerinden oluşan model 3 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($\chi^2=100.92$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %34.76' dir. Analiz sonuçlarına göre,kadın üye oranı (KYKUO) ve aktif büyüklüğünün (SİZE) ($p<0,10$) Tobin' s Q değeri (TQ) üzerindeki etkileri negatif ve istatistiksel olarak anlamlı iken, kaldıraç oranının (LEV) ($p<0,01$)) Tobin' s Q (TQ) üzerindeki etkisi pozitif bulunmuştur. Yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulundaki bağımsız üye oranı (BYKUO), yabancı üye oranı (YYKUO), İKİLİK, en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO), en büyük 3 hissedarın sermaye oranı (EB3HO), halka açıklık oranı (HAO) ve firma yaşının (YAŞ) Tobin' s Q üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur ($p>0.10$).

Driscoll-Kraay tahmincisi ile tahmin edilen yönetim kurulu yapısı, firma sahiplik yapısı, kontrol değişkenleri ve bir önceki yıla ait Tobin' s Q değerinin (TQ_{t-1}) firma performansına (TQ_t) etkisini inceleyen model 4 istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ($F= 16.64$; $p<0.01$). Modelin açıklayıcılık oranı %31.3' dür. Model parametreleri incelendiğinde yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), halka açıklık oranı (HAO), firma yaşı (YAŞ) ($p<0.01$), en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO) ($p<0.05$), en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO) ve bir önceki yıla ait Tobin' s Q değerinin (TQ_{t-1}) ($p<0.10$) firma performansı Tobin' s Q (TQ) üzerindeki etkileri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Buna karşılık yönetim kurulundaki kadın üye oranı (KYKUO) ($p<0.05$) ve firma yaşının (YAŞ) ($p<0.01$) Tobin' s Q (TQ) üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı ancak negatif yönde olduğu görülmektedir. Bunlara ilave, bağımsız üye oranı (BYKUO), yabancı üye oranı (YYKUO), kaldıraç oranı (LEV) ve aktif büyüklüğünün (SİZE) Tobin' s Q üzerindeki etkilerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmüştür ($p>0.10$). Sabit etkiler modeliyle tahmin edilen modelde İKİLİK ve sabit terim model dışı kalmıştır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Şirketlerin 90'lı yıllardan bu yana, rekabet güçlerini artırmaya çalışmaları neticesinde kurumsal yönetim kavramı önem kazanmaya başlamıştır. Yaşanan uluslararası finansal krizlerin ve şirket skandallarının sebebi, yetersiz uygulanan kurumsal yönetim politikalarına bağlanmış ve kurumsal yönetim uygulamalarının önemi vurgulanmıştır. Uluslararası finansal şirketler gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelere ve şirketlere yatırım yapacakları zaman kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesine bakmaktadırlar (SPK,2005:III). Bu sebeple güçlü bir kurumsal yönetim mekanizmasına sahip ülkeler uluslararası yatırımcılar için cazip hale gelmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarına olan ilginin artması ile hem uluslararası çalışmalarda hem ulusal çalışmalarda firmaların yönetim kurulları ve sahiplik yapıları büyük önem kazanmaya başlamıştır. Daha iyi bir kurumsal yönetim mekanizmasının nasıl olması gerektiği sorusu araştırmacılarında dikkati çekmiş ve firmaların kurumsal yönetim uygulamaları, yönetim kurullarının yapısı ve sahiplik yapıları üzerine araştırmaların yoğunlaşmasını sağlamıştır. Bu çalışmada BİST 100 endeksinde faaliyet gösteren mali kuruluşlar haricindeki 76 firmanın 2012 – 2017 yılları arasındaki 456 gözleme ait verileri üzerinde çalışma yapılmıştır. Çalışmada firmaların yönetim kurulu yapıları ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Veri setimizde 76 firma ve altı dönem bulunduğu için, çok sayıda birim ve zaman boyutuyla çalışma imkânı sunan panel veri analizi yapılmıştır. İstatistik hesaplamalar için STATA 14 programı kullanılmıştır. Çalışmada, yönetim kurulu yapısı için yönetim kurulu üye sayısı (YKUS), yönetim kurulu bağımsız üye oranı (BYKUO), yönetim kurulu kadın üye oranı (KYKUO), yönetim kurulu yabancı üye oranı (YYKUO), icra kurulu başkanının aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmaması (İKİLİK) değişkenleri, sahiplik yapısı için; en büyük hissedarın sermaye oranı (EB1HO), en büyük 3 hissedarın toplam sermaye oranı (EB3HO), firma halka açıklık oranı (HO), kontrol değişkeni olarak; firma yaşı (YAŞ), kaldıraç oranı (LEV), firma aktif büyüklüğü (SİZE) ve firma performansını ölçmek için özsermaye karlılığı (ROE), vergi ve faiz öncesi kar değeri (EBİT) ve Tobin's Q değeri (TQ) değişkenleri kullanılmıştır.

Özsermaye karlılığına ilişkin dört model geliştirilmiştir. Yönetim kurulu yapısı ile kontrol değişkenleri oluşturulan model 1'e bakıldığında sadece YYKUO değişkenine ait hipotezin kabul edildiği görülmüştür. Yönetim kurulunda yabancı üyenin bulunması firma performansını artırdığı görülmüş ve çalışmış olduğumuz firmalar için bu sonuç; kaynak bağımlılığı teorisini desteklemektedir diyebiliriz. Ayrıca firma borçluluk oranının artmasının firma performansını olumsuz etkilediği ve firma yaşının artmasının firma performansına olumlu bir etki sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sahiplik yapısı ve kontrol değişkenleriyle oluşturulan model 2'ye baktığımızda "H7: Sahiplik yoğunluğu (EB3HO) arttıkça firma performansı azalır." hipotezinin desteklendiği görülmüştür. EB1HO değişkeninin özsermaye karlılığı üzerindeki etkisi pozitif ve

istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur ancak hipotezimiz de negatif etki beklediğimiz için H_6 hipotezimiz reddedilmiştir. En büyük bir hisseye sahip olanların sermaye oranlarının firma performansını olumlu etkilemesinin sebebini Türk firmalarının daha çok aile şirketi olmalarına ve kontrolü ellerinde tutmalarına bağlayabiliriz.

Yönetim kurulu yapısı, sahiplik yapısı ve kontrol değişkenleri ile oluşturduğumuz model 3' e baktığımızda kurulan modelin anlamsız olduğu görülmüştür ($p > 0,10$). Dolayısıyla değişkenlerin yorumlanması anlamsız olacaktır bu sebeple değişkenler yorumlanmamıştır.

Model 4' te EB1HO, EB3HO ve HAO, değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ancak sadece EB3HO değişkenine ait olan “ H_7 : Sahiplik yoğunluğu (EB3HO) arttıkça firma performansı azalır.” hipotezi kabul edilmiştir.

EBİT değişkenine ait dört model geliştirilmiştir. Yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenleri ile oluşturulan model 5' e bakıldığında YKUS, BYKUO, KYKUO değişkenlerine ait hipotezler kabul edilmiştir. Yönetim kurulu üye sayısının artması ile kurulda bağımsız ve kadın üye sayısının artmasının firma performansını olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Kuruldaki üye sayısının fazla olması vekalet teorisi ile kaynak bağımlılığı teorisini desteklerken, kuruldaki kadın ve bağımsız üye sayısının artması ise kaynak bağımlılığını destekler niteliktedir. Ayrıca modelde yaşça büyük firmaların tecrübe ve deneyimleri sayesinde firma performansını artırdığı görülmüştür.

Sahiplik yapısı ve kontrol değişkenleriyle oluşturulan model 6' ye baktığımızda sadece EB3HO değişkenine ait hipotez kabul edilmiştir. Oluşturduğumuz modele göre firmalarda sermaye yoğunluğu (EB3HO) ve borçluluk oranının artması firma performansını azaltırken, firma yaşının artmasının firma performansını artırdığını söyleyebiliriz. Diğer modellerimizde olduğu gibi yine Türk firmalarının aile şirketi olmalarından dolayı EB1HO nun EBİT üzerindeki etkisi negatif beklenirken bizim modelimizde pozitif çıkmıştır.

Yönetim kurulu yapısı, sahiplik yapısı ve kontrol değişkenleri ile oluşturduğumuz model 7' e baktığımızda YKUS, KYKUO ve EB3HO değişkenlerine ait hipotezler kabul edilmiştir. Yönetim kurulu üye sayısının artması ile kurulda kadın üye oranının artmasının firma performansını olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Kuruldaki üye sayısının fazla olması vekalet teorisi ile kaynak bağımlılığı teorisini desteklerken, kuruldaki kadın üye oranının artması ise kaynak bağımlılığını destekler niteliktedir. Bu bulgu yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulunda kadın üye oranı arttıkça farklı düşünce tarzlarının çeşitliliğe ve dolayısıyla firma performansı EBİT'e pozitif etki edeceği görüşünü desteklemektedir. EB1HO'nun EBİT üzerindeki etkisi beklentimizin aksine pozitif olduğu için ilgili hipotez reddedilirken EB3HO nun EBİT üzerindeki etkisi negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunduğundan, EB3HO'ya ait hipotez desteklenmiştir.

Model 8' e göre; YKUS, KYKUO, BYKOU ve EB3HO değişkenlerine ait hipotezler kabul edilmiştir. Yönetim kurulu üye sayısının artması ile kurulda bağımsız ve kadın üye oranının artmasının firma performansını olumlu yönde etkilediği görülmüştür. Kuruldaki üye sayısının fazla olması vekalet teorisi ile kaynak bağımlılığı teorisini desteklerken, kuruldaki

kadın ve bağımsız üye sayısının artması ise kaynak bağımlılığını destekler niteliktedir. Yani bulgu yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulunda kadın üye oranı arttıkça farklı düşünce tarzlarının çeşitliliğe ve dolayısıyla firma performansı EBİT'e pozitif etki edeceği görüşünü desteklemektedir. Analiz sonuçlarına göre, sahiplik yoğunlaşmasının (EB3HO ve halka açıklık oranı), firma performansını olumsuz etkilediğini söyleyebiliriz. Ayrıca sabit etkiler modeli ile oluşturduğumuz modelde CEO ikiliğine ait değişken model dışı bırakılmıştır. EBİT_{t-1} değişkeninin modele dahil edilmesi ile modelin açıklama gücü artmıştır ($R^2:0,28$).

Piyasa temelli Tobin's Q oranıyla oluşturulan modellerde oluşturduğumuz hipotezler reddedilmiş, sadece model 12' deki HAO ile oluşturulan hipotez kabul edilmiştir. Firmaların halka açılmaları ile firmaların kurumsallığına olan güven artmakta ve bu şekilde firmaların piyasa değerinde artış olduğunu söyleyebiliriz. Aynı zamanda BİST 100' deki firmalar için sermaye yoğunluğunun (EB1HO) olmasının firmaların piyasa değerini artırdığı gözlenmiştir. Bunu da Türk firmalarının genellikle aile firmaları olmalarına ve sermayenin büyük bir kısmını ellerinde tutmalarına ve buna bağlı olarak toplumda bir güven oluşturmalarına bağlayabiliriz. Öte yandan yönetim kurulu yapısı değişkenleriyle Tobin's Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Türkiye'nin en büyük 100 firmasının analize dahil edilmesi ve ilgili firmaların BİST'de faaliyet gösteren firmaların karakteristiklerini yansıtmaları sebebiyle çalışma sonuçları BİST'de yer alan firmalara genellenebilir.

Firmaların yönetim kurullarının yapısının ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkilerini araştırdığımız bu çalışmada bazı kısıtlar bulunmaktadır. İlk olarak firmaların 2012-2017 yılları arasındaki 6 yıla ait veriler üzerinde çalışılmıştır. Çalışmada kullanılan yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısı ile ilgili verilere ulaşma zorluğu sebebiyle (veriler elle toplanmıştır) ancak 6 yıl için veri toplanabilmiştir. Ayrıca, BİST 100' de faaliyet gösteren mali kuruluşlar ve verilerine ulaşamadığımız bazı firmalar muhasebe kayıtlarındaki farklılıklar nedeniyle araştırma dışı bırakılmıştır. İlgili hususlar bu çalışmanın belli başlı kısıtlarını oluşturmaktadır.

Yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısı ile ilgili gelecekte yapılacak olan araştırmalar için yönetim kurulu yapısı değişkenlerine yönetim kurulu üyelerinin; eğitim, tecrübe, yaş gibi özellikleri, sahiplik yapısı değişkenlerine; kamu sahipliği, aile sahipliği, yabancı sahipliği, yönetici sahipliği değişkenleri eklenerek firma performansı üzerindeki etkileri araştırılabilir.

Tablo 29:Araştırma Hipotezlerinin Özeti

	ROE				EBİT				TQ			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10	Model 11	Model 12
H₁	-			-	+		+	+	-		-	-
H₂	-			-	+		+	+	-		-	-
H₃	-			-	-		-	+	-		-	-
H₄	+			-	-		-	-	-		-	-
H₅				-	-		-	-	-		-	-
H₆		-		-		-	-	-		-	-	-
H₇		+		+		+	+	+		-	-	-
H₈		-		-		-	-	-		-	-	+

KAYNAKÇA

- Abdioğlu, H. (2007). *İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü Ve İmkb-100 Örneği*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Abidin, Z.Z., N.M. Kamal ve K. Jusoff. (2009). Board Structure and Corporate Performance in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*. 1(1): 150-164.
- Adams, R., D. Ferreira. (2009). Women İn The Boardroom And Their İmpact On Governance And Performance. *Journal Of Financial Economics*. Vol. 94. (291–309).
- Akdoğan, Y. E. Ve Boyacıoğlu, M. A. (2010). Corporate Governance İn Turkey: An Overview. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 24. (11-30).
- Akın, A. (2004). *Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetim Kontrol Yaklaşımları Ve Stratejileri*. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Sayı: 22. (127-148).
- Akıncı, G. S. (2011). *Aile İşletmelerinde Yönetim Kurulunun Yapısal Özelliklerinin Firma Performansına Etkisi*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi. İstanbul.
- Aktan, C. C. (2013). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Organizasyon Ve Yönetim Bilimleri Dergisi* Cilt 5. Sayı 1. (150-191).
- Alkdai, H.K.H. ve M.M. Hanefah. (2012). Board of Directors' Characteristics and Value Relevance of Accounting Information in Malaysian Shariah -Compliant Companies: A Panel Data Analysis. *JMIFR* Vol.15 No.2(6): 31-44.
- Al-Najjar, B. (2014). Corporate governance, tourism growth and firm performance:Evidence
- Alp, A. Ve S. Kılıç. (2014). *Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?* . İstanbul: Doğan Egmont Yayıncılık.
- Ammari, A., M. Kadria, Ve A. Ellouze. (2014). Board Structure And Firm Performance: Evidence From French Firms Listed İn Sbf 120. *International Journal Of Economics And Financial Issues*. Vol.4. No.3. Pp. (580-590).
- Ararat, M., M. H. Aksu ve A. T. Çetin. (2015) . How board diversity affects firm performance in emerging markets: evidence on channels in controlled firms. *Corporate Governance: An International Review* . Vol.23. No.2. (83-103)
- Aydeniz, Ş. (2009). Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: İMKB' ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*. Cilt:XXVII. Sayı: II .(263-277).
- Aygün, M., S. İç, Ve C. Sayın. (2011). Yönetim Kurulu Büyüklüğünü Belirleyen Faktörler Ve Yönetim Kurulu Büyüklüğü İle Firma Performansı Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 10(1): (77-92).

- Aygün, M., ve S. İç. (2010). *Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?*. Muhasebe ve Finansman Dergisi. Sayı: 47. (192-201).
- Baptista, M. A. A., M. Klotzle ve M.A.C. Melo. (2011). *Ceo Duality and Firm Performance in Brazil: Evidence From 2008*. Revista Persamento Contemporaneo em Aministracao. 11. (36- 55).
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet Yapısı Ve Finansal Performans: İmkb Örneği. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*. 2(2). 11- 20.
- Bell, L.A. (2005). Women-led Firms and the Gender Gap in Top Executive Jobs. *IZA Discussion Paper*. No. 1689.
- Berle, A. Ve G. Means. (1932). *The Modern Corporate And Private Property*. Mcmillian. New York.
- Bhagat, S. & Black, B. (2002). The Non-Correlation Between Board İndependence And Long Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*. 27. 231– 274.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*. 257–273.
- Boyd, K. B. (1995). CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model. *Strategic Management Journal*. 16. (301– 312).
- Chen, L. (2012). The Effect Of Ownership Structure On Firm Performance: Evidence From Non-Financial Listed Companies İn Scandinavia. *Msc İn Finance & International Business, Aarhus School Of Business. Aarhus University*
- Cheng, S., Evans III J. H. & Nagarajan, N. (2008). Board Size and Firm Performance: The Moderating Effects of the Market for Corporate Control. *Rev Quant Finan Acc*. 31.(121– 145).
- Cox, T.H. ve S. Blake. (1991). Managing Cultural Diversity: Implications for Organizational Competitiveness. *Academy of Management Executive*. No. 5. (45-56).
- Çakalı, K. R. (2008). *Role of Internal Auditing in Corporate Governance: Two Case Studies From Turkey*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Işık Üniversitesi. İstanbul.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, ve L. Donaldson, (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*. 22(1). (20-47).
- Dinç, Y. ve S.Cengiz. (2014). *Muhasebe Denetiminde Hata Ve Hilenin Denetçi Etiği Açısından İncelenmesi: Enron Skandalı Örneği*. Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi 5(1). (221-236)
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*. Siyasal Kitapevi. Ankara.
- Doğan, M. (2015). *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: Bist’da İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma*. (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Afyonkarahisar.

- Doğan, M. (2016). Yönetici Ve Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri: Bıst'te İşlem Gören İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*. Vol.14-28 Ss.49-69
- Doğan, M. (2018). Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*. Cilt: 1. Sayı: 1. (84-96).
- Doğan, M. Ve Y. Topal. (2015). Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. C.20. S.4. (165-177).
- Doğan, M. ve Y. Topal. (2016).Yönetim Kurulundaki Yabancı Üye Sayısının ve Yabancı Sahipliğinin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi. *Ege Akademik Bakış*.Cilt 16 – Sayı:1 Ss:31-48
- Donaldson, Lex Ve James Davis. (1991). Stewardship Theory Or Agency Theory: Ceogovernance And Shareholder Returns. *Australian Journal Of Management*. 16:49
- Dwivedi, N., A. K. Jain. (2005). Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership.*Employee Responsibilities and Rights Journal*, Vol. 17, No. 3. PP. 161-172
- Ehikioya, B. I., (2009). Corporate Governance Structure And Firm Performance İn Developing Economies: Evidence From Nigeria. *Corporate Governance: The International Journal Of Business İn Society*. Vol. 9 Issue: 3. Pp.231-243
- Ekşi, C. (2009). Yönetim Kurulu Üyeliği Ve Şirket Performansı: Türk Firmaları İçin Bulgular. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Erdönmez, P.A. (2003). Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma, *Bankacılar Dergisi*. No:47
- Ersoy, R., Bayrakdaroglu A., Şamiloğlu F. (2011). Türkiye’de Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı (Tobin-Q Ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. 48 (554). (71-83).
- Fama, E. F. ve M. C. Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*. 26(2). (301-325).
- Fauzi, F. Ve S. Locke. (2012). Board Structure, Ownership Structure And Firm Performance: A Study Of New Zealand Listed-Firms. *Asian Academy Of Management Journal Of Accounting And Finance*. 8(2). (43– 67).
- Fındıkçı, İ. (2005). *Aile Şirketleri*. İstanbul. Alfa Yayınları
- Freeman. Edward Ve David Reed. (1983). Stockholders And Stakeholders: A New Perspective On Corporate Governance. *California Management Review*. Vol.Xxv No.3
- from publicly listed tourism firms in five Middle Eastern countries. *Tourism Management*.(342-351).
- Ghabayen, M. A. (2012). Board Characteristics And Firm Performance: Case Of Saudi Arabia. *International Journal Of Accounting And Financial Reporting*. Vol. 2. No. 2 (168-200)

- Gökçen, Z., A. Sözüer Ve C.C. Arslantaş. (2012). Yönetim Kurulu Özellikleri Ve Şirket Performansları: İmkb Kurumsal Yönetim Ve İmkb 50 Endekslerindeki İşletmelerin Karşılaştırılması. *İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi*. Yönetim Yıl: 23 Sayı: 72. (77-89).
- Gözüm, M. S. (2012). *Yönetim Kurulu Üyesinin El Kitabı*. İstanbul. Hümanist Kitap Yayıncılık.
- Greenbury Report. (1995). Report of a study group on Directors' Remuneration chaired by Sir Richard Greenbury. Erişim:<http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf> 27.12.2018
- Gul, F.A., B. Srinidhi ve A. C. Ng. (2011). Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of stock prices. *Journal of Accounting and Economics*. 51(3). (314-338).
- Gür, K. (2012). *Aile Şirketi Algısı Ve Kariyer Seçimine Etkisi*. (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi) İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği Ana Bilim Dalı. İstanbul
- GÜRSOY, Güner. (2001). Equity Ownership Structure And Its Consequences: An Emprical Investigation in Turkish Firms. Bilkent Üniversitesi Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara.
- Habib, M. A. (2016). Relationship Between Corporate Governance And Firm Performance: A Case Study İn Bangladesh. *International Scholar Journal Accounting And Finance*, 2(1), 11-20.
- Haija, A. A. A., H. M. Alrabba. (2017). Relationship Between Ownership Structure And Financial Performance. *Corporate Ownership & Control*. Volume 14. Issue 3. (393-398).
- Hamadi, M. (2010). Ownership Concentration, Family Control And Performance Of Firms. *European Management Review*. 7. Pp. (116- 131).
- Hamıd, A. A. (2011). Corporate Governance Theories. [Http://Ari-Glrcr.Blogspot.Com.Tr/2011/12/Corporate-Governance-Theories.Html](http://Ari-Glrcr.Blogspot.Com.Tr/2011/12/Corporate-Governance-Theories.Html). 21.04.2017
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory And Implications. *The Economic Journal*. 105 (May). 678-689.
- Hassan, R., M. Marimuthu, S.K. Johl. (2015). Diversity, Corporate Governance and Implication on Firm Financial Performance. *Global Business and Management Research: An International Journal* Vol. 7. No. 2. (28-36).
- Himmelberg, C.P., R.G. Hubbard., D. Palia., (1999), Understanding The Determinants Of Managerial Ownership And The Link Between Ownership And Performance. *National Bureau Of Economic Research Working Paper* 7209
- Hillman, Amy Ve Thomas Dalziel. (2003). Boards Of Directors And Firm Performance: Integrating Agency And Resource Dependence Perspectives. *Academy Of Management Review*. Vol.28. No:3. Pp 383-396.
- Huang J. ve D.J. Kisgen. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*. 108(3). (822-839).
- Jackling, B., S. Johl. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 17(4): 492–509
- Jensen, C. M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*. 48. (831– 880).

- Jesover, F Ve G. Kirkpatrick. (2005). The Revised Oecd Principles Of Corporate Governance And Their Relevance To Non-Oecd Countries. *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 13. No. 2. Pp.127-136
- Jordan, C. (1999). Corporate Governance İn Asia: A Comparative Perspective. *Organization For Economic Co-Operation And Development*. 1-6.
- Kalaycıoğlu, O. (2011). *Kurumsal Yönetim Bağlamında Yönetim Kurulu Yapılarının İhracat Performansına Etkileri: Türkiye Örneği*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Karadeniz Teknik Üniversitesi. Trabzon.
- KARAKAYA, Aykut. (2004). Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi. Karadeniz Teknik Üniversitesi Yayınlanmamış Doktora Tezi. Trabzon.
- Karayel, M. Ve M. Doğan. (2014). Yönetim Kurulunda Cinsiyet Çeşitliliği Ve Finansal Performans İlişkisi: Bist 100 Şirketlerinde Bir Araştırma. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. C.19. S.2.(75-88).
- Karpuzoğlu, E. (2010). *Uygulamada Ve Kurumsal Yönetişimde Yönetim Kurulu*. İstanbul: Sistem Matbaacılık.
- Karşlıoğlu, O. (2014). *Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun Marka Değeri Üzerindeki Etkisinin Analizi*. (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara.
- Keasey, K., S. Thompson ve M. Wright.(1997). *Corporate Governance: Economic, Management and Financial Issues*. U.S.A. Oxford University Press.
- Kılıç, M. (2014). Yönetim Kurulu Yapısının İşletme Performansına Etkisi: Türkiye’de Bir Uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*. (33-56)
- Kılıç, M. Ve Y. Ayriçay. (2018). Yönetim Kurulu Ve Sahiplik Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: Bist İmalat Sanayi Sektöründe Bir Alan Araştırması. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. Cilt: 20. Sayı: 2. (177-192).
- Kiel, G. C. ve G. J. Nicholson. (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*.11(3). (189- 205).
- Kim, K. H. (2013). Deep Structures in CEO Duality-Firm Performance Linkage. *International Management Review*. 9(2). 11- 23.
- Koçel, T. (2003). *İşletme Yöneticiliği*. İstanbul:Beta Basım Yayım Dağıtım A.S.
- Koerniadi, H. Ve A. Tourani-Rad. (2012). Does Board Independence Matter? Evidence From New Zealand. *Australasian Accounting, Business And Finance Journal*. Vol.6(2). (3-18).
- Kula, V. (2006). *Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları Ve Türkiye Örneği*. İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim.
- Kutlar, A. (2009). *Uygulamalı Ekonometri*. (3. Baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes., A. Shleifer. (1999). Corporate Ownership Around The World. *The Journal Of Finance*. Vol.54-2. 471-517.

- Lipton, M. ve W. J. Lorsch. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*. 48(1). (59- 77).
- Maher, Maria Ve Thomas Andersson. (1999). Corporate Governance: Effects On Firm Performance And Economic Growth. *OECD Working Paper*. Paris (1-51)
- Masulis, R. W., C. Wang, F. Xie. (2012). Globalizing The Boardroom—The Effects Of Foreign Directors On Corporate Governance And Firm Performance. *Journal Of Accounting And Economics*. Vol.53. (527–554).
- Mishkin, Frederic S. (2007). *The Economics Of Money, Banking And Financial Markets*. Pearson Addison Wesley, 8th Edition
- Muchemwa, M. R., N. Padia Ve C. W. Callaghan. (2016). Board Composition, Board Size And Financial Performance Of Johannesburg Stock Exchange Companies. *South African Journal Of Economic And Management Sciences Journal*. Vol. 19, No 4.(497-513).
- OECD (2004). Kurumsal Yönetim İlkeleri.
- OECD (2016). G20/OECD Principles of corporate governance (Turkish version), Publishing Paris. 10.01.2019 tarihinde Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264257443-tr>
- ÖNDER, Zeynep.(2000). İMKB’deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketin Performansına Etkisi . Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi. Cilt:2. Sayı:2. (51-68).
- Önem, H.B ve Y. Demir. (2015). Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: Bıst İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*. Cilt: 6. Sayı: 13. ss.31-43.
- Özsoy, Z. (2011). *Kurumsal Yönetim Ve Yönetim Kurulları*. İstanbul: İmge Kitapevi Yayıncılık.
- Öztürkçü,A. (2012). *Sermaye Sahiplik Yapısı Ve Firma Performansı*. . (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Van.
- Prabowo, M. Ve J. Simpson. (2011). Independent Directors And Firm Performance İn Family Controlled Firms: Evidence From Indonesia. *Asian-Pacific Economic Literature*. 25(1). Pp. 121-132.
- Priya, K., B. Nimalathasan. (2013). Board of Directors’ Characteristics and Financial Performance: A Case Study of Selected Hotels and Restaurants in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, 1(2), 018- 025. 314
- Rad, F. H., K. Z. S. Rajeh , E. Botyari, G. N. Bezminabadi. (2013). The Impact Of Corporate Governance On Firm’s Financial Performance:A Comparison Between Iranian And Malaysian Listed Companies. *Life Science Journal* 2013;10(6s) (49-55).
- Rashid, A. (2018). Board independenceand firm performance:Evidencefrom Bangladesh. *Future Business Journal* vol.4. 34–49
- Rashid, A., A. De Zoysa, S. Lodh. Ve K. Rudkin. (2010). Board Composition And Firm Performance: Evidence From Bangladesh, Australasian Accounting. *Business And Finance Journal*, 4(1). (76-95).

- Rechner, P. L. ve D. R. Dalton. (1991). *CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis*. Strategic Management Journal. 12.(155- 160).
- Rehman, A., S. Z. A. Shah., (2013). Board Independence, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 5(3), 832- 845.
- Rizwan, M., H. Asrar, N. A. Siddiqui, Ve W. U. Usmani. (2016). The Impact Of Corporate Governance On Financial Performance: An Empirical Investigation. *International Journal Of Management Sciences And Business Research*. 5(9), (11-27).
- Rouf, M. (2015). The Role Of Ceo, Board Composition And Firm Performance: An Empirical Study Of Listed Companies İn Bangladesh. *Indian Journal Of Commerce & Management Studies*. Vol. 2. Pp. 77-84.
- Rutledge, R.W., K.E. Karim, S. Lu. (2016). The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity. *Journal of Applied Business and Economics* Vol. 18(2) (49-71).
- Sakınç, İ. (2008). *Sermaye Sahipliği Ve Firma Değeri İle İlişkisi*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Samuel, E. A.. (2013). The İmpact Of Bigger Board Size On Financial Performance Of Firms: The Nigerian Experience. *Journal Of Research İn International Business And Management*. Vol. 3(3) Pp. (85-90).
- Sancar, G. A. (2013), *Kurumsal Sürdürülebilirlik Bağlamında Kurumsal Yönetişim: Kavramın Doğuşu, Gelişimi Ve Değerlendirilmesi*, Selçuk İletişim Dergisi, Cilt:8-1.(71-84).
- Sayman, Y. (2012). *Sahiplik Yapısının Firma Performansı Ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İmkb'de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara
- Sermaye Piyasası Kurulu, (2014). Kurumsal Yönetim Tebliği (Iı-17.1). 03 Ocak 2014. 28871 Sayılı Resmi Gazete.
- Sermaye Piyasası Kurulu,(2011). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesi Ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ. Seri: Iv. No: 56.30 Aralık 2011. 28158 Sayılı Resmi Gazete.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2005). Kurumsal Yönetim İlkeleri. Ankara.
- Shleifer, A.Ve R. Vishny. (1997) "A Survey Of Corporate Governance". The Journal Of Finance. Vol. 52 (2). 737-783
- Şehirli, Kübra. (1999). Kurumsal Yönetim. *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu (Yeterlik Etüdü)*. SAYI: XIV-4/55-3. Ankara.
- Şener, İ. (2011). *Örgütsel Çevre Bağlamında Yönetim Kurulları Ve Yönetim Kurulu Üyelerini Özelliklerinin Örgüt Performansına Etkisi*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Başkent Üniversitesi, Ankara.
- Tan, T. K. (2012). Financial Distress and Firm Performance: Evidence from the Asian Financial Crisis. *Journal of Finance & Accountancy*. Vol. 11. 10p . 36-45.

- Tanrıöven, C. Ve E. E. Aksoy. (2010). İmkb’de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri. *Muhasebe Ve Finansman Dergisi*. No.46. (216- 231).
- Taşkın. F. D. ve P.E. Mandacı. (2017). Şirket Yönetim Kurulundaki Kadın Üyelerin Firma Performansına Etkisi. *İşletme Fakültesi Dergisi*. Cilt 18. Sayı 1. (29-45).
- Tatoğlu, F. Y. (2013). *İleri Panel Veri Analizi*. İstanbul: Beta Basım A.Ş.
- Tatoğlu, F. Y. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Basım A.Ş.
- Topaloğlu, E. E., N. Coşkun. Ve C. Özkan. (2016). Sahiplik Yapısı İle Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksi’ndeki Şirketlerde Test Edilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*. Cilt: 53. Sayı: 620. (85-107).
- Toraman C. Ve H. A. Okuyan. (2009). İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*. No:41. (72-81).
- Türk Ticaret Kanunu, (2011). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu. 14.02.2011 Tarihli 27846 Sayılı Resmi Gazete.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Ve Deloitte Türkiye. (2006). Nedir Bu Kurumsal Yönetim?. [Http://Www.Tkyd.Org/Files/Downloads/Faaliyet Alanlari/](http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/Yayinlarimiz/Tkyd_Yayinlari/Nedir_Bu_Kurumsal_Yonetim.Pdf)
[Yayinlarimiz/Tkyd_Yayinlari/Nedir_Bu_Kurumsal_Yonetim.Pdf](http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/Yayinlarimiz/Tkyd_Yayinlari/Nedir_Bu_Kurumsal_Yonetim.Pdf). 11.05.2017.
- Tüsiad, (2000). *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Yayın No: Tüsiad-T/2000–06-285
- Tüsiad. (2002). Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı Ve İşleyişi. Tüsiad.
- Ünlü, U., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*. 66(2). 201- 214
- Wang, Y. Ve J. Oliver. (2009). Board Composition And Firm Performance Variance: Australian Evidence. *Accounting Research Journal*. Vol. 22 No. 2, 2009 Pp. 196-212
- Yağlı, İ. Ve U. Ünlü. (2016). Yönetim Kurulu Çeşitliliği Firma Performansını Etkiler Mi?. *International Conference Of Strategic Research In Social Science And Education*. (1627-1637).
- Yıldırım, M. (2007) *Türkiye’ De Kurumsal Yönetim Ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi) 9 Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Yıldırtan, D. Ç. (2011). *E-Views Uygulamalı Temel Ekonometri*. Türkmen Kitabevi.
- Yılmaz, İ. (2018). Corporate Governance and Financial Performance Relationship : Case For Oman Companies. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* (4/4). (84-106)
- YURTOĞLU, Burçin.(2003). Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey. *Corporate Ownership & Control*. Vol.1. Issue 1. 72-86.
- Zahra, S. A. ve J. A. Pearce. (1989). *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model*. *Journal of Management*. 15. (291-334).

ÖZGEÇMİŞ

Seçil AKYOL, 25/03/1984 tarihinde Denizli’de doğmuştur. 1998 yılında Denizli Anadolu Lisesinden, 2007 yılında da 9 Eylül Üniversitesi İstatistik bölümünden mezun olmuştur. Şubat 2015 yılında ise Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Tezli Yüksek Lisans programına başlamıştır. Hâlen aynı enstitüde Yüksek Lisans öğrencisi olarak çalışmalarına devam etmektedir.

