



**T.C.
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİM, SAHİPLİK
YAPISI VE FİNANSAL PERFORMANS
İLİŞKİSİ: BİST'DE BİR ALAN
ARAŞTIRMASI**

Meltem KILIÇ

DOKTORA TEZİ

**KAHRAMANMARAŞ
KASIM- 2017**



**T. C.
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİM, SAHİPLİK
YAPISI VE FİNANSAL PERFORMANS
İLİŞKİSİ: BIST'DE BİR ALAN
ARAŞTIRMASI**

DANIŞMAN: Doç. Dr. Yücel AYRIÇAY

JÜRİ : Doç. Dr. Mahmut YARDIMCIOĞLU

JÜRİ : Doç. Dr. Hüseyin AĞIR

JÜRİ : Doç. Dr. Mehmet CİHANGİR

JÜRİ : Yrd. Doç. Dr. Eray GEMİCİ

Meltem KILIÇ

DOKTORA TEZİ

**KAHRAMANMARAŞ
KASIM- 2017**

KURUMSAL YÖNETİM, SAHİPLİK YAPISI VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ: BIST’DE BİR ALAN ARAŞTIRMASI

**Bu Tez .../.../2017 Tarihinde Aşağıdaki Jüri Üyeleri Tarafından
Oy Birliği / Oy Çokluğu ile Kabul Edilmiştir.**

Doç. Dr. Yücel AYRIÇAY
BAŞKAN

Doç. Dr. Mahmut YARDIMCIOĞLU
ÜYE

Yrd. Doç. Dr. Hüseyin AĞIR
ÜYE

Doç. Dr. Mehmet CİHANGİR
ÜYE

Yrd. Doç. Dr. Eray GEMİCİ
ÜYE

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

Prof. Dr. Abdullah SOYSAL
Enstitü Müdürü

Not: Bu tez ve projede kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunundaki hükümlere tabidir.

KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

ÖZET

DOKTORA TEZİ

**KURUMSAL YÖNETİM, SAHİPLİK YAPISI
VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ:
BİST’DE BİR ALAN ARAŞTIRMASI**

Meltem KILIÇ

Danışman : Doç. Dr. Yücel AYRIÇAY

Yıl : 2017, Sayfa: 170+XII

Jüri : Doç. Dr. Yücel AYRIÇAY (Başkan)
: Doç. Dr. Mahmut YARDIMCIOĞLU (Üye)
: Doç. Dr. Hüseyin AĞIR (Üye)
: Doç. Dr. Mehmet CİHANGİR (Üye)
: Yrd. Doç. Dr. Eray GEMİCİ (Üye)

Son yıllarda dünyanın önde gelen firmalarında yaşanan skandallar sonucunda meydana gelen finansal başarısızlıklar hem kurumsal yönetim kavramının hem de kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkinin araştırılmasının önemini arttırmıştır.

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul İmalat Sanayi Sektöründe 2003-2014 yılları arasında faaliyet gösteren 78 aile firmasının mali tablolarından ve faaliyet raporlarından elde edilen veriler yardımıyla kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansları üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır. Çalışmada panel veri analizlerinden statik ve dinamik regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Regresyon modellerinde sırasıyla firmaların aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, satışların karlılığı, Tobin-Q oranları ve piyasa değeri logaritması bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenleri ise; sahiplik yapısı değişkenlerinden (ailenin en büyük sahiplik pay oranı ve halka açıklık oranı) ve yönetim kurulu yapısı değişkenlerinden (yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği) oluşmaktadır. Modelin açıklama gücünü artırabilmek için kontrol değişkenleri olarak satışların büyüklüğü (LSATIŞ) ve kaldıraç oranı (LEV) kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda; en büyük sahiplik pay oranının muhasebe temelli performans göstergelerini negatif, piyasa temelli performans göstergelerini pozitif etkilediği tespit edilmiştir. Halka açıklık oranının muhasebe temelli performans

göstergelerini pozitif, piyasa temelli performans göstergelerini negatif etkilediğine ulaşılmıştır. Yönetim kurulu üye sayısının firma performansını pozitif, CEO ikiliğinin ise firma performansını negatif etkilediği tespit edilmiştir. Sonuç olarak; BIST İmalat Sektöründeki aile firmalarının sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısının firma performansını etkilediğine ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Firma Performansı, Sahiplik yapısı, Yönetim Kurulu Yapısı, Panel Veri Analizi



**DEPARTMENT OF ECONOMICS
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM UNIVERSITY**

ABSTRACT

PhD THESIS

**CORPORATE GOVERNANCE, OWNERSHIP
STRUCTURE AND FINANCIAL
PERFORMANCE RELATIONSHIP: A FIELD
STUDY IN BIST**

Meltem KILIÇ

Supervisor : Assoc. Prof. Yücel AYRIÇAY

Year : 2017, Pages: 170+XII

Jury : Assoc. Prof. Yücel AYRIÇAY (Chairperson)
: Assoc. Prof.Dr. Mahmut YARDIMCIOĞLU (Member)
: Assoc. Prof. Dr. Hüseyin AĞIR (Member)
: Assoc. Prof. Dr. Mehmet CİHANGİR (Member)
: Asst. Prof. Dr. Eray GEMİCİ (Member)

Financial failures as a result of recent scandals in world prime firms have raised the significance of both corporate governance and investigation of the relation between corporate governance and firm performance.

Aim of this study is to investigate the impact of corporate governance practices on firm performance. The data set from 2003-2014 financial statements and annual report of the enterprises who are 78 family firm manufacturing sector and whose shares are traded in İstanbul Exchange. Statistical and dynamic regression analyzed were utilized from panel data analyzes in the study. In the regression models, return on assets, return on equity, return on sales, Tobin-Q and market value logarithm are used as dependent variables. The independent variables are ownership structure variables (free float ratio and the largest shareholding ratio of the family) and the board of directors (the number of board members, CEO duality). Natural of logarithm of sales (LSATIŞ) and leverage ratio (LEV) as control variables was increase the model's explanation power. It is found that the free float has positive effect on accounting-based performance indicators and negative market-based performance indicators. It was determined that the number of the board positive effected on firm performance and that CEO duality negative effected on firm performance. As a result; The family companies in the BIST Manufacturing Sector the ownership structure and the board structure affected the firm performance.

Keywords: Corporate Governance, Firma Performance, Ownership Structure, Board Structure, Panel Data Analysis.



ÖN SÖZ

Doktora eğitimim boyunca ve tez çalışmam sırasında, bana her türlü desteği ve anlayışı gösteren, yaşadığım her sıkıntıyı ve sorunu paylaşmak için kapısını çaldığımda beni geri çevirmeyen, yoğunluğuna rağmen vaktini bana ayıran değerli danışman hocam Doç. Dr. Yücel AYRIÇAY'a,

Tez izleme jürimde yer alan ve tez çalışmamı değerli önerileri ile yönlendiren, değerli vakitlerini benimle paylaşan hocalarım Doç. Dr. Hüseyin AĞIR'a ve Doç. Dr. Mahmut YARDIMCIOĞLU'na,

Tezimin en yoğun olduğu dönemlerde, ihtiyaç duyduğum anlarda yanımda olan, yüzümün gülmesini sağlayan, dostlarım Fatma İnci DOĞAN ve Ferhat İSPİROĞLU'na,

Son olarak, eğitim hayatım boyunca maddi ve manevi tüm imkanlarını bana sunan, bu süreçte ellinden gelen tüm desteği veren “iyi ki varlar” dediğim ablam Meral KILIÇ'a ve aileme teşekkür ederim.

Meltem KILIÇ
KAHRAMANMARAŞ

İÇİNDEKİLER

ÖZET	I
ABSTRACT.....	III
ÖN SÖZ	V
İÇİNDEKİLER	VI
TABLolar LİSTESİ.....	IX
ŞEKİLLER LİSTESİ	X
KISALTMALAR LİSTESİ	XII
1. GİRİŞ	1
2. KONUYLA İLGİLİ ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR	5
2.1. Yabancı Ülkelerde Yapılan Çalışmalar.....	5
2.2. Borsa İstanbul Üzerine Yapılan Çalışmalar	13
3. KURUMSAL YÖNETİM.....	20
3.1. Kurumsal Yönetim Kavramı	20
3.2. Kurumsal Yönetimin Önemi ve Ortaya Çıkış Nedenleri	22
3.2.1. Finansal Krizler	23
3.2.2. Firma veya Kurumlardaki Yönetim Skandalları	24
3.2.3. Küreselleşme	25
3.2.4. Özelleştirme Faaliyetleri	26
3.2.5. Uluslararası Piyasalardaki Sermaye Hareketleri	26
3.3. Kurumsal Yönetimin Amacı	26
3.4. Kurumsal Yönetimin Faydaları.....	28
3.4.1. Kurumsal Yönetimin Ülkelere Faydaları	28
3.4.2. Kurumsal Yönetimin Firmalara Faydaları.....	29
3.4.3. Kurumsal Yönetimin Yatırımcılara Faydaları.....	29
3.5. Kurumsal Yönetimi Etkileyen Faktörler	30
3.6. Kurumsal Yönetim Modelleri	31
3.6.1. Anglo-Sakson Modeli.....	32
3.6.2. Kıta Avrupası Modeli	32
3.6.3. Japon-Kore Modeli.....	32
3.7. Kurumsal Yönetim İlkeleri	33
3.7.1. Şeffaflık İlkesi	33
3.7.2. Hesap Verilebilirlik İlkesi	33
3.7.3. Adillik/Eşitlik İlkesi	34
3.7.4. Sorumluluk İlkesi	34
3.8. Kurumsal Yönetim Alanında Türkiye’deki Gelişmeler	35
3.9. Kurumsal Yönetim Teorileri	37
3.9.1. Vekalet Teorisi	37
3.9.2. Hizmetkarlık Teorisi.....	39
3.9.3. Kaynak Bağımlılığı Teorisi	40
3.9.4. Paydaş Teorisi	41
3.10. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	42
3.10.1. Firma İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	43
3.10.1.1. Yönetim Kurulu	43
3.10.1.2. Sahiplik Yapısı	45
3.10.1.3. Yönetici Ücret ve Teşvikleri.....	46
3.10.1.4. En İyi Uygulama Kodu.....	46
3.10.2. Firma Dışı Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	47

3.10.2.1. Firma Satın Almaları	47
3.10.2.2. Yönetici Piyasası	48
3.10.2.3. Sermaye Piyasası	48
3.10.2.4. Yasa ve Düzenlemeler	48
3.11. Kurumsal Yönetim Mekanizmalarından Yönetim Kurulunun Yapısı Belirleyen Dinamikler.....	49
3.11.1. Yönetim Kurulu Büyüklüğü	49
3.11.2. CEO İkiliği	51
4. FİRMA PERFORMANSI VE SAHİPLİK YAPISI	54
4.1. Firma Performansı Kavramı.....	54
4.2. Firma Performansını Etkileyen Faktörler.....	55
4.3. Finansal Performans.....	56
4.4. Firma Performansı Göstergeleri.....	57
4.5. Finansal Olmayan Performans Ölçütleri.....	58
4.6. Finansal Performans Ölçütleri.....	58
4.6.1. Muhasebe Temelli Performans Ölçütleri.....	59
4.6.1.1. Aktif Karlılık Oranı (ROA)	60
4.6.1.2. Özsermaye Karlılığı (ROE)	61
4.6.1.3. Satışların Karlılığı (ROS)	61
4.6.2. Piyasa Temelli Performans Ölçütleri.....	63
4.6.2.1. Tobin-Q Oranı	63
4.6.2.2. Piyasa Değeri Oranı.....	65
4.7. Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı İlişkisi	66
4.8. Sahiplik Yapısı.....	68
4.8.1. Sahiplik Yapısını Etkileyen Kuvvetler	70
4.8.1.1. Firma Değeri Maksimizasyonu	70
4.8.1.2. Kontrol Potansiyeli	70
4.8.1.3. Düzenleyici Mekanizmalar	71
4.8.1.4. Bir Firmanın Ürettiği Malın Türü.....	71
4.9. Sahiplik Yapısı Bileşenleri.....	71
4.9.1. Sahiplik Yoğunlaşması.....	71
4.9.2. Sahiplik Kimliği	73
4.10. Firmaların Sahiplik Yapısı Varsayımları	73
4.11. Sahiplik Yapısını Belirleyen Sermaye Sahipliği Değişkenleri	74
4.11.1. Ailenin En büyük Sahiplik Pay Oranı (ASO).....	75
4.11.2. Halka Açıklık Oranı (HAO)	75
4.12. Sahiplik Yapısı ve Kontrol Ayrımı	75
4.13. Sermaye Sahiplik Türleri	78
4.13.1. Aile Sahipliği.....	78
4.13.2. Yönetici Sahipliği.....	80
4.13.3. Yabancı Sahipliği	80
4.13.4. Devlet Sahipliği	81
4.13.5. Dağınık Sahiplik.....	82
4.14. Sahiplik Yapısı ve Vekalet Teorisi (Agency Theory) İlişkisi.....	83
4.15. Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı İlişkisi	85
4.15.1. Büyük Pay Sahiplerinin Firma Performansı Üzerinde Etkisi.....	89
4.15.2. Sahiplik Yapısının Devlete Ait Olmasının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi.....	89

4.15.3. Sahiplik Yapısının Aileye Ait Olmasının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi.....	90
5. BİST AİLE FİRMALARINDA KURUMSAL YÖNETİM SAHİPLİK YAPISI VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ.....	91
5.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi	91
5.2. Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti	93
5.2.1. Bağımlı Değişkenler.....	95
5.2.2. Bağımsız Değişkenler.....	96
5.2.2.1. Sahiplik Yapısı Değişkenleri	96
5.2.2.2. Yönetim Kurulu Yapısı Değişkenleri	97
5.2.2.3. Kontrol Değişkenleri	97
5.3. Metodoloji	98
5.3.1. Panel Veri Regresyon Modeli	99
5.3.1.1. Statik Panel Veri Regresyon Modelleri	101
5.3.1.1.(1). Havuzlanmış En Küçük Kareler (Pooled OLS).....	101
5.3.1.1.(2). Sabit Etki Modeli (Fix Effect)	101
5.3.1.1.(3). Rassal Etki Modeli (Random Effect).....	103
5.3.2. Dinamik Panel Veri Regresyon Modeli	104
5.3.2.1. Arellano ve Bond Tahmincisi.....	104
5.3.2.2. Arellano ve Bover Tahmincisi.....	105
5.3.2.3. Arellano ve Bover/Blundell ve Bond ve Blundell Sistem-GMM Tahmincisi	105
5.4. Araştırmanın Hipotezleri.....	108
5.5. Araştırmanın Modeli	108
5.6. Verilerin Analizi.....	110
5.6.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi Sonuçları	110
5.6.2. Panel Veri Regresyon Analizi Sonuçları.....	113
5.6.2.1. F Testi	113
5.6.2.2. Breusch Pagan Lagrange Çarpanı LM Testi.....	114
5.6.2.3. Hausman Testi	115
5.6.2.4. Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları	116
5.6.2.4.(1). Aktif Karlılık (ROA) Regresyon Sonuçları	118
5.6.2.4.(2). Öz Sermaye Karlılığı (ROE) Regresyon Sonuçları	121
5.6.2.4.(3). Satışların Karlılığı (ROS) Regresyon Sonuçları.....	123
5.6.2.4.(4). TOBİN Q Oranı Regresyon Sonuçları.....	126
5.6.2.4.(5). Piyasa Değerinin Logaritmasının Regresyon Sonuçları	128
5.6.2.5. Dinamik Panel Veri Analizi	131
5.6.2.5.(1). Aktif Karlılık Oranı (ROA) Sistem-GMM Sonuçları.....	131
5.6.2.5.(2). Özsermaye Karlılık Oranı (ROE) Sistem-GMM Sonuçları.....	133
5.6.2.5.(3). Satışların Karlılık Oranı (ROS) Sistem-GMM Sonuçları.....	134
5.6.2.5.(4). TOBİN-Q Sistem-GMM Sonuçları	135
5.6.2.5.(5). Piyasa Değeri Logaritması Sistem-GMM Sonuçları	136
6. SONUÇ ve TARTIŞMA.....	138
KAYNAKLAR	146
ÖZ GEÇMİŞ	

TABLOLAR LİSTESİ

<u>Tablolar</u>	<u>Sayfa</u>
Tablo 3.1. Sahte Finansal Raporlama Sonucunda Yaşanan Firma Skandallarında Kurumsal Yönetim Zayıflığına İlişkin Sonuçlar...	25
Tablo 3.2. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	42
Tablo 4.1. Muhasebe Temelli Firma Performans Ölçümleri Literatür Özeti..	62
Tablo 4.2. Piyasa Temelli Performans Ölçütleri Literatür Ölçütü.....	66
Tablo 4.3. Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Arasındaki İlişkinin Literatürü.....	67
Tablo 4.4. Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişkinin Literatür Sonuçları.....	87
Tablo 5.1. Uygulama Değişkenleri.....	95
Tablo 5.2. Literatürdeki Kurumsal Yönetim ve Sahiplik Yapısı ile Firma Performansı İlişkisi Araştıran Çalışmaların Kullandıkları Yöntemler.....	106
Tablo 5.3. Tanımlayıcı İstatistik.....	110
Tablo 5.4. Korelasyon Analizi Sonuçları.....	112
Tablo 5.5. F Testi Sonuçları.....	114
Tablo 5.6. Breusch Pagan LM Testi Sonuçları.....	115
Tablo 5.7. Hausman Testi Sonuçları.....	116
Tablo 5.8. ROA için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları.....	120
Tablo 5.9. ROE için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları.....	123
Tablo 5.10. ROS için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları.....	125
Tablo 5.11. TOBİN-Q için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları.....	128
Tablo 5.12. LPIYASA için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları.....	130
Tablo 5.13. ROA, Sistem-GMM Sonuçları.....	132
Tablo 5.14. ROE, Sistem-GMM Sonuçları.....	133
Tablo 5.15. ROS, Sistem-GMM Sonuçları.....	134
Tablo 5.16. TOBİN-Q Sistem-GMM Sonuçları.....	135
Tablo 5.17. LPIYASA Sistem-GMM Sonuçları.....	136

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Sekiller</u>	<u>Sayfa</u>
Şekil 3.1.	Kurumsal Yönetimin Yatırımcılara Yararları..... 30
Şekil 3.2.	Bir Firmayı Etkileyen İçsel ve Dışsal Faktörler..... 31
Şekil 3.3.	Vekalet Teorisi 38
Şekil 3.4.	Firmaların Yönetim Kurulu Yapıları..... 44
Şekil 4.1.	Firma Performans Modelleri..... 58
Şekil 4.2.	Firma Performansının Kapsamı..... 67
Şekil 4.3.	Türkiye’deki Aile Firmalarının Sahiplik ve Kontrol Ayrımı..... 78
Şekil 4.4.	Vekalet Teorisi Unsurları..... 84
Şekil 4.5.	Sahiplik yapısı ve Firma Performansı İlişkisi..... 87

GRAFİKLER LİSTESİ

<u>Grafikler</u>	<u>Sayfa</u>
Grafik 3.1. Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Sürdürülebilir Büyüme.....	36
Grafik 5.1. 2003-2013 Yılları Arasında BIST’te İşlem Gören Aile Firmaları...	94
Grafik 5.2. Farklı Korelasyon Durumları.....	111



KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
ASO	:Ailenin En Büyük Sahiplik Pay Oranı
BCG	:Boston Consulting Group
BDDK	:Banka Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	:Borsa İstanbul
CEO	:Chief Executive Officer
CEOD	:CEO İkiliği
EKK	:En Küçük Kareler Yöntemi
GEKK	:Genelleştirilmiş En Küçük Kareler
GMM	:Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi
HAO	:Halka Açıklık Oranı
IPS	:Im, Pesaran ve Shin
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	:Kamuyu Aydınlatma Platformu
KLSE	:Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ	:Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
LEV	:Kaldıraç Oranı
LNSATIS	:Satışların Büyüklüğü
LNPIYASA	:Piyasa Değerinin Logaritması
LLC	:Levin, Lin ve Chu
LSDV	:Kukla Değişkenler En Küçük Kareler
LYKS	:Yönetim Kurulu Üye Sayısının Logaritması
M&A	:Satın Alma ve Birleşme Piyasası
OECD	:Ekonomik İşbirliği ve Gelişimi Örgütü
OLS	:En Küçük Kareler Yöntemi
ROA	:Aktif Karlılık Oranı
ROE	:Özsermaye Karlılığı
ROS	:Satışların Karlılığı
S&P	:Standard&Poor's
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
TKYD	:Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TTK	:Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	:Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
2SLS	:İkili En Küçük Kareler Yöntemi

1. GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte ülkeler arasındaki sınırların ortadan kalkması ve teknolojinin hızlı bir şekilde gelişmesi, yatırımcıların daha ucuz maliyetle ve kolay bir şekilde firma bilgilerine ulaşımını sağlamıştır. Bilgiye daha kolay ulaşım ise firmaların kurumsal yapısının sağlamlığını, güvenilirliğini ve sermayenin iyi yönetilmesini zorunlu hale getirmiştir. Bu zorunlulukların gerçekleştirilebilmesi için başta Ekonomik İşbirliği ve Gelişimi Örgütü (OECD) ülkeleri olmak üzere tüm dünyada geçerli olabilecek bir sistem geliştirilmiş ve bu sistem “kurumsal yönetim” olarak adlandırılmıştır. Kurumsal yönetim sistemi, özellikle 1990’lı yıllarda yaşanan Asya krizinin tüm dünya ekonomisini etkilemesiyle önemini arttırmıştır. Tüm dünyayı etkisi altına alan bu krizden sonra OECD 1998 yılında ekonomik krizlerin ve firma skandallarının etkisini en aza indirmek ve firmaların güvenilirliğini sağlamak için genel anlamda birçok ülkede kabul gören kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. Bu ilkeler, firmaları daha güvenilir, adil, şeffaf ve sorumluluğa sahip firmalar haline getirmeyi amaçlamaktadır. Hazırlanan bu kurumsal yönetim ilkeleri ülkeler tarafından kendi ekonomik ve sosyal yapılarına göre tekrar düzenlenmiştir. Ancak, 2000’li yılların başında yaşanan Enron ve World.com firma skandalları kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında sorunlar olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bu skandallar sonrasında ilkelerin zorunlu hale getirilmesi için 2002 yılında Sarbanes-Oxley yasayı yayınlanmıştır. Sarbanes-Oxley yasasına göre, firmaların kurumsal yönetimin eşitlik, hesap verilebilirlik, şeffaflık ve sorumluluk ilkelerine uymaları gerekmektedir. Aynı zamanda bu ilkelerin ekonomik gelişmişlik düzeylerine ve sosyal yapılarına göre ülkeler tarafından kendi koşullarına uyarlayabileceği ifade edilmiştir.

Ülkemizde, OECD’nin yayınladığı ilkeler baz alınarak 2002 yılında Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından kurumsal yönetim uygulama kodları yayınlanmıştır. Bu kodlar 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’ya kayıtlı halka açık firmalar tarafından uygulanmaya başlamıştır. Ancak, Türkiye ekonomisinin büyük bir çoğunluğunu kapsayan aile firmalarında belirlenen kurumsal yönetim ilkelerine tam geçilmediği görülmektedir. Çünkü aile firmalarının bu değişime ayak uydurabilmesi için gerçek anlamda kurumsallaşma sürecine geçmesi gerekmektedir.

OECD tarafından getirilen kurumsal yönetim en genel anlamda, firmanın yönetim kurulu ve pay sahipleri arasındaki ilişkilerini düzenleyen, kontrolünü ve sürekliliğini sağlayan ve firmaya karşı oluşabilecek riskleri en alt seviyeye indirecek bir sistemdir. Ek olarak, kurumsal yönetim rekabetin arttığı ve uluslararası yatırımların önem kazandığı dünyada firmaların kar elde etmesini, sürekliliğinin sağlanmasını ve performansın artmasını göz önünde bulundurur.

Firmaların kurumsal yönetime geçebilmesi için ilk olarak sahipliğin ve kontrolün birbirinden ayrılması gerekmektedir. Firmalar yönetilen ve kontrol edilen bir sistem olmasından dolayı kurumsal yönetimin gereği yönetim kurulu firmanın yönetiminden sorumlu iken pay sahipleri yönetim kurulu üyelerini atamakta ve denetlemektedir. Yani yöneten ve denetleyen farklı kişiler olmak zorundadır. Bu zorunluluk firmanın sahiplik ve kontrolünün birbirinden ayrılmasına yani vekalet teorisinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Vekalet teorisi ilk olarak Berle ve Means (1932) tarafından Amerika’da yaşanan Büyük Buhran sonrası ortaya atılmıştır. Yazarların çalışmalarında sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasıyla kurumsal yönetimin ortaya çıktığından bahsedilmektedir. Başka bir ifade ile vekalet teorisi, kurumsal yönetime geçişin ilk adımlarından birisidir. Vekalet teorisinde sahipliğin ve

kontrolün birbirinden ayrılmasının çıkar çatışmasına neden olacağı öngörülmektedir. Çıkar çatışmasını engellemek ve kurumsal yönetim ilkelerini uygulayabilmek için yöneticilere firmadan pay senedi sağlanması gibi teşvikler verilmesi gerekmektedir (İskenderoğlu, vd., 2014:26). Vekalet teorisi dışında kurumsal yönetimin oluşumunda etkili olan üç teori daha bulunmaktadır. Bu teorilerden ilki hizmetkarlık teorisi ikincisi ise kaynak bağımlılığı teorisi (Özsoy, 2011:17), üçüncüsü ise paydaşlık teorisidir. Hizmetkarlık teorisi, üst düzey yönetici ile pay sahipleri arasında bir çıkar çatışmasının olmadığı görüşüne dayanır. Bu teori de, üst düzey yönetici konumunu güçlendirmek ve kolaylaştırmaya odaklanmaktadır (İskenderoğlu vd. 2014:54). Kaynak bağımlılığı teorisine göre, firma çevre ile olan ilişkilerini güçlülük ve bağımlılık üzerine kurmaktadır (İskenderoğlu vd. 2014:57). Paydaşlık teorisi, firmanın piyasa değerinin yaratılmasında pay sahiplerinin katkısının yöneticiler tarafından açıkça ifade edilmesini sağlamaktadır (Dereköy, 2015:33-34).

Kurumsal yönetim teorileri, kurumsal yönetim mekanizmaları tarafından şekillenir. Bu mekanizmalar firma içi ve dışı mekanizmalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Firma dışı mekanizmalar, firma satın alma, yasa ve düzenlemeler, yönetici piyasası, sermaye piyasasıdır. Firma içi mekanizmalar ise, yönetim kurulu, sahiplik yapısı, yönetici ücret ve teşvikleri ve en iyi uygulama kodlarıdır. Firma içi mekanizmalardan en önemlilerinden olan ve çalışmamızda yer alan mekanizmalar yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısıdır. Bu mekanizmalar dikkate alınarak uygulanan ilkeler ise firmaların performansını artırmaktadır (Kula, 2006:32-40).

Mekanizmalardan biri olan sahiplik yapısı, devlet sahipliği, özel sahiplik, yabancı sahipliği, yönetici sahipliği, aile sahipliği gibi kavramları içermektedir. Yani bir firmanın pay sahiplerinin kimler olduğunu ifade etmektedir. Bu çerçevede firma kararlarını etkileyen sahiplik yapısı, Xu ve Wang (1997) tarafından sahiplik yoğunlaşması ve sahiplik kimliği kavramları ile ifade edilmektedir. Sahiplik yoğunlaşması, firmanın pay senetlerinin çoğunun kişi veya kişilerin elinde olmasını ifade eder. Sahiplik kimliği ise, firmanın pay senetlerini elinde tutan kişi ya da kişilerin niteliklerini göstermektedir. Firmaların sahiplik yapısı ile vekalet ilişkisinin firma performansına etkisi Jensen ve Mecking (1976) çalışması ile literatüre girmiştir. Yazarlar çalışmalarında, firmanın sahipliğinin ve kontrolünün ayrılmasıyla firma performansının artacağını ileri sürmektedir. Sahiplik yapısının firma performansına etkisini açıklayan sonraki çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Sonuçların farklı olmasının nedenleri, ülkelerin ekonomik düzeylerinin, sermaye yapısının, yasal düzenlemelerinin ve kültürünün farklı olmasıdır.

Firma içi mekanizmalardan yönetim kurulu; yaşanan krizler, skandallar ve firma başarısızlıkları, firma performansında yönetimden kaynaklanan problemlerin artması ve ortaya çıkan endişelerden dolayı önemli başlıklardan biri haline gelmiştir. Çünkü yaşanan krizlerde ve firma iflaslarında yönetim kurulunun rolü büyüktür. Yönetim kurulundaki kişiler, firmanın pay sahiplerini temsil ederek firmadaki birçok yetkiye sahip olmaktadır. Dolayısıyla, yönetim kurulunun yapısı büyüklüğü, bağımsız üye sayısı, yönetim kurulunun bağımsızlığı gibi kavramlar kurumsal yönetimde önem arz eder.

Kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalarda yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisinin incelendiği görülmektedir. Firma performansını etkileyen yönetim kurulu yapılarından ilki kurul üye sayısıdır. Firmanın aile firması, yabancı firma, dağınık yapılı firma ve halka açık veya kapalı olması kadar kuruldaki üye sayısının önemli bir etkisi bulunmaktadır. Örneğin; firmadaki yönetim kurulu üye sayısının fazla olması kaynak bağımlılığı teorisine göre performansı artırmaktadır. Zira,

kurul üye sayısı fazla olan firmalarda kaynakların elde edilmesi ve bilgiye ulaşım daha kolaydır. Kurul üye sayısının fazla olmasıyla iletişim gibi sorunların oluştuğu, bunun da performansı düşürdüğü ileri sürülmektedir.

Kurumsal yönetime geçiş sürecince yönetim kurulunun firma denetim faaliyetlerini etkin bir şekilde uygulayabilmesi için yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün (CEO) ayrı kişiler olması, yani, CEO ikiliğinin olmaması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, firmanın yönetim kurulu yapısının oluşumunda CEO ikiliğinin olup olmaması kurumsal yönetimin uygulanması için önem arz etmektedir. CEO ikiliği kavramı vekalet teorisini ve hizmetkarlık teorisini ortaya çıkarmaktadır (Yıldız ve Doğan, 2012:355). Vekalet teorisi açısından CEO ikiliği firma performansını olumsuz etkilemektedir. Hizmetkarlık teorisine göre ise, CEO ikiliği firmanın amaçlarına odaklanmasında ve kararlarının hızlı alınmasında etkili olduğundan firma performansını artıracığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Çalışmamızın en genel amacı, BIST imalat sektöründe yer alan aile firmalarının kurumsal yönetim mekanizmalarından yönetim kurulu yapısı içinde olan kurul üye sayısı ve CEO ikiliği ile sahiplik yapısının firma performansına olan etkisinin açıklanmasıdır. Böylece halka açık aile firmalarının uyguladıkları kurumsal yönetim mekanizmaları ele alınarak firma performansını nasıl ve ne yönde etkilediği ortaya konmaya çalışılacaktır. 2003-2014 yılları arasında kurumsal yönetim mekanizmalarından yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısının aile firmalarının performansını ne yönde etkilediğini tespit etmek için panel veri regresyon analizi uygulanmıştır. Aile firmalarının örneklem olarak alınmasının en temel nedenlerinden birisi bu firmaların halka açık olmalarına rağmen diğer firmalara göre daha yoğunlaşmış bir sahiplik yapılarının olmasıdır. Ayrıca, aile firmalarında yönetim ve faaliyetlerde kişiselliğe önem veren bir yapının olması ve genellikle değişime direnç gösterilmesi uluslararası arenada rekabetleri güçsüzleştirmektedir. Bu nedenle, halka açık aile firmalarının kurumsal yönetimle ilişkisi araştırmaya değer bulunmuştur. Çalışmamızda BIST İmalat Sektöründe yer alan aile firmaları incelenerek ülke ekonomisinde büyük paya sahip aile şirketlerinin yönetim kurulu yapısının ve sahip yapısının firma performansına etkisi araştırılmaktadır.

Bu çerçevede çalışma altı bölümden oluşmaktadır. Birincisi, giriş bölümüdür. İkinci bölümde konu ile ilgili yabancı ülkelerde ve ülkemizde yapılan çalışmalar tarih sırasına göre açıklanmaktadır. Yapılan çalışmalarda sahiplik yapısı değişkenleri, yönetim kurulu yapısı ve CEO ikiliğinin tek tek veya toplu olarak firma performansına olan etkisinden bahsedilmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümde kurumsal yönetim kavramı incelenmektedir. Bu bölümde öncelikle kurumsal yönetimin teorisi, kavramı ve amacı açıklanmaktadır. Ardından kurumsal yönetimin firmalara ve yatırımcılara olan faydasından ve kurumsal yönetimi etkileyen faktörlerden bahsedilmektedir. Sonrasında, dünyadaki kurumsal yönetim modelleri, kurumsal yönetimin oluşumunu sağlayan ve OECD ülkeleri tarafından açıklanan kurumsal yönetim ilkeleri, kurumsal yönetimin firma içinde ve dışında oluşan mekanizmaları ve kurumsal yönetim teorileri açıklanmaktadır. Son olarak, kurumsal yönetim mekanizmalarından yönetim kurulunun yapısı içinde yer alan ve ampirik uygulamada kullanılacak olan yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliğinden bahsedilmektedir.

Çalışmanın dördüncü bölümde, firma performansı ve sahiplik yapısı ilişkisi ele alınmıştır. Bu bölümde firma performansı kavramı, finansal olan ve olmayan performans ölçüleri ve finansal performans ölçülerinden muhasebe temelli ve piyasa temelli performans ölçütleri açıklanmıştır. Ayrıca, sahiplik yapısı kavramı, sahiplik

yapısı bileşenlerinden sahiplik yoğunlaşması ve kimliği, sahiplik yapısını belirleyen sermaye değişkenleri, sahiplik yapısı ile firma kontrolü ayırımına, sermaye sahiplik türlerinden devlet, aile, yönetici veya yabancı sahiplik yapılarına değinilmektedir. En son olarak sahiplik yapısının vekalet teorisi ilişkisi ve sahiplik yapısının firma performansına olan etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın beşinci bölümü kurumsal yönetim, sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkisinin araştırıldığı kısımdır. Bu bölümde, ilk olarak araştırmanın amacı ve önemi üzerinde durulmaktadır. Daha sonra araştırmanın kapsamı ve kullanılan veri seti ile kullanılan panel veri analizlerinin metodolojisi açıklanmaktadır. Metodolojiden sonra araştırmanın hipotezleri kurulmuş ve modelleri oluşturulmuştur. Ardından kurulan modeller dikkate alınarak BIST imalat sektöründeki aile firmalarının sahiplik yapısının, yönetim kurulu büyüklüğünün ve CEO ikiliğinin firma performansına olan etkisini tespit etmek için yapılan statik ve dinamik panel veri regresyon analizleri sonuçları tablolar yardımıyla açıklanmıştır.

Sonuç bölümünde, Türkiye’de 2003-2014 yılları arasında BIST imalat sektöründe işlem gören aile firmalarının yönetim kurulu üye sayısı, CEO ikiliği ve sahiplik yapısının firma performansına olan etkisi elde edilen bulgular ışığında tartışılmaktadır. Ayrıca, elde edilen bulgular geçmiş çalışmalarla ilişkilendirilerek karşılaştırılmış, finansal açıdan yorumlanmıştır. Sonuç kısmında, bulgular ışığında önerilere yer verilmektedir.

2. KONUyla İLGİLİ ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR

Günümüzde küreselleşme sonucunda firmaların uluslararası alanda büyüyerek çok uluslu bir hale gelmesi, yoğun rekabet ortamında kalması, ekonomik hayatta yaşanan gelişmeler firmaların sürekliliğinin bir güvencesi olan kurumsal yönetimin oluşmasını sağlamıştır. Dünyada kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasıyla birlikte kurumsal yönetim ve sahiplik yapısının firma performansına etkisi birçok çalışmaya konu olmuştur. Özellikle yapılan çalışmalarda ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklı sonuçların olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmalardan bazıları kurumsal yönetim ve sahiplik yapısının firma performansına etkisinin pozitif olduğunu ifade ederken bazıları ise firma performansına olan etkisinin negatif olduğunu ifade etmektedir.

2.1. Yabancı Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisi ilk olarak 1990'lı yılların başında Berle ve Means (1932) tarafından yazılan "The Modern Corporation and Private Property" adlı kitapta ortaya atılmaktadır. Berle ve Means çalışmalarını Amerika'nın büyük buhran döneminde halka açık olan en büyük 200 firma üzerine uygulamışlardır. Bu 200 firmadan çok azının modern sahiplik yapısının olduğunu genellikle firmaları bir aile veya devletin kontrol ettiğini saptamışlardır. Çalışmalarında ahlaki tehlike ve asimetric bilgi ilişkisinin ortaya çıkardığı sorunlardan dolayı, pay sahipleri ile yöneticilerin çıkarlarının birbirleriyle çatıştığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, vekalet sorununun firmaların büyümesi ve dağınık bir sahiplik yapısına sahip olmasıyla birlikte ortaya çıktığını ifade etmişlerdir. Çalışmanın geneline bakıldığında, sahiplik yoğunlaşması arttığında yöneticinin kontrolünü azalacağından dolayı sahiplik yapısı ve firma performansı arasında negatif yönde bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Berle ve Means'dan sonra gerçek anlamda sahiplik yapısının belirlenmesinde temel oluşturan bir diğer çalışma Demsetz ve Lehn'in (1985) "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences" adlı çalışmalarıdır. Bu çalışmalarında ABD'deki 511 firmanın sahiplik yapısını incelemişlerdir. Demsetz ve Lehn, sahiplik yapısının içsel olduğunu ortaya koymuşlardır. Başka bir ifadeyle, bir firmanın sahiplik yapısının içsel faktörler ile belirlendiğini açıklamışlardır. Bu faktörler birbirlerinden bağımsız olduğunu ve aralarında herhangi bir ilişki bulunmadığını ifade etmişlerdir. Çalışmalarının devamında firmaların sahiplik yapısındaki çeşitliliğin firmanın performansı üzerinde sistematik etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, sahiplik ile firmanın kontrol edilmesi arasında çok önemli bir ilişkinin var olduğunu ortaya koymakta, firmanın sahiplik ve kontrol ayrımının firma performansını azaltmadığını ifade etmişlerdir. Bulgularının genel sonucuna göre, sahiplik yapısındaki yoğunlaşma ile firma performansı arasında doğrusal bir ilişki tespit etmişlerdir. Bu sonuç Berle ve Means (1932) ortaya attığı sonucun tam tersi bir sonuçtur.

Morck vd. (1988), yönetim sahipliği ve firma performans değişkeni olan Tobin-Q oranı arasındaki ilişkiyi çalışmışlardır. Çalışmada, Fortune 500'de yer alan 371 firmanın 1980 kesitindeki tekdüze olmayan ilişkisi araştırılmaktadır. Yönetim kurulu tarafından oluşturulan sahiplik yapısının Tobin-Q oranını önce artırdığını, sonra azalttığını ve sonunda yükseldiğini tespit etmişlerdir. Çalışmalarının sonucunda, yönetim sahiplik yapısı ile firma performansı ilişkisinin doğrusal olmadığına ulaşmışlardır.

McConnel ve Servaes (1990), 1976 yılındaki 1.173 ve 1986 yılındaki 1.093 firmadan bir örneklem oluşturarak özkaynak sahiplik yapısı ve Tobin-Q oranı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Firmanın içindekilere ait pay senetleri ile Tobin-Q arasında eğrisel anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. İçsel sahipliğin düşük seviyede olduğu firmalarda ilişki kuvvetli bir şekilde pozitifdir. İçsel sahipliğin yüksek seviyede olduğu firmalarda Tobin-Q ve içsel sahiplik ilişkisi negatiftir. Ayrıca, kurumsal yatırımcılara ait pay senetleri ile Tobin-Q arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmanın sonuçları, kurumsal değerin sermaye sahiplik yapısının bir fonksiyonudur hipotezi ile tutarlıdır. Çalışmanın sonucunda ise sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Neun ve Santerre (1993) çalışmalarında 1993 yılındaki en büyük 200 ABD firmanın halka açılması sonucunda oluşan sahiplik ve kontrol ayrımının firma performansına etkisini araştırmışlardır. Analiz bulgularına göre, sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması firma performansını azalttığını görmüşlerdir. Başka bir ifadeyle, sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmayan negatif yönlü bir ilişkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Gorritz ve Fumas (1996), İspanya'daki aile ve aile olmayan 324 firma üzerine yaptıkları çalışmada sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisini araştırmışlardır. Analiz bulgularına göre, bir aile tarafından yönetilen firmaların performans yapısının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir.

Pagano ve diğerleri (1998), 1982-1992 yılları arasında İtalyan firmaların sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile test etmişlerdir. Analizin sonucunda, sahiplik yapısı ve firma performansı arasında anlamsız ve negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Xu ve Wang (1999), 1993-1995 yılları arasında Çin'de faaliyette bulunan anonim şirketleri üzerine yaptıkları panel veri analizi sonuçlarına göre, sahiplik yoğunlaşması ve firma performansı arasında pozitif bir korelasyon ilişkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Thomsen ve Pedersen (2000), 12 Avrupa ülkesinin en büyük 435 firmanın performansı ve sahiplik yapısı ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmalarında firma performansını ölçmek için özkaynağın piyasa değerini ve sahiplik yapısı için en büyük pay sahibinin pay oranını kullanmaktadırlar. Analiz bulgularına göre, en büyük pay sahibinin pay oranı ile firmanın performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Demsetz ve Villalonga (2001), çalışmalarında daha önce Demsetz ve Lehn ortaya attığı gibi sahiplik yapısının içsel olduğunu ifade etmişlerdir. Ayrıca, çalışmalarında sahiplik yapısı ve firmanın performansı arasında bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Mitton (2002), Doğu Asya finansal krizinin yaşandığı dönem olan 1997-1998 yıllarında Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'daki 398 firmanın kurumsal yönetime ilişkin değişkenlerinin firma performansına etkisini araştırmaktadır. Çalışmanın bulgularına göre, performans değişkeni olarak hesaplanan pay senedi getirileri dikkate alındığında sahiplik yoğunlaşması ve firma performansı ilişkisinin pozitif olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Lemmon ve Lins (2003), Doğu Asya ülkelerindeki 800 firmanın Doğu Asya krizi esnasında firma düzeyindeki ortaklık yapılarındaki farklılıkların firma performansındaki farklılıkları açıklayıp açıklamadığını incelemişlerdir. Ayrıca, finansal kriz sırasında pay sahibinin değerindeki değişikliklerin sahiplik yapısına etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sahiplik yapısı verilerine göre, firmaların yöneticileri düşük

nakit akışa sahip olsa bile etkin bir şekilde firmayı kontrol edebilmektedir. Ayrıca, sahiplik ve kontrol ayrımında firmalar ve ülkeler arasında önemli farklılıklar olduğunu görülmektedir. Kurumsal sahiplik yapısının, azalan yatırım fırsatlarının olduğu dönemlerde azınlık pay sahiplerinin kamulaştırma teşviklerinin belirlenmesinde önemli bir rol oynadığını ortaya koymuşlardır.

Lins (2003), 18 gelişmekte olan piyasadaki 1433 firmanın ortaklık yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada gelişmekte olan piyasalardaki Tobin-Q oranı ile yoğunlaşmış sahiplik arasında negatif ilişki bulunmuştur. Büyük yönetici olmayan pay sahiplerinin ise vekalet sorununu azalttığını ifade etmişlerdir. Regresyon sonuçlarına göre, büyük yönetici olmayan pay sahipleri ile Tobin-Q oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Ayrıca çalışma, yöneticinin kontrol hakkı, nakit akımından fazlaysa, firmanın değerinin düşük olacağını tespit etmiştir.

Anderson ve Reeb (2003), çalışmalarında Standard&Poor's (S&P) 500 listesindeki 403 firmanın 1992-1999 yılları arasındaki verilerine kullanılarak yapılan yatay kesit analizi sonucunda aile firmalarının, aile dışı firmalara göre daha iyi performansla sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Firma performans göstergelerinden biri olan aktif karlılık oranının (ROA) aile firmalarında aile dışı firmalara göre önemli ölçüde yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca, performans arttıkça mülkiyetin bir süre sonra azaldığı sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmanın sonucunda, firmanın CEO'su firmanın kurucusu veya kurucu ailenin bir ferdi ise, firma performansının yüksek olduğu görülmektedir. Başka bir ifade ile aile sahipliği olan firmaların diğer firmalara göre daha iyi bir performans gösterdikleri sonucuna ulaşmışlardır.

Sandra vd. (2003), 1996-1999 yılları arasında Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 93 firmanın iç kurumsal yönetim mekanizmaları ve finansal performans arasındaki ilişkiyi Panel En Küçük Kareler (EKK) analizi ile araştırmışlardır. Araştırma bulgularına göre, firmanın özsermayesini daha iyi duruma getirmek için gerçekleşen yüksek borç seviyesi, kaldıraç oranını ve firma performansını pozitif etkilemektedir.

Yammeesri (2003), Tayland Menkul Kıymetler Borsası'na kote olmuş 243 finansal olmayan firmanın sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma, Tayland'da kriz öncesi dönem (1993-1996) ve kriz sonrası dönem (1998-2000) incelenerek yapılmıştır. Çalışmadaki değişkenler tek değişkenli ve çok değişkenli regresyon analizi ile test edilmektedir. Tek değişkenli regresyon analizi sonuçlarına göre, kontrolün firma sahiplerinde olduğu yani sahiplik yoğunlaşması olan firmaların, sahipliği yoğunluğu olmayan firmalara göre daha yüksek performans göstermektedir. Araştırma bulgularına göre, sahiplik kontrolü ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Aile kontrolündeki sahiplik ile ortalama getiri ve ROA arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Yönetimsel sahiplik yapısının firma performansına etkisini belirlemek için yapılan analizlerinde sonucunda 1993-1996 yılları arasında Tayland borsasındaki firmaların yönetimsel sahiplik yapısı ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Kriz sonrası dönem olan 1998-2000 yıllarında da sahiplik yapısı ve firma performansı arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Akimova ve Schwodiauer (2004), çalışmalarında Ukrayna'da özelleştirilen firmaların sahiplik yapısının performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmalarını 1998-2000 yılları arasındaki 202 orta ve büyük endüstri firmaları üzerine yapmışlar, sahiplik yapısını, her ortağın paylarının yüzdesiyle, performansı ise, çalışan başına satış ile ölçmüşlerdir. Bu çalışmada, kurumsal yeniden yapılanma, müdür, işçi ve

yabancı mülkiyet yapılarının performans üzerinde önemli etkileri bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Filatotchev ve diğerleri (2005), çalışmalarında Tayvan Menkul Kıymetler Borsasında faaliyette olan 228 firmanın sermaye ve yönetim kurulu yapısının performansa etkisini araştırmışlardır. Performans değişkeni olarak muhasebe temelli performans göstergeleri kullanılmıştır. Analiz bulgularına göre, aile firması olan firmaların performansının artmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Aile firması olmayan kurumsal yatırımcıların ya da yabancı yatırımcıların olduğu firmalarda performansın daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir.

Haniffa ve Hudaib (2006), 1996-2000 yılları arasında Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası (KLSE) yer alan 347 firmanın kurumsal yönetim yapısı ve firma performansı ilişkisini araştırmışlardır. Yönetim kurulu büyüklüğü ve ilk beş pay sahibinin sahiplik yapısı değeriyle piyasa ve muhasebe temelli performans ölçütleri arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Maury (2006), Batı Avrupa'daki aile firmalarının aile olmayan firmalara göre nasıl performans sergilediklerini incelemiştir. Çalışmada, 1672 finansal olmayan firma yer almıştır. Çalışmanın sonucunda, aile kontrolünün firmanın sahibi ve yöneticisi arasındaki vekalet sorunu düşürdüğü görülmektedir. Ancak, bu firmalarda yüksek paya sahip olan aile üyelerinin firmanın kontrolünü elinde tutmalarının azınlık pay sahipleri ile aralarında çıkar çatışmasının yaşanmasına yol açtığı ifade edilmektedir. Ayrıca, Batı Avrupa'daki firmalarında aile kontrolünün firma performansını artırdığı, aile sahipliğinin vekalet sorununu ise azalttığı sonucuna ulaşmıştır. Genel olarak, araştırmanın sonucunda, aile firmalarında azınlık pay sahiplerinin ve tüm pay sahiplerin korunması için etkin bir aile kontrolünün olması gerektiğini ifade etmiştir.

Westhead ve Howorth (2006) çalışmalarında, 1991-1994 yılları arasında ABD'deki 905 firmanın finansal performans ve firma hedeflerini incelemiştir. Çalışmada, regresyon analizi kullanılmaktadır. Analiz bulgularına göre, bir aile firmasında, firma performans göstergeleri ve mali olmayan firma hedeflerinin sahiplik yapısından çok yönetimle ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir.

Chiang ve Lin (2007)'de Tayland firmalarının kurumsal sahiplik yapısı ile kurumsal performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Ayrıca, Tayland firmalarının sahiplik yapısı ve yönetim kurulu bileşenleri arasındaki ilişki ve toplam faktör verimliliği üzerindeki etkileri incelenmiştir. Muhasebe performans ölçülerini ve Tobin-Q toplam faktör verimliliğini performans ölçüsü olarak kullanmışlardır. Ampirik bulgularda toplam faktör verimliliği ile sahiplik yapısı arasında eğrisel bir ilişkinin var olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

King ve Santor (2007), 1998-2005 yılları arasında 613 Kanadalı firmanın aile sahipliği, firma performansı ve sermaye yapısı ilişkisini panel veri analizi ile araştırmışlardır. Çalışmalarında hisse sahiplerini yüzdelerini, nakit akışını, ve piramidal yapısını kullanmaktadırlar. Ayrıca, aile firmalarının performansının ve sermaye yapısının diğer kontrol ortaklarına göre değişiklikleri incelemiştir. Performans göstergesi olarak, Tobin-Q oranı ve ROA kullanılmıştır. Çalışma sonucunda aileye ait tek bir paya sahip olan firmaların performans göstergeleri olan Tobin-Q ve ROA oranı diğer firmalar gibi pozitifdir. Ancak, finansal kaldıraç oranı bu değişkenlere göre daha yüksektir.

Kapopoulos ve Lazaretou (2007), Yunanistan'da borsaya kayıtlı 175 firmanın sahiplik verilerini incelemiş ve firmaların sermaye sahipliği yoğunlaşmasının yaygın olarak değiştiğini ortaya koymaktadırlar. Bu firmaların en az %5'ine sahip olan firma sahibi ile en az %5'ine sahip olan yönetim kurulu üyeleri ve CEO'lar incelenmektedir.

Ampirik bulgular sonucunda, karlılık ve sahiplik yapısı arasında doğrusal pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca, sahiplik yoğunlaşması ve firma performansı ilişkisinin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğunu tespit etmişlerdir.

Tam ve Tan (2007), Malezya firmalarının 1994-2001 yılları arasındaki yönetim uygulamalarındaki değişikliklerin firma performansı üzerindeki etkilerin analiz ederek sahiplik türleri ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu analiz ile Asya firmalarında uygulanan kurumsal yönetimin firma performansının zayıf halkası olmasının nedenleri araştırılmaktadır. Çalışmada sahiplerin farklı türden olduğu firmalar, ortaklarının yaygın yoğunlaştığı bir ortamda kurumsal yönetim uygulamaları için farklı davranış özellikleri ve tercihleri sergiledikleri görülmektedir. Böylece yönetim uygulamaları ve çeşitli firma özelliklerinin firma performansı üzerinde bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Çalışmalarında, bireysel, devlet ve yabancı sahipliği gibi farklı sahiplerin kendi çıkarlarını korumak için kontrol mekanizması gibi mülkiyet yoğunlaşması ve CEO ikiliğinin firma performansını ne zaman ve nasıl etkilediğini açıklayan entegre bir model kurulmuştur. Çalışma bulgularına göre sahiplik yoğunlaşması bir birey veya ailenin pay sahibi olduğu firmalarda yüksek, devlet firmalarında düşük olduğu ifade etmişlerdir.

İbrahim ve diğerleri (2008), 1999-2005 dönemleri arasında Malezya piyasasına kayıtlı aile firması ve aile firması olmayan firmaların sahiplik yapısı ve kurumsal yönetimin firma performansına etkisini araştırmışlardır. Araştırma bulgularına göre, aile sahipliği olan firmaların Tobin-Q oranı aile sahipliği olmayan firmalara göre daha düşüktür. Ancak, aile sahipliği olan firmaların ROE (Özsermaye Karlılığı) oranı aile sahipliği olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Lee (2008), çalışmasında 2000-2006 yılları arasında Güney Kore firmaların finansal performansın üzerindeki özkaynak sahiplik yapısının etkisini incelemektedir. Çalışmasında sahiplik yapısını, sahiplik yoğunlaşması ve sahiplerin kimliği olmak üzere iki ana boyutta incelemektedir. Çalışmanın bulgularına göre, aktif getiri oranı ile ölçülen muhasebe temelli firma performans değişkeni sahipliklik yoğunlaşması arttıkça artmakta ancak, yabancı sahipliğin ve kurumsal sahipliğin firma performansına etkisinin çok önemsiz olduğu tespit etmişlerdir.

Ganguli ve Agrawal (2009), 98 orta ölçekli Hindistan firmasının verilerini kullanarak sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisini incelemektedirler. Çalışmanın bulgularına göre, firmaların kurucusu olan ve kurucusu olmayan pay sahiplerinin sahiplik yoğunlaşması tespit edilmiş ve kurucu pay sahiplerinin firma performansını açıklamada önemli bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kholmuradova (2009), tez çalışmasında 1998-2007 yılları arasında Danimarka'daki 245 firmanın aile sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi ile test etmişlerdir. Analiz bulgularına göre, aile sahipliğinin firma performansına olumlu veya olumsuz hiçbir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Arosa vd. (2009) çalışmalarında, 586 aile ve aile olmayan İspanyol firmanın sahiplik yoğunlaşması ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, bir aile tarafından kurulmayan firmalarda sahiplik yoğunlaşması ve firma performansı arasında ilişki tespit edilmemiştir. Aile firmalarında ise, sahiplik yoğunlaşması ve firma performansı arasındaki ilişkinin birinci nesil ve ikinci nesil için farklılık gösterdiğini ifade etmişlerdir.

Zeitun, (2009), 1989-2006 yılları arasında 167 Ürdün firmasının verilerini kullanarak sahiplik yapısının firmaların performansı ve değeri üzerine etkisini araştırmıştır. Araştırmada panel veri analizi kullanılmıştır. Ampirik bulgulara göre, Ürdün firmalarının sahiplik yapısı ve sahiplik yoğunlaşmasının firmaların performansı

ve değeri üzerinde önemli rol oynadığı, sahiplik yoğunlaşması ve kurumsal sahiplik ilişkisinin verimsiz olduğu görülmektedir. Sahiplik yoğunlaşması ile ROA ve Tobin-Q arasında negatif korelasyon tespit edilmiştir. Devlet sahipliği ve bir firmanın muhasebe temelli performansları arasında anlamlı negatif ilişki bulgulanmıştır. Bu dönemler arasında aile kontrollündeki sahiplik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

Arosa vd. (2010), çalışmalarında İspanya'daki 586 aile firmasının sahiplik yoğunlaşmasını ve firma performansını incelemişlerdir. Çalışmalarının bulgularına göre, aile firmalarının hangi kuşakta olduğuna göre sahiplik yoğunlaşması ve firma performansı değişmektedir.

Ghazali (2010), çalışmasında Malezya Borsası'nda faaliyet gösteren 87 firmanın sahiplik yapısı, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz bulgularına göre, kurumsal yönetim değişkenleri ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmamıştır. Ancak, sahiplik yapısı değişkenleri içinde kullanılan yabancı payı ile performans arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Charfeddine ve Elmarzougui (2010), çalışmalarında 2002-2005 yılları arasında Fransa Borsası'ndaki 35 firmanın kurumsal sahiplik ve firma performansı arasındaki ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda kurumsal sahiplik ile firma performansı göstergesi olan Tobin-Q arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Francia ve diğerleri (2011), çalışmalarında 1989-2003 yılları arasında taşımacılık sektöründeki 302 firmasının sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, özel firmaların, kamu firmalarına göre karlılıklarının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ancak, özel firmaların sahiplik yapısının, firma karlılığını belirlemede temel bir gösterge olmadığını ifade etmişlerdir.

Ibrahim ve Samad (2011), 1995-2005 yılları arasında Malezya'daki aile ve aile olmayan firmaların sahipliğinin kurumsal yönetim mekanizmaları ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Firma performans değişkeni olarak Tobin-Q, ROA ve ROE değişkenleri kullanılmıştır. Bulgularında, ROE değişkeninin aile sahipliğinin, aile olmayan firmalardaki sahipliğe göre daha yüksek değere sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca, Tobin-Q ve ROA değişkenlerinin firma değeri aile olmayan firmalarda daha düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Sonuç olarak, aile sahipliği olan ve aile sahipliği olmayan firmaların ikisinde yönetim kurulu ve bağımsız yönetim olarak kurumsal yönetim mekanizmaları ile firma performansı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmışlardır.

Kharab vd. (2011), çalışmasında Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'ndaki firmaların 2005-2009 yılları arasındaki yıllık raporlarını inceleyerek kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisini test etmişlerdir. Çalışmada, performans göstergesi olarak Tobin-Q ve ROA kullanılmaktadır; ayrıca, kaldıraç ve büyüme değerleri de kontrol değişkeni olarak hesaplanmaktadır. Analiz bulgularına göre, kaldıraç ve büyümenin firma performans ölçümündeki büyük öneme sahip olan Tobin-Q oranı ile ilişkisinin pozitif olduğunu sonucuna ulaşılmıştır.

Shyu (2011), Tayvan'daki 465 firmanın 2002-2006 yılları arasında aile sahipliği ve firma performansı ilişkisini panel veri analizi ile açıklamaktadır. Çalışmada, firma performans göstergesi olarak ROA ve Tobin-Q oranı kullanılmaktadır. Ampirik sonuçlarından aile sahipliğinin firma performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğuna ulaşılmıştır.

Golmohammadi vd., (2012) çalışmalarında 2006-2011 yıllarında Tahran Borsası'nda faaliyette bulunan 311 firmanın sahiplik yapısı ve yönetici sahipliğinin firma performansına etkisini araştırmışlardır. Yapılan analizler sonucunda, yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansını pozitif etkilediği, CEO ikiliğinin ise firma performansını negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Kang ve Kim (2012), kısmi özelleştirme yapılan devlete ait firmaların kurumsal yönetim gelişmelerini sabit etki modeli ve Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanarak analiz etmektedirler. Ayrıca, özelleştirilmiş Çin firmalarının sahiplik yapısı ve firma performansını incelemektedirler. Çalışmanın sonucunda analiz yapılan firmaların büyük pay sahiplerinin kurumsal yönetimde aktif rol oynadığı ve hakim pay sahibinin sahiplik yoğunlaşmasının azınlık pay sahiplerinin teşviklerini azalttığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, hakim pay sahibinin özsermaye sahipliğinin firma performansı ile pozitif bir ilişkide olduğu elde etmişlerdir.

Lappalainen ve Niskanen (2012), çalışmalarında Finlandiya'daki Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler'in (KOBİ) 2000 ve 2005 dönemleri arasında sahiplik yapısı ve yönetim kurulunun firma performansına etkisini incelemişlerdir. Araştırmanın bulgularına göre, sahiplik yapısı küçük firmaların hem büyümeyi hem de karlılığı etkilediğini ifade etmektedirler. Bununla birlikte, yüksek yönetsel sahiplik seviyesine sahip firmaların daha yüksek karlılık oranına ve daha düşük büyüme oranına sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca, yüksek risk sermayesine sahip firmaların daha hızlı büyüdüğü ve daha az karlı olduğu tespit edilmiştir. Küçük firmalarda yönetim kurulu yapısı, firma performansı üzerinde çok az etkiye sahip olduğu bulunmuştur.

Reyna ve Encalada (2012), Meksika Borsası'nda listelenen tüm firmaların aile sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, aile ve aile dışı firmalar arasındaki performans farklılıklarını göstermek için panel veri analizi kullanılmışlardır.

Reyna vd. (2012), çalışmalarında gelişmekte olan Meksika Borsası'ndaki firmaların kurumsal yönetimini, sahiplik yapısını ve performansını incelemektedirler. 2005-2009 yılları arasındaki 90 Meksika firması verilerini İkili En Küçük Kareler Yöntemi (2SLS) ve GMM ile analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda yoğunlaşmış sahiplik yapısının olduğu aile firmalarının performansı etkilediğini tespit etmişlerdir.

Rouf (2012), 2006'da Bangladeş'teki Dakka Borsası'nda faaliyet gösteren 93 finansal firmanın kurumsal yönetim ve firma değeri ilişkisi panel veri analizi ile araştırmıştır. Araştırmanın sonucunda, ROA ile yönetim kurulu büyüklüğü arasında önemli bir ilişki tespit edilmezken, CEO ikiliğinin ROA'yı pozitif etkilediğini belirlemiştir. Bir diğer firma değeri değişkeni olan ROE ile yönetim kurulu büyüklüğü arasındaysa anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. CEO ikiliğinin ise ROE'yi anlamlı ve pozitif yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Tornyeva ve Wereko (2012), Gana'daki sigorta firmalarının 2005-2009 yılları arasındaki finansal tablolarından toplanan değişkenler ile kurumsal yönetim ve performans arasındaki ilişkiyi incelemektedirler. Genel sonuçlar incelendiğinde kurumsal yönetimin firma karlılığı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca, sigorta firmalarında yönetim kurulu, yönetimin becerisi, CEO görevi, denetim komitesi, yabancı ve kurumsal sahiplik, temettü politikaları ve yıllık genel kurul bağımsızlığı ile performans arasında pozitif bir korelasyon ilişkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Huang ve Boateng (2013), çalışmalarında 1999-2010 yılları arasında Çin'deki gayrimenkul firmalarının performans, sahiplik yapısı ve devletin rolünü araştırmışlardır. Analiz bulgularına göre, sahiplik yoğunlaşmasının performans üzerindeki etkisi

pozitiftir. Ayrıca, yönetici pay sahipliğinin performans üzerindeki etkisinin de pozitif olduğu bulgulanmıştır.

Velnamp ve Pratheepkanth (2013), 2006-2010 yılları arasında Sri Lanka'daki üretim firmalarının kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisini çoklu regresyon analizi ile araştırmışlardır. Analiz bulgularına göre, kurumsal yönetimin ROE ve ROA üzerine etkisi bulunmaktadır. Genel anlamda çalışmada, kurumsal yönetim ve firma performansı değişkenleri arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Brendea (2014), çalışmasında Romanya'daki firmaların 2007-2011 dönemleri arasında sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın firma performansını ve sermaye yapısını nasıl etkilediğini araştırmıştır. Çalışmasının bulgularında göre, sahiplik yoğunlaşmasının firmanın performansı üzerinde herhangi bir etkisi yoktur ancak firmanın sahiplik yapısının, sermaye yapısı üzerinde olumlu etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Colombo vd. (2014), çalışmalarında İtalya'daki yüksek teknoloji girişimci firmaların dağılmış sahipliğinin firmanın performansının artmasına ve girişimci firmalarının kaynak boşluğunun doldurulmasına katkıda bulunduğunu ifade etmektedirler. Ancak, firmanın sahibi yöneticiler, düşük vekalet maliyetleri ortaya çıkarırken, yönetici olmayan bireysel pay sahipleri, yönetime sınırlı oranda katıldıkları için yüksek vekalet maliyetine neden olmaktadır. Örneklem üzerindeki sonuçlara göre yönetici olmayan bireysel pay sahiplerinin etkisi göz ardı edildiğinde, yönetici olan firma sahiplerinin firma performansı üzerindeki olumlu etkilerinin olduğu görülmektedir.

Habib ve Liu (2014), çalışmalarında Çin'deki firmaların yönetim yapısının firma performansını nasıl etkilediğini, kurumsal sahiplik yapısının ve yönetici ücretlerinin; firma performansı ve satın alma ve birleşme piyasası (M&A) stratejilerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada, kurumsal yönetimin bir parçası olan sahiplik yapısı ve yönetici ücretleri ile birlikte performansı ve M&A piyasasını etkileyen önemli bir kaynak değişkeni olarak maddi olmayan duran varlıklar hesaplanmaktadır. Araştırmanın bulgularına göre Çin'deki firmalarda yönetici ücretlerinin firma performansı üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Ayrıca, maddi olmayan varlıklar firma performansı üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir.

Liao vd. (2014), 1994-2004 yılları arasında Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan 488 üretim firmasının kurumsal yaşam döngüsü içindeki sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisini araştırmışlardır. Çalışmada, içsellik sorunlarını düzeltmek için, eş zamanlı bir model ilişkisi analiz edilmektedir. Analiz sonuçlarında hem büyüme hem de olgunluk dönemlerinde firma yönetim sahipliğinin firma performansını etkilediğine ancak kurumsal performansı etkilemediğine ulaşılmıştır. Başka bir ifadeyle kurumsal yaşam döngüsü içinde sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki anlamlıdır.

Zouari ve Taktak (2014), çalışmalarında 2005-2009 yılları arasında 15 ülkedeki 53 İslam Bankasının sahiplik yapısı ve finansal performansını incelemişlerdir. Bu bankalardan 41'nin nihai sahibinin kurumsal olduğu ve bu bankaların sahiplik yoğunlaşmasının %49 oranında olduğu tespit edilmiştir. Performans ölçüsü olarak ROE ve ROA oranlarının kullanıldığı çalışmanın sonucunda sahiplik yoğunlaşması ve İslam bankalarının performansları arasında bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, aile ve devlet yatırımcılarının birleşiminin banka performansları için faydalı olacağını ortaya koymuşlardır.

Al-Saidi ve Al Shammari (2015), Kuveyt 2005-2010 yılları arasında finansal olmayan 618 firmanın sahiplik yapısının firma performansına etkisini incelemişlerdir.

Analiz bulgularına göre, büyük pay sahibi tarafından yoğunlaşmış sahipliğin firma performansına hiçbir etkisi bulunmamaktadır. Ancak, hükümet ve aile sahipliklerinin firma performansını etkilediği tespit edilmiştir. Çalışmanın genel sonucunda ise, sahiplik yoğunlaşmasının firma performansını önemli derecede etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Wahba (2014), Mısır'da faaliyet gösteren firmaların borç ve yönetsel sahipliğinin firma performansı (Tobin-Q ve ROA) üzerindeki etkisini panel veri analizlerinden genelleştirilmiş EKK ile incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, bir firmada yönetsel sahipliğin olmasının borç ve performans arasındaki ilişkiyi olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Azeer (2015), 2010-2012 yılları arasında Kolombo Borsası'ndaki ilk 100 firmanın kurumsal yönetiminin firma performansına etkisini araştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda, yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansını olumsuz etkilediği, CEO ikiliğinin ise firma performansı üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu belirlenmiştir.

Li vd. (2015), 2003-2008 yılları arasında Çin'de analize konu firmaların yönetim kurulu bağımsızlığını, sahiplik yoğunlaşmasını ve kurumsal performansını araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, sahiplik yoğunlaşması azaldıkça yönetim kurulu bağımsızlığının firma performansı üzerindeki etkisinin azaldığını ancak bu etkinin sahiplik türlerine göre değiştiğini tespit etmişlerdir. Devlet sahipliği olan firmalarda etkinin önemsiz olduğu, ancak, özel kontrollü firmaların yönetim kurulu etkinliğinin performans üzerine pozitif ve ekonomik olarak önemli bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Çalışmada, performans ölçülerinden Tobin-Q'nun ROA'ya göre daha güçlü bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Sonuç olarak, yüksek sahiplik yoğunlaşmasının, sahiplik türlerine veya ülkenin kurumsal ortamına bağlı olarak yönetim kurulunun etkinliğinde olumlu bir etkiye sahip olduğu tespit edilmektedir.

Gaur vd. (2015), çalışmalarında Yeni Zelanda Borsası'nda yer alan firmaların 2004-2007 yılları arasındaki sahiplik yapısı, yönetici özellikleri ve firma performansı ilişkisini incelemektedirler. Çalışmalarının sonucunda yönetim kurulunun büyüklüğü ve profesyonel yönetimin varlığının firma performansını arttırdığını; ayrıca, sahiplik yoğunlaşması eksikliğinin vekalet sorununa neden olduğunu tespit etmişlerdir. Sonuç olarak, yönetici bağımsızlığının firma performansı üzerindeki olumlu etkisinin sahiplik yoğunlaşmasını azalttığını tespit etmektedirler.

Arora ve Sharma (2016) çalışmalarında gelişmekte olan ülkelerden olan Hindistan'ın kurumsal yönetim ve sahiplik yapısının firma performansına etkisini incelemişlerdir. Bu çalışma, 2001-2010 yılları arasından Hindistan'da üretim sektöründe yer alan en önemli 20 firma üzerinde yapılmıştır. Çalışma sonucunda, büyük yöneticilerin firmadaki performansı arttırdığı bulgulanmıştır. Ayrıca, CEO ikiliği ile firma performansı arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Le ve Thi (2016) Vietnam'da 2007-2012 dönemleri arasında 575 firmanın kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucundan yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği değişkenlerinin firma performansını olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

2.2. Borsa İstanbul Üzerine Yapılan Çalışmalar

Literatürde Borsa İstanbul'daki firmaları dikkate alarak yapılan çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmalar sonuçları uygulanan dönem, uygulanan firmalara göre

farklılıklar göstermektedir. Ülkemizdeki yapılan çalışmalardan elde edilen sonuçlar şu şekildedir:

Gürsoy ve Aydoğan (1998), çalışmalarında 1992-1998 yılları arasında İMKB (BIST)'de işlem gören mali olmayan firmaların sahiplik yapısı ile performans ve risk alma davranışları ilişkisini araştırmışlardır. Analizi yapılacak firmaların %73'ü İstanbul Sanayi Odasına kayıtlı en büyük 500 firma arasında yer almaktadır. Çalışmada sahiplik yapısının hem kurumsal performans hem de risk alma davranışları üzerinde önemli etkisinin olduğu bulunmuştur. Özellikle sahiplikte yoğunlaşmanın artması, daha düşük muhasebe-tabanlı performans ve daha yüksek piyasa performansına neden olduğu görülmektedir. Yazarlar, dağınık sahiplik yapısının vekalet sorununa yol açacağını ifade etmektedirler. Sahiplik kimliği değişkenlerinin etkisi göz önüne alındığında, Türk pazarında aile sahipliği, yabancı sahiplik ve devlet sahipliğinin hakim olduğu gözlenmektedir. Sahiplik yoğunlaşmasının olduğu firmaların daha yüksek ortalama getiriye ve daha yüksek F/K oranına sahip olduğu görülmektedir. Devlete ait firmaların daha yüksek getiriye ve kazançta sahip olduğu belirlenmiştir. Aile firmalarında ise, düşük F/K oranı ve düşük getiri görülmektedir.

Büyükkara (2002), 1992-2000 yılları arasında BIST'e kayıtlı firmaların faaliyet raporlarından elde edilen bilgiler ile sermaye sahiplik yapısı ve vekalet maliyeti ilişkisi ve bu ilişkinin firma performansına etkisini araştırmışlardır. Çalışmada, firmanın en büyük hissedarının ve en büyük üç hissedarının sermaye paylarının firma performansı üzerine etkisini incelenmektedir. Analiz bulgularına göre, halka açıklık oranı %10'dan fazla olan firmalar Tobin-Q'yu negatif etkilemekte ve karlılık ölçütleri ROA ve ROE'ında performansını azaltmaktadır. Başka bir ifadeyle, halka açıklık payı yüksek olan firmaların performansı düşmektedir. Ayrıca, firmaların halka açıklık payı arttıkça sahiplik yoğunlaşması azalmakta ve böylece vekalet maliyetleri azalmaktadır.

Yurtoğlu (2000), 1997 Temmuz ayında BIST'de işlem gören 257 Türk firmalarının sahiplik yapılarının temel özelliklerini araştırmışlardır. Bu firmaların bir çoğu tek bir aile tarafından kontrol edilmekte, Türkiye'de hakim hissedarın aile olduğu firmalarda sahipliğin yüksek derecede yoğunlaşmış olduğunu ifade etmektedirler. Çalışmada, sahiplik yoğunlaşması ve firma performansı arasındaki ilişkinin negatif olduğu tespit edilmiştir.

Önder (2003), 1992-1997 yılları arasında İMKB'deki (BIST) Türk firmalarının sahiplik yoğunlaşması ve sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Ampirik sonuçlar, firmanın toplam riskinin ve sanayi içindeki kontrolünün, firma büyüklüğünün sahiplik yoğunlaşmasını artırdığını göstermektedir. Türk firmalarında en büyük hissedarın yoğunlaşması ile Tobin-Q arasında ikinci dereceden bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Çalışmada içsel değişken olarak sahiplik yoğunlaşması alınmakta ve firma büyüklüğü ve risk ile sahiplik yoğunlaşması arasında pozitif ilişki bulunmaktadır. Türkiye'deki firmaların sahiplik yoğunluğunun artması Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranının artmasına neden olduğunu tespit etmektedir.

Turaboğlu, (2002), Berle ve Means'ın halka açık firmalarda sahiplik ve kontrol ayrımının firma performansını azalttığı tezini sınamasını yapmaktadır. Bu nedenle çalışmada Türk sanayi firmalarının vekalet maliyetinin, performansın azalışında etkili olup olmadığını araştırmaktadır. Çalışmada Türkiye'deki halka açık ve kapalı büyük firmaların 1994-1999 yılları arasındaki verileri kullanılarak panel regresyon analizi yapılmıştır. Araştırmanın bulgularına göre, özel sektör sahipliğindeki sanayi firmalarının sahiplik yapısının firma performansı üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamıştır. Ayrıca, firmalar için vekalet maliyeti bir sorun oluşturmamaktadır.

Başka bir ifadeyle, Türkiye'deki firmalarda sahiplik ve kontrol ayrımının yol açtığı vekalet maliyetleri firma performansını azaltmamaktadır.

Karakaya (2004), Türkiye'deki firmaların sahiplik yapısının firma performansına etkisini araştırmıştır. Çalışmasında 2000-2002 yılları arasında İMKB (BIST) Ulusal Pazar'da yer alan imalat ve hizmet sektörlerinde faaliyette bulunan firmaların veri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan analizler; Sıradan EKK, İki Aşamalı EKK ve Sabit Etki İAEKK yöntemleridir. Analiz bulgularına göre, Türkiye'deki sahiplik yoğunlaşmasının diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla olduğu görülmektedir. Bu nedenle, Türk firmalarında kontrol etkisinin rolü çok önemlidir. Sahiplik yapısında, ayrıca, firma büyüklüğü ve sektörün niteliği belirleyici unsurlardandır. Ayrıca, sahiplik yoğunlaşmasının piyasa performansına etkisinin içsel mi, dışsal mı olduğu incelemekte ve sonuçta sahiplik yoğunlaşmasının performansa etkisinin içsel olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Elde edilen bu sonuca göre, sahiplik yoğunlaşması dolaylı olarak piyasa performansını etkilemektedir. Sahiplik yoğunlaşmasının muhasebe performansına etkisi ise dışsaldır. Başka bir ifade ile sahiplik yoğunlaşmasının muhasebe performansına doğrudan bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmaktadır.

Gönenç (2006), çalışmasında, 1992-1998 yılları arasındaki 185 Türk sanayi firmasının firma performansı ve sahiplik yoğunlaşması arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, en büyük üç büyük pay sahibinin sahip olduğu paylarının yüzdesinin sahiplik yoğunlaşması ölçülmektedir. Yapılan regresyon analizi sonucunda, sahiplik yoğunlaşmasının muhasebe temelli firma performansını etkilediği belirlenmiştir.

Yıldırım (2007), çalışmasında 2002-2006 yılları arasında İMKB 100 (BIST 100) endeksinde yer alan ve İmalat Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren firmaların sahiplik ve kontrol yapılarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma bulgularında, sahiplik ve kontrol yapısı göstergeleri olan en büyük pay sahibinin pay oranı, en büyük üç pay sahibinin pay oranı, kontrol oranı, genel kurula katılım oranı ve genel kurul hakimiyet oranı ile muhasebe temelli finansal göstergeler olan ROA, ROE ve satışların getirisi (ROS) arasında negatif bir ilişki tespit etmektedir. Sahiplik ve kontrol yapıları değişkenleri ile piyasa temelli finansal performansı göstergesi olan Tobin-Q arasında ise pozitif bir ilişkinin olduğuna ulaşılmıştır. Buna karşın, halka açıklık oranı ile finansal performans göstergesi olan ROA, ROE ve ROS arasında pozitif yönlü bir ilişki ve Tobin-Q ile negatif yönlü bir ilişki belirlenmiştir.

Yıldırım ve Demireli (2009), çalışmalarında İMKB 100 (BIST 100) endeksinde yer alan imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların sahiplik yapısının ve kontrolünün firma performansına etkisini araştırmışlardır. Sahiplik ve kontrol yapısı, en büyük pay sahibinin pay oranı ve genel kurula hakimiyet oranı ile belirlenmiştir. Firma performansı ise, Tobin-Q oranı, ROA, ROE, ROS oranları ile belirlenmektedir. Çalışmanın bulgularına göre, en büyük pay sahibinin firma üzerindeki sahiplik ve kontrol gücü arttığında ROA, ROE ve ROS azalmakta, ancak, Tobin-Q oranının artmakta olduğu tespit edilmiştir.

Aygün ve İç (2010) çalışmalarında CEO ikiliğinin firma performansı üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmalarını İMKB'ye (BIST) kayıtlı 183 firmanın 2006-2007 yıllarına ait verilerini inceleyerek yapmışlardır. Ampirik sonuçlarda, CEO ikiliği ile firma performansı arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Bayrakdaroğlu (2010), yılında İMKB'de (BIST) 2005-2009 yılları arasında faaliyet gösteren firmaların finansal performans göstergesi olan Tobin-Q, ROA ve ROA ile en büyük paydaşın payı, en büyük üç ve beş pay sahibi payı, halka açıklık oranı,

yabancı payı ve yönetici sahipliği ile aralarında ilişki panel veri regresyon analizi ile incelemişlerdir. Başka bir ifade ile, firmaların performansı ve sahiplik yapısı ilişkisi incelenmektedir. Çalışmanın sonucunda, sahiplik yoğunlaşmasını gösteren değişkenlerinin ve halka açıklık oranının firma performansı üzerinde bir etkisinin olduğunu bulgulanmıştır. Ancak, yabancı payı ve yönetici sahipliğinin firma performansı üzerinde bir etkisinin olmadığına ulaşılmaktadır.

Şamiloğlu ve Ünlü (2010), İMKB 100 (BIST 100) endeksinde 2002-2007 yılları arasındaki faaliyet gösteren firmaların sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisi araştırmışlardır. Yapılan analizlerde piyasa temelli ve muhasebe temelli performans ölçütleri ile sahiplik yapısı arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşamamışlardır.

Demir (2010), tez çalışmasında 2005-2008 İMKB 100 (BIST 100) endeksinde faaliyet gösteren 236 firmanın sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bu çalışmada, firma performansını ölçmek için ROA, ROE ve Tobin-Q oranları kullanılmıştır. Sahiplik yapısı değişkenleri ise, en büyük 5 hissedar, yönetim kuruluna üye olanların sayısı, yabancı paydaşların oranı, halka açıklık oranından oluşmaktadır. Kontrol değişkeni olarak firma büyüklüğü ve firmanın yaşı alınmıştır. Analiz bulgularında, yönetim kuruluna üye olanların sayısı ile ROA ve ROE arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilirken, Tobin-Q ile arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Firma büyüklüğü ile ROE arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Yabancı paydaşların oranı ile Tobin-Q arasında ise anlamlı ve negatif bir ilişkiye ulaşılmıştır. Genel anlamda ise, sahiplik yapısı ve firma performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Tanrıöver ve Aksoy (2010), 1996-2009 yılları arasında İMKB’de (BIST) faaliyet gösteren 113 firmanın sahiplik yoğunlaşmasının firma performansı üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmada, performans göstergesi olarak ROA, ROE Tobin-Q ve Net kar marjı; sahiplik yoğunlaşması değişkeni olarak, yönetim kurulu büyüklüğü, en büyük üç ortağın pay oranı kullanılmıştır. Çalışmada panel veri regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmanın bulgularına göre yönetim kurulu büyüklüğüyle ROA ve Tobin-Q arasında pozitif yönde etkilemekte, ROE ve net kar marjınsa anlamlı düzeyde etkilememektedir. En büyük üç ortağın pay oranı ise Tobin-Q oranını pozitif yönde; aktif getiri ve net kar marjınsa negatif yönde etkilemektedir.

Kocağa (2010), tez çalışmasında 2001 ve 2008 yıllarında yaşanan krizleri de göz önüne alarak İMKB’de (BIST) reel sektörde faaliyet gösteren firmaların sahiplik yapılarının performanslarına üzerine etkisini panel veri regresyon analizi ile incelemektedir. Çalışmanın sonucunda, sahiplik yapısı değişkenlerinden olan halka açıklık oranı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki söz konusudur. En büyük pay sahibi ile firma performansı arasında ise anlamsız bir ilişki söz konusudur. İkinci büyük pay sahibi ile performans değişkeni olan Tobin-Q oranı arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan sahiplik yapısı değişkenlerinin ROE ile arasında anlamlı bir ilişki bulgulanmamıştır.

Ünlü vd. (2010), 2004-2008 yılları arasında İMKB’de (BIST) faaliyet gösteren Türk firmalarının yönetici sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkisi araştırmışlardır. Panel veri analizi kullanıldığı çalışmanın bulgularına göre, yönetici sahipliği ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Başka bir ifade ile, analizin yapıldığı dönemde yönetici sahipliğinin firma performansına herhangi bir etkisi yoktur.

Ersoy, vd., (2011), çalışmalarında İMKB-100 (BIST-100) endeksine kayıtlı 51 firmanın 1998-2007 dönemleri arasındaki kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda, CEO ikiliği, yönetim kurulu üye sayısı

ve sahiplik yoğunlaşması ile firma performans değişkenlerinden olan Tobin-Q arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Karabıyık (2011), 2003-2010 yıllarında İMKB’de (BIST) faaliyet gösteren firmaların sahiplik yapısı ve firma büyüklüğünün firma performansı üzerinde bir etkisinin olup olmadığını araştırmışlardır. Firma büyüklüğü personel sayısı, sahiplik yapısı ise halka açıklık oranı ve en büyük ortağın pay oranı ile ölçülmektedir. Firma performansı ise finansal tablolarındaki oranlar ile belirlenmektedir. Çalışmada betimsel istatistik, tek yönlü varyans analizi, faktör analizi ve çoklu regresyon analizi kullanılmaktadır. Analiz bulgularına göre, en büyük ortağın pay oranının yüksek olduğu firmaların firma sahipleri tarafından kontrolü oldukça yüksek olmaktadır. Analizin uygulandığı firmaların sektörel olarak performansları incelendiğinde en yüksek performansa sahip firmaların enerji sektörü olduğuna ulaşılmaktadır. Firmaların genel anlamda halka açıklık oranı ile firma büyüklüğünü gösteren personel sayıları arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Genel anlamda sonuçlar incelendiğinde sahiplik yoğunlaşmasının arttığı firmalarda firma performans azalmaktadır.

Karaca ve Ekşi (2012), çalışmalarında, 2005-2008 yılları arasındaki İMKB’deki (BIST) firmaların sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmalarında sahiplik yapısı değişkeni olarak en büyük pay sahibinin pay oranını kullanmışlardır. Çalışmanın sonucunda, sahiplik yapısı ile piyasa temelli gösterge olan Tobin-Q arasında anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Sahiplik yapısı ve muhasebe temelli değişken olan vergi öncesi kar arasındaysa pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Öztürkçü (2012), tez çalışmasında İMKB’ye (BIST) kayıtlı 117 firmanın 2009-2010 yılları arasındaki sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisini araştırmıştır. Çalışmada sahiplik yapısı değişkenleri olarak, en büyük pay sahibinin, en büyük üç pay sahibinin, kurumsal yatırımcının ve yabancı yatırımcıların pay oranlarını kullanılmıştır. Firma performansı göstergeleri ise, muhasebe temelli olarak ROE, piyasa temelli performans olarak Tobin-Q değerinden oluşmaktadır. Çalışmada, basit ve çoklu regresyon analizleri yapılmıştır. Çalışmanın sonucunda, sahiplik yapısı değişkenleri en büyük üç ortak, kurumsal yatırımcı ve yabancı yatırımcı pay oranı ile ROE arasında istatistiksel olarak anlamsız ancak pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. En büyük pay sahibi ve ROE arasında ise istatistiksel olarak anlamsız ve negatif bir ilişkiye ulaşılmıştır. Piyasa temelli değişken olan Tobin-Q ile tüm sahiplik değişkenleri arasında anlamlı ilişki bulunmuştur.

Işık ve Soykan (2013), çalışmalarında İMKB’deki (BIST) 164 firmanın 2003-2010 yılları arasındaki büyük pay sahiplerinin firma performansına etkisini araştırmışlardır. Çalışmalarında, ROA ve Tobin-Q değişkenlerini performans değişkeni olarak kullanmaktadırlar. Araştırma bulgularından, büyük pay sahiplerinin firma performansı üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Yıldız ve Doğan (2012), 2009-2010 yılları arasında İMKB (BIST) kurumsal ürün pazarında yer alan 27 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı olan firmaların CEO ikiliğinin firma performansı üzerine etkisinin olup olmadığı incelemişlerdir. Yaptıkları analizde regresyon, korelasyon ve t testini kullanmışlardır. Analiz sonuçlarının vekalet teorisi ile tutarlı olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı olan firmaların CEO ikiliğinin olması firma performansını olumlu yönde etkilemektedir.

Kula ve Baykut (2013), çalışmalarında 2007-2012 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde yer alan 14 mevduat bankasının piyasa değerinin performansına olan etkisini araştırmışlardır. Analiz bulgularına göre, bankaların piyasa değeriyle aktif

karlılıkları ve öz sermaye büyüklükleri arasında pozitif yönlü bir ilişki varken piyasa değeri ve mevduat büyüklükleri arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Aytekin ve İbiş (2014), 2009-2012 yılları arasında BIST'teki Metal Eşya ve Makine Endeksinde yer alan 23 firmanın sahiplik yapısının finansal performansa etkisini test etmeyi amaçlamışlardır. Çalışmanın bağımlı değişkenleri finansal performans göstergesi olan ROA, ROE ve Tobin-Q oranıdır. Bağımsız değişkenler ise en büyük paydaşın payı, en büyük iki ve en büyük üç paydaşın pay oranları, halka açılma oranı ve yabancı pay oranıdır. Ayrıca, çalışmada kaldıraç oranı ve satışların büyüklüğü kontrol değişkenleri kullanılmaktadır. Analiz bulgularına göre, genel anlamda metal eşya ve makine endeksinde yer alan firmaların sahiplik yapılarının finansal performansları etkilediği saptanmıştır. Değişkenlere ait regresyon analiz sonuçları tek tek incelendiğinde, en büyük paydaşın payı ve halka açıklık oranı ile finansal performans değişkenleri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Yabancı payı ve ROA arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki, Tobin-Q ile ise negatif yönlü bir ilişki bulgulanmıştır. En büyük iki paydaşın pay oranı ve en büyük üç paydaşın pay oranı ile finansal performans değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki saptanmamışlardır.

Durak ve Taşkın (2014), tarafından yapılan çalışmada BIST'de faaliyet gösteren üretim firmaların 2005-2011 yılları arasında kurumsal yönetim uygulamalarının performansa etkisi ölçülmüştür. Çalışmalarının sonucunda, ikinci büyük pay sahibinin sahiplik oranının performans üzerinde genelde pozitif bir etkisinin olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca, yönetim kurulunun büyüklüğünün firma performansını negatif yönde etkilediğini tespit edilmiştir.

İzciler (2014), tez çalışmasında 2008-2012 yılları arasında BIST'de XKURY ve BIST 100 endeksinde işlem gören firmalara uygulandığı panel veri analizi regresyon sonuçlarına göre kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların ROE ve piyasa performans göstergelerinin, ilkeleri uygulamayan firmalara göre daha iyi olduğu sonucuna ulaşmıştır. Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların performansları diğer firmalara göre daha yüksektir.

Kılıç (2014) çalışmasında, 2008-2012 yıllarında BIST 100'de işlem gören firmaların yönetim kurulu yapısının firma performansı üzerine etkisini araştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda, yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasında anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilmiştir. Ancak, CEO ikiliği ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşılamamıştır.

Yiğit (2014), 2005-2011 yılları arasında Türkiye'deki firmaların sahiplik yapısı, yönetim yapısı ve firma performansı ilişkisini incelemişlerdir. Performans göstergesi olarak ROA ve ROS değişkenleri kullanılmıştır. Araştırmanın bulgularına göre, sahiplik yapısı ile performans arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, yönetim yapısı ve performans arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Acaravcı vd. (2015), BIST İmalat sektöründe 2005-2011 yılları arasında faaliyette bulunan 126 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansları üzerine etkisini araştırmışlardır. Yapılan analizler sonucunda, en büyük pay sahibinin pay oranının artışı ve yönetim kurulu sahiplik oranıyla firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir. Firma büyüklüğü ve aktif karlılık oranı arasında aynı yönde, Tobin-Q oranı ile ters yönde bir ilişkiye ulaşılmıştır. Çalışmada kurumsal yatırımcının sahiplik oranının aktif karlılık oranını azalttığı tespit edilmiştir. Genel olarak, firma performansı değişkenleri ile kurumsal yönetim yapıları arasında bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Hoşal, vd. (2015), Türkiye’deki ortaklık yoğunlaşmasının firma performansına etkisini araştırmışlardır. Çalışmalarında İMKB’de (BIST) 2005-2009 yılları arasında yer alan aile ve yabancı ortaklık paylarının firma performansı üzerine etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın uygulandığı dönemler arasında piyasa performansı ile aile ve yabancı ortaklık payı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ekonomik kriz döneminde ise, yabancı ortaklık yoğunlaşmasının etkisinin azaldığını ifade etmektedirler. Ayrıca, aile ve yabancı ortaklık yoğunlaşması etkisinin, muhasebe temelli performans ölçütlerini azalttığını ve hatta etkilerini ortadan kaldırdığını tespit etmişlerdir.

Önem ve Demir (2015), BIST’de 2009-2012 yılları arasında halka açık olan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren 134 firmanın sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisi ölçmüşlerdir. Analiz sonucunda sahiplik yapılarının finansal performans oranlarından biri olan Tobin-Q oranı üzerinde pozitif yönlü bir etki yarattığı tespit edilmiştir. Sahiplik yapısının öz sermaye karlılık oranı, aktif karlılık oranı ve kaldıraç oranı üzerinde ise herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Doğan ve Topal (2015), “Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği” adlı çalışmalarında 2002-2012 yılları arasında İMKB (BIST) imalat sanayide faaliyet gösteren 136 firmanın verilerini kullanarak sahiplik yapısının firma performansı üzerine etkisini araştırmaktadırlar. Bu çalışmada performans ölçütleri olarak muhasebe ve piyasa temelli performans ölçütleri ve finansal başarısızlık göstergesi kullanılmaktadır. Çalışmanın sonucunda sahiplik yapısının firmaların karlılığı, piyasa değeri ve finansal başarısızlık riski üzerine etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tükenmez vd., (2016) çalışmalarında bankacılık sektöründe sahiplik yoğunlaşması ile finansal performans ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmanın ampirik bölümünde panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Bu analiz sonucunda, bankalardaki sahiplik yoğunlaşmasının finansal performansını negatif etkilediği tespit edilmiştir.

Karoğlu (2016), çalışmasında 2014 yılında BIST’e işlem gören 192 imalat firmasının yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansına etkisi incelemiştir. Çalışmada, çoklu regresyon analizi kullanılmaktadır. Bu analiz sonucunda, yönetim kurulu büyüklüğünü gösteren yönetim kurulu üye sayısının firma performansı üzerinde pozitif yönlü bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Yılmaz ve Büyüklü (2016), 2007-2013 yılları arasında BIST 100’de yer alan firmaların kurumsal yönetim ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Değişkenlerin arasındaki ilişkiyi tespit etmek için panel veri analizlerinden yararlanmaktadırlar. Yapılan analizler sonucunda, genel olarak kurumsal yönetimin firma performansını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

3. KURUMSAL YÖNETİM

Finansal piyasalarda ithalat ve ihracat hareketlerinin artması yatırımcıların yatırım yapacakları firmanın mali tabloları ile birlikte yönetim yapısına ve kalitesine bakması gerekmektedir. Bu durum firmaların uluslararası arası alanda kabul gören kurumsal yönetim ilkelerini uymaları zorunlu hale getirmiştir. Çünkü, firmalar küresel piyasaya ayak uydurabilmek, rekabet edebilmek ve firma performanslarını artırabilmek için kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaları gerekmektedir. Tüm dünyada kabul gören ve önemi giderek artan bu kavrama çalışmamızın bu bölümde geniş kapsamda yer verilmektedir.

Bu bölümün ilk kısmında kurumsal yönetimin tanımı yapılmış, önemi, amaçları ve faydaları açıklanmıştır. Kurumsal yönetim modellerinden ve Türkiye’deki kurumsal yönetime geçiş sürecinden bahsedilmiş, OECD’nin yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri açıklanmıştır. Kurumsal yönetim teorileri olan vekalet, hizmetkarlık ve kaynak bağımlılığı, paydaşlık teorileri açıklanmıştır. Daha sonra, çalışmamızın içinde önemli bir yeri olan sahiplik yapısının ve yönetim kurulu yapısının içinde olduğu kurumsal yönetim mekanizmalarından bahsedilmiştir.

3.1. Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetim, İngilizce Corporate Governance kavramının karşılığıdır. Yönetim anlamına gelen governance; denetleme ve yönetim işlevlerini kapsadığından dolayı yönetimin kamu, özel, kar amacı taşımayan veya taşıyan tüm birimlerce yapıldığını ifade etmektedir. Corporate ise, sadece firmalara ait fonksiyonlara referansta bulunduğunu açıklamaktadır (Kula, 2006:12). Kurumsal yönetim, firmaların anonim firma olarak çok ortaklı ve halka açık bir yapıya sahip olmaya başlaması ve profesyonelleşme ile ortaya çıkan bir kavramdır. Firmaların özellikle uluslararası ticarete önem vermesi ve küreselleşmenin çok hızlı bir şekilde artması birlikte kurumsal yönetime geçiş süreci hızlandırılmaktadır. Ayrıca, bu küreselleşme sürecinde firmaların hesap verme sorumluluklarının artması ve farklı ülkelerde yaşanan krizlerin ve firma skandallarının firmalar üzerindeki şüphe ve endişeyi arttırması sonucunda şeffaf olma yönünde artan bir toplumsal talep ortaya çıkarmaktadır. Bu iki olgunun artması da kurumsal yönetimin yaygınlaşmasını sağlamaktadır.

Tüm dünyada son on beş yıldır kurumsal yönetim önemli bir kavram haline gelmiştir. Bunun en önemli nedeni ise, 2002 yılında dünyada yaşanan muhasebe skandalları (Enron, Worldcom, Lehman Brothers, vb.) ve ardından gelen iflaslardır. Bu iflaslar ile birlikte dünyadaki birçok firmanın şeffaf olmadığı ortaya çıkmış ve firmalara olan güven azalmıştır. Ayrıca, daha önce yapılan kurumsal yönetim uygulamalarının sözde uygulamalar olduğu görülmüştür. Yaşanan bu kriz ve skandallar sonrasında başta OECD olmak üzere birçok ülkede halka açık ve çok uluslu firmalar için kurumsal yönetim ilkeleri tekrar düzenlenmiştir. Ek olarak, yaşanan iflas ve zararlar tüm dünyadaki kurumsal yönetim uygulamaların ve bu konuyla ilgili bilimsel araştırmaların sayısını arttırmış, kurumsal yönetim çeşitli yönleriyle incelenmiştir.

Kurumsal yönetim kavramı, Türkiye’deki ve dünyadaki birçok kurum ve araştırmacılar tarafından farklı şekilde açıklanmıştır. Bu nedenle, kesin bir kurumsal yönetim tanımının olduğu söylemek çok mümkün değildir. Kurumsal yönetim ile ilgili yapılan bazı tanımlar şu şekildedir:

Cadbury Raporu’nda (1992) kurumsal yönetim; “firmaların kontrol edilmesi ve yönetilmesiyle ilgili izlenmesi gereken sistemler topluluğu” olarak ifade edilirken,

OECD 1998 yılında, “firmaların yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem” şeklinde tanımlamaktadır. Dünya Bankası (1999) ise kurumsal yönetimi, “bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkan tanıyan her çeşit kanun, yönetmelik, kod ve uygulama” şeklinde tanımlamaktadır.

Kurumsal yönetimin kavramı birçok kurum tarafından yukarıdaki şekilde açıklanırken araştırmacılar yaptıkları çalışmalarda bu kavramla ilgili farklı yorumlar yapmaktadırlar. Millstein (1998) çalışmasında, kurumsal yönetimi, anonim ortaklıkların faaliyetlerinde kar elde etme ve karı pay sahiplerine dağıtma amacı taşıyan geleneksel yapıların yanında, pay sahiplerinin ve yöneticilerin çıkarlarını gözetken, ayrıca diğer çıkar gruplarının haklarının da önemsendiği bir anlayış olarak ifade etmektedir. Pauly ve Reich (1997), kurumsal yönetimi; firma sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, kredi kuruluşları ve müşterileri içinde barındıran firmanın çeşitli paydaşları arasındaki ilişkilere yol gösteren yazılı ve yazılı olmayan tüm kural ve uygulamalar olarak tanımlamaktadırlar. Shleifer ve Vishny (1997) göre, kurumsal yönetim, “firmalara fon sağlayan yatırımların, yatırımlarını geri alabilmeleri için firmaların uyması gereken kurallar ve yöntemler” biridir. Zingales (1997), kurumsal yönetimi, bir firma tarafından gerçekleşen pazarlık gücünü şekillendiren karmaşık kısıtlar topluluğu olarak tanımlamaktadır. Ghang ve Lin (2007) kurumsal yönetimin, bir firmanın yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki ilişkiyi belirlediğini ifade etmektedir.

Türkiye’de ise kurumsal yönetim kavramı 2000’li yılların başında tüm ekonomik birimlerce genel kabul görmeye başlamıştır. Her ne kadar yönetim ve yönetişim arasında farklılıklar varsa da, hukuki, idari ve akademik çalışmalarda kurumsal yönetim ve kurumsal yönetişim kavramları kullanılmaktadır.

Türkiye’de kurumsal yönetim kavramı en genel anlamda açıklayan kurum ise TÜSİAD’tır. TÜSİAD 2002 yılında kurumsal yönetimi; “modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi” olarak tanımlamaktadır.

Türkiye’deki literatürde, birçok araştırmacı tarafından farklı kurumsal yönetim tanımları yapılmıştır. Bu tanımlardan bazıları şunlardır:

Kurumsal Yönetim, anonim ortaklıkların idaresinde ve faaliyetlerinde kar elde etme ve pay sahibine kar payı dağıtma ana unsuru ve amacı taşıyan geleneksel yapının yanında, söz konusu topluluğun haklarını gözetken bir anlayıştır (Şehirli, 1999:2).

Ülgen ve Mirze (2006)’nin yaptığı kurumsal yönetimi tanımı; “firmanın stratejik yönetimi ve yönlendirmesi ile görevli ve sorumlu üst yönetimin, bu görevlerini ve sorumluluklarını yerine getirirken, firma üzerinde kendilerini belirli nedenlerle hak sahibi gören paydaşların, çalışanların, müşterilerin ve diğer toplumsal kurumlarla olan ilişkileri” şeklindedir.

Güçlü (2010), kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır: Dar anlamıyla kurumsal yönetimi; pay sahiplerinin haklarının firma tarafından kabul edilmesi ve bu hakların pay sahipleri tarafından kullanılmasına fırsat veren sistemlerin kurularak firmaların yönetilmesidir. Ancak, kurumsal yönetim sadece yönetim kurulu tarafından yerine getirilen bir süreç olarak görülmemektedir. Geniş anlamda kurumsal yönetimin; yönetim kurulu, pay sahipleri ile firma üst düzey yönetimi arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistem olarak tanımlamaktadır.

Doğan ve Topal (2015) tarafından kurumsal yönetim, “firmaların performanslarını, etkinliklerini ve verimliliklerini en üst düzeye ulaşmasına yardımcı olması beklenen bir mekanizmalar bütünü olarak” ifade edilmektedir.

Kurumsal yönetim kavramı, birçok yerli ve yabancı kurum ve araştırmacı tarafından farklı şekilde tanımlanmaktadır. Genel anlamda ise, kurumsal yönetim, yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını yerine getirmesi, pay sahiplerinin çıkarlarını gözetmesi, ait olduğu toplumun değerlerine sahip çıkarak ekonomik katkıda bulunması şeklinde tanımlanabilir.

Ülkeler ve firmalar açısından önemli bir süreç olan kurumsal yönetimin uygulanmasında birtakım engeller ortaya çıkmaktadır. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) bu engelleri şu şekilde sıralamaktadır:

- Kişilerden kaynaklanan duygusal ve psikolojik faktörler,
- Şeffaflaşma sürecinde ticari sırların açığa çıkabileceğinden duyulan endişe,
- Kurumsal yönetimin, kurucunun/patronun kendi yetkisini azaltacağına olan inancı,
- Türkiye’deki hukuki yapının kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması için yeterli olmaması,
- Kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın faydalı olmadığı düşünülmesidir.

Yukarıdaki kurumsal yönetimin önündeki engeller incelendiğinde bu engellerin özellikle aile firmaları için geçerli olduğu görülmektedir. Çünkü, aile firmaları, kendilerini dış dünyadan soyutlamıştır ve bu durum firmaların kurumsallaşmamasına neden olmaktadır. Bu nedenle, engelleri aşmak için aile firmalarına kurumsal yönetim sürecinin firma performansını arttıracığı ve firmada süreklilik sağlayacağı konuları hakkında bilgi verilmesi gerekmektedir.

3.2. Kurumsal Yönetimin Önemi ve Ortaya Çıkış Nedenleri

Firmalar faaliyetlerini devam ettirebilmek ve büyüebilmek için yatırımcıya ihtiyaç duymaktadır. İhtiyaç duydukları bu yatırımcıyı elde edebilmek için ise iyi ve güvenilir bir finansal tablolarının olması gerekir. Çünkü, yatırımcılar firmaların yayınladıkları finansal tabloları analiz ederek yatırım yapıp yapmayacaklarına karar verirler. Bundan dolayı, firmaların hazırladıkları finansal tabloların doğru ve güvenilir olmalıdır. Doğru ve güvenilir finansal tabloların hazırlanabilmesi için firmaların kurumsal yönetime geçmeleri ve ilkelerini tam anlamıyla uygulamaları gerekmektedir. Şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve güvenilirlik ilkelerini uygulayan firmalar yatırımcıya ve bütün pay sahiplerine güven sağlamaktadır.

İyi kurumsal yönetim uygulaması, yatırımcıların riskini azaltarak firmanın performansını artırmakta ve yatırım sermayesi çekmektedir. (Velnampy ve Pratheepkanth, 2013:123). Ayrıca, yöneticilerin, firmanın ve hissedarların çıkarlarına yönelik hedef ve amaçların belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Bunun sonucu olarak; yöneticiler performansı arttırmakta, denetim kolaylaştırmakta, firmaların kaynakları verimli bir şekilde kullanmaktadır. Böylece, firmaya olan güven artmakta, borçlanma ve sermaye maliyeti ise azalmaktadır. Firmaların sermaye maliyetinin azalması ise, likiditenin artmasına ve finansal sıkıntıların daha kolay atlatılmasına yardımcı olmaktadır (Serinkaya, 2008:19). Bundan dolayı, firmalar için kurumsal yönetim önemli bir kavram haline gelmiştir.

Kurumsal yönetimin önemli hale gelmesinin bir nedeni de; ülkeler, firmalar ve firmadaki her birimin performansının artırılmasında önemli bir rolünün bulunmasıdır. Zira, firma ve ekonomi içindeki kıt kaynakların verimli bir şekilde kullanılması teşvik edilmekte, en verimli sektör ya da kuruluşlara kaynak akışı kolaylaşmaktadır. Performans geliştirmeye odaklanmış olan yöneticilere yardımcı olarak, kıt kaynakları kontrol eden en iyi yöneticiyi seçmek mümkün hale gelmektedir. Son olarak, kurallar, düzenlemeler ve toplumun beklentilerine uymak için firmayı zorlamaktadır (Al-Manaseer, 2012:350). Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetim, ülkenin ve firmanın performansını ve sermayesini artırma yollarını açarak, yönetim kurulunun daha düzenli bir şekilde çalışmasını sağlamaktadır.

Firmalar arasındaki rekabetin artması, uluslararası ekonomik bağımlılık ve ortakların içinde bulundukları yeni rekabet koşullarının oluşması (Şehirli, 1999:12-14), özsermaye ya da kredili olarak yapılan yatırımlarda kurumsal yatırımcıların ağırlığının artması kurumsal yönetimin firmalar için ne kadar önemli olduğunu gözler önüne sermiştir (Şendoğdu, 2010:19). Genel olarak ifade etmek gerekirse, firma bazında düşündüğümüzde iyi bir kurumsal yönetim sistemi uygulayan firmalar, sermayeyi verimli bir şekilde kullanmayı garanti etmektedir. Firmaların değişik müşteri potansiyelini ve ait oldukları toplumun çıkarlarını dikkate almalarını sağlamaktadır. İyi bir kurumsal yönetim, ayrıca, yerli ve yabancı yatırımcıların güvenini garanti altına alarak uzun vadeli sermayeyi çekmeyi kolaylaştırmaktadır (Tüsiad, 2000:9). Firmanın yönetim kurulu açısından baktığımızda; kurumsal yönetim ile yönetim kurulunun önemi ve sorumluluğu artmakta, yönetim ve icra fonksiyonları birbirinden ayrılmakta (Doğan, 2007:42), ayrıca, kurul firmaya ve pay sahiplerine karşı hesap vermekte ve firmanın bütün bir toplum yararına faaliyet göstermesini güvence altına almaya yardımcı olmaktadır (TÜSİAD, 2009:9).

Kurumsal yönetimin ülkeler ve firmalar için bu kadar önemli olmasını açıklayan bazı nedenler bulunmaktadır. Bu nedenlerin başında, dünyada yaşanan finansal krizler gelmektedir. Bununla birlikte; firma veya kurumlardaki yönetim skandalları, küreselleşme, uluslararası piyasalardaki sermaye hareketleri (Aktan, 2006:5) ve özelleştirme faaliyetleri (Karpuzoğlu, 2010:44) kurumsal yönetimin önemini ortaya koymaktadır.

3.2.1. Finansal Krizler

1930'lu yılların başında yaşanan Büyük Buhran ile birlikte ülke ekonomilerinin çökmesi ve firma başarısızlıkları yeni düzenlemelerin ve denetlemelerin yapılacağı bir sistemin kurulmasını zorunlu hale getirmiştir. Kurulan bu sistem kurumsal yönetim olarak ifade edilmiştir. Özellikle 1997 yılında yaşanan Asya krizi ile birlikte kurumsal yönetimin önemine dikkat çekilmiştir. Bu konuyla ilgili en önemli gelişme ise OECD'nin 1998 yılında açıkladığı kurumsal yönetim ilkeleridir. Ancak, 1997 krizinden sonra yayınlanan OECD kurumsal yönetim ilkelerin uygulanma aşamasına gelindiğinde firmalar tarafından çok fazla dikkate alınmadığı görülmektedir. Bu durumun en iyi göstergesi ise 2003 yılındaki şirket skandalları sonrasında yaşanan kriz ve 2007-2008 yıllarında ABD'de yaşanan kriz ile birlikte mali tabloların gerçeğe yansıtmadığının ortaya çıkmasıdır. Yaşanan bu krizlerden sonra kurumsal yönetimin önemini gözler önüne sermiştir.

Gelişmekte olan ülkeler açısından baktığımızda kurumsal yönetim, firmanın yönetiminden başlayıp tüm pay sahiplerinin çıkarını dikkate alarak yüksek firma değeri

oluşturması ve bunun sonucunda ülke ekonomisinin gelişmesine katkı sağlaması açısından büyük bir öneme sahiptir (Ataman ve Cavlak, 2016:75).

3.2.2. Firma veya Kurumlardaki Yönetim Skandalları

2002 yılında yaşanan Enron ve World.com gibi firma skandalları ile birlikte bu ilkelerin açık bir şekilde birçok firma tarafından uygulanmadığı ortaya çıkmıştır. Yaşanan bu skandallar ile birlikte dünyadaki birçok firmanın şeffaf olmadığı görülmüştür. Kurumsal yönetim uygulamalarını sözde gerçekleştirdiği ortaya çıktığından dolayı firmalara olan güven azalmıştır. Genel anlamda, firmalarda yaşanan finansal raporlama skandallarının analiz edildiğinde 1970’li yıllardan bu yana 10 tane kurumsal yönetim başarısızlık faktörü olduğu ifade edilmiştir. Bu faktörler; çok güçlü yönetim kurulu başkanı (CEO) ve firma içindeki yöneticilerin yönetim kurulunda yer alması, zayıf iç kontrol sistemi, kısa vadeli performans hedeflerine odaklanmak, zayıf ya da varolmayan etik kurallar, şeffaf olmayan açıklamalar ile yapılan şüpheli iş stratejileri, eleştireye açık olmayan CEO, yöneticilere yapılan pay senedi satışı, üst düzey yönetim değişikliği, firmanın dış denetçisinin bağımsız olmaması, firmanın çalıştığı yatırım bankacılarıyla bağımsız olmaması olarak ifade edilmektedir (Grove ve Basilico, 2011:193-194). Bu maddeler, sahte finansal raporlama yapan firmalar için ayrıntılı bir tablo ile gösterilmektedir.

Tablo 3.1.’de sahte finansal raporlama yapan firmaları firma skandallarında kurumsal yönetim zayıflıklarının nedenlerine ilişkin bulgular yer almaktadır. Bu sonuçlara göre Enron ve Qwest firmalarının kurumsal yönetim zayıflığının %100 olduğu görülmektedir. Typo ve World-com’un %90 kurumsal yönetim zayıflığının olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 3.1. Sahte finansal raporlama sonucunda yaşanan firma skandallarında kurumsal yönetim zayıflığına ilişkin sonuçlar (Grove ve Basilico, 2011:211-213).

Kurumsal Yönetim Zayıflıkları	Satyam	Parmalat	Enron	Global Crossing	Tyco	Qwest	Lehman Brothers	Citigroup	World-Com
Çok güçlü yönetim kurulu başkanı (CEO) ve şirket içindeki yöneticilerin yönetim kurulunda yer alması	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Zayıf iç kontrol sistemi	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Kısa vadeli performans hedeflerine odaklanma	✓	-	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Zayıf ya da var olmayan etik kurallar	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Şeffaf olmayan açıklamalar ile yapılan şüpheli iş stratejileri	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Eleştirmeye açık olmayan CEO	-	✓	✓	-	-	✓	✓	✓	✓
Yöneticilere yapılan pay senedi satışı	-	-	✓	✓	✓	✓	-	-	✓
Üst düzey yönetim değişikliği	✓	✓	✓	-	✓	✓	-	-	-
Şirketin dış denetçisinin bağımsız olmaması	✓	✓	✓		✓	✓	-	-	✓
Şirketin çalıştığı yatırım bankacılarıyla bağımsız olmaması	-	✓	✓	✓	✓	✓	-	-	✓
Zayıflık yüzdesi	%70	%80	%100	%80	%90	%100	%60	%60	%90

Yaşanan bu firma skandalları aslında firmaların ne kadar kuralsız ve kötü yönetildiğinin ve kurumsal yönetimin ne kadar önemli olduğunun bir göstergesi olmuştur. Bu nedenle skandallardan sonrasında 2002 yılında OECD konseyi toplanmış ve OECD üyesi ülkelerdeki gelişmelerin gözden geçirilmesine ve ilkelerin kurumsal yönetimdeki gelişmeler ışığında değerlendirilmesine karar verilmiştir. Bu durumda denilebilir ki, kurumsal yönetimin aslında modern yönetim biliminin savunduğu ilkelerin zaman içerisinde kendiliğinden hayata geçirilmesinde ziyade, ortaya çıkan kriz ve skandallara bir çözüm olarak görülmüştür (Aktan, 2006:18).

3.2.3. Küreselleşme

Küreselleşme olgusunun oluşmaya başlamasıyla birlikte, teknoloji çok hızlı bir şekilde gelişmeye, ülke ekonomilerinin birbirine bağımlı hale gelmeye, yatırımcılar uluslararası yatırım yapmaya ve çokuluslu firmaların dünya ekonomisine etkisi artmaya başlamıştır. Küreselleşmenin en önemli belirleyicisi olan çokuluslu firmalar, mal ve hizmet üretiminin artmasına aracı olmakta ve ülkelerin ekonomilerinin birbirine bağımlı hale gelmesini sağlamıştır. Ülke ekonomilerini birbirine bağımlı hale gelmesi, firmalarının yapıları ve yönetimleri üzerine daha fazla durulması gerektiğini ortaya

koymuştur. Ulusal firmaların ve çokuluslu firmaların birbirleri ile olan yakın ilişkileri ve bağımlılığı, ülkelerin kurumsal yönetim ilkelerini belirlemek için çeşitli uluslararası girişimlerde bulunmasını zorunlu hale getirmiştir (Akbulut, www.mfa.gov.tr).

Genel anlamda, özetlemek gerekirse kurumsal yönetim, küreselleşme ile birlikte, özellikle halka açık firmalar için uyması gereken uluslararası standartlar ve yasal düzenlemeler ile ortaya çıkan bir kavramdır.

3.2.4. Özelleştirme Faaliyetleri

Kurumsal yönetimin önem kazanmasının temel nedenlerinden biri 1980'li yıllardan itibaren devlete ait firmalarda özelleştirmeye gidilmesidir. Özelleştirme ile finansal piyasalarda sermaye tedarikine ve firma evliliklerine yönelilmesi (Aktan, 2006:1-5), ürünlerden çok kurumların ve ülkelerin marka konsepti dahilinde ele alınması ve entelektüel sermayenin ön plana çıkması kurumsal yönetimin önem kazanmasına neden olmuştur (Karpuzoğlu, 2010:44).

Devlette ait bir firmanın özelleşmesi ile elde edeceği başarı ve özelleştirilecek kurumların kurumsal yönetim ilkelerini uygulanma performansı arasında ilişki bulunmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri, özelleştirilecek kuruma olan güvenin artması ve özelleştirilecek firmaya satın alma yönünde daha fazla talep gelmesine yol açarak özelleştirme gelirlerinin artmasına yardım etmektedir (Aktaş, 2015:3)

3.2.5. Uluslararası Piyasalardaki Sermaye Hareketleri

Günümüzde firmaların ve ülkelerin finansman imkanları kendi iç pazarıyla sınırlı kalmamakta, uluslararası sermaye hareketlerinden pay alma rekabeti içine girmiştir. Uluslararası piyasada yatırımcıların yatırım seçeneklerinin gün geçtikte artması, uluslararası bir nitelik kazanması birçok yeniliği beraberinde getirmiştir. Ülkeler, artan rekabet ortamında ekonomilerini büyütmek için uluslararası boyutta gerekli olan uyum çalışmalarını yapmışlardır. Bu çalışmalarının başında kurumsal yönetim ilkelerini uygulanması gelmektedir (SPK, 2003:1). Çünkü, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması, ülke ve firma imajının yükselmesiyle birlikte yabancı sermaye girişleri artırır ve ülke ekonomisi güçlendirir.

Ülkelerin, sermaye piyasalarına kayıtlı firmaların sadece yüksek kazanç elde etmesi yabancı yatırımcıların yatırım yapması için yeterli bir neden değildir. Firmaların yabancı yatırımcı çekebilmesi yüksek kazanç ile birlikte uygulanan yasal düzenlemelere, yatırım ortamının şeffaf ve güvenilir olmasına, mali tablolardaki bilgi ve raporların doğru olmasına gerekmektedir (Kayacan ve Yazgan, 2008:14). Bu şartların sağlanabilmesi için firmaların kurumsal yönetim ilkelerine bağlı kalması gerekmektedir. Ayrıca, güvenilir ve başarılı bir kurumsal yönetim, uluslararası sermayelerin firmaya olan güveni arttıracığından uzun dönemli ve istikrarlı finansman girdisi sağlar (KAYA, 2014:25).

3.3. Kurumsal Yönetimin Amacı

Kurumsal yönetimin en temel amacı firmaların güvenilir, etkili ve sağlam bir yönetim sergilemesidir. Bunu sağlamak içinde kurumsal yönetimin ilkelerine uyum çerçevesinde ortaya çıkan sahiplik ve kontrolün ayrılmasıyla ortaya çıkan çıkar çatışması problemleri ve problemlerin ortaya çıkardığı maliyetleri azaltmak amaçlanmaktadır. Firmanın uzun dönemde karlı ve başarılı bir şekilde büyüyebilmesi

için gerekli olan kurumsal yönetim, tüm paydaşlara eşit ve sorumlu davranmayı ve firmadaki bütün pay sahiplerinin çıkarlarını korumayı amaçlamaktadır (Genç ve Karcioğlu, 2004:26). Pay sahiplerinin ve hak sahiplerinin çıkarları korunurken bu kişilerin beklentileri de yerine getirilmektedir (Pazarcık, 2004:36).

Bu çerçevede kurumsal yönetimin amaçları aşağıdaki şekilde sıralayabilmektedir (Aktan, 2006:7-8);

- Firmanın üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkiyi kendi menfaatleri için kullanması engellemek,
- Yatırımcının haklarını korumak,
- Firma hissedarlarının adil ve eşit muameleye tabi tutulmasını sağlamak,
- Firmayla doğrudan ilişki kuran menfaat sahiplerinin haklarını korumak ve bu hakları güvence altına almak,
- Firma faaliyetleri ve finansal durumu ile ilgili olarak kamuyu aydınlatmak, başka bir ifade ile firmanın şeffaf olmasını sağlamak,
- Yönetim kurulunu sorumlulukları açıklamak,
- Üst yönetimin karar ve eylemlerinden dolayı hissedarlara ve diğer paydaşlara hesap verme yükümlülüğünü temin etmek,
- Sahiplik ve kontrol ayrımı sonucunda oluşan vekalet maliyetlerini azaltmak,
- Firmanın elde ettiği kazancın tüm menfaat sahiplerine hakları oranında dağıtılması sağlamak,
- Büyük paydaşların, azınlık pay sahiplerinin paylarını ele geçirmesini engellemek,
- Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından güven teşkil etmek,
- Risk alan pay sahibi ile karar veren profesyonel yöneticilerin çıkar çatışmasını kurallara bağlayarak kontrol altına almaya çalışmak şeklinde ifade edilmektedir.

Yukarıdaki sıralanan amaçlarla birlikte kurumsal yönetim; firma faaliyetlerinin etkinliğini, yatırımların getirisini ve üretkenliğini uzun vadede maksimum hale getirip, yönetici ve girişimcileri motive eden iş ortamı sağlayarak firma performansını arttırmakta ve anonim şirketlerin kurumsal yönetime uyumunu sağlamaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:8).

Aile firmalarının kurumsal yönetim kullanmalarındaki amaçları ise, buraya kadar açıklanan amaçlara ek olarak profesyonel ve aile dışındaki kişilerin, firma içinde görev almalarını ve sistematik olarak yönetime katılmalarını sağlamak yer almaktadır (Sönmez ve Toksoy, 2011:55).

Ülke açısından değerlendirdiğimizde ise iyi bir kurumsal yönetim, ülkenin risklerini azaltarak sürdürülebilir büyümeye yardımcı olmaktadır. Bu durum ise yabancı kaynakların bulunmasını sağlamaktadır. Ülkeye yabancı kaynak girmesi ise firmaların daha kolay finansman kaynağı bulmasına yardımcı olabilmektedir. Bulunan bu kaynaklar ise ülkedeki üretim ve işgücünü arttırabilmektedir (Cengiz, 2013:406). Genel anlamda kurumsal yönetimin amacı; ülkelerin ve firmaların küresel anlamda büyümesini ve gelişmesini sağlamaktadır. Ayrıca, firma bazında doğrudan ve dolaylı olarak firma ile ilişkisi olan tüm paydaşların haklarını korumaktır.

3.4. Kurumsal Yönetimin Faydaları

Küreselleşme ile artan kurumsal yönetim çalışmaları ülkeye ve firmalara birçok fayda sağlamaktadır. Ülke bazında en önemli faydası ekonomik anlamda daha gelişmiş ve güvenilir bir piyasaya sahip olunmasını sağlamaktadır. Firma bazında ise daha doğru ve güvenilir kayıt tutulmakta, yatırımcılar korunmakta ve yönetim kurulu tarafından firmanın daha doğru bir şekilde yönetilmesi bir düzene girmektedir. Bu çerçevede kurumsal yönetimin sağladığı faydalar şu şekilde sıralanmaktadır (Serinkaya, 2008:19-20; Aydın, 2010:26-31):

- Düşük sermaye maliyeti,
- Finansman imkanlarının ve likiditenin artması,
- Ucuz kaynaklara ulaşma kolaylığı,
- Etkin kaynak kullanımı,
- Krizlere dayanıklılık,
- Rekabet avantajı,
- Firma imajının artması,
- Firma değerinin yükselmesi,
- Sermaye piyasalarına katılım,
- Yenilikçi ve açık bir yönetim,
- Dengeli ve etkin karar verme,
- Ülke ekonomisine katkı sağlama,
- Doğru yatırım ve birleşme kararları alabilme,
- Başarılı risk yönetimi,
- Uzun vadeli tasarruf sağlamaktır.

Genel anlamda kurumsal yönetim faydalarına baktığımızda; kurumsal yönetim hem ülkelerin hem de firmaların ekonomik anlamda güçlenmesini sağlamaktadır. Bu faydaları ile birlikte kurumsal yönetimin faydaları ülkeler, firmalar ve yatırımcılar açısından değerlendirilmiştir.

3.4.1. Kurumsal Yönetimin Ülkelere Faydaları

Küreselleşme ile birlikte, yatırımcılar sadece kendi ülkelerinde pay senedi piyasasına değil dünyanın herhangi bir noktasındaki pay senetlerine ulaşabilmekte ve karlı yatırım fırsatlarını değerlendirerek yatırım yapabilmektedir. Bu durum, yatırımcıları güven ve istikrar arayışına sokmaktadır. Ülkelerin uyguladıkları kurumsal yönetim ilkelerinin işlerliği, ülkedeki yatırımcılar ile birlikte uluslararası yatırımcıları etkilemektedir. Uluslararası piyasadan pay elde etmek isteyen ülkeler için kurumsal yönetimin gerekliliği bir kez daha ortaya çıkmıştır.

Ülkelerde kurumsal yönetim işlerlik kazanması ile birlikte firmaların verimlilikleri artarak uluslararası standartlara geçmiş olurlar. Bu ise, firmaların uzun vadeli kaynaklar elde ederek sermaye maliyetleri düşürmesini sağlayacaktır. Kurumsal yönetimin yaygınlaşması, firmaların verimliliğini artırırken, ülkeye olan güven artar piyasa ve ülke ekonomisi sağlıklı çalışmaya başlar (Erkarakaş, 2006:16). Ülkeler için öneme sahip olan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma zorunluluğu yoktur. Bu ilkeler tavsiye niteliğinde olup firmaların ve ülkelerin kendi çıkarlarının gereğidir. Ancak, uluslararası piyasalarındaki fon hareketlerinde büyük ölçüde pay almak isteyen

ülkeler ve firmalar, bu ilkeleri uygulayarak kendi çıkarlarını koruyabilmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan bu ülkelerin, uluslararası fonlardan aldıkları paylar ile arasında pozitif bir korelasyon ilişkisi bulunmaktadır (Baykut, 2013:18).

Kurumsal yönetim ilkeleri uygulamada ilk sıralarda olan ülkeler, uluslararası doğrudan yabancı yatırımdan alınan paylar listesinde de ön sırada yer almaktadır (UNCTAD,2011). Uluslararası doğrudan yatırım girişi her yıl düzenli olarak Birleşmiş Milletler Ticaret ve Kalkınma Örgütü (UNCTAD) tarafından yayınlanmaktadır. Bu rapora göre 2016 yılında tüm dünyadaki uluslararası doğrudan yatırım girişi 1.75 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Uluslararası Yatırım Derneği (YASED) 2015 raporuna göre, Türkiye uyguladığı kurumsal yönetim mekanizmalarına göre uluslararası doğrudan yabancı yatırım akışından aldığı %1 gibi çok düşük bir pay almış ve en fazla yatırım çeken ülkeler sırasında 20. sırada yer almıştır.

Genel anlamda ifade edecek olursak, ülkeler şeffaflaştıkça, tüm pay sahiplerinin haklarını korudukça yabancı yatırımları artmaktadır. Diğer bir ifadeyle, kurumsal yönetim ilkelerinin daha az uygulandığı veya uygulanmadığı ülkelere ve/veya firmalara yatırımcılar yatırım yapmayı düşünmemektedirler.

Kurumsal yönetimin ülkeler açısından önemi; ekonomi ve sermaye piyasasında rekabet gücünün artması, krizlerden daha az zararla kurturulması, sermayenin yurtdışına kaçışının engellenmesi, sermaye piyasalarına erişimin kolaylaştırılması olarak sıralanabilir (Baykut, 2013:19).

3.4.2. Kurumsal Yönetimin Firmalara Faydaları

Finansal piyasaların globalleşme süreci, uluslararası yatırımcıların firmalardan beklentilerinin ülke ayırımına bakılmaksızın benzeşmesine neden olmaktadır. Bundan dolayı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki firmaların genel kabul görmüş iyi yönetim şartlarına uyarak piyasa verdikleri sinyal, yatırımcının firmalara olan güvenini artırır, firmanın alıp satılan pay senetlerinin değerinin ve borsa işlem hacminin artmasını sağlar (TKYD, 2011:25), ayrıca, firmanın güçlenmesini sağlayarak ülke ekonomisine katkıda bulunur (Pamukçu, 2011:147).

Piesse vd. (2007) çalışmalarında kurumsal yönetim ilkelerinin uygulandığı halka açık firmalara uluslararası yatırımcının ilgisinin fazla olduğu ifade etmişlerdir. Bundan dolayı da, bu firmaların performansları kurumsal yönetim ilkelerini uygulamayan firmalara göre daha yüksektir (Baykut, 2013:20).

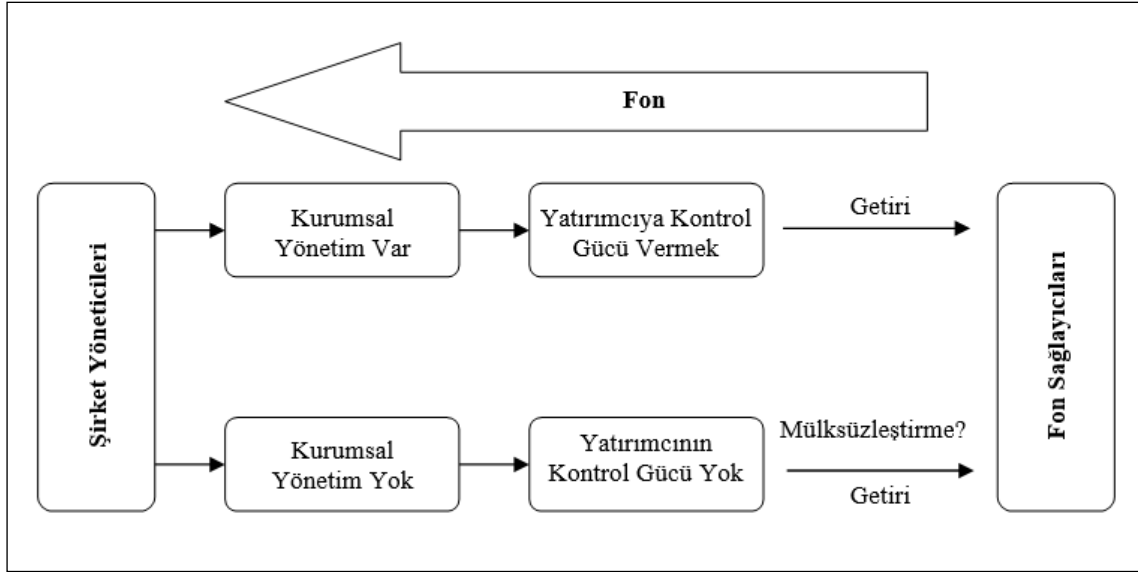
Kurumsal yönetimin firmalara sağladığı faydalar; firmanın kaynak bulma sıkıntısını azaltması, sermaye piyasalarından kabul görmemenin önlenmesi, finansman imkanlarının artırılması, likidite problemlerinin olmaması, pay senetlerinin piyasa değerinin artması, sermaye maliyetlerini azaltarak özkaynak karlılığını arttırması, firmanın sürekliliğinin sağlanması, çeşitlenen ortaklık yapısı ile rekabet ortamında ayakta kalabilmesi, azınlık pay sahiplerinin yatırımlarının korunmasından dolayı daha fazla yatırım çekmesi, firmanın iç verimliliğini artırarak iş kaybını azaltması, vekalet maliyetlerini azaltması gibi sıralanabilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004:1; Karamustafa vd., 2009:100-119; TKYD, 2011:17; Aktan, 2006:9-10; Baykut, 2013:21-22).

3.4.3. Kurumsal Yönetimin Yatırımcılara Faydaları

Kurumsal yönetim, firma değerinin bütün paydaşlara ellerindeki pay miktarı ile orantılı olarak verilen pay senedi getirisinin ve sadece büyük pay senedi olan veya yönetim ile ilişkili olan bir kısım paydaşlara verilen özel fırsatların nasıl bölüştüğünü

belirlediğinden dolayı yatırımcılar için önem arz etmektedir (Giannetti ve Simonov, 2006,1508). Kurumsal yönetim, yatırımcıların haklarını korumakta ve böylece firma paylarında kontrol hakkına sahip olan pay sahiplerinin veya yöneticilerin diğer pay sahiplerini sömürmesine imkan vermemektedir. Başka bir ifadeyle, mülksüzleştirilmenin önüne geçmektedir. Aynı zamanda, kurumsal yönetim, yatırımcıların yaptıkları yatırıma ait risk değerlemesi yapmakta ve en yüksek getiri için fonların tahsil edilmemesine ilişkin kaygıları ortadan kaldırmaktadır.

Bu çerçevede kurumsal yönetimin yatırımcılara sağladığı yararlar Şekil 3.1’de özet bir şekilde gösterilmektedir (Kula, 2006:23):

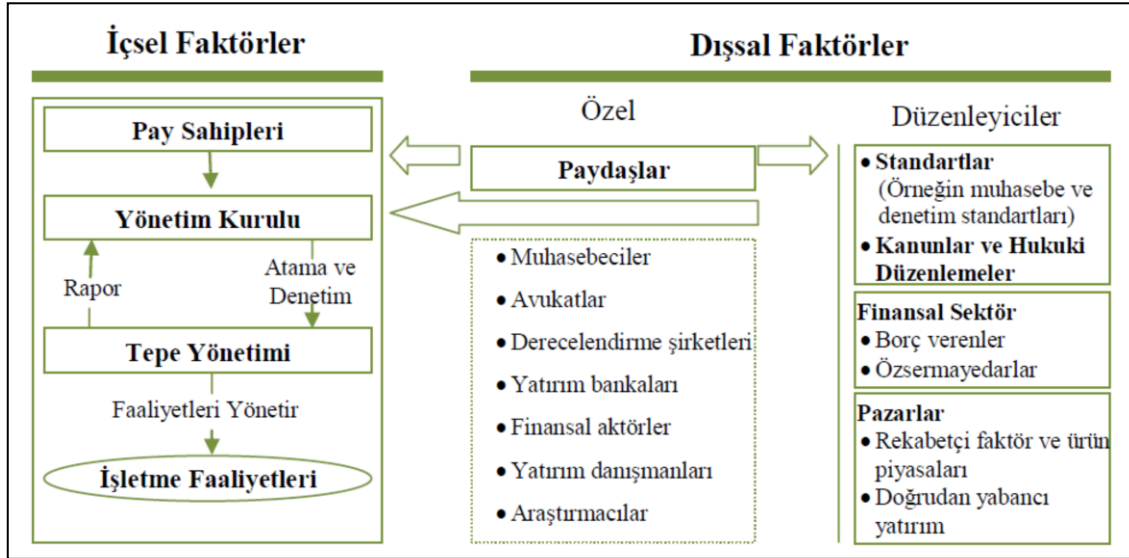


Şekil 3.1. Kurumsal Yönetimin Yatırımcılara Yararları (Kula, 2006:23)

Şekil 3.1’e göre bir firma kurumsal yönetim ilkeleri baz alınarak yönetilmediği zaman yatırımcıları firmada kontrol gücüne sahip olamamaktadır. Yatırımcının kontrol gücüne sahip olamaması da getirinin mülksüzleşmesine neden olabilmektedir. Firma da kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ise yatırımcıya kontrol gücü vermektedir. Bu kontrol gücü de gerçek anlamda getiri olarak yatırımcıya dönmektedir.

3.5. Kurumsal Yönetimi Etkileyen Faktörler

Kurumsal yönetimi etkileyen faktörler iki grupta toplanmaktadır. Bu faktörler birincisi içsel faktörler, ikincisi dışsal faktörlerdir. Şekil 3.2’de görüldüğü gibi firmanın içindeki faaliyetlerde kilit rol oynayanlar içsel faktörleri oluştururken yasal ortamda ve piyasada oluşan faktörler dışsal faktörleri oluşturmaktadır. Bu iki faktör arasında etkileşimi gösteren unsurlar ise kurumsal yönetim sistemini oluşturmaktadır. Bir firmayı etkileyen içsel ve dışsal faktörler aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Akdoğan, 2010:20; Karpuzoğlu, 2010:62):



Şekil 3.2. Bir Firmayı Etkileyen İçsel ve Dışsal Faktörler (Akdoğan, 2010:20)

Kurumsal yönetimi etkileyen içsel faktörler, firmanın içindeki güçlerin birbirlerini dengelemesini ve denetlemesini sağlamaktadır (Doğan, 2007:25). İçsel faktörlerden en önemlisi yönetim kuruludur. Yönetim kurulu, firmaya stratejik yön vermekte ve rakipler arasında farklı ve ayırt edici bir kimlik kazandırmaktadır. Ayrıca, yönetim kurulları, firmanın sürekliliğini temin etme gibi konularda birinci dereceden sorumlu yapılardır (Karpuzoğlu, 2010:62). Bir diğer içsel faktör ise pay sahipleridir. Kurumsal yönetimin en önemli menfaat grubu olan pay sahipleri, birikimleriyle firmanın sermayesine katkı sağlamaktadırlar (Doğan, 2007:111). İçsel faktörlerin üçüncüsü üst yönetimdir. Üst yönetim, genellikle firmanın sahipleri veya yönetim kurulu başkanını ifade etmektedir. Bu kişilerin yönetim kurulunu denetleme ve yönetim kurulunu atama görevine bulunmaktadır. Kurumsal yönetimi unsurlarını etkileyen içsel faktörlerden sonuncusu firma faaliyetleridir. Firma faaliyetleri arasında, tazminat ödemeleri, hizmet ödemeleri, stratejik yönetim gibi unsurlar gösterilebilir (Karpuzoğlu, 2010:62). Bu faktörler firmadaki vekalet sorununun en aza indirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

Kurumsal yönetimi etkileyen dışsal faktörler ise, kaynağı firma dışında olan, fakat firmanın içyapısını etkileyen faktörlerdir. Bunlar özel ve düzenleyici faktörler olarak ikiye ayrılmaktadır. Özel faktörler, paydaşlar, muhasebeciler, avukatlar, kredi verenler vb. oluşmaktadır. Özel faktörlerden paydaşlar hem içsel faktörleri hem de düzenleyicileri etkilemektedir. Düzenleyici faktörler ise, standartlar, kanunlar ve hukuki düzenlemeler, finansal sektörler ve pazarlardan oluşmaktadır. Düzenleyici faktörlerden standartlar ve kanunlar Uluslararası Muhasebe Standartları (UFRS) ve Yeni TTK gibi düzenlemelerden oluşmaktadır. Finansal sektörde firmaya borç veren banka ve kredi kuruluşları ve sermayedarlar yer almaktadır. Düzenleyici faktörlerden sonuncusu olan pazarlar ise rekabetçi faktörler, ürün piyasası ve doğrudan yabancı yatırımlardan oluşmaktadır. Bu faktörlerde içsel faktörleri etkilemekte ve yön vermektedir.

3.6. Kurumsal Yönetim Modelleri

Ülkelerin sahip oldukları kültürler, sermaye piyasaları, ulusal ve uluslararası kimlikleri, geçmiş tarihi, amaçları, öncelikleri ve değerleri gibi faktörler kurumsal yönetim modellerini belirlenmesinde etkin rol oynamaktadır. Diğer yandan, globalleşme

ve uluslararası sermaye hareketliliğinin artması kurumsal yönetim modelleri arasındaki farklılıkların giderilmesine yardımcı olmaktadır (Pashı, 2004:50). Bundan dolayı, ülkelerin ekonomik, sosyal farklılıkları göz önüne alınarak oluşturulan üç kurumsal yönetim modeli bulunmaktadır. Bu modellerden birincisi Anglo-Sakson modeli, ikincisi Kıta Avrupa modeli ve üçüncüsü ise Japon-Kore Modelidir.

3.6.1. Anglo-Sakson Modeli

Sermaye piyasaları diğer ülkelere göre daha gelişmiş olan Amerika ve İngiltere’de uygulanan bir sistemdir. Anglo-Sakson modeli, firmalarda pay sahibi temelli bir bakış açısını ortaya koymakta ve yönetimin pay sahiplerinin çıkarlarına ve hedeflerine hizmet etmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu sistem temelde firmanın üst yönetimi ve pay sahipleri arasındaki ilişkiye dayanmaktadır (Yıldırım, 2007:28). Bu nedenle model, pay sahibi modeli olarak ifade edilmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerinden kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri Anglo-Sakson modeli için büyük öneme sahiptir. Bunun nedeni ise bu ilke ile firmayla direkt ilişki kurmayan pay sahiplerinin firma hakkında daha kolay bilgi alabilmesidir. Bu model aynı zamanda firmanın iç yapısı ve karar alma süreci üzerinde durmaktadır (Doğan, 2007:84).

Anglo-Sakson modelinde üç temel bileşenden bahsedilmektedir. Bunlar, firma yöneticileri, yönetim kurulu ve vekalet sorunudur. Kurumsal yönetim de bu bileşenlerle ilgili düzenlemeleri içermektedir (Doğan, 2007:84).

3.6.2. Kıta Avrupası Modeli

Kıta Avrupası Modeli, bankaların hakimiyetinde bulunan ve ortaklık gözetiminin bankalar aracılığıyla yapıldığı bir Alman sistemidir (İskenderoğlu vd., 2014:69). Kıta Avrupa modeli daha çok Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde geçerli olan bir modeldir. Bu model, firmaların kar elde etmesini ve pay sahiplerine karın dağıtılmasını amaçlayan geleneksel yapıyla birlikte, pay sahipleri ve yöneticileri içine alan tüm çıkar gruplarının haklarını korunmayı ve çıkar grupları arasındaki ilişkiyi düzenlenmeyi amaçlayan bir yaklaşımdır (Pashı, 2004:52).

Model, kısa vadeli pay sahiplerinin tatmin edilmesini hedefleyen fırsatçı firma faaliyetlerinin aksine firmanın refah ve huzuru için gerekli olan uzun vadeli firma stratejilerinin hayata geçirilmesi için büyük öneme sahiptir (Yıldırım, 2007:28).

Kıta Avrupa modelinde firmanın denetimi, firma bünyesinde bulunan mekanizmalar aracılığıyla yapılmaktadır. Bu denetim sürecinde yönetim kurulunun yapısı ve bankalar gibi iki önemli araç rol oynamaktadır. Yönetim kurulu yapısında, denetim hem firmanın kendisi hem de firmaya finansman sağlayan banka aracılığıyla yapılmaktadır. Finansman ihtiyaçlarının karşılanması içinde banka kredileri kullanılmaktadır (Serinkaya, 2008:34).

3.6.3. Japon-Kore Modeli

Japon Kore modeli, genellikle imalat ve pazarlama firmaları ile bankalar arasındaki ilişkiyle ortaya çıkan bir modeldir. Japonya ve Güney Kore’deki firmalarda uygulanmaktadır. Bu modelde aile firmalarında yönetici olan aile üyeleri hariç grup firmalarındaki yöneticiler büyük oranda pay senedine sahip bulunmamaktadır ve yönetici

maaşları öz sermayeye bağlı değildir. Ayrıca, bu modelde firmanın dışarıdan ele geçirilmesi zordur (İskenderoğlu, 2014:70).

Ülkeler bazında oluşturulan bu üç model OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri dikkate almıştır.

3.7. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim ilkeleri ilk kez 1998 yılında OECD tarafından yayınlanmıştır. İlk zamanlarda bu ilkeler standart ve yol gösterici niteliği taşımaktaydı. İlkeler, hükümet ve firmaların kendi yönetim anlayışlarını düzenlemek ve belirli bir standartta göre hareket etmek hususunda rehber niteliğindedir. 1998 yılından sonra yaşanan krizler, skandallar ve değişen çevre koşulları bu ilkelerin tam anlamıyla uygulanmadığı ve eksikliklerin olduğunu ortaya çıkartmıştır. Bu nedenle, 2004 yılında ilkeler revize edilmiştir.

2004 yılında revize edilerek yayınlanan OECD kurumsal yönetim ilkeleri; şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve sorumluluk ilkelerinden oluşmaktadır.

3.7.1. Şeffaflık İlkesi

Şeffaflık (Transparency), henüz kamuya açıklanamayan bilgiler hariç, firma ile ilgili finansal ve finansal olmayan tüm bilgilerin; zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulmasıdır (Karpuzoğlu, 2010:67). Şeffaflık ilkesi, firmaların her türlü bilgisini açıklaması anlamına gelmemektedir. Firmanın rekabetini koruyabilmek için rakipleri tarafından bilinmesi sakıncalı olan değerleri ve ticari sır niteliğindeki bilgileri kamuya açıklamaması bu ilke ile çelişmemektedir. Başka bir ifade ile, şeffaflığın bir sınırı olmalıdır. Önemli olan açıklanan bilginin niteliği, neleri kapsadığı, zamanlaması ve güvenilirliğidir (Doğan,2007:52).

Piyasa katılımcıları açısından şeffaflık ise, katılımcıların bir firma veya bir ülkeyi diğerlerinden ayırmak ve riskleri tanımak için gerekli bilgiyi elde etmelerini sağlamaktır. Aynı zamanda, katılımcıları piyasa beklentileri hakkında bilgilendirmekte ve belirsizlik zamanlarında piyasalarda istikrarın sağlanmasına yardımcı olmaktadır (TBB, 1999:8).

Şeffaflık ilkesi altında bilgiler, kaliteli muhasebe standartları, mali ve mali olmayan bilgilendirme standartlarına uygun olarak hazırlanmalı ve kamuya açıklanmalıdır. Dış denetçiler, hissedarlara karşı sorumlu olmalı ve denetimin gerçekleştirilmesinde gerekli mesleki olabirlikleri göstermede firmaya karşı yükümlü olmalıdır (OECD, 2004:18). Özetle; şeffaflık, isteyen kişinin istediği birçok bilgiye en açık ve doğru bir şekilde ulaşabilmesidir. Bu ilke bir sonraki ilke olan hesap verebilirlik ilkesini gündeme getirmektedir. Bu iki ilkeyi birbirinden bağımsız düşünmek mümkün değildir.

3.7.2. Hesap Verilebilirlik İlkesi

Hesap verilebilirlik (Accountability); yönetim kurulu üyelerinin anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğu olarak tanımlanmaktadır (Şenol, 2006:4). Hesap verilebilirlik ilkesi, bir firmada kararı veren ile kararları uygulayanların verdikleri kararların ve yaptıklarının gerekçelerini

söyleyebilmesi ve yaptıkları işin sonuçlarından sorumlu olması şeklinde ifade edilmektedir (Doğan, 2007:53).

OECD'nin hesap verilebilirlik ilkesi; “kurumsal yönetim çerçevesinde, firmanın stratejik rehberliğinin, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetiminin ve yönetim kurulunun, firmaya ve pay sahiplerine karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasının sağlanması” şeklindedir. Hesap verilebilirlik ilkesi, menfaat sahipleri ile ilgili hususlara değinmekte ve firma ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik kuralları açıklamaktadır (Dinç ve Abdioğlu, 2009:160). Ayrıca, yöneticilerin, firmanın performansını paydaşlarına açıklama zorunluluğunu da ifade etmektedir. Genel anlamda, bu ilke bir raporlama faaliyetidir. Herhangi bir hukuki ve mali zorunluluk içermemektedir (Sönmez ve Toksoy, 2011:65).

3.7.3. Adillik/Eşitlik İlkesi

OECD Adillik ilkesini (Fairness Principle) ; “azınlık ve yabancı pay sahipleri dahil olmak üzere bütün paydaşlara eşit muamele yapılmasının güvence altına alınması ve pay sahiplerinin haklarının ihlali halinde yeterli bir telafi veya tazminat elde etmek imkanına sahip olunması” şeklinde tanımlamaktadır. Genel bir ifadeyle, firma yönetiminin bütün hak sahiplerine eşit davranması ve firmanın varlığını devam ettirmesi için tüm tarafların haklarının korunmasını ifade etmektedir (Doğan, 2007:51).

OECD (2004), adillik ilkesi çerçevesinde pay sahiplerini; mülkiyetin sahibi olarak tanımlamakta ve paydaşların paylarına ilişkin kazanç haklarını devam ettirme ya da paylarını elden çıkarma imtiyazına sahip olduklarını belirtmektedir.

Adillik ilkesi, firma yöneticilerinin faaliyetlerini yerine getirirken alınan kararlardan etkilenen tüm kesimlere karşı eşit mesafede olması gerektiğini ifade edilmektedir (Şendoğlu, 2010:30). Genel olarak, bu ilke firmaya ortaya çıkan çıkar çatışmasını engellemektedir.

3.7.4. Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk (Responsibility); “firma yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye ve firma içi düzenlemelere uygunluğunun denetlenmesidir” (Şenol, 2006:4).

OECD tarafından kurumsal yönetim çerçevesinde belirlenen sorumluluk ilkesi, paydaşlarının haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanınması, servet ve yeni iş alanları yaratmada firmalar ile paydaşlar arasında etkin iş birliği yapılması ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasının teşvik edilmesi şeklinde tanımlanmaktadır.

Sorumluluk ilkesi, bir firmada yetki verilen kişilerin, sahip oldukları bu yetkileri kullanarak yaptıkları ve yapmadıkları faaliyetlerin sonuçlarından sorumlu tutulması olarak tanımlanmaktadır (Doğan, 2007:54). Ayrıca, bu ilke, firma yönetim kurulu ile tepe yönetiminin görevlerinin ve sorumluluklarının açık bir şekilde tarif edilmesinde önemli rol oynamaktadır (Sönmez ve Toksoy, 2011:66).

Firma paydaşları için değer yaratırken toplumsal değerleri yansıtan kanunlara ve bazı düzenlemelere uygun şekilde faaliyette bulunulması gerektiğini ifade etmektedir. Genel olarak bu kanunların sorumluluk açısından minimum standartlar oluşturduğunu, gerçek anlamda sorumlu firma davranışının yasal zorunlulukların ötesine geçilerek yerine getirilebileceği vurgulamaktadır (Deloitte, 2006:5).

3.8. Kurumsal Yönetim Alanında Türkiye’deki Gelişmeler

Dünyada yaşanan birçok finansal ve ekonomik değişimle birlikte ülkeler ve firmalar de kendi içinde büyük değişimlere uğramışlardır. Bu süreç ise kurumsal yönetim anlayışı ortaya çıkmasını sağlamıştır. Tüm dünyada son 30 yıldan fazla süredir uygulanmaya başlayan bu kavram ülkemizde 2001 yılından sonra gündeme gelmiştir. 2001 yılında yaşanan finansal kriz ve bankalarda ortaya çıkan usulsüzlükler kurumsal yönetimin önemini ve uygulanması gerektiğini ortaya çıkarmıştır. Sürecin kilometre taşlarından biri, TÜSİAD tarafından 2002 yılında “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” başlıklı çalışmadır.

TÜSİAD’ın 2002 yılındaki çalışmasından sonra 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), OECD’nin yayınladığı kurumsal yönetim ilkelerini dikkate alarak, ülkemiz için en uygun kurumsal yönetim ilkelerini hazırlanmıştır. Hazırlanan bu ilkeler, halka açık firmalar için tavsiye niteliğindedir. 2003 yılında ayrıca, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), kurumsal yönetimin Türkiye’de tanınmasına ve geliştirilmesine katkı sağlamak amacıyla birçok alanda faaliyete başlamıştır.

Kurumsal yönetim ilkelerin hazırlanması için SPK aracılığıyla BIST (Eski adıyla İMKB), Türkiye Kurumsal Yönetim Formu uzmanları ve temsilcilerinin katıldığı bir komite oluşturulmuştur (SPK, 2005:3). Hazırlanan taslak ilkeler üniversitelere, kamu kuruluşlarına ve bazı meslek örgütlerine gönderilmiş ve bu kurumların görüş ve önerileri alınmıştır. Bu görüş ve öneriler dikkate alınarak ilkeler düzenlenmiş ve Şubat 2005’te yayınlanmıştır. Bu ilkeler OECD’nin 2004 yılında yayınladıkları ilkeler ile uyumlu olarak düzenlenmiştir (Doğan, 2007:104). 2004 yılının devamında SPK’nın Uyum Beyanı düzenlemesiyle halka açık firmaların, kurumsal yönetim ilkelerine ne ölçüde uydukları ve uymadıkları hususların neler olduğu ile ilgili bilgileri faaliyet raporlarında açıklamala yükümlü tutulmuştur (Deloitte, 2009:12).

Ülkemizde kurumsal yönetim çalışmaları ile ilgilenen SPK ve BDDK gibi kamu kurumlarının dışında özel kurumlar söz konusudur. Bu kurumlar, halka açık firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uygunluğunu denetlemektedirler. Başka bir ifadeyle, bu kurumlar birer derecelendirme kuruluşu olarak faaliyet göstermeye başlamışlardır. Bu derecelendirme kuruluşlarının faaliyetleri sonucunda elde edilen bilgilerle ve kurumsal yönetim yaygınlaşmasını teşvik etmek amacıyla ulusal borsa nezdinde kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur. Yasal olarak bu endeks Borsa İstanbul (BIST) tarafından 2005 yılının Şubat ayında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi olarak işlem görmeye başlamıştır. Bir firmanın bu endekste yer alabilmesi için derecelendirme kuruluşları tarafından verilen ilkelere uyum notlarının 10 üzerinden en az 7 olması gerekmektedir.

SPK 2005 yılında, OECD’nin kurumsal yönetim ilkelerinde yaptıkları değişiklikleri dikkate alarak Kurumsal Yönetim İlkelerini tekrardan düzenlenmesinin ardından, aynı yıl TKYD ve Boston Consulting Group (BCG) “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırması tamamlanmıştır. Ayrıca, bu yılda Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Meclis’e sunulmuş ve Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni içeren Bankacılık Kanunu BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) tarafından yayınlanmıştır (Karpuzoğlu, 2010:60). Türkiye’de 2006 yılı Ocak ayında iyi kurumsal yönetim ve sürdürülebilir büyüme GOOD projesi bir yıl süre ile hayata geçirilmiştir. SPK’da bağımsız denetim standartları ile ilgili düzenlemeler hazırlanmıştır. Ayrıca, 2006 yılı Ekim ayında OECD “Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study” araştırması sonuçlarını açıklamıştır (Karpuzoğlu, 2010:61). SPK 2007 yılında “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar

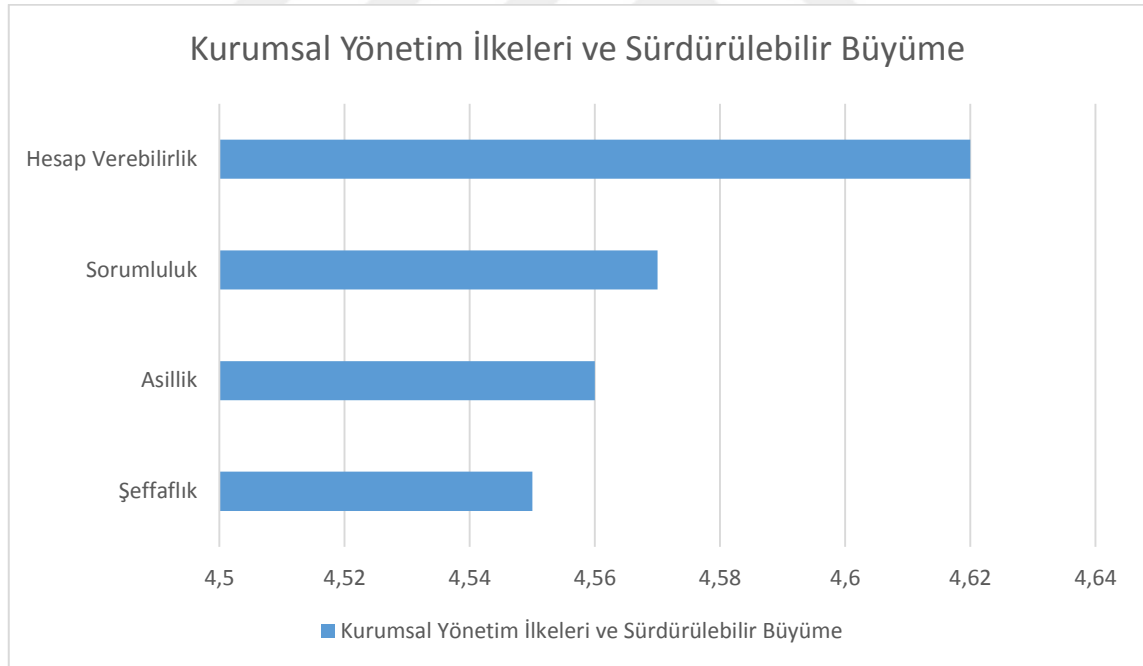
Tebliğ'i güncelleyerek yayınlamış ve daha önce oluşturulan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. GFK, Türkiye ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği 2008 yılında "Kurumsal Yönetim Algı Araştırma Raporu" hazırlamıştır. 2009 yılında ise SPK "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliği" ni yayınlamıştır (Karpuzoğlu, 2010:61).

2010 yılında TUSİAD, Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarının hangi seviyede olduğunu açıklamak amacıyla Yönetim Kurulları için Kurumsal Yönetim Prensiplerini Yayınlamıştır.

2011 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkileri arasına "sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dahil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alan kurumsal yönetim ilkelerinin kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak" eklenmiştir.

1 Temmuz 2012 yılında yürürlüğe giren Yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile kurumsal yönetim ilkelerinin birçok unsuru, hisseleri borsada işlem görmeyen halka kapalı firmaları da etkilemiştir.

TKYD'nin 2015 raporundan Türkiye'nin büyümesinde kurumsal yönetim ilkelerinin hangisinin öncülük ettiği açıklanmıştır. Bu raporun sonucu ise Grafik 3.1'de gösterilmektedir.



Grafik 3.1. Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Sürdürülebilir Büyüme (TKYD, 2015)

Bu grafiğe göre kurumsal yönetim ilkelerinden hesap verilebilirlik ilkesinin Türkiye'nin büyümesi için en önemli ilke olduğu görülmektedir. Şeffaflık ilkesinin ise, Türkiye'deki firmaların en az uyguladıkları ilkedir. Bir başka deyişle, firmalar, kendileriyle ilgili bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bilgilendirme konusunda düşük düzeydedir.

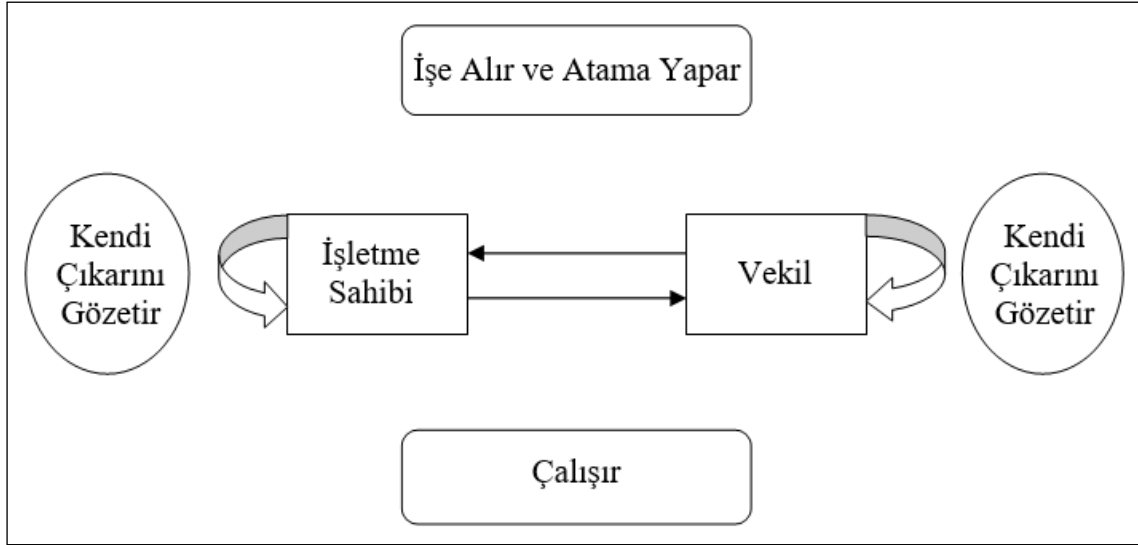
3.9. Kurumsal Yönetim Teorileri

Kurumsal yönetimi ile birlikte ortaya çıkan sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması bazı teorilerin gelişmesine neden olmaktadır. Bu teorilerden ilki temsilcilik teorisi olarak da adlandırılan vekalet teorisi (agency theory), ikincisi, hizmetkarlık teorisi (stewardship theory), üçüncüsü kaynak bağımlılığı teorisi (resource dependence theory) ve paydaşlık teorisidir. Bu teoriler yönetim kurulu yapısının, büyüklüğünün ve CEO'nun nasıl olması ile ilgili konuları içermektedir. Ayrıca, söz konusu teoriler, sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasının performans üzerindeki etkilerini de açıklamaktadır. Kurumsal yönetim teorileri başlığı altında bu dört teori açıklanmakta ve firma performansı üzerine etkileri üzerinde durulmaktadır.

3.9.1. Vekalet Teorisi

Modern işletmelerde yönetim ve firma sahiplerinin fonksiyonlarının birbirinden ayrılması yaklaşık 300 yıl önce Adam Smith tarafından ilk kez gündeme gelmiştir. O yıllarda bu konu ile ilgili çok fazla ilerleme kaydedilmemesi rağmen küreselleşme sürecine geçilmesi ile yönetim ve sahipliğin birbirinden ayrılmasının önemi tekrardan gündeme gelmiştir. Küreselleşmeyle birlikte firmaların büyümesi ve çok uluslu firmalar olmasıyla birlikte firmaların profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi gerekli hale gelmiştir. Bu kurum ise vekalet teorisini ortaya çıkarmıştır.

Vekalet teorisi kavramı ilk kez Berle ve Means (1932) öngörmüşler daha sonra Jensen ve Meckling (1976) geliştirmişlerdir. Jensen ve Meckling (1976), vekalet verenin bir sözleşme aracılığıyla bazı hizmetleri kendi adına yerine getirmesi için vekile verdiği görev vekalet ilişkisi olarak tanımlanmaktadır. Bu teorinin önemli bir kısmı firma sahibinin (vekalet veren) ve yöneticinin (vekil) üzerine kurulmuştur (Özsoy, 2011:18). Vekalet teorisi, firmanın pay senetlerini elinde bulunduran vekalet verenin bazı kararları vermek üzere vekil kişilere yetki vermesi sonucunda oluşmaktadır (İskenderoğlu, vd., 2014:49). Vekalet veren kişinin vekile vekalet vermesinin nedeni ise firmayla ilgili yapacağı bazı işlerde vekilin yardımına ihtiyaç duymasıdır. Vekil, firma içinde bazı işleri yapmak için gerekli olan faaliyetleri gerçekleştirmektedir. Firma içindeki bu işlerin gerçekleşmesinin bir kişiye devredilmesi ise vekalet ilişkisini doğurur (Yıldız ve Doğan, 2012:356). Vekalet teorisiyle ilgili bir diğer tanım, bir veya birkaç kişinin anaparalarını kendi adına hizmet gerçekleştirmesi için başka bir kişiye (vekile) vermesiyle ortaya çıkan vekalet ilişkisi olarak ifade edilmektedir (Okan, vd. 2014:41). Bu çerçevede teorinin genel tanımı aşağıdaki Şekil 3.3'deki gibi özetlenebilmektedir.



Şekil 3.3. Vekalet Teorisi (Dinçer, 2013:16)

Vekalet teorisi amacı, vekalet veren ile vekil arasında yapılan sözleşmeler kapsamında ortaya çıkan vekil vekalet veren ilişkilerini baz alarak hak ve yükümlülük ihlalleri olarak yaşanan sorunları ve bu ilişki ile ortaya çıkan maliyetleri ele almakta ve bu mekanizmayı anlamaya çalışarak problemleri azaltmaktır (Çelik ve Bedük, 2014:44).

Vekalet teorisi iki çizgide geliştirilmiştir. Bunlardan ilki pozitivist vekalet yaklaşımı, ikincisi ise pay sahibi ve vekil vekalet yaklaşımıdır. Pozitivist vekalet yaklaşımı; pay sahibi ve vekilin hedeflerindeki farklılıklar ve vekilin kendi amaçları doğrultusunda hareket etmesini sınırlayan yönetim mekanizmaları üzerine odaklanmaktadır. Pay sahibi ve vekil yaklaşımının ise geniş bir odak noktası bulunmaktadır. Bu yaklaşımda pay sahibi ile vekil arasında çıkar çatışmasının olduğu, sonuçların kolaylıkla ölçülebildiği ve vekilin risk üstlenmekten kaçındığı kabul edilmektedir (Eisenhardt, 1989:59-60).

Vekalet teorisinde, pay sahipleri, vekillerden pay senetlerinin değerini maksimum yapmalarını isterken vekillerinse pay sahiplerinden farklı beklentileri vardır. Yatırımcı beklentisi yönünde hareket edilmemesi, çıkar çatışmasının oluşmasına neden olabilmekte, firma sahibi ve yöneticiler arasında ortaya çıkan çıkar çatışma vekalet sorunu olarak ifade edilmektedir (Aygün ve İç, 2010:194). Vekalet sorunundan söz edebilmek için firmada pay sahibi ile vekil ilişkisinin olması ve sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması gerekmektedir (Turaboğlu, 2004:110). Yani, firmanın pay sahipleriyle yöneticilerinin birbirinden ayrıştırılmalıdır. Eisenhardt (1989), vekalet ilişkisiyle ortaya çıkan iki soruna çözüm bulmaya çalışmıştır. Bu problemlerden birincisi, vekalet veren ile vekilin istekleri ya da amaçlarının çatışmasıyla, ikincisi ise, vekalet verenin vekilin ne yaptığını bilmesinin zor ve pahalı olmasıyla ortaya çıkar (Özsoy, 2011:19). Vekalet sorununu engellemek için firmaların uygun yönetim yapılarının olması gerektiğine yani kurumsal yönetime geçilmesi sorunun azaltılması için bir çözüm yolu olduğuna inanılmaktadır (Ünlü, vd., 2017:65). Sorunu ortadan kaldırmanın bir yolu da, firmanın CEO'suna firmadan pay senedi vermek ve pay sahibi ile çıkarlarının benzeşmesini sağlamak, profesyonel yöneticinin ücretini yükseltmek ve ödül verme gibi politikalar belirlemek, firma içindeki bilgi akışını kontrol etmek ve yöneticinin alacağı kararları kontrol etmek için kurul kurmak olarak sıralanmaktadır (Memiş ve Çetenak, 2012:207).

Vekalet sorunu, herhangi bir problemin çıkmasını engellemek ya da var olan problemi ortadan kaldırmak amacıyla iç ya da dış denetim gibi çeşitli önemleri almak için yapılan harcamalar vekalet maliyetine neden olmaktadır (Sayman, 2012:40-41). Vekalet sorunu önlemek için oluşan bu maliyetler dolaysız ve dolaylı maliyetler olarak ikiye ayrılmaktadır. Dolaysız maliyetler, bir firmadaki yöneticinin performansı izlemek ve faaliyetlerini denetim altına almak için katlanılan maliyetlerden oluşmaktadır. Dolaylı maliyet ise, vekalet sorunu nedeniyle fırsatların kaçırılmasıyla oluşan maliyetlerdir (Doğan, 2007:15). Jensen ve Meckling (1976) ise vekalet maliyetini, vekalet verinin katlandığı denetim maliyeti, sözleşmeden kaynaklanan maliyetler ve artık zararın toplamı olarak ifade etmişlerdir.

Firmalarda vekalet maliyetinin ortaya çıkmasının sebeplerinden biri de, firma yöneticilerinin kendi çıkarlarını pay sahiplerinin çıkarlarından daha üstün tutmasıdır. Bu maliyetlerin asıl kaynağı ise firmanın kontrolünün pay sahipleri dışında başka kişinin elinde olmasından dolayı ortaya çıkan çıkar çatışmasıdır. Bu maliyetin oluşmaması için pay sahibinin profesyonel anlamda yönetici olması gerekir (İşeri, 2002:79). Firmanın kaynaklarının en iyi şekilde kullanımı ve huzurun sağlanması için, firma üzerinde etkili olan çıkar gruplarının isteklerinden kaynaklanan sorunları azaltmaya yönelik yapılan çalışmalarda vekalet maliyetini ortaya çıkarır (Turaboğlu, 2004:118).

Firmalarının performansı açısından değerlendirdiğimizde, Rechner ve Dalton (1991), vekalet teorisinde genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması yani CEO iğinin olması performans üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu ileri sürmektedir. Çünkü, ikiliğin olması firmada kontrol ve yönetim süreçlerine ilişkin kararlarda bir ayrımın olmadığına göstergesi olarak ifade edilir (Aygün ve İç, 2010:193). Bir firmaya yönetim kurulu başkanı ile CEO'sunun aynı kişi olmasının firmanın denetlenmesini zorlaştırdığı ve dolayısıyla firma performansının azalacağıdır. Zira, yönetim kurulu başkanının görevlerinden biri de CEO'yu denetlemektir. Denetleme ve denetlenme işini aynı kişinin yapması firma performansını olumsuz etkileyebilecektir (Yıldız ve Doğan, 2012:355). Başka bir ifade ile, kontrol ve yönetimin birbirinde ayrılmaması kurumsal yönetim ilkelerinin tam anlamıyla uygulanmasına neden olduğundan firma performansını düşürmektedir.

Yönetim kurulu üye sayısı ile firma performans ilişkisini vekalet teorisi çerçevesinde ele alındığında ise, yönetim kurulu üye sayısının az olmasının daha az iletişim problemlerinin yaşanmasına, daha iyi denetleme yapılmasına ve üyelerin daha yüksek koordinasyon sağlamasına yardımcı olmaktadır. Ancak, yönetim kurulu üye sayısının fazla olması ise, firmadaki kurul üyelerinden her birine düşen görev sayısının azalmasını, denetleme sorumluluğunun yayılmasını sağlamaktadır. Kurul üye sayısının artmasının en önemli sakıncası, firmayla ilgili kararları almada ve bilgi paylaşımında örgütsel olarak sorunlar yaşanmasıdır. Bu nedenleri dikkate alarak vekalet teorisi, yönetim kurulu üye sayısının belirli sınırlar içerisinde olması gerektiğini ifade etmektedir. Çünkü, firmanın kapasitesini aşan yönetim kurulu üyeleri firmada çatışmalara yol açar bu durum ise firmanın performansında azalmaya neden olur (Doğan ve Topal, 2015:106).

3.9.2. Hizmetkarlık Teorisi

Vekalet teorisinde, bir firmada sahiplik ve kontrol ayrımının olması yöneticilerin gücünü artırırken, pay sahiplerinin gücünü azaltmakta ve yönetimden uzaklaştırmaktadır. Hizmetkarlık teorisinde bu nedenlerden dolayı vekalet teorisine karşı bir alternatif olarak ortaya çıkmıştır. Hizmetkarlık teorisi, yönetim kurulu yapısının

hakkında vekalet teorisine karşıt görüşü ifade etmektedir. Bu görüş Donaldson ve Davis'in (1991) yaptıkları çalışmaların bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Hizmetkarlık teorisi ile ilgili yapılan bir çok yorum bulunmaktadır. Bu yorumlardan ilki, yöneticilerin firmada yaptıkları kontroller kolaylaştığında pay sahiplerinin getirisinin maksimuma çıkacağıdır (Muth ve Donalds, 1998:6). Ayrıca, bu teori, firma yapısında yeni bir düzenlemenin yapıldığı ve sorumlulukların tekrardan oluşturulduğu hukuki ve ekonomik düzenlemeleri ifade etmektedir (Akın, 2004:133).

Hizmetkarlık teorisine göre yöneticiler, güvenilir kişilerdir ve firma kaynaklarını iyi bir şekilde kullanmaktadırlar (Aygün ve iç, 2010: 195). Ayrıca, bu kişiler kendi ekonomik çıkarlarını dikkate almak yerine bir hizmetkar gibi davranmaktadırlar (Ekşi, 2009:11). Yani yöneticilerin, pay sahiplerinin servetlerini artırarak, firma sahibi için her şeyi yapabilecek konumda oldukları ifade edilmektedir. Teori yöneticilerin, firma paylarını maksimum yaparken aynı zamanda kendi kişisel ihtiyaçlarını karşıladıklarını ve bunun da ortaklara faydalı olduğunu ileri sürmektedir (Tornyeva ve Wereko 2012:96). Genel anlamda ifade etmek gerekirse hizmetkarlık teorisinde, firma yöneticilerinin bireysel hedefleri göz ardı ettiği ve pay sahiplerinin çıkarlarını ön plana çıkardıkları görülmektedir. Başka bir deyişle, firmanın sahibi gibi firmayı yönetmektedirler.

Pay sahiplerinin çıkarlarını çerçevesinde hareket eden yöneticilerin, optimum kar sağlanması için katlanacağı maliyetlerin sıfır olması imkansızdır. Bu nedenle hizmetkarlık teorisinin bir maliyeti bulunmaktadır. Diğer taraftan, CEO ikiliğinin olduğu firmalar açısından karar alma süreçleri daha hızlı ve etkin olduğundan hizmetkarlık teorisinde firmanın performansı artmaktadır (Yıldız ve Doğan, 2012:356).

Vekalet teorisi ve hizmetkarlık teorisi firmanın sahiplik ve kontrol ayrımı sonuçlarını yorumlarken bir diğer teori olan kaynak bağımlılığı teorisi firmanın yönetim kurulu üye sayısını yorumlamaktadır. Yani, yönetim kurulu üye sayısının fazla veya az olmasının firmada sağladıklarını açıklamaktadır.

3.9.3. Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Kaynak bağımlılığı teorisi, Thompson (1967) tarafından ortaya konmuş ve Pfeffer (1972) ve (1978) tarafından geliştirilmiştir. Bu teoride, firmaların performansı artırmak ve dışsal etkilere karşı koruyacak kaynaklara erişmek için büyük öneme sahip olan yönetim kurulunun rolü vurgulanmaktadır. Pfeffer ve Salancik'e göre (1978), yönetim kurulu firma dışında önemli aktörlerden destek sağlamaya ve taahhüt tercihlerine ulaşmaya ve dış kuruluşlar ile iletişim içinde olmaya, uzmanlık ve danışmanlık yapmaya olanak sağlamaktadır. Bundan dolayı, yönetim kurulu üye sayısının fazla olması firma için büyük öneme sahiptir. Çünkü firma için uygun kaynakların seçiminde yönetim kurulu rolünün ve yapısının önemli bir etkisinin olduğu ifade edilmektedir (Ekşi, 2009:12).

Firmaların düzgün çalışması ve hedeflerine ulaşması için finans, insan, teknik, bilgi, iletişim ve teknoloji alanlarında kaynaklara gereksinim duymaktadır. Bu kaynaklara ulaşmak ise firmanın hayatta kalmasını sağlar ve performansını artırır. Kaynak bağımlılığı teorisi, firma yöneticilerinin dış ortamla olan bağlantıların firmaya gerekli kaynakların gelmesinin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Çünkü yöneticilerin; bilgi, beceri, her türlü tedarik, sosyal grupların yanı sıra yasalara uygunluk gibi önemli bileşenlere ulaşarak firmaya kaynak getirdiği ileri sürülmektedir (Tornyeva ve Wereko 2012:96). Firmadaki olumlu veya olumsuz finansal performansı etkileyebilecek herhangi bir faaliyet, örgütün müşteri tabanının büyük bir kısmını

oluşturan işlemeyi birbirine bağlamaktadır. Bu nedenle, firma ilişkilerinde yönetim kurulu üye sayısının çok olmasına ihtiyaç duyulmaktadır.

Bu teorelin avantajları ise şu şekildedir; yönetim kurulu üye sayısı fazla olduğundan dış çevre ile daha fazla bağlantı kurulur ve önemli kaynaklara diğer firmalara göre daha kolay ulaşılır. Bir diğer avantajı, bilgiye daha çabuk ulaşılmakta ve yönetim kurulunda daha fazla tecrübeye sahip kişi bulunmaktadır. Ayrıca, mal ve hizmet piyasası, firma satın almaları ve birleşmeleri gibi performansı artıran bilgilerin elde edilmesinde avantaj sağlamaktadır (Doğan ve Topal, 2015:106). Bir başka avantajı da firmanın üst yönetiminin denetiminin daha iyi olmasıdır. Bu durum ise, firmanın performansını arttırmaktadır.

Kaynak bağımlılığı teorisinde, firma yöneticileri çevrelerini ve girdilerini devamlı değerlendirmek, kritik ve temin edilmesinde belirsizlik olan girdileri korumak için firma bünyesinde değişikliğe giderek diğer firmalarla farklı boyutlarda işbirliği yapılabilmektedir (Koçel, 2011:353).

Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılmasıyla oluşan vekalet teorisi, hizmetkarlık teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi kurumsal yönetim mekanizmalarının ortaya çıkmasını sağlamaktadır.

3.9.4. Paydaş Teorisi

Paydaş kavramı en genel anlamıyla, bir ortaklık ya da mal üzerinde payı olan kişiler olarak ifade edilmektedir. Freeman (1984) paydaşları, örgütün amaçlarına ulaşmasından etkili olan ya da bu amaçlardan etkilenen tüm grup ve kişiler olarak ifade etmektedir. Bundan dolayı, firmalar sadece kendi pay değerini değil, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, yerel topluluklar vb. gibi firmanın tüm paydaşları arasında paylaşılan toplam değeri en üst düzeye ulaştırmalıdır (Özsoy, 2011:33). Bu paydaşlardan pay sahibi, yatırımcı, çalışan, müşteri tedarikçi vb. gibiler firmaların faaliyetlerinde direkt etkilenirken bazı paydaşlar firma ile direkt ilişki içinde olmadığı için firma faaliyetlerinden direkt etkilenmemektedir (Dereköy, 2015:40).

Firma ve toplumun tamamen birbiri içine girdiği sistem olduğunu savunan paydaş teorisinin ilk savunucularında birisi Freeman (1984)'dir. Paydaş teorisi, stratejik yönetim içinde yer alan bir kavram olup, firmanın başarısında paydaşların önemini araştırmaktadır (Dereköy, 2015:40). Firmalar ve paydaşlar arasındaki ilişkiyi inceleyen paydaş teorisi, ayrıca, firmalara ve firma yöneticilerine, iş dünyasını şekillendiren stratejik soruları nasıl yanıtlamaları gerektiğiyle ilgili temel bir yapı sunmaktadır. Bu açıdan paydaş teorisinin, firma ve paydaşlarla karşılıklı güvene dayalı ilişkinin ne şekilde kurulması gerektiği konusunda yol gösterdiği ve firmaya rekabet avantajı sağlamasında yardımcı olduğu ifade edilebilir (Becan, 2011:24). Bu teorelin amacı, rekabet avantajı sağlamak için firmanın iç ve dış çevresi ile olan ilişkilerini güçlendirmesine yardım etmektedir (Aktan ve Börü, 2007:14).

Paydaş teorisinin önerdiği firma modelinde, girdi-çıkıtı bakış açısını dikkate alan modelden farklı olarak firmanın varlığından ekonomik olarak etkilenen gruplar ile birlikte başka şekillerde etkilenen gruplara da yer verilmektedir (Koçer, 2006:21).

Paydaşlık teorisi, firmanın tüm paydaşlarının çıkarlarını gözetilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu durumda, tüm paydaşların çıkarlarının içsel bir değeri vardır ve tek başına hiçbir paydaşın çıkarı diğerinden üstün değildir. Ancak, bu teori yöneticinin birbirinden farklı olan paydaş grupları arasında dengenin nasıl sağlanacağını belirtmemektedir. Bu da uygulamada birçok soruna neden olabilmektedir. Paydaş

teorisinin soruna yönelik verdiği bir açıklama olmadığından dolayı eleştirilmektedir (Özsoy, 2011:36).

3.10. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Bir firmanın sermayesine ortak olmak isteyenler sermayenin getirisini geri alacaklarından emin olmak isterler. Kurumsal yönetim mekanizmaları sermayenin getirisinin geri alınacağı konusunda güvence sağlamaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997:738). Bu nedenle, kurumsal yönetim mekanizmaları, daha iyi bir firma için siyasi bazı süreçler aracılığıyla değişebilen ekonomik ve yasal enstrümanlardır. Bu enstrümanlar ile maliyetlerin minimum edilmesi amaçlanır, en düşük maliyetle dış sermayede artış ve pazar rekabeti sağlanır (Shleifer ve Vishny, 1997:738).

Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri açısından baktığımızda, CEO'nun ve firma sahibinin rollerini ayıran gelişmiş ülkelerde, firma sahiplerinin daha fazla söz sahibi olduğu gelişmekte olan ülkelere göre daha etkin bir kurumsal yönetim mekanizmalara sahip olduğu söylenebilir (Ghazali, 2010:110). Gelişmekte olan ülkelerde firma sahiplerinin daha çok söz sahibi olması ise firmanın yönetim kurulu ile yöneticileri arasında çıkar çatışmalarına neden olabilmektedir. Kurumsal yönetim mekanizmaları ise bu çıkar çatışmaları sonucunda ortaya çıkan piyasa değerindeki yıkımı en aza indirmekte etkili olmaktadır (Bohren ve Odegaard, 2005:2). Başka bir ifadeyle; bu mekanizmalar aile firmalarının ve halka açık ve azınlık pay sahiplerinin olduğu firmaların uyguladıkları yasal koruma eksikliği ile ortaya çıkan vekalet sorunlarını azaltmakta ve maliyetlerini düşürmektedir.

Denis ve McConnell (2003), tarafından kurumsal yönetim mekanizmaları, bir firmanın değerini maksimum yapmak ve firmada ortaya çıkan vekalet sorununu çözmek açısından firma içi ve firma dışı mekanizmalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Pay sahiplerinin çıkarları ile uyumlu olan mekanizmalar firma içi mekanizmalardır. Bu mekanizmalar, yöneticilerin, dış paydaşların ve yönetici tazminatların öz kaynak sahipliğini içerir. Diğer mekanizmalar ise firmanın dışındaki firmaya yatırım yapacakların çıkarları ile uyumludur.

Firmanın pay sahiplerini ve dış paydaşları gibi çıkar grupları için önemli olan mekanizmalar Tablo 3.2'de firma içi ve firma dışı mekanizmalar şeklinde ayrılmaktadır. Tablo 3.2'de gösterilen bu mekanizmalar hem dar anlamda hem de geniş anlamda pay sahiplerinin ve paydaşların yararı için firmanın değerini ve performansını en üst düzeye çıkarmak için oluşturulmaktadır (Ntim, 2009:32).

Tablo 3.2. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Yönetim Kurulu	Firma İçi Mekanizmalar
Sahiplik Yapısı	
Yönetici Ücret ve Teşvikleri	
En İyi Uygulama Kodları	
Şirket Satın Almaları	Firma Dışı Mekanizmalar
Yasa ve Düzenlemeler	
Yönetici Piyasası	
Sermaye Piyasası	

Tablo 3.2'de gösterilen firma içi ve firma dışı mekanizmaları işleyiş açısından arzu edilen sonucu vermeyebilmektedir. Özellikle sahiplendirme sorununu azaltmada her

iki mekanizmanın da eksik yönleri bulunmaktadır (Kula, 2006:33). Genel olarak, bu mekanizmaların iyi ve eksik yönleri aşağıda tek tek açıklanmaktadır.

3.10.1. Firma İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

İyi yönetilen bir firmada, paydaşların bir dizi geniş mali taahhütleri ve diğer yükümlülükleri karşılanırken, yönetim kurulu, yöneticiler ve yönetimde rolü olan paydaşlardan oluşan grupların rollerinin dengelenmesi gerekmektedir. Firma içi kurumsal yönetim mekanizmaları, bu grupların gücünü dengelemekte ve kontrol etmektedir (Babatunde ve Olaniran, 2009:334). Örneğin; paydaşların, kar ve kurumsal değer artışı fırsatlarından yararlanabilmesi için sermaye sağlamaları gerekmektedir. Firmanın devamlılığını sağlanabilmesi, değerini maksimum yapabilmesi için uyması gereken en önemli mekanizmalar firma içi kurumsal yönetim mekanizmalarıdır.

Firma içi kurumsal yönetim mekanizmalarının ilk amacı, gerçek pay sahiplerinin çıkarlarını maksimum yapmaktır. Bu mekanizmalar tedarikçiler, yerel topluluklar, alacaklılar ve diğer potansiyel paydaşların çıkarlarını korumayı çok fazla dikkate almamaktadır (Ntim, 2009:31).

Bu mekanizmalar; yönetim kurulu, sahiplik yapısı, yönetici ücret ve teşvikleri ve en iyi uygulama kodları olarak dörde ayrılmaktadır. Bu kurumsal yönetim mekanizmalardan her birinin firmaya olan maliyeti ve faydası diğer firmalara göre değişebilmektedir. Bu nedenle firma içinde uygulanan her mekanizmanın marjinal maliyeti ile marjinal faydasının eşit olması istenmektedir. Sonuç olarak; optimum kurumsal yönetim yapısı, firmalara göre değişmekte ve eşit derecede olan mekanizmalar firmanın performansını arttırmaktadır (Belkhir, 2009:1582).

3.10.1.1. Yönetim Kurulu

Dünyanın birçok ülkesinde firmaların yönetim kurulları bulunmaktadır. Firmalara için önemli olan yönetim kurulları, firmanın sahipleri adına, yönetim faaliyetlerini kontrol etmek ve gözetmek ile sorumludur. Firmanın sahipleri ve denetleyicileri arasında bir dayanak noktası olarak da görülmektedir.

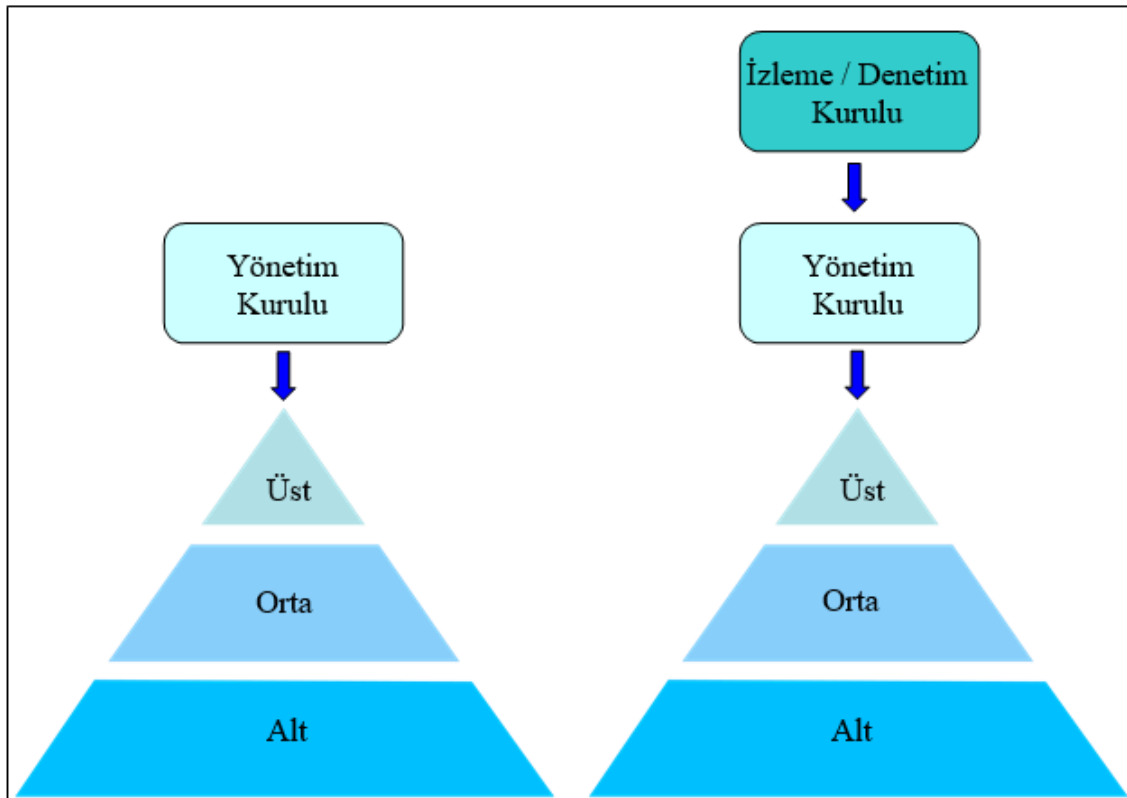
Yönetim kurulu, pay sahiplerini temsil eden kişiler olarak tanımlanmaktadır. Özellikle pay sahiplerinin çok fazla olduğu firmalarda, pay sahiplerinin vekalet verdikleri kişiler yönetim kurulunda yer almaktadır (Ülgen ve Mirze, 2013:468). Vekalet ile belirlenen yönetim kurulu, yöneticileri kontrol eden ve denetleyen en önemli kurumsal yönetim mekanizmalarından biridir (Georgiou, 2010:45). Bu kişilerin pay sahiplerinin değerini maksimum yapmak, firmanın idari işlerini yapmak ve denetlemek gibi öncelikleri bulunmaktadır (Denis, 2001:199). Ayrıca, yönetim kurulu, paydaşların çıkarlarını temsil eder ve çeşitli yasal ve gönüllülük hükümler uyarınca diğer paydaşlara karşı yükümlüdür (Babatunde ve Olaniran, 2009:334).

Firma için bu kadar önemli olan yönetim kurulu, firma ortakları tarafından seçilmektedir. Bu şekilde seçilen kişilerin firmaya sermaye sağlayan pay sahipleri arasında önemli bağlantılar kurması ve piyasa değerini artırması gerekmektedir. Ayrıca, temsil ettikleri paydaşlara karşı sorumluluklarını yerine getirmek zorundadırlar (Pallathin, 2005:8). Ülgen ve Mirze'ye (2013) göre yönetim kurulu, pay sahiplerinin ve diğer paydaşlarının, firma üzerindeki egemenliğini ve kontrolünü kaybetmemesi için bu paydaşlar tarafından seçilmelidir. Paydaşların çıkarlarına ve amaçlarına uygun olarak yönetilmelidir. Çünkü, bu durum yönetim kurulunun yapısını daha önemli bir hale getirmektedir.

Yöneticiler açısından yönetim kurulu; iç yöneticiler ve dış yöneticiler olarak ikiye ayrılmaktadır. İç yöneticiler, firmanın üst düzey mevkilerinde yer alırlar ve pay sahiplerinin kontrolü ile ilişkilidirler. Bu kişiler idare yöneticileri olarak adlandırılırlar. Paydaşları temsil ettiği için firma hakkında doğru bilgilere sahiptirler. Diğer taraftan dış yöneticiler, firma çalışanı değildir. Onlar, özel uzmanlık alanları nedeniyle firmanın değerli alanlarına sahiptirler. Dış yöneticileri, genellikle sanayi, hukuk, muhasebe, yönetim gibi akademik uzmanlığa sahip kişileri temsil etmektedirler. Bu profesyonel yöneticiler bağımsız ve yönetimde görev almayan yönetim kurulu üyeleridir (Pallathin, 2005:8).

Firmaların kurumsal yönetim sürecine geçiş sürecinde de yönetim kurulunun rolü büyüktür. Bu süreçte özellikle yönetim kurulunun yapısının doğru belirlenmesi gerekmektedir. Çünkü, kurumsal yönetim için yönetim kurulu yapısı ile birlikte, kuruldaki üye sayısı, yönetim kurulu başkanının CEO olup olmadığı ve üyelerinin bağımsız olup olmadığı belirlenmektedir (Kula, 2006:35). Yönetim kurulu üyelerin seçim sürecinin ise yönetimdeki diğer üyelerin kim olacağını belirlenmesinde güçlü bir etkisi olmaktadır (Denis ve McConnell, 2001:2). Genel anlamda, firmaların yönetim kurullarına bakıldığında; firmanın yapısına, faaliyet alanına, büyüklüğüne göre farklılıklar gösterdikleri görülmektedir.

Firmalara göre değişen yönetim kurulu yapısı aslında ülkelere göre de farklılıklar göstermektedir. Örneğin; ABD, İngiltere, Japonya gibi ülkelerde tek kademeli yönetim kurulu yapısı varken, Almanya, Hollanda, Finlandiya gibi ülkelerde yönetim kurulu iki kademelidir. İki kademeli yönetim kurulu yapısında yönetim kurulunun yanında, onların seçimini ve atamasını yapan, izleyen ve yönlendiren bağımsız üyeler kurulu bir yönetim izleme/denetleme kurulu bulunmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2013:469). Şekil: 3.4’de bu iki yönetim kurulu yapısı gösterilmektedir.



Şekil 3.4. Firmaların Yönetim Kurulu Yapıları

Firma içi kurumsal mekanizmalardan yönetim kurulu; bağımsız yönetim kurulu, yönetici ve sahipleri, diğer paydaşlar ve dış dünya arasında bir köprüdür ve makul büyüklükte olmalıdır (Babatunde ve Olaniran, 2009:334). Bu mekanizma aynı zamanda en iyi kurumsal kontrol mekanizmasıdır. Teoride, en iyi kurumsal kontrol mekanizma olmasının ise iki nedeni bulunmaktadır. Bu nedenlerde ilki, kurumsal kontrol için pazar araştırmasından sonra ortaya çıkan vekalet sorununu düzeltmemesi, bunun yerine yönetim kurulunu etkilemesi ve kaynakları önceden belirlemesidir. İkincisi ise, yönetim kurulunun gerçekleştirdiği ideal bir bilgi paylaşımı ile sermaye piyasaları tarafından finanse edilen yatırımlara ilişkin asimetrik bilgi sorunlarını azaltılmasıdır (Carati ve Rad, 2000:69).

Bir firmaya iyi bir kurumsal yönetim için önemli olan yönetim kurulundan sonra bir diğer firma içi mekanizma olan ve yönetim kurulunun oluşumunu etkileyen mekanizma sahiplik yapısı mekanizmasıdır.

3.10.1.2. Sahiplik Yapısı

Firma içi kurumsal yönetim mekanizmalarından ikincisi sahiplik yapısıdır. Sahiplik yapısı, halka açık veya kapalı, devlet sahipliği veya özel sahiplik, yerli veya yabancı sahiplik, yönetsel sahiplik, kurumsal sahiplik, aile sahipliği gibi farklı açılardan ele alınabilmektedir.

ABD ve İngiltere'nin kurumsal yönetim sistemleri ağırlıklı olarak güçlü yasal korumaya dayanırken, Almanya ve Japonya gibi ülkelerin sistemler de daha zayıf yasal koruma söz konusudur. Bu ülkelerin hepsi iyi kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkeler olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, iyi kurumsal yönetim sistemleri, yatırımcıların yasal korunması ile sahiplik yoğunlaşması uyumu içindedir. Bu nedenle firmaların sahiplik yapısı, kurumsal yönetimin en önemli unsurlarından birini oluşturmaktadır (Kıyılar ve Belen, 2006:95). Ülkemizde kurumsal yönetim ile ilgili yapılan çalışmalarda, Türkiye'deki kurumsal yönetim mekanizmalarının önemli belirleyicisinin sahiplik yapısı olduğunu söyleyen Gönenç (2006), firmanın hakim sahibinin belirlenmesinde performans ve sahiplik ilişkisinin önemli bir role sahip olduğunu ifade etmektedir.

Bir firmadaki sahiplik yapısı, o firmanın kurumsal yönetim uygulamalarını biçimlendirmekte ve firmanın karar almasında kurumsal yönetim uygulamalarının önem derecesini belirlemektedir. Kurumsal yönetim ve sahiplik yapısı arasındaki ilişki ise firmanın kurumsal yönetim uygulamalarında pay sahiplerinin kontrolünün önemi ve sahiplik yapısının merkezi rolünü belirtmektedir (Gürbüz ve Yakup, 2004:15). Bu nedenlerden dolayı, Berle ve Means (1932), sahiplik yapısının firmaların hedeflerinin, paydaşların zenginliğinin ve yönetici disiplininin belirlenmesinde önemli olduğunu ifade etmektedir.

Firma içi mekanizmalardan biri olan sahiplik yapısının en önemli etkisi ise firma içindeki vekalet sorununa olan etkisidir. Yoğunlaşmış sahiplik yapısı olduğunda firmada vekalet sorunu azalırken, dağınık sahiplik yapısı olduğunda firmada vekalet sorunu artmaktadır. Bundan dolayı sahiplik yapısı, sahiplik yoğunlaşması ve yönetsel mülkiyet dahil olmak üzere, pay ve menfaat sahiplerinin zenginliğini maksimum yapan firmanın yönetim ve etkinliğini kontrol etmektedir (Yammeesri, 2003:3). Ayrıca, firmanın hedeflerini ve pay sahiplerinin servetini belirleyen en önemli faktördür (Jensen, 2000:5).

3.10.1.3. Yönetici Ücret ve Teşvikleri

Üst yönetimin pay sahiplerinin çıkarları korumak, stratejik kararlar almak ve firma yönetimini sağlamak için kullanabilecekleri yönetim mekanizmalarından biri de yöneticilerin ücret ve teşvikleridir. Eğer yöneticilerin ücret ve teşvikleri, pay sahiplerinin çıkarına ve amaçlarına uygun olarak stratejik faaliyetler ve amaçlarla bağlantılı ise üst yönetim kendi çıkarlarını da gerçekleştirmeye neden olabilecek faaliyet ve kararları verebilecek ve böylece pay sahiplerinin çıkarlarına uygun olarak firmayı yönetebilecektir (Ülgen ve Mirze, 2013:471).

Firmadaki pay sahiplerinden daha fazla uzman bilgisine sahip olan yöneticiler firmayı kontrol hakkına sahiptirler ve kendi çıkarlarını göz önüne alarak hareket etmektedirler. Bunun tam tersi durumda, yönetici sadece yatırımcıya gelir sağlamak ile ilgilenirse alacağı kararlar yanlış olabilmektedir. Bu durumu çözüme kavuşturmak için yöneticilerin şartlarının iyileştirmesi ve uzun vadeli teşvik sözleşmelerinin yapılması gerekmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997:744). Ayrıca, teşvikler, firma performansını arttırmakta ve yönetici sahipliğinin ve pay senedi opsiyonlarının kullanımını ortaya çıkarmaktadır (Pallathin, 2005:12).

Yılsonu faaliyet sonuçlarına göre hesaplanacak teşvikler, verilecek yıllık ücret ve ikramiyeler, yöneticilerin kısa vadeli amaç ve faaliyetlerine odaklanmasına neden olacaktır. Bu durum yöneticilerin, pay senetlerinin bugünkü fiyatlarıyla gelecekte satın alabilme hakkı veren pay senedi satın alma planları ve daha uzun vadeli amaçları göz önüne alarak firmayı yönetmesini sağlayacaktır (Ülgen ve Mirze, 2013:471). Yöneticilere verilen teşvikler ve tazminat ücretlerinin alması gerekenden fazla olması iyi bir durum olarak ifade edilmemektedir. Çünkü, bu durum yöneticinin başarısız bir şekilde motive olmasına, bencilleşmesine ve maaşlarını arttırmak için kazançlarını ve pay senedi fiyatlarını yükseltmesine veya muhasebe kayıtlarında ve yatırım politikalarında hile yapmasına neden olabilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997:744-745). Bu olumsuzluklar dışından üst yöneticiler, verilen ücret ve teşviklerin karşılığında firmayı kendi amaçları ve paydaşlarının amaçları doğrultusunda yönetmektedir. Bu nedenle, yöneticilere verilen teşviklerin belli bir sınırdan olması firmanın büyümesi ve doğru yönetilmesi için önemlidir.

Firmanın büyümesi, gelişimi ve iyi yönetimi için gerekli olan yönetici ücret ve teşvikleri dışından ortaya çıkan bir diğer iç mekanizma kurumsal yönetime uyum aşamasında yayınlanan en iyi uygulama kodlarıdır.

3.10.1.4. En İyi Uygulama Kodu

En iyi uygulama kodu, yakın zamanda ortaya çıkan bir firma içi kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Bu mekanizmayı oluşturan en iyi uygulama kodları ilk kez 1992 yılında Cadbury Raporu ile açıklanmıştır. Daha sonra bu uygulama kodları birçok ülkede uygulanmaya başlamıştır. Bu kodlar, ülkenin kurumsal yönetim yasaları ile mevzuatını açıklamakta ve kurumsal sorumluluk anlamında kendilerini rakiplerinden ayırmak isteyen firmalar tarafından yayınlamaktadır (İsmayilov, 2011:37).

Ülkeler genellikle OECD'den esinlenerek kendi ülkelerine uygun olarak kodları yayınlamışlardır. Brezilya, Hindistan, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Malezya, Rusya gibi ülkeler ulusal bazda en iyi uygulama kodları yayınlamışlardır. Türkiye'de ise en iyi uygulama kodu TUSİAD tarafından 2002 yılından "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" başlığı altında yayımlanmıştır. Bu kodlar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yönetim kodları, firmaların

uygulamaları ve Türk Ticaret Kanunun yürürlükte olan hükümleri incelenerek hazırlanmıştır. Bu çalışma bir “kurumsal anayasa” çerçevesidir. Kurumsal yönetimin bir firmada oluşması için gerekli olan ana ilkeleri göstermektedir. Bir firmada kurumsal yönetimin uygulanmasından en büyük sorumluluğa sahip olan yönetim kurulunun oluşumu, bağımsızlığı, gündemi gibi konuları açıklamaktadır. Yönetim kurulu yapısı ve işleyişine ilişkin ilkeler halka açık firmalar ve diğer tüm firmalarda gönüllü olarak uygulanması için bir kılavuz niteliği taşımaktadır. Ayrıca, bu kodlarda yer alan uygulamalar ana ilkelerden ödün vermemek koşuluyla kurumun ihtiyaçları doğrultusunda şekillenebilmektedir (TÜSİAD, 2002:10-11).

3.10.2. Firma Dışı Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

İç teşvik için verimlilik yeterlidir ama iyi bir yönetim için yeterli değildir. Bu nedenle, içsel faktörlere ek olarak, piyasa ekonomisi içindeki firmalarda dış disiplinlerin olması gerekmektedir (Babatunde ve Olaniran, 2009:334). Firma dışı kurumsal yönetim mekanizmaları, firma faaliyetlerinin içindeki kurumlar, politik, ekonomik ve sosyal politikalar, yerel toplumlar, düzenleyiciler, kurumsal kontrol ve işgücün pazarlarından oluşmaktadır (Ntim, 2009:32).

Firma dışı kurumsal yönetim mekanizmaları firmanın kontrolü dışında ve daha çok pazar odaklıdır. Bu değişkenler, diğer ilgili tarafların kendi kişisel çıkarlarına göre veya daha ihtiyacı durumlar sonucunda hazırlanmıştır (Gürüntü, 2008:4). Lins (2003), firma dışı mekanizmalarının yönetsel vekalet maliyetlerini sınırlamada rol oynadığını düşünmektedir.

3.10.2.1. Firma Satın Almaları

Firma içindeki mekanizmaların başarılı olmadığı durumlarda dış çevredekiler için bu firma ele geçirilmesi gereken bir firma olarak nitelendirilmektedir. Bu gibi durumlarda, firmanın dağılmış pay sahiplerine teklif sunulur ve sunulan teklifin kabul edilmesi ile firma yönetimi değişir veya en azından firmanın kontrolünü ele geçirilerek firma satın alınır. Tipik firma satın almalarının en önemli noktası, karın sonradan artmasını bekleyerek, hedef firmayı elde etmek ve göstergelerdeki toplam değerini artırmaktır (Shleifer ve Vishny,1997:756).

Kurumsal yönetim mekanizması olarak satın almaların etkinliği ile ilgili bazı sorunlar yaşanmaktadır. Bu sorunlardan birincisi, satın almalarda sadece büyük performans hataları ele alındığından dolayı çok pahalı olmalıdır. Bu durum sadece maliyetten kaynaklanan pahalılık değildir. Grossman ve Hark (1980), satın alınan firma başarılı olursa otomatik olarak pay sahiplerinin paylarının değerli hale geleceğini ancak aksi bir durumda yöneticilerin, pay sahibine karın beklenen artışı oranında ödeme yapmak zorunda kalacaklarını işaret etmektedirler. İkincisi, kontrolü özel fayda getirecek satın almalar için ödeme yapıldığında, vekalet maliyetleri artabilmektedir. Üçüncüsü, firma satın almalarında, kısa süreli sermaye isteklerine erişim için büyük miktarlarda likit sermaye piyasası gerekmektedir. Son olarak, rakip firmanın satın alınmasıdır. Rakip firma satın almaları, yönetsel lobiler tarafından karşı çıkıldığından dolayı siyasi olarak savunmasız bir mekanizmadır (Shleifer ve Vishny,1997:756-757).

Pek çok teori ve çalışma da firma satın almalarının nedeni olarak yönetim sorunları gösterilmektedir. (Shleifer ve Vishny,1997:756). Satın almalar ile yaşanan yönetim sorunlarının azaltıldığında firmanın hedeflerinin ve elde etme değerinin arttığı ortaya çıkmıştır. Ayrıca, pay senetleri satın alınarak firmanın kontrolü ele

geçirilebilmekte, firma faaliyetleri geliştirilebilmekte ve satın alınan pay senetlerinin artan değeri ile kar elde edilebilmektedir (Pallathin, 2005:13). Dış mekanizmalardan firma satın almaların oluşumunda etkili olan yöneticilerinde bir piyasası bulunmaktadır. Bu piyasa kurumsal yönetimin dış mekanizmalarından birini oluşturmaktadır.

3.10.2.2. Yönetici Piyasası

Çalışanların hizmetlerini arz ettikleri ve firmalarında işgücü talebinde bulundukları bir yönetici piyasası bulunmaktadır. Üst düzey yöneticiler de bu piyasanın belirli bir bölümünde yer almaktadır. Bu piyasada başarılı olan yöneticiler her zaman ve her koşulda iş bulabilmektedir. Piyasada bu yöneticilere olan talep çok fazla olmaktadır. Ancak, başarısız olan yöneticilerin iş bulabilmeleri diğerlerine göre daha zordur. Bundan dolayı, işsizlik riskini azaltabilmek için üst düzey yöneticiler, kendi piyasalarında oluşacak talepleri her daim canlı tutmak istemektedirler (Ülgen ve Mirze, 2013:472). Yönetici piyasalarında bir yöneticinin alacağı maaş belirlenirken geçmiş performansları dikkate alınmaktadır. Ayrıca, her yöneticinin kendi üstündeki ve altındaki yöneticinin gerçekleştirdiği performanstan bir çıkar sağladığından dolayı üstteki ve altaki yöneticilerin gözlemlenmesi gerekmektedir (Fama, 1980:293).

Yönetici piyasası ile ilgili bir başka tanım ise, üst yönetimi faaliyet sonuçları açısından kontrol edebilen ve pay sahipleri ve diğer paydaşların çıkarlarına uygun olan etkin bir yönetim mekanizması olduğudur (Ülgen ve Mirze, 2013:472). Aynı zamanda bu piyasa, yöneticilerin birbirlerini denetleyebildikleri bir piyasadır (Doğan, 2007:21). Firmanın denetiminde ve performansında etkili olan yöneticiler belirlendikten sonra bir diğer önemli mekanizma olan sermaye piyasasına geçilmektedir. Bu mekanizmada yönetici piyasasından belirlenen yöneticinin yayınlanan tebliğ ve yasalara uygun hareket etmesi beklenmektedir.

3.10.2.3. Sermaye Piyasası

Firma dışı kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri sermaye piyasasıdır. Sermaye piyasası, firma faaliyetlerin denetlenmesi açısından önemli bir mekanizmadır. Firmanın finansman gereksinimlerini karşılamak için başvurdukları sermaye piyasalarının sağlıklı bir kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin beklentileri bulunmakta ve firmaları bu yönde teşvik etmektedirler. Ayrıca, kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen firmaların sayısının sermaye piyasalarında artması finansal kaynaklara daha kolay ulaşılmasına imkan sağlamaktadır (Koçer, 2005:51).

Firmalar sermaye piyasası mekanizmaları ile firma faaliyetlerini yetkili kuruluşların yayınladığı tebliğler, yasalar ve yönetmeliklere göre düzenlemektedirler. Yapılan bu düzenlemeler firmanın verimliliğini, kar dağıtımını, maliyetini ve denetim mekanizmaları gibi faktörlerini etkilemektedir (Doğan, 2007:23). Bu durum ise firmanın daha güvenilir ve daha karlı firma haline gelmesini sağlamaktadır.

3.10.2.4. Yasa ve Düzenlemeler

Kurallara uygun yasa ve düzenleyici yükümlülükler; rakiplerin, çevrenin, çalışanların, tüketicilerin ve paydaşların saldırgan uygulamalarından koruyan firma dışı mekanizmalardır. Örneğin; yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri, firmaların ortak yasa ve düzenleme standartlarına uymalarını sağlamak için hazırlanmış firma dışı mekanizmalarının bir parçasıdır (Babatunde ve Olaniran, 2009:334).

Ülkelerin kurumsal yönetim açısından firmalara uyguladıkları yasalar ve düzenlemeler değişiklik gösterebilmektedir. La Porta vd. (2000)'deki çalışmalarında ABD pay sahibinin, yürürlükteki yasalar ve yasaların uygulanma derecesi açısından dünyada en çok korunan ülkeler arasında olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, herhangi bir ülkenin hukuk sisteminin, o ülkenin kurumsal yönetim yapısını etkilediği ortaya koymuşlardır (Denis, 2001:199).

Bir ekonomideki hakim yasama çevresi, azınlık pay sahiplerinin ve diğer menfaat sahiplerinin korunduğunun ve firmaların idare edildiğinin önemli bir belirleyicisi olabilir (Pallathin, 2005:14). Genel olarak söylemek gerekirse, iyi yasa ve düzenlemelerin varlığı firmaların hayatta kalmasını ve faaliyetlerini verimli bir şekilde yapmasını sağlamaktadır (Babatunde ve Olaniran, 2009:334). Kurumsal yönetim teorileri açıklanırken ortaya çıkan en önemli konunun firmanın yönetim kurulu büyüklüğünün ve CEO ikiliğinin firmanın performansına olan etkileri olduğu görülmektedir. Çalışmamızda da bu konu dikkate alınarak yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisini açıklayabilecek hipotezler kurulmuştur.

3.11. Kurumsal Yönetim Mekanizmalarından Yönetim Kurulunun Yapısı Belirleyen Dinamikler

Kurumsal yönetimin uygulanma sürecinde etkili olan yönetim kurulu hem ilkeler içerisinde hem de iç mekanizmalarda açıklanmaktadır. Yönetim kurulunun kurumsal yönetim uygulanmasında bu kadar önemli bir kriter olmasının nedeni firmanın genel anlamda başarısını ve performansını etkilemesidir. Bu nedenle, yapılan çalışmalar incelendiğinde kurumsal yönetim kriterleri olarak, yönetim kurulunun büyüklüğü, yönetim kurulunun bağımsızlığı, CEO ikiliği (CEO ile yönetim kurulu üye veya başkanının aynı kişi olması), yönetim kurulu üyelerinin çeşitliliği, yönetim kurulu aracılığıyla belirlenen komiteler gibi ölçütler kullanılmaktadır (Aktan, 2005; Kula, 2006). Kurumsal yönetim kriterlerinden olan ve çalışmamızda kullandığımız yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO ikiliği kavramları aşağıda açıklanmaktadır.

3.11.1. Yönetim Kurulu Büyüklüğü

Halka açık bir firmada pay senedine sahip olan kişilerin hepsinin yönetim kurulu üyesi olması mümkün değildir. Bu tür firmalarda pay sahiplerinin payları genelde vekalet ile görevlendirilen yönetim kurulu üyeleri tarafından yapılmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2007:430-435). Halka açık ve kapalı bir firmada olması gereken yönetim kurulu üye sayısı ise SPK ve Yeni TTK'da açıklanmaktadır. Başka bir ifade ile, bir firmanın yönetim kurulu, SPK tarafından belirlenen sayıdan az olmamak kaydıyla pay sahiplerinin vekalet ile belirlediği kişilerden oluşmaktadır.

SPK'nın 2011 yılı sonunda yayınladığı kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine ve uygulanmasına ilişkin tebliğde yönetim kurulu üye sayısı, "halka açık firmalarda 5 üyeden az olmamak şartıyla ve yönetim kurulu üyelerinin verimli ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, hızlı ve rasyonel kararlar almalarına ve komitelerin oluşumuna ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmelerine imkan sağlayacak şekilde belirlenmektedir" şeklinde açıklanmıştır. Ayrıca, bu tebliğde yönetim kurulu bağımsız üye sayısının toplam üye sayısının üçte birinden az olamayacağına karar verilmiştir. Bu da bir firmadaki bağımsız üye sayısının 2011 yılından sonra en az iki olması gerektiği ifade etmektedir.

Halka açık olmayan anonim şirketlerin yönetim kurulu üye sayısı Yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nda, "bir yönetim kurulu üyesi ile de firmayı kurabileceği ve faaliyetlerine devam edebileceği" şeklinde açıklanmıştır. Eski TTK'da ise anonim şirketlerin yönetim kurulu üye sayısının en az 3 kişiden oluşması şartı aranmaktaydı.

SPK ve TTK'nın belirlediği alt sınırlara göre bir firmada olması gereken yönetim kurulu üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi tarafından firmaya ve pay sahiplerine özgü faktörlerle bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Bu faktörlerde en önemlisi ise firmanın büyüklüğüdür. Bunun dışında, firmanın yaşına, kaldırıcı oranına, ar-ge giderlerine, pay senedi getirisine, CEO ikiliğine ve CEO'nun deneyimlerine vd. faktörlere göre yönetim kurulu üye sayısı belirlenmesinde incelenen belli başlı kriterlerdir (Doğan ve Topal, 2015:89). Daha sonra bu faktörler dikkate alınarak belirlenen üye sayısı, yönetim kurulunun onayına sunulmakta ve yönetim kurulunun kabulü ile değişiklik ana sözleşmede yer almaktadır (TUSİAD, 2002:20).

Yönetim kurulu üye sayısının belirlenmesinde yukarıdaki faktörler dışında kurumsal yönetim kodları da dikkate alınmaktadır. Bu kodlar yönetim kurulu üye sayısının çok fazla olmaması gerektiğini açıklamış ve firmaların çeşitliliğine ve büyüklüğüne bağlı olarak 5-16 arasında üyenin olmasının ideal olduğu ifade etmiştir (Yasser, 2011:485).

Firma içi faktörler ve yönetim kodları ile belirlenen yönetim kurulu üye sayısının firma performansına etkisini inceleyen literatürdeki ampirik çalışmalarda farklı görüşler ortaya konmaktadır. Dalton ve Dalton (2005); Aygün vd. (2011); Mangena (2012), çalışmalarında yönetim kurulundaki artış veya yönetim kurulu üye sayısının fazla olmasının performansı olumlu yönde etkilediğini ifade etmektedirler. Dalton ve Dalton (2005), yönetim kurulu üyelerinin fazla olduğu firmalarda, kişilerin farklı bilgi, yetenek ve uzmanlıklara sahip olmasının firmanın performansında artışa neden olacağını ifade etmektedirler (Dalton ve Dalton, 2005:95). Bu görüş kaynak bağımlılığı teorisini desteklemektedir. Ancak, büyük yönetim kuruluna sahip firmaların kaynaklara erişilebilirlikte ve uzmanlıkta artış olmasına rağmen çeşitli sorunlara neden olabilmektedir (Dalton vd. 1999:678). Bu sorunların başında, koordinasyon zorluğu ve üyeler arasında ortaya çıkan çıkar çatışması yer almaktadır (Abor ve Biekpe, 2007:291). Yaşanan çıkar çatışmaları vekalet sorunlarının artmasına neden olmaktadır (Yasser, 2011:485). Sonuç olarak, yönetim kurulu üyeleri arasında ortaya çıkan iletişim kopukluğu, hızlı karar almama gibi problemlerin sonucunda firma performansının azalması söz konusu olabilmektedir (Latif, 2013:54).

Firmalarda yönetim kurulu üye sayısının az olmasının firma performansını arttırdığını destekleyen ampirik bulgular da bulunmaktadır. Yönetim kurulu üye sayısının az olmasının performansı olumlu yönde etkilediğini Yermack (1996); Jensen (1993); Chiang (2005); Haniffa ve Hudaib (2006); Abor ve Biekpe (2007) ve Rouf (2012) çalışmalarında açıklamaktadırlar. Küçük yönetim kuruluna sahip firmaların performansının daha iyi olduğu savunmalarının nedeni, çok sayıda yönetim kurulu üyesine sahip firmalarda iletişim sorunları ve hızlı karar vermenin mümkün olmamasıdır (Jensen,1993:865). Chiang (2005), yönetim kurulu üye sayısının fazla olduğu firmalarda alınacak kararlar üzerine anlaşmanın sağlanmasında zorluk yaşanmasının, firma verimliliğinde azalmaya neden olacağını ifade etmektedir (Haji, 2014:139). Ayrıca, Jensen (1993), az sayıda yönetim kurulu üyesine sahip olan firmalardaki müdürlerin firmayı kontrol edebilme olasılığının diğerlerine göre daha kolay ve etkin olduğunu ifade etmektedir. Sonuç olarak, bu tarz firmalarda, firma değerinin arttığı görülmektedir (Rouf, 2012:76).

Bütün bu çalışmalar toplu olarak incelendiğinde, yönetim kurulu üye sayısı iki boyutta açıklandığı görülmektedir. Bu boyutlardan ilki, ideal yönetim kurulu üye sayısı, diğeri ise küçük veya büyük yönetim kurulu üye sayısıdır.

3.11.2. CEO İkiliği

CEO kelimesi İngilizce “Chief Executive Officer”ın kısaltması olarak literatürde yer almaktadır. CEO’nun Türkçe karşılığı ise “İcradan sorumlu üst düzey yönetici”dir. Türkçe de genel müdür ile aynı anlama gelen CEO, TÜSİAD tarafından yayınlanan “kurumsal yönetim en iyi uygulama kodu” metnine göre “*bir firmanın ana sözleşmesince belirtilen, uygulamanın en üst noktasından sorumlu olan kişi*” olarak tanımlanmaktadır.

CEO’nun kurumsal yönetim ile uyumlu ve uluslararası alanda kabul gören temel görevleri ise şunlardır (Menteş, 2009:73):

- Çalıştığı firmanın hedeflerini ve stratejileri tespit etmek,
- Diğer çalışanlardan kendi kurduğu takımı ile yönetim kurulunca kabul edilen stratejileri gerçekleştirmek,
- Firmanın yıllık çalışma planını ve bütçesini hazırlamak,
- Firmanın tüm pay sahiplerinin çıkarlarını gözeterek karar almaktır.

CEO’nun yukarıda sayılan bu görevleri yerine getirebilmesi için ise yönetim kurulu tarafından yetkiler ile donatılması gerekmektedir (Menteş, 2009:73).

Kurumsal yönetim açısından baktığımızda, ilkelerinin iyi bir şekilde uygulanabilmesi için bir bireyin devredilemeyen gücünün ortadan kalkması ve firmanın daha iyi performans göstermesi için firmadaki CEO ve yönetim kurulu başkanlığı görevlerinin ayrı kişiler tarafından yürütülmesi gerektiği vurgulanmaktadır (Azeez, 2015:182). Türkiye’de TÜSİAD tarafından yayınlanan en iyi uygulama kodlarında da bu ifadeye yer verilmektedir.

CEO ile yönetim kurulu başkanının ayrı kişiler olmasının gerekliliği ilk olarak 1992’te yayında Cadbury Raporu’nda yer almıştır. İngiltere’de kotalı firmaların 1993 yılından sonra uymak zorunda oldukları Cadbury Raporuna göre; CEO ile yönetim kurulu başkanının ayrı kişiler olması, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin olması ve bağımsız üyelerde oluşan denetim komitesi ve aday gösterme komitelerinin olması gerekmektedir (Kula, 2006:35). Ancak, Cadbury Rapor’na o yıllarda tam anlamıyla uyulmadığı 2000 yıllarının başında yaşanan Enron ve Worldcom skandallarıyla ortaya çıkmıştır. Bu skandallar kurumsal büyük firmaların, yönetim kurulu başkanlığı ve CEO görevlerinin farklı kişiler tarafından yürütülmediği yani CEO ikiliğinin olduğu ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, dünya çapında yapılan reformlarla CEO ile yönetim kurulunun rollerinin birbirinden ayrılması için firmalara baskı yapılmıştır (Jackling ve Johl, 2009:495). Yaşanan ekonomik krizler sonrasında yayınlanan raporlar ve kurumsal yönetim ilkelerinde yönetim kurulu başkanının ve CEO’nun farklı kişiler olmasının gerektiği ifade edilse de genele baktığımızda birçok firmanın ve özellikle aile firmalarının CEO ile yönetim kurulu başkanlığı görevlerinin aynı kişi tarafından yürütüldüğü yani firmalarda CEO ikiliğinin olduğu görülmektedir.

CEO ikiliği kavramı, icra başkanı bir diğer adıyla genel müdürün ve yönetim kurulu başkanının aynı kişiler olması olarak ifade edilmektedir. Bir firmayı denetleyen ile denetlenenin aynı kişi olduğu yani ikiliğin var olduğu firmalarda bağımsız bir yönetim kurulu faaliyetinden söz edilemez, firma performansı tarafsız değerlendirilmez,

hesap verebilirlik ilkesi etkili bir şekilde işlemez. Bu nedenle, daha iyi bir kurumsal yönetim için firmaların CEO ile yönetim kurulu başkanlığı görevleri farklı kişiler tarafından yürütülmelidir (Kılıç, 2014:41). Ayrıca, CEO ikiliği, kurumsal yönetim ve dış (icracı olmayan) yönetim arasındaki bağımsızlığı yapısal bir engel oluşturduğu için ciddi bir şekilde eleştirilmektedir (Dalton ve Dalton, 2005:92).

CEO ikiliğinin firma performansına etkisi ile ilgili literatür incelendiğinde iki farklı görüşün olduğu görülmektedir. Bu görüşlerden ilki, CEO ikiliğinin firma performansını olumlu etkilediğidir. Bir diğer ise CEO ikiliğinin firma performansını olumsuz etkilediği görüşüdür. Bu iki görüşde vekalet teorisi ve hizmetkarlık teorisi ile birlikte açıklanmaktadır.

CEO ikiliğinin, firma performansı üzerine etkisini test eden ilk ampirik çalışma Berg ve Smith (1978) tarafından yapılmıştır. İzleyen yıllarda yapılan çalışmalarda CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisi ile ilgili farklı görüşler ortaya atılmıştır. CEO ile yönetim kurulu başkanlığının aynı kişi tarafından yürütüldüğü CEO ikiliğinin firma performansı üzerinde olumsuz etkisinin olduğu Pi ve Timme (1993), Dalton ve Kesner (1997), Serinkaya (2008), Yermack (1993), Bozec ve Dia (2007), Aygün ve İç (2010), Chaghadari (2011), Pandany (2011), Carter, vd., (2013), Latif vd. (2013), tarafından savunulmaktadır. CEO ve yönetim kurulu başkanının ayrı kişiler olmasının performansı olumlu etkilediği savunan çalışmalar da bulunmaktadır. Buna göre, Yermack (1993:), CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişiler olduğu firmaların daha değerli olduğu (Yermack, 1993:201) ve pay sahiplerine üstün getiri sağlayarak üretimi ve etkinliğini arttıracakları savunulmaktadır (Donaldson ve Davis, 1991:51). Latif vd. (2013:55) bir firmaya yönetim kurulu başkanının hem karar verici hem danışman olması performansı olumsuz etkilediğini ifade etmektedirler. Konuya sahiplik yapısı açısından bakanlarda bulunmaktadır. Buna göre, dağıtık sahiplik yapısının var olduğu bir firmada CEO'ya çok fazla kontrol gücü verilmesi, gücünü kötüye kullanılabilmesine neden olabilmektedir. Bu durum ise performansı olumsuz etkileyebilmektedir (Taşkın vd. 2013:4). CEO ikiliğini destekleyen çalışma ise Stoeberl ve Sherony, (1985) çalışmalarıdır.

Yapılan çalışmalarda CEO ikiliğinin olduğu firmalarda yönetimin tarafsız olduğundan bahsetmek neredeyse mümkün değildir (Donaldson ve Davis, 1991:50-51). Yönetimin taraflı olduğu firmalarda ise kurumsal yönetim ilkelerini etkin olarak kullanıldığı ifade edilemez. Bu firmaların etkinliğini arttırmak için ise SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri dikkate alınarak firmaların yönetim kurulu başkanı ve genel müdür yetkilerinin net şekilde birbirinden ayrılması gerekmektedir (Terzi, vd., 2014:196).

CEO ikiliğinin çok fazla görüldüğü aile firmalarında, aile üyelerinden birinin genellikle firmanın CEO'su olarak görev yaptığı veya diğer üst yönetim pozisyonlarını doldurduğu görülmektedir. Ancak, aile CEO'ları iki önemli probleme neden olabilmektedir. İlki, aile üyesi CEO'nun ailenin çıkarlarını firma çıkarlarından üstün tutması, ikincisi ise, aile üyeleri firmada profesyonel ve yetenekli kişiler almak yerine kendi aile üyelerinden birini yerleştirmesidir (Anderson ve Reeb, 2003:1306). Ayrıca, Chen vd. (2005), aile kontrolünde olan firmalarda CEO ikiliği ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olduğunu bulgulamışlardır.

Ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre CEO ikiliği incelendiğinde ise gelişmiş ülkelerdeki firmaların yönetim kurulu başkanının ve CEO'nun rollerinin ayıran etkin bir yönetim mekanizmasının varlığı göze çarpmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde firma sahipleri kendi firmalarında diğer çalışanlardan daha fazla bilgileri olduklarını düşündükleri için işlerinde günlük faaliyetlere ayrıntılı olarak katıldıklarından yönetim

kurulu ve CEO'nun ayrılmasının çok mümkün olmadığı görülmektedir. Bu nedenle, CEO ve vekiller arasındaki vekalet sorunları daha küçük olan firmalarda daha az rastlandığı öne sürülmektedir (Ghazali, 2010:111).



4. FİRMA PERFORMANSI VE SAHİPLİK YAPISI

Firmanın performansı üzerinde sahiplik yapısının önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bu etkinin nasıl ve ne şekilde olduğunu ortaya koyabilmek içinde bu bölümde firma performansı, sahiplik yapısı ve bunların ilişkisi açıklanmaktadır.

Bu bölümde ilk olarak firma performansından, firma performansını etkileyen faktörlerden, finansal ve finansal olmayan performans ölçütlerinden ve kurumsal yönetimin firma performansına olan etkisinden bahsedilmektedir. Performans konusundan sonra, sahiplik yapısı, sahiplik yapısını belirleyen sermaye sahiplik değişkenlerinden, sermaye sahiplik yapısından ve sahiplik yapısı ve vekalet ilişkisinden açıklanmıştır. En son olarak, sahiplik yapısı ve firma performansına etkisi firmanın sahip olduğu sermaye yapısına göre açıklanmıştır.

4.1. Firma Performansı Kavramı

Performans kavramının kökeni Fransızca “performance” den gelmektedir. Bu kavramın Türk Dil Kurumu’ndaki karşılığı ise “başarım” olarak ifade edilmektedir. Genel anlamda performansın tanımı birçok araştırmacı tarafından farklı şekilde yapıldığı görülmektedir.

Son yıllarda firmalarda karşılaşılan sorunların başında, çalışanlara verilen işlerin ne kadarının gerçekleştiği veya bu kişilerin işi yapabilme yeteneklerinin ne olduğunun tespit edilmesidir. Bu sorun, firmalarda performans kavramının önem kazanmasına neden olmuştur (Ataşan, 2010:5).

Camman (1993)’te performansı, bir görevin önceden belirlenen şartlara uygun davranışlar göstermesi ve beklenen hedeflere ulaşma derecesi (Uzoğlu, 2011:3), Kalkandelen (1997) performansı, belirli bir zaman dilimi içinde üretilen mal ve hizmetin niceliği ile bir kişinin yeteneği ve motivasyonu arasındaki etkileşimin bir sonucu, Agus ve Sagir (2001), başarının devamlı bir hale getirilmesini, Önem ve Demir (2015) performansı, bir firmanın gerçekleştirdiği faaliyetleri sonucunda elde ettiği başarının ölçüsü olarak ifade etmektedir. Genel olarak, performans tanımı yapmak gerekirse, daha önceden planlama veya çeşitli yöntemler ile belirlenen amaçların gerçekleşip gerçekleşmediğinin test edilmesidir.

Firmalar performansı verimlilik çabaları, işgücü ve malzemeye yoğunlaşma, kalite ve müşteri tatmini gibi birçok yönden değerlendirmektedir. Yani, performans ölçümü tek bir yönden değil bütünsel bir yaklaşım içinde ele alınmalıdır (Kasnaklı, 2002:132). Firma düzeyinde performans, belirli bir çıktının veya faaliyetin sonucuna göre firmanın hedefinin yerine getirme derecesi olarak tanımlanabilmektedir. Bu ifadeler ışığında performans, firmanın hedeflerinin gerçekleştirilmesinde kullanılan bütün kaynakların değerlendirilmesi olarak açıklanmakta, fiziki, sermaye, insan kaynakları ve bütün departmanların verimli kullanılması ile ölçülmektedir (Bolat, 2010:21-24).

Tez çalışmasının amacına uygun olarak performans, bir firmanın getiri sağlamak için yaptığı parasal faaliyetlerini, varlıklarını ve kaynaklarını iyi bir şekilde kullanma yeteneği şeklinde tanımlamak uygun olacaktır. Yani, bir firmalar için büyük öneme sahip olan performansı ölçmek için mali tabloların varlıklarını ve kaynaklarını gösteren parasal değerlere bakılarak hesaplanan oranlar kullanılmaktadır.

Performans ölçümü ürünlerin, hizmetin veya yapılacak işlemlerin yerine getirilmesinde, görevlerin nasıl yapıldığının bir program dahilinde tarafsız bir şekilde ölçülmesi ile yapılmaktadır (Yüreğir ve Nakıboğlu, 2007:545). Kurumsal anlamda

firmanın performansının ölçümü, finansal ve operasyonel planlama, konsolidasyon ve raporlama, işlerin modellenmesi, analizi ve yapılan stratejileri ile ilişkili anahtar performans göstergeleri içermektedir (Atilla,2010:47).

Firma performansı ve performans ölçümlerine baktığımızda genel anlamda firmaların performansındaki artışın neye bağlı olduğu açıklamaktadır. Ayrıca, firma performansındaki artış o firmanın isteğe bağlı kar tahminini açıklamasıyla da ortaya çıkabilmektedir (Er, 2011:43).

Bir firmanın performansında bazen artış yerine azalışta yaşanabilmektedir. Firma planladığı yüksek performans hedeflerinde başarısızlık yaşıyorsa kısa vadeli performansı arttırmak için uyguladığı planları gözden geçirmelidir. Çünkü, bir firmanın performansının negatif bir seyir izlemesi o firmanın yerli ve yabancı yatırımcılarını kaybetmesine ve firmanın zarara uğramasına neden olabilmektedir. Bu kaybın yaşanmaması için de firmaların piyasadaki rekabet koşullarını dikkate alarak planlanan hedeflerini güncellemesi gerekmektedir (Al-Matari vd. 2011:28). Kısacası, performansı arttırmak için yapılan planların ve hedeflerin güncellenmesi firmaların önemli amaçlarından biri olan karın arttırmasında içinde çok büyük bir önem sahiptir.

İyi bir performans için performans ölçme sisteminin bazı niteliklere sahip olması gerekmektedir. Bu nitelikler aşağıdaki gibi açıklanabilir (Zerenler, 2003:204-205: Akt: Karaman, 2009:417):

- **Bilgi vericilik:** Firmanın performans ölçümü, iç ve dış çevresi çevresine performansı hakkında bilgi vermelidir.
- **Gelişme sağlayıcılık:** Performans ölçümü, firmaların mevcut durumda gelişmeyi sağlayan bir istek yaratmalıdır. Firmanın performansı ile ilgili sonuçlar sadece yöneticilere değil faaliyeti yapan çalışanlara iletilerek, çalışanların durumlarını öğrenme ve kendilerini değişen şartlara adapte olmaları sağlanmalıdır.
- **Anlaşılabilirlik:** Performans ölçüm sistemindeki analizler, bu bilgileri kullanan tarafından kolayca anlaşılabilir ve kabul edilebilir olmalıdır.
- **Güncellik ve zamanlılık:** Firma yöneticilerinin ihtiyaç duydukları bilgiyi zamanında sağlamalı, bilginin sunuluşuyla kararların alınması ve uygulanması arasındaki süre etkin kullanılabilir olmalıdır.
- **Anlamlılık:** Değişimi gerçekçi bir şekilde belirleyebilecek yapıda olmalıdır.
- **Esneklik:** Performans ölçme sistemi, firmanın iç ve dış çevresindeki değişime karşı duyarlı ve esnek bir yapıda olmalıdır.
- **Uygunluk:** Firmanın stratejik amaç ve politikalarına uygun performans ölçme sistemleri kullanılmalıdır.

Yukarıda sıralanan performans ölçme sistemlerine genel anlamda bakıldığında birçoğunun kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmalarda olması gereken başlıklar görülmektedir.

4.2. Firma Performansını Etkileyen Faktörler

Bir firmanın performansı birçok faktöre bağlıdır. Bu faktörlerden bazıları, pazar payı, sermaye yoğunluğu, kalite, yenilik, ihracat, yabancı sermaye oranı ve finansal oranlar şeklinde sıralanabilir.

Pazar payı faktörü, firmanın aynı sektörlerde faaliyet gösteren diğer firmalar ile birlikte girdiği pazardaki yerini ve sıralamasını göstermektedir. Bu sıralama firmanın o sektördeki performans düzeyini işaret eder. Firmadaki yüksek sermaye yoğunluğu ise

firmanın sağladığı fayda ve zararın performansa olan etkisini göstermektedir. Bazı durumlarda yoğunlaşmış sermaye yapısı performansı arttırırken bazı durumlarda performansı olumsuz yönde etkilemektedir. Örneğin; yoğunlaşmış sermaye yapısının çok yüksek olduğu aile firmalarında kararların hızlı alınması performansta artışa neden olurken, aile üyelerinin eğitim düzeyi ve tecrübesine bakılmaksızın iyi konumlara getirilmesi performansı düşürmektedir. Bir firmada üretilen ürünün kalitesi de performansı etkilemektedir. Kaliteli mal üreten firmaların satışlarının fazla olması firmanın karını ve verimliliğini arttırmaktadır. Performansı etkileyen kavramlardan biri olan yenilik, firmaya yeni teknolojilerin getirilmesine, üretim sürecinde geçen zamanın azalmasına ve bunun sonucunda firmanın verimliliği artmasına neden olmaktadır. Bir diğer faktör olan ihracat, firmanın uluslararası boyuta taşınmasını sağlanmakta ve bu durum firmanın karını arttırmaktadır. Karı artan firmanın ise performansı artmaktadır. Performans artışına ek olarak yabancı sermaye oranıda artmaktadır. Yabancı sermayenin artması ile birlikte firmalar daha verimli hale gelmektedir. Firma performansı ile ilgili kanaat veren ve performansın nasıl arttırılabileceğine ilişkin gösterge sunan en önemli unsur ise finansal oranlardır. Bu oranlar, firmanın finansal durumu ve gelişmişlik düzeyi ile ilgili bilgiler içermekte ve performans düzeyini belirlemektedir (Bolat, 2010:44-50).

Ayrıçay ve Türk (2014), firmanın performansını etkileyen faktörleri iç ve dış faktörler olarak ikiye ayırmışlardır. Firma performansı etkileyen iç faktörler, ham madde tedarik edilme süreci, ürünün tamamlanması, üretim teknolojisi, ürün portföyleri, nakit döngüsü, firmaya yapılan yatırımların durumu, bulunan kaynakların yapısı, varlıkların etkin olarak kullanılıyor olması, diğer firmalar ile rekabet gücü, çalışan yapısı ve çalışanların kalitesi gibi çoğunlukla firma yönetiminin kontrol edebileceği faktörlerden oluşmaktadır. Dış faktörler ise ülkenin ekonomik koşulları, politik nedenler, sektörün yapısı ve rakiplerin durumu gibi firma yöneticisi ve sahiplerinin kontrolünü dışında bulunan faktörlerden oluşmaktadır. Bu iç ve dış faktörler firmanın hem finansal performansına hem de firmanın değerine etki etmektedir (Ayrıçay ve Türk, 2014:67).

4.3. Finansal Performans

Firma performansını ölçen finansal değerler uzun yıllardır kullanılan, firmanın faaliyet sonuçlarını değerlendirirken dikkate alınan ve genellikle mali tablolarından elde edilen veriler ile hesaplanan, kesin, tarafsız ve çoğunlukla parasal göstergelerdir. Elde edilen bu sayısal değerler genel anlamda finansal performans olarak ifade edilmektedir. Başka bir ifade ile finansal performans, bazı finansal teknikler ile firma faaliyetlerinin ölçülmesi sürecidir (Önem ve Demir, 2015:31). Firma performansını ölçen bu finansal performans ölçütleri, geleneksel performans ölçme yöntemleri olarak kabul edilmektedir.

Finansal performans ölçümlerinin en temel hedefi karar vericilere firmanın mali durumu ve gelişimi hakkında gerekli olan bilgiyi sağlamaktır. Bu performans ölçütlerinin sağladıkları bilgilerin karar vericilere etkileri; yöneticilerin geleceğe yönelik olarak yapacağı yönetim şeklinin ve yatırım kararlarının ne olacağına karar vermesi, kredi veren kurumlar için firmanın kredi değerini ne kadar olduğunun belirlemesi, yatırımcıların firma ile ilgili vereceği yatırım kararlarının tespiti şeklinde sıralanabilir (Alparslan, vd., 2015:319). Firmanın, finansal performans ölçüleri, karar vericilere bilgi sağladığı için firmanın daha iyi yönetilmesine ve yatırım kararlarının doğru alınmasına yardımcı olmaktadır.

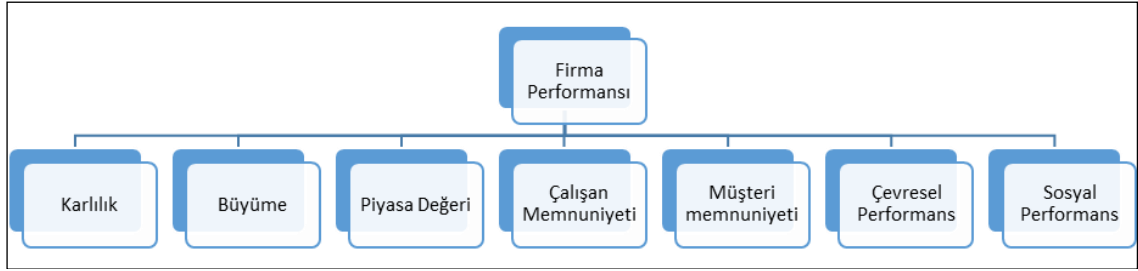
Firmanın performansının ölçülebilmesi için faaliyetlerini devam ettirebilmesi, kar elde edebilmesi ve rekabet avantajı sağlayarak diğer firmalar ile rekabet edebilme gücüne sahip olması gerekmektedir. Firmanın bu gücü tespit edebilmesi için ise finansal performans ölçütlerine ihtiyacı vardır. Bu ölçütler firmanın belirli bir dönemde finansal tablolarını analiz ederek ve çıkan sonuçları yorumlayarak elde edilmektedir. Analizleri yapabilmek için mali tablolara, finansal oranlara, artık değere, ekonomik katma değere, indirgenmiş nakit akım yöntemleri gibi bazı finansal tekniklere ihtiyaç duyulmaktadır (Önem ve Demir, 2015:32). Firmalarda yapılan finansal analizlerin sonucunda elde edilen finansal performans göstergeler firmanın karar alabilmesi, planlanması, bütçelenmesi ve denetim faaliyetleri yapabilmesi için temel veri kaynaklarıdır (Çetenak, 2012:10). Bu temel veri kaynaklarını elde edebilmek için ise finansal analizlerin doğru bir şekilde yapılması gerekmektedir.

Başarılı bir şekilde yapılan analizler firma performansını daha doğru yansıtmaktadır. Doğru yaratılan performans ise firma değerinde artış neden olmaktadır. Aynı zamanda bu ölçütler firmaya yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için önemli göstergeler niteliğindedir (Aydeniz, 2009:264). Ayrıca, finansal performans ölçüleri, firmanın sübjektifliğini ve gösterge sonuçlarının tartışılmasını da ortadan kaldırmaktadır (Yükçü ve Atağan, 2010:28).

4.4. Firma Performansı Göstergeleri

Firma performansının ölçümünün temelinde firmanın ekonomik amaçlarının gerçekleşip gerçekleşmeme durumunu gösteren finansal göstergeleri bulunmaktadır. Bu göstergeler satışlardaki artış, karlılık oranları, pay senedi başına düşen kar vb. gibi değerlerden oluşmaktadır (Bolat, 2010:25). Bu değerler finansal performans bölümde bahsedilen mali tablolardaki kalemlerin oranlanması veya analizi ile elde edilmektedir. Elde edilen değerlere finansal performans göstergeleri denilmektedir. Ancak, globalleşme ile birlikte artan rekabet ortamı ve değişen çevre koşulları finansal performans göstergeleri ile birlikte finansal olmayan performans göstergelerinin kullanılmasını gerekli kılmıştır. Bu göstergeler müşteri memnuniyeti, fırsatları görme gücü, öğrenme hızı, kalite, esneklik, ürün liderliği, pazar payı ve sosyal sorumluluk (Bolat, 2010:22), hesap verme sorumluluğu, müşteri ihtiyaçlarına cevap verebilme, stratejik planlama ve kaynakları tahsisi (Köseoğlu, 2005:14) gibi finansal olmayan unsurlardır.

Santos ve Brito (2012) çalışmalarında firma performansını Şekil 5.1'deki gibi incelemektedir. Buna göre, bir firmanın toplam performans göstergeleri finansal performans göstergeleri ve finansal olmayan performans göstergeleri olarak ayrılmaktadır. Ancak, yapılan çalışmalarda bu ayrımın kesin olmadığı görülmektedir. Çünkü, bu iki performans göstergeleri arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir (Santos ve Brito, 2012:101). Finansal ve finansal olmayan performans gösterleri, firma performansının değerlendirilmesi ve ölçülmesi için belirlenmesi için gereken kriterler ve boyutlardır (Atağan, 2010:8). Bu nedenle, Santos ve Brito (2012) bu iki performans göstergelerini birlikte açıklamışlardır. Şekil 4.1.'de bu performans modelleri yer almaktadır.



Şekil 4.1. Firma Performans Modelleri (Santos ve Brito, 2012:101)

Yukarıdaki Şekil 4.1’de olduğu gibi bir firmanın performansında finansal olan ve olmayan performans göstergelerinin birlikte kullanılması firma hakkında tam ve doğru bilgiye ulaşmasını sağlamaktadır (Bolat, 2010:25). Masadeh (2005), Şekil 4.1’deki unsurlara yenilik ve öğrenmeyi de eklemek ve finansal olmayan performans göstergelerini yoruma açıklık ve durumsallığa göre değişiklik gösterdiklerinden dolayı yumuşak performans ölçütleri olarak nitelemişlerdir.

Performansın ölçülmesinde kullanılan bu kriterlei ve boyutları finansal ve finansal olmayan performans ölçütleri başlıkları ile açıklanmaktadır.

4.5. Finansal Olmayan Performans Ölçütleri

Performans ölçüm yöntemlerinin tarih içindeki gelişim sürecine bakıldığında finansal performans ölçütlerinden finansal olmayan performans ölçütlere doğru bir gelişme gösterdiği söylenebilir (Yüreğir ve Nakıboğlu, 2007:549). Bu ölçüm yöntemlerinin finansal olmayan performans ölçütlerine doğru olmasının nedenlerinden birisi finansal olmayan performans yöntemleri, uzun dönemlerde uygulanabilir olduğundan dolayı firmanın gelecek yıllardaki durumu hakkında bilgiler vermesi olarak gösterilebilir.

Finansal olmayan performans yöntemleri firmanın kalite, ürün ve pazarlama dayandığından faaliyet gösterdiği sektörün ve firmanın özelliklerine göre farklılık göstermektedir (Sayman, 2012:142-143). Santos ve Brito (2012), firmanın finansal olmayan performansının çalışan memnuniyeti, müşteri memnuniyeti, çevresel performans ve sosyal performans ölçütlerinden oluştuğunu ifade etmiştir. Finansal olmayan performans ölçütleri bazı yazarlar tarafından farklı şekilde belirlenmiştir. Jones vd. (2000), finansal olmayan performans ölçütlerini, satış büyüklüğü, müşteri sadakati ve müşteri memnuniyeti olarak açıklarken Jack ve Raturi (2002) teslimat kalitesi, büyüme kalitesi ve yenilik yeteneği olarak belirlemişlerdir.

Finansal olmayan performans ölçütlerini finansal ölçütler ile karşılaştırdığımızda daha zamanında, ölçülebilir ve kesin, sürekli gelişime yardımcı, firmanın amaç ve hedeflerine uygun, pazarın ihtiyaçları değiştikçe değişen ve esnek ölçütler olduğu söylenebilir. Bu ölçütlerin dezavantajı ise, firmanın kullanabileceği finansal olmayan ölçütlerin çok fazla olması (Medori ve Steple, 2000:521), sağladığı iyileştirmelerin para cinsinden ifade edilemiyor olması ve kar artışı ile arasındaki ilişkinin açık olmamasıdır (Yüreğir ve Nakıboğlu, 2007:549).

4.6. Finansal Performans Ölçütleri

Küreselleşmenin ve firmalar arası rekabetin artmasından dolayı firmaların piyasada ayakta kalabilmesi veya büyüebilmesi için performanslarını arttırması gerekmektedir. Bu firmaların performansının ne ölçüde arttırdığı ise öngörülen hedefleri

ve daha önce belirlenmiş stratejileri ne ölçüde gerçekleştirdiklerine göre belirlenmektedir (Dizkırıncı, 2014:152). Kendi performans ölçümlerini yapan firma yöneticileri, karşılaştırılabilir sonuçlar elde edebilmeli, değişimin yönünü belirleyebilmeli, doğru karar verebilmeli ve mevcut politikaları gerektiğinde değiştirebilmelidir. Yapılan bu ölçümler firma performansını artırmayı hedef alan ve bu amaçla örgütlenen yöneticiler için en temel araçlardan biridir (Bolat, 2010:22).

Genel anlamda performans ölçümü, bir kurumun önceden belirlenen amaçlara ve hedeflere göre ortaya çıkan ürünleri, hizmetleri ve/veya sonuçları birlikte değerlendirilmesine yönelik yapılan analitik bir süreçtir (Ege ve Şener, 2013:108). Sayıştay (2003)'ın raporuna göre ise, "bir kurumun kullandığı kaynakları, ürettiği ürünleri ve hizmetleri, elde ettiği sonuçları takip etmesi için düzenli ve sistematik biçimde veri toplaması, bunları analiz etmesi ve raporlaması süreci" performans ölçümü olarak tanımlanmaktadır. Dar anlamda, "firmaların önceden belirlenen amaçlara ne ölçüde ulaştığını belirleyen bir işlem dizisi" olarak ifade edilmektedir (Bayrakdaroğlu ve Ege, 2007:95). Firma içinde bu performans ölçüm yöntemleri, planlı olarak yapılan ve sürekli bir değişim içinde olan bir çalışmayı gerektiren bir süreçtir. Planlama sürecinin bir devamı olarak yapılan performans ölçümünün sonuçları, firmanın eksikleri ve potansiyel gelişme seviyesini ortaya koymaktadır. Bu durum, firmanın başarılı bir şekilde gelişmesine ve performansını artırmasına yönelik adımlar atılmasını sağlamaktadır. (Ege ve Şener, 2013:108).

Finansal performans ölçümleri mali tablolar kullanılarak yapılan sert performans ölçüleridir. Yani, sayısal değeri neyse o değer verilir hiçbir şekilde değiştirilmez. Literatürde firma performansının ölçülmesinde farklı oranların kullanıldığı ve evrensel bir oran ve ölçüm sisteminin bulunmadığı görülmektedir. Ancak, genel olarak finansal ve finansal olmayan performans ölçümleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Daha önceki konuda bu iki performans ölçümünde kısaca bahsedilmektedir.

Çalışmamızda ve finansal performans değişkenleri içerisinde yer alan muhasebe temelli performans ölçümleri ve piyasa temelli performans ölçümleri birlikte kullanılmaktadır. Kullanılan bu performans ölçümleri firmaların borsa faaliyetlerine ve kurumsal yönetimi etkileyen faktörlere ışık tutabilmektedir (Zeitun ve Tian, 2007:10). Muhasebe temelli ve piyasa temelli bu performans ölçümleri birçok orandan oluşmaktadır.

4.6.1. Muhasebe Temelli Performans Ölçütleri

Muhasebe temelli performans ölçütleri geleneksel performans ölçütlerinin odağını oluşturmaktadır. Bu yöntemler, finansal oran analizinin alt başlığı olan karlılık oranlarından oluşmaktadır. Bu oranlarının kullanılmasının en önemli nedeni pay sahipleri, yatırımcılar ve firma için önemli olan çıkar gruplarının firmadan en çok gelir sağlama, karlılığını sürekli kılma ve arttırabilme yeteneği ile ilgilenmeleridir. Uzun yıllardır kullanılması nedeniyle geleneksel performans yöntemleri içerisinde yer alan karlılık oranları, genel olarak muhasebe tabanlıdır, hesaplanması ve elde edilmesi diğer performans ölçülerine göre daha kolaydır (Çetenak, 2012:11). Muhasebe temelli performans ölçümü genellikle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden arındırılmış olan riskin getiri oranı ile karşılaştırıldığında firmanın karlılığına olan etkisinin göstergesi olarak kabul edilmektedir (Al-Matari vd., 2014:27).

Muhasebe temelli performans ölçülerinde çalışmamızda kullanılan aktif karlılık ve özsermaye karlılık oranları öz sermayeden ve varlıktan elde edilen getirileri ifade etmektedir. Aynı zamanda, bu oranlar firmanın yönetsel yeteneğini ölçmektedir

(Doğan, 2013:180). Satışların karlılığı oranı ise firmanın yaptığı satışlardan elde edilen getirileri ifade etmektedir.

Firmanın karlılığını belirlemek için önemli olan bu yöntemlerin eleştirildiği noktalar bulunmaktadır. Eleştirilerin başında bu ölçümlerin manipülasyona tabi olması gelmektedir. İkincisi, sistematik olarak varlık değerinden aşağıda olabilmesidir. Üçüncüsü ise, değerlerde çarpıtmaların olabilmesidir (Sanchez-Ballesta ve Garcia Meca, 2007:881).

Muhasebe temelli performans ölçülerinden olan ve çalışmamızda kullanılan aktif karlılık, özsermaye karlılığı ve satışların karlılığı ölçüm yöntemleri aşağıda açıklanmaktadır.

4.6.1.1. Aktif Karlılık Oranı (ROA)

Aktif karlılık, firmaların bütün varlıklarının ne derece etkin kullanıldığını gösteren ve firma performansının ölçmede kullanılan en yaygın ölçütlerdendir (Kaufman ve Watstein, 2008:227). Aktif karlılık oranı, bir firmanın karlılığına bütün yatırımları üzerinden baktığı için, kar-maliyet ve yatırımları tek bir oranda birleştirmekte ve firma içindeki ya da dışındaki toplam yatırımların, aktif karlılık oranıyla karşılaştırılabilmesine imkan tanıdığından dolayı finansal performans ölçümleri içinde kullanılmaktadır (Yükçü, 2007; Aktaran: Yükçü ve Atağan, 2010:29). Ayrıca, aktife yapılan toplam yatırımın bir dönem içerisinde ne oranda kar sağladığını, aktiflerin ne ölçüde etkin kullanıldığını göstermektedir (Okka, 2009:122). Başka bir ifadeyle, dönen ve duran varlıklara yapılan yatırımlardan sağlanan kazanç ifade etmektedir.

Aktif karlılık oranının yüksek olması beklenmektedir. Bu oranın yüksek olması, firmanın tüm pay sahipleri açısından son derece önem arz etmektedir. Çünkü, bu durum varlıkların pay sahipleri lehine kullanıldığını göstermektedir (Haniffa ve Hudaib, 2006:1045). Ayrıca, bu oranın yüksekliği, firmanın varlıklarını iyi bir şekilde yöneterek yüksek katma değer ortaya çıkardığını göstermektedir. Bunun dışında, oranın yüksek olması, firmanın önceden planlanan performans hedeflerine ulaşmasını kolaylaştırmaktadır (Nuryabah ve Islam, 2011:26).

Performans ölçüsü olarak aktif karlılık oranının sermaye maliyetinin üzerinde bir değer alması gerekmektedir. Sermaye maliyeti, farklı kaynaklardan sağlanan fonların ağırlıklı ortalama maliyetini gösterdiğinden dolayı firmanın aktif karlılık oranında bu ortalama maliyetten yüksek olması istenmektedir (Çetenak, 2012:15). Aktif karlılık oranının hesaplandığı farklı yöntemler bulunmaktadır.

- Aktif Karlılık= (Net Kar/Toplam Aktifler)x 100
- Aktif Karlılık= Net kar Marjı x Aktif Devir Hızı x100

Bu formüllerde bakıldığında, aktif karlılığın, net kar marjı ve aktif devir hızının bir bileşeni olduğu ifade edilmektedir. Bu hesaplama yöntemi karlılık analizlerden Du Pont Analizi olarak yer almaktadır (Yükçü, 2007:622).

Du pont analizinde, firmanın yatırım karı kar marjı ve devir hızıyla belirlenen (Atağan, 2012:80), yatırımın karlılığını artırmayı amaçlayan bir analizdir (Koşan ve Karadeniz, 2013:47). Dupont analiz tekniği, bir firmanın finansal yatırım performansını ölçen aktif karlılık, özsermaye karlılığı ölçütleri ve yan ölçüt olan satışların karlılığı üzerinde durmaktadır. Aktif karlılık ve özsermaye karlılığı ölçütlerinin unsurlarına ayırarak yapılan yatırımların karlılık performansını analiz edebilmektedir (Herciu ve Ogrea, 2011:45).

4.6.1.2. Özsermaye Karlılığı (ROE)

Özsermaye karlılığı pay sahipleri tarafından firmaya sunulan finansman ortaklığının firma tarafından gerçekleşen getirisi olarak ifade edilmektedir (Masadeh vd. 2015:135). Bu oran yatırımın sadece özkaynak bileşeni üzerinde durmaktadır (Oana, 2012:4).

Genel anlamda, özsermaye karlılığı, her 1 birimlik öz sermaye karşılığında firmanın dönem sonunda elde ettiği dönem net karına oranlaması ile elde edilmektedir (Önem ve Demir, 2015:40). Diğer bir ifade ile, firma ortaklarının firmaya kaynak olarak bıraktıkları fonların bir birimine düşen karı ifade etmektedir (Ross, Westerfield ve Jaffe, 1990; Aktaran: Çetenak, 2012:13). ROE oranı, işletmenin özsermayesinin kazanma gücünü yani karlılığında ifade etmektedir (Poyraz, 2008:107). Sayısal olarak net dönem karının özsermayeye oranlaması ile bulunmaktadır.

ROE oranı, oran piramidinin tepesinden olmasına rağmen firma pay sahiplerine bazen zenginlik kazandırır bazen de zarara uğrattır (Duffy,1995: Aktaran: Masadeh vd. 2015:135). Bunun en büyük nedeni ortaklar tarafından firmaya yapılan yatırımların etkin kullanılıp kullanılmadığıdır (Okka, 2009:123) Başka ifadeyle, sermayenin parasal verimliliğinin ne şekilde kullanıldığıdır.

4.6.1.3. Satışların Karlılığı (ROS)

Bir firmanın satışlarından kar elde edilmesi o firmanın ne kadar başarılı olduğunu göstermektedir (Masadeh vd. 2015:135). Diğer bir ifadeyle, firmanın daha yüksek bir kar marjı elde etmesinin daha iyi bir performansının olduğunun göstergesidir.

Satışların karlılığı oranı, net karın net satışlara oranlanması ile hesaplanmaktadır. Uygulamada, firmanın fiyatlama, maliyet yapısı ve üretim etkinliği hakkında bilgi vermesinden dolayı yapılan faaliyetlerin başarısının ölçülmesinde önemli bir performans değişkeni olarak kabul edilmektedir (Ross vd., 1990; Aktaran:Çetenak, 2012:15).

Satışların karlılığı oranı, bir firmanın her 1 TL'lik satışının ne kadarlık kısmının, tüm gider kalemleri düşüldükten sonra elde edilen net kara eşit olduğunu ifade etmektedir. Firmanın net verimliliği hakkında bilgiler vermektedir. Ayrıca, firmanın uyguladığı fiyatlama ve ücretlendirme gibi politika ve kararlarının ne şekilde sonuçlandığını göstermektedir (Akgüç, 2002:70).

Bir firma için bu oranın diğer karlılık oranları gibi yüksek olması beklenmektedir. Ancak, diğer oranlardan farklı olarak, bu oranın yüksekliği firmanın faaliyet gösterdiği sektördeki satışların devir hızına bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir (Çetenak, 2012:16).

Literatürdeki finansal performans ölçümlerinden muhasebe temelli performans değişkenleri ile kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim mekanizmalarından sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaların özetleri aşağıdaki Tablo:4.1.'de açıklanmaktadır.

Tablo 4.1. Muhasebe Temelli Firma Performans Ölçümleri Literatür Özeti

<i>Değişkenler</i>	<i>Araştırmacılar</i>	<i>Değişkenlerin açıklaması</i>
ROA (Aktif Karlılık Oranı)	Gürsoy ve Aydoğan (1998);Yurtoğlu (2000); Anderson ve Reeb (2003);Firth, Fung ve Rui (2005); Gönenç (2006); Zeitun ve Tian (2007); Bhagat ve Bolton (2008); Tariq ve Butt (2008); Chari, Chen ve Dominguez (2009); Arosa, Iturrade ve Maseda (2010); Chiang ve Lin (2011); Ehikioya (2009); Yıldırım ve Demireli (2009); Bayrakdaroglu (2010); Gürbüz ve Ayvars (2010); Mandacı ve Gümüş (2010); Muravyev, Talavera Bilyk ve Grechaniuk (2010); Şamiloğlu ve Ünlü (2010); Alipour ve Amiadi (2011); Azam, Usmani ve Abassi (2011); Fazlzadeh, Hendi ve Mahboubi (2011); Geletkanycz ve Boyd (2011); Ghahroudi (2011); Heenetigala ve Armstrong (2011); Herri (2011); Ibrahim ve AbdulSamad (2011); Kharab, Masood, Zaman, Saleem ve Saeed (2011); Liang, Lin ve Huang (2011); Lin (2011); Lin, Liao ve Chang (2011); Pandya (2011); Şahin (2011), Valenti, Luce ve Mayfield (2011); Hindawi, Dahiyat ve Sartawi (2012); Karaca ve Ekşi (2012); Kang ve Kim (2012), Manaseer, Al- Mollah, Farooque ve Karim (2012); Uwalomwa ve Olamide (2012); Abbas, Naqvi ve Mirza (2013); Almudehki ve Zeitun (2013); Alparslan ve Aygün (2013); Korkmaz ve Karaca (2013); Kula ve Bayburt (2013); Latif, Shahid, Haq, Waqas ve Arshad (2013); Aytekin ve İbiş (2014); Puni, Osei ve Ofei (2014); Vo ve Nguyen, (2014); Yiğit (2014); Zouari ve Taktak (2014); Acaravcı, Kandır ve Zelka (2015);Akman, Mugan ve Akışık (2015); Al-Saidi ve Al-Shammari (2015); Alshehri (2015); Azeez (2015); Francis, Hasan ve Wu (2015); Li, Lu, Mittoo ve Zhang (2015); Masa'deh, Tayeh, Al-Jarrah ve Tarhini (2015); Önem ve Demir (2015);Son, Tu, Cuong, Ngoc ve Khanh (2015); Tanrıöver ve Aksoy (2010); Wagner, Block, Miller, Schwens ve Xi (2015);	Aktif karlılık oranı değişkeni net karın toplam aktifler bölünmesi ile elde edilmektedir.
ROE (Özsermaye Karlılığı Oranı)	Gürsoy ve Aydoğan (1998); Adjaoud, Zeghal ve Andaleeb (2007); Tarid ve Butt (2008); Ehikioya (2009); Yıldırım ve Demireli (2009); Bayrakdaroglu (2010); Tanrıöver ve Aksoy (2010); Alipour ve Amiadi (2011); Azam, Usmani ve Abassi (2011); Bozcuk (2011); Chiang ve Lin (2011); Dar, Naseem, Rehman ve Niazi (2011); Gürsoy ve Şahin (2011); Heenetigala ve Armstrong (2011); Khatab, Masood, Zaman, Saleem ve Saeed (2011); Lin (2011); Lin, Liao ve Chang (2011); Manaseer, Pandya (2011); Valenti, Luce ve Mayfield (2011); Yasser, Entebang ve Mansor (2011); Al-Hindawi, Al-Dahiyat ve Sartawi (2012); Almudehki ve Zeitun (2013); Alparslan ve Aygün (2013); Korkmaz ve Karaca (2013); Aytekin ve İbiş (2014); Puni, Osei ve Ofei (2014); Vo ve Nguyen, (2014); Zeitun ve Tian (2014); Alshehri (2015); Azeez (2015); Masa'deh, Tayeh, Al-Jarrah, Tarhini (2015); Son, Tu, Cuong, Ngoc ve Khanh (2015); Wagner, Block, Miller, Schwens ve Xi (2015); Acaravcı, Kandır ve Zelka (2015); Önem ve Demir (2015);	Özsermaye karlılık oranı net karın özsermaye bölünmesi ile elde edilmektedir.
ROS (Satışların Karlılığı Oranı)	Firth, Fung ve Rui (2005); Yıldırım ve Demireli (2009); Muravyev, Talavera Bilyk ve Grechaniuk (2010); Geletkanycz ve Boyd (2011); Ghahroudi (2011); Yiğit (2014); Zouari ve Taktak (2014); Masa'deh, Tayeh, Al-Jarrah, Tarhini (2015); Wagner, Block, Miller, Schwens ve Xi (2015); Önem ve Demir (2015);	Satışların karlılığı oranı net karın satışlara bölünmesi ile elde edilmektedir.

Yukarıdaki Tablo 4.1'e göre literatürdeki performans ölçüm yöntemlerinden olan muhasebe temelli performans değişkenleri ile sahiplik yapısı ve kurumsal yönetim ilişkisini araştıran çalışmalarda en çok kullanılan oranın ROA olduğu görülmektedir.

4.6.2. Piyasa Temelli Performans Ölçütleri

Finansal performans ölçütlerinden bir diğeri ise piyasa temelli performans ölçütleridir. Bu ölçütler aynı sektörde faaliyette bulunan firmaların performansının değerlendirmek için kullanılmaktadır. Bu ölçütler, oynaklığın olduğu ve etkin olmayan sermaye piyasalarında kullanıldığından hatalı sonuçlar verebilmektedir (Korkmaz ve Karaca, 2013:171). Bu durum piyasa temelli performans ölçüm yönteminin zayıf yönü olması rağmen firma performansının ölçümünde kullanılan önemli bir yöntemdir.

Muhasebe temelli performans ölçütleri firmanın geçmiş ve şu anki performansının bir göstergesi (Canbaş vd., 2005:26) iken piyasa temelli performans ölçütleri, firmanın geçmişteki veya mevcut performansına dayanarak gelecekteki performansı ile ilgili pay sahiplerinin beklentilerini ifade etmektedir (Wahla, vd., 2012:10). Bu iki performans ölçütlerinin bir diğeri farkı ise; piyasa temelli performans ölçütleri piyasa performans dalgalanmalarını yansıttığından dolayı muhasebe temelli performans ölçütlerine göre daha avantajlıdır (Abbasi, vd., 2013:1145).

Piyasa temelli performans ölçütleri; yönetimin kontrolü dışındaki güçlere tabi olmasından dolayı riske göre ayarlanmış performansı yansıtmaktadır (Sanchez-Ballesta ve Garcia Meca, 2007:881). Firma performansı için piyasa temelli beklentiler firmanın gelecekteki performans beklenti temelinin değiştirilmesine yönelik teşviklere neden olabilmektedir (Sanchez-Ballesta ve Garcia Meca, 2007:882).

Firma performans ölçümlerinden ikincisini oluşturan piyasa temelli performans ölçütlerinin ilki ve en önemli göstergesi Tobin-Q oranıdır. Diğer oranlar ise, piyasa değeri, piyasa değeri/defter değeri, anormal iade; yıllık hisse senedi getirisi, temettü verimi, fiyat-kazanç oranı gibi performans ölçütlerinden oluşmaktadır. Bu çalışmada firmaların performansı ölçmek için piyasa performans ölçütlerinde Tobin-Q oranı ve piyasa değeri kullanılmaktadır.

4.6.2.1. Tobin-Q Oranı

Piyasa temelli performans ölçüm yöntemlerinden ilki olan Tobin-Q oranı 1969 yılında Nobel ödülü kazanan iktisatçı James Tobin tarafından ortaya atılmıştır. Bu oran bir firmanın toplam piyasa değerinin toplam varlık yerine koyma değeri ile oranlaması ile elde edilmektedir (Wahla, vd., 2012:10; Brealey, vd., 2007:479).

Tobin-Q oranının hesaplanmasına yer alan toplam varlıkların yerine koyma değerini, eskimiş sermaye ürünlerinin piyasasının olmamasından dolayı literatürdeki birçok çalışma bu değer yerine Tobin-Q oranı benzeri oranlar kullanılmaktadır. Çünkü, yapılan çalışmalar incelendiğinde piyasa değerinin toplam varlıkları yerine koyma maliyeti yerine kesin bir oran olmadığı görülmektedir. Bazı çalışmalar Tobin-Q oranının piyasa değerinin defterlerin varlık değerine eşit olduğunu söylerken, bazıları toplam borç ve özkaynak piyasa değerinin toplam aktiflere oranı olarak ifade etmektedirler. Bizim çalışmamız, Tobin-Q oranı olarak birçok çalışmada kullanılan toplam borçlar ile özkaynak piyasa değeri toplamının toplam aktiflere oranı kullanılmaktadır. Bu oranı bu şekilde hesaplayan çalışmalar ise; Önder (2003); Ehikioya (2009), Bayrakdaroglu (2010), Ünlü ve Bayrakdaroglu (2011), Bouzgarrou ve Navatte (2013), Aytekin ve İbiş (2014), Kumar ve Singh (2014), Acaravcı (2015), Tanrıöver ve Aksoy (2010), Al-Saidi ve Al-Sham (2015), Önem ve Demir (2015), Konak ve Kendirli (2015)'nin çalışmalarıdır.

Firma performansını ölçmek için kullanıldığında Tobin-Q oranı, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda firmanın değerinin belirlenmesinde, finansal piyasalardaki

performansının ölçülmesinde, firmanın mali gücünün gösterilmesinde (Süer, 2011:46) ve yatırım kararı alırken kullanılan bir orandır (Koçyiğit, 2009:179). Oran ayrıca, firmaların kar dağıtım politikasının ve uluslararası girişimlerin pay senedi değeri üstündeki etkisinin ölçülmesinde ve işletmenin değerinin ölçülmesinde kullanılmaktadır (Poyraz, 2008:109). Bunlara ek olarak bu oran, piyasada firmanın olması gereken değere mi veya olması gereken değerden daha az bir değere mi sahip olduğu göstermektedir (Acaravcı, 2015:175). Uzun dönemli geçmiş performans göstergesi olarak ifade edilen bu oran, firmanın değeri ile maliyetini de karşılaştırmaktadır. Aynı zamanda, 1 liralık ilave yatırımın getirisi hakkında finansal piyasaların öngörüsünü ifade etmektedir (Gürsoy, 2007:115).

Firmalar için hesaplanan Tobin-Q değerinin, 1'den büyük olması firmanın kaynaklarının etkin kullanıldığını göstermektedir. Bu durumda, firma yatırımlarını arttırmaktadır. 1'den küçük olması ise firmanın kaynaklarını etkin kullanmadığını göstermektedir ve bu firmanın kullandıkları kaynaklar verimsizdir şeklinde yorumlanmaktadır. Oranın 1'den küçük olduğu durumda firma yapacağı yatırımlar azaltılma hatta bazı durumlarda durdurulmalıdır. Ayrıca, 1'den küçük olması durumu duran varlık yatırımlarının bir çekiciliğinin olmadığını da ifade etmektedir (Gürsoy, 2007:115).

Tobin-Q oranının yüksek veya düşük olmasının firmaya sağladığı diğer faydalar ve zararlar ise şu şekildedir:

- Değerin yüksek olması firmanın planlanan yüksek performans hedeflerine ulaşmada başarılı olduğunu gösterir (Nuryanah ve Islam, 2011:27).
- Değerin yüksek olması firma yatırımlarını arttırdığı için firmanın büyümesini sağlayacaktır. Bu ise firmanın rakiplerine göre pazar payını arttırabilmektedir (Koçyiğit, 2009:179).
- Oranın yüksek olması firmanın karını arttırabilmekte ve yatırım yapmak isteyenlerin ilgisini çekebilmektedir (Koçyiğit, 2009:179).
- Firmanın Tobin-Q oranı düşükse, o firmanın performansı arttırmak için hazırladığı kısa vadeli planları tekrar gözden geçirmesi ve revize etmesi gerekmektedir.
- Tobin-Q oranının düşük olduğu firmaların performansları negatif olduğu için bu yerli ve yabancı yatırımcılar firmaya yatırım yapmak istememektedir (Matari, vd.,2014:34).
- Oranın düşük olması, firmanın karlılığını düşürür. Bu durum ise rakipler veya diğer firmalar tarafından satın alınmasına neden olabilmektedir (Koçyiğit, 2009:179).

Genel anlamda, Tobin-Q oranına baktığımızda, ekonomik ve finansal anlamda firmanın yatırım kararlarının ve gerçekleştirdiği faaliyet alanlarının açıklanmasında kullanılan önemli bir araç olarak nitelendirilebilir. Firma, Tobin-Q oranı ile yönetim sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişki incelemekte ve çıkan sonuca göre yatırım kararlarını karşılaştırmaktadır. Ayrıca, Tobin-Q oranı ekonomik ve endüstriyel koşullardaki gibi yönetsel kararlar verilirken, dışsal faktörler sonucu ortaya çıkan büyüme fırsatlarını yansıtmaktadır (Bozec vd., 2010:685).

Tobin-Q, finansman açısından bu kadar önemli olan bir oran olmasına rağmen iş hayatında çok sık kullanılmamaktadır. Bunun nedenlerinden biri, önemli finansal verilerle karşılaştırıldığından bu oranın kesinlik ve zaman boyutu uygunluğunun sınırlı olmasıdır (Karakaya, 2004:69). Bir başka neden ise, firmanın sermaye piyasasından

değerinin doğru olduğunu kabul ederek pay senedi fiyatlarının volatiliteye tabi olduğu varsayımını dikkate almamasıdır (Bozec, vd., 2010:685).

4.6.2.2. Piyasa Değeri Oranı

Tobin-Q oranından sonra firma performansını açıklayan bir diğer değişken piyasa değeridir. Piyasa değeri, bir firmanın bütün borç ve varlıklarının nakit para ile alınması durumunda ortaya çıkan değerini ifade etmektedir. Piyasa değeri ile ilgili bir diğer tanım ise, yatırımcının firması için ödemeyi kabul ettiği tutardır. Bugün ve gelecekte yapılacak yatırımların karlılığı, yatırımcıların firma varlıklarına ödediği tutar sonucunda elde edilen kara dayanmaktadır (Brealey vd. 2007:122). Bir firmanın temel amaçlarından biri olan firma piyasa değerinin artırılması firma performansını etkileyebilmektedir. Başka bir ifadeyle; firmalar, yaptıkları faaliyetler ile firmanın piyasa değerinin arttırarak performansın artmasını istemektedirler. Ancak, firma için önemli olan piyasa değeri aynı zamanda firmada vekalet sorunlarının çıkmasına ve vekalet maliyetlerinin artmasına neden olabilmektedir (Taner ve Akkaya, 2003:6).

Eğer bir firmanın menkul kıymeti organize bir borsaya kayıt olmuş ise onun piyasa değeri, borsada işlem gördüğü değerdir ve pay senedi sayısı ile birim pay senedi piyasa değerinin çarpımı ile hesaplanır. Brealey vd., 2007:31 çalışmaların da kullanılan aile firmaları da halka açık firmalar olduğu için piyasa değeri borsada işlem gördüğü değeri ifade edilmektedir.

Bir firmanın piyasa değerini etkileyen kararları; yatırım kararı, kar dağıtım kararı ve sermayenin yapısı kararları olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Bu kararlarda birçok faktörden etkilenecek alınmaktadır. Bu faktörlerin başında da sahiplik yapısı bulunmaktadır (Oruç, 2012:42).

Literatürde, piyasa temelli performans ölçütlerini kullanarak firma performansını ölçen çalışmalar Tablo 4.2.'de verilmiştir.

Tablo 4.2. Piyasa Temelli Performans Ölçütleri Literatür Özeti

<i>Değişkenler</i>	<i>Araştırmacılar</i>	<i>Değişkenlerin Açıklanması</i>
Tobin-Q	Morck, Shleifer ve Vishny (1988); Santerre ve Neun (1993); Demsetz ve Villalonga (2001); La Porta ve diğerleri (2002); Anderson ve Reeb (2003); Gompers ve Diğerleri (2003); Maury (2006); Kapopoulos ve Lazaretou (2007); Zeitun ve Tian (2007); Bhagat ve Bolton (2008); Belkhir (2009); Ehikioya (2009); Yıldırım ve Demireli (2009); Bayrakdaroglu (2010); Ghazali (2010); Şamiloğlu ve Ünlü (2010); Tanrıöver ve Aksoy (2010); Alipour ve Amiadi (2011); Heenetigala (2011); Ibrahim ve Samad (2011); Khatab, Masood, Zaman, Saleem ve Saeed (2011); Lin (2011); Lin, Liao ve Chang (2011); Al-Hindawi, Al-Dahiyat ve Sartawi (2012); Karaca ve Ekşi (2012); Kang ve Kim (2012); Kumar ve Singh (2012); Manaseer, Mollah, Farooque ve Karim (2012); Almudehki ve Zeitun (2013); Alparslan ve Aygün (2013); Aytekin ve İbiş (2014); Vo ve Nguyen, (2014); Acaravcı, Kandır ve Zelka (2015); Akman, Mugan ve Akışık (2015); Al-Saidi ve Al-Shammari (2015); Francis, Hasan ve Wu, (2015); Li, Lu, Mittoo ve Zhang (2015); Önem ve Demir (2015)	Tobin-Q oranı Varlıkların piyasa değerinin toplam aktiflerin defter değerine bölünmesi ile elde edilmektedir.
Piyasa Değeri	Zeitun ve Tian (2007); Şahin (2011); Manaseer, Al-Hindawi, Al-Dahiyat ve Sartawi (2012); Kula ve Bayburt (2013); Vo ve Nguyen, (2014);	Piyasa değeri mevcut hisse senedi sayısı ile hisse senedi piyasa fiyatının çarpılması ile elde edilmektedir.

Tablo 4.2.'ye göre, piyasa temelli performans ölçüm yöntemlerini kullanan ampirik çalışmalar, en fazla Tobin-Q oranını tercih etmektedirler.

4.7. Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı İlişkisi

OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri bazı standart öngörmekle birlikte, ülkeler kendi ekonomik, finansal, kurumsal, yasal ve sosyal faktörlerini dikkate alarak farklılıklar içeren kurumsal yönetim anlayışı benimsemektedirler. Bu nedenle, kurumsal yönetim ile firma performansı ilişkisi birçok ülkede çalışma konusu olmuş ve bu çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir.

Sektör bazında bakıldığında kurumsal yönetim, yönetici sorumluluklarının ve firma performansının birleştirilmesi yoluyla pay sahiplerinin değerini maksimum yapmak, firmanın faaliyetlerini yöneterek firma mekanizmasını, yapısını ve sürecini hazırlamaktır (Alabdullah vd., 2014:249). Chen vd (2009), literatürde son yıllarda yapılan ampirik çalışmalar göre, kurumsal yönetimin daha fazla performans ve daha yüksek firma değeri ile vekalet maliyetinin sınırlandırıldığı söylemektedirler. İyi bir kurumsal yönetimin, firma performansını artırarak ülkenin istikrarına katkı sağladığı da ifade edilmektedir (Latif vd., 2013:51). Ayrıca, bir firmanın performansının sürdürülebilirliğinin bir güvencesi olarak görülmektedir. Başka bir ifade ile, kurumsal yönetimin ilkelerinin uygulanması, firmaların performansının sürekliliğinin sağlanmasının temelini oluşturmaktadır (Karamustafa vd., 2009:105).

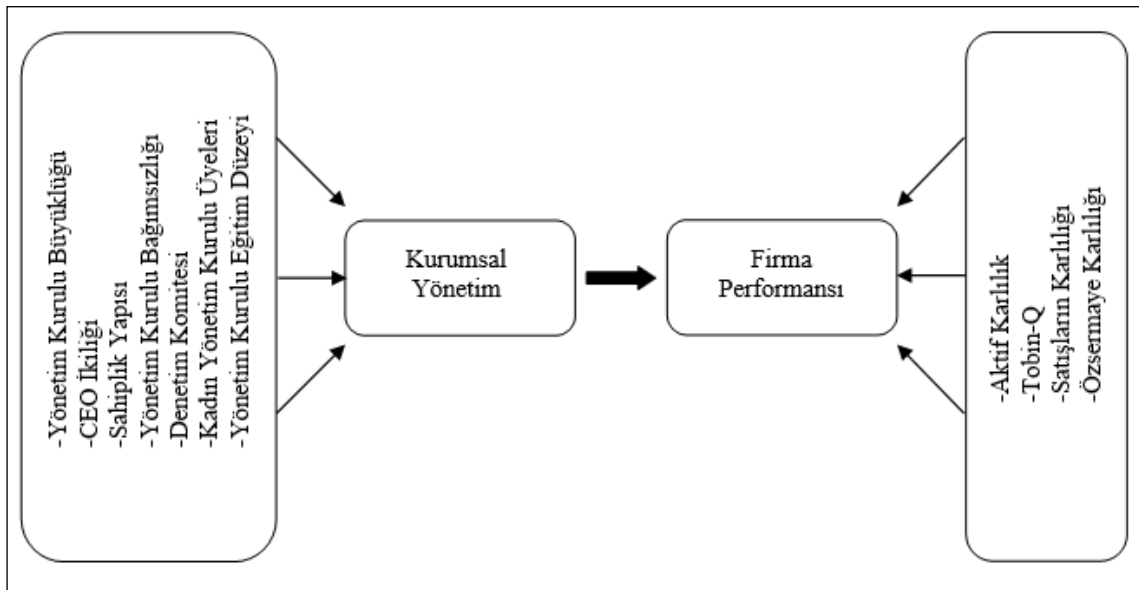
Genel anlamda, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişki çok açık görünse bile bu ilişkinin tespit edilmesi ve sayısal olarak bir değeri ifade edebilmesi oldukça zordur. Bunun nedeni, kurumsal yönetimin birkaç değişkene indirgenerek kolay bir şekilde tanımlanıp ölçülebilecek bir kavram olmayışıdır. Çünkü, ülkelere ve sektörler göre farklı kurallara ve yasal çerçeveye sahiptir (Işık ve Saygılı, 2006; Aktaran: Yıldırım, 2007:94).

Birçok ülkede kurumsal yönetim ve sahiplik yapısı ilişkisiyle ilgili yapılan çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmaktadır. Ancak, kurumsal yönetim teorisine göre, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkinin pozitif olduğu öne sürülmektedir. Tablo 4.3’de ampirik bazı çalışmalara yer verilmektedir. Bu çalışmaların bir kısmında piyasa temelli veriler kullanılırken bir kısmında mali tablolar dikkate alınarak analiz ve yorum yapılmıştır. Ayrıca, bu çalışmaların bir kısmın kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu ifade ederken bir kısmın negatif veya nötr olduğunu tespit etmektedir.

Tablo 4.3. Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Arasındaki İlişkinin Literatürü

Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı İlişkisi	Alshehri (2005); Firth, Fung ve Rui (2005); Al Farooque, Zijl, Dunstan ve Akrim (2007); Coleman (2007); Ehikioya (2009); Azam, Usmani ve Abassi (2011); Dar, Naseem, Rehman, Niazi (2011); Fazlzadeh, Hendi ve Mahboubi (2011); Khatab, Masood, Zaman, Saleem ve Saeed (2011); Lin, Liao ve Chang (2011); Pandya (2011); Valenti, Luce ve Mayfield (2011); Yasser, Entebang ve Mansor (2011); Manaseer, Al-Hindawi, Al-Dahiyat, Sartawi (2012); Latif, Shahid, Haq, Waqad ve Arshad (2013); Makki ve Lodhi (2013); Alabdullah, Yahya ve Ramayah, (2014); Kumar ve Singh (2014); Azeez (2015); Francis, Hasan ve Wu (2015); Javaid ve Saboor (2015)
---	--

Aşağıdaki Şekil 4.2.’de ise Tablo 4.3’deki çalışmalar incelenerek elde edilen kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisinin kısa özeti şeklindedir.



Şekil 4.2. Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı İlişkisi

Şekil 4.2’de kurumsal yönetim belirleyicileri olan yönetim kurulu büyüklüğünün, CEO ikililiğinin, sahiplik yapısının, yönetim kurulu bağımsızlığının,

denetim komitesinin, yönetim kurulu kadın üye sayısının, yönetim kurulu eğitim düzeyinin, yönetim kurulu sahipliğinin, sahiplik yoğunlaşmasının firma performansı göstergeleri üzerinde bir etkisi gösterilmiştir.

Bu tez çalışmasında; kurumsal yönetim belirleyicilerinden yönetim kurulu üye sayısı, sahiplik yapısı ve CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisi Türkiye’deki imalat sektöründeki aile firmaları için analiz edilerek yorumlanmaktadır.

4.8. Sahiplik Yapısı

Mülkiyet olarak da ifade edilen sahiplik kavramının sözlük anlamı “*kendisinin olan bir şeyi yasa sınırları içinde istediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu*” şeklinde tanımlanmaktadır. Sahiplik terimi, “bir varlığın kullanımını elinde bulundurma ve işleme hakkı” şeklinde de tanımlanmaktadır. Yani, bir kişi bir varlığa sahip olduğunda o varlığın ekonomik gücüne de sahip olmuş demektir (Gençtürk, 2003:232). Başka bir ifadeyle, kişinin menkul ya da gayrimenkul varlıklarından tasarruf etme hakkını istediği şekilde kullanmasına sahiplik denilmektedir (Sayman, 2012:75). Rasiah (2012) ise sahipliği; bir firmanın üretim faktörlerinin kullanımı üzerindeki yasal hakkı olarak tanımlamaktadır.

Sahiplikle ilgili tanımlara bakıldığında sahipliğin, maddi olarak bir değeri olsun veya olmasın, somut ya da soyut varlığı olan her şey için söylenmesi mümkündür. Bu nedenle, sahiplik bir çeşit sosyal hak olarak ifade edilmekte ve bulunduğu topluma ve zamana göre değişebilmektedir. Bundan dolayı, sahipliğin; kişisel menkul kıymet sahipliği, gayrimenkul sahipliği ve sermaye sahipliği gibi farklı şekilleri bulunmaktadır (Sayman, 2012:75).

Bir firmanın sahipliği düşünüldüğünde, akla ilk olarak o firmada var olan sahiplik yapısı gelmektedir. Sahiplik yapısı ise firmanın pay sahipleri ve yöneticiler arasındaki menfaat çatışmaları çözmek için kullanılan bir içsel kurumsal yönetim mekanizması olarak ifade edilmektedir (Hu ve Izumida, 2008:72). Bir firmadaki bu yapı, pay sahibinin veya firmanın asıl sahibinin kararlarını yansıtmaktadır (Demsetz ve Villalogan, 2001:210). Firmadaki sahiplik yapısının şekillenmesinde o firmanın çevresinden ve kendi iç işleyişinden kaynaklanan faktörlerin etkili olduğu görülmektedir (Yılğör ve Yücel, 2012:43). Bununla birlikte sahiplik yapısı, firmanın performansını ve değerini etkileyen en önemli değişkenlerden biridir.

Teorik olarak bu kavram ilk defa 1990’lı yılların başında Means (1931) ve Berle ve Means (1932)’deki “The Modern Corporate and Private Property” kitabında açıklanmaktadır. Bu kitap sahiplik yapısını, firmanın varlıklarını elinde bulunduran kişilerin, pay senetlerinin büyüklüğü şeklinde ifade edilmektedir. Bu nedenle bir firmanın sahiplik yapısı; halka açık veya kapalı, devlet veya özel sektör, yerli veya yabancı gibi farklı açılardan incelenmektedir. Firmaların sahiplik yapısı kurumsal yönetimin kilit noktası (Chiang ve Lin, 2007:768) ve en önemli unsurlarından birisi olarak görülmektedir. En önemli unsurlarından birisi olarak görülmesinin nedeni ise iyi bir kurumsal yönetimi firmalarda yatırımcıların yasal olarak korunmasının ve sahiplik yoğunlaşmasının uygun bir şekilde oluşturulmasıdır (Kıyılar ve Belen, 2006:95).

Berle ve Means’dan sonra sahiplik yapısı konusunda temel alınan bir diğer çalışma Demserz ve Lehn (1985) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmaya göre, bir firmanın sahiplik yapısı, en büyük beş pay sahibinin sahip olduğu pay oranları ve en büyük pay sahibinin pay oranı ile ölçülmektedir. Çalışmalarının temelinde firmanın yöneticisinin sahip olduğu pay senetleri yer almaktadır. Bu pay senetleri ile firmanın sahiplik yapısının ne ölçüde ve kimin elinde olduğu ortaya çıkmaktadır.

Genel anlamda sahiplik yapısı, bir firmanın vekalet maliyetinin kapsamını etkileyen başlıca kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olarak ifade edilmektedir. Karabıyık (2011) ise sahiplik yapısını, firmanın sermayesini sağlayanların kim veya kimler olduğu ve sağladığı sermayenin büyüklüğü şeklinde tanımlamaktadır. Demsetz ve Lehn (1985), sahiplik yapısının içselliğini ortaya koymaktadırlar. Çalışmalarına göre, sahiplik yapısı birbirinden bağımsız olan ve aralarında herhangi bir ilişki olmayan içsel faktörler ile belirlenmektedir. Tespit edilen bu içsel faktörler ise firmanın performansının ne yönde olduğunun belirlenmesinde etkili olmaktadır. İçsellik faktörleri ile belirlenen firma performansı için sahiplik yapısı ölçütleri önemliken sahiplik yapısı için firma performansı önemlidir (Demsetz ve Villalogan, 2001:216-217).

Bir firmada sahiplik yapısının aile, devlet ve yabancı gibi yapılarda olması farklı firma performanslarının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bunun nedeni, firmalarda var olan sahiplik yapısının; üretim miktarını ve üretim verimliliğini etkilemesidir (Gorritz ve Fumas, 1996:576). Örneğin, bir firmadaki özsermaye sahipliğinin büyük olması firmanın potansiyel maliyetini yükseltmektedir. Bu durum, büyük pay sahiplerinin yüksek riske maruz kalmasına neden olmaktadır. Bu nedenle firmanın performansını arttırmak isteyen pay sahipleri önemli kararlar alırken yalnızca kendileri için önemli olan riskleri değil toplam riski dikkate alan karlı kararlar alması gerekmektedir. Bununla birlikte bir firmadaki büyük sermaye sahipliği; o firmada bulunan azınlık pay sahipleri, çalışanları ve diğer paydaşlar için doğrudan bir maliyet oluşturabilmektedir (Gürsoy ve Aydoğan, 1998:2).

Kurumsal yönetim açısından sahiplik yapısını incelediğimizde, firmaların farklı sahiplik yapılarının, problemlere neden olduğu ortaya çıkmaktadır. Örneğin; şahıs firmaları ele alındığında, firma kaynaklarının varlıklarda etkin bir şekilde değerlendirilmediği gözlemlenmektedir. Birden çok pay sahibi olan firmalarda azınlık paydaşların korunması, vekalet maliyetlerinin azaltılamaması gibi sorunlar yaşandığı görülmektedir. Dağınık sahipliği olan firmalarda ise, gereğinden fazla yatırım yapılması ve büyüme rasyolarının çok yüksek olması gibi sorunları ortaya çıkarmaktadır. Bu gibi sorunlar, sahiplik yapıları farklı olan firmalarda farklı biçimlerde karşılaşılmaktadır. Bundan dolayı, firmaların bu problemleri çözerken kullandıkları kurumsal yönetim ölçütleri ve bu ölçütlerin sırası değişmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004:12).

Bir ülkedeki firmaların sahiplik yapısı nasıl farklı ise farklı ülkelerdeki firmalarında sahiplik yapıları farklılık göstermektedir. Farklı ülkelerdeki firmaların sahiplik yapıları incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelere sahiplik yapısı araştırmaları için çok elverişli bir ortamın var olmadığı görülmektedir. Elverişli ortamın yokluğunun ilk nedeni, gelişmekte olan ülkelere büyük çoğunluğunun piramit sahiplik yapısının olmasıdır. İkinci nedeni, gelişmekte olan piyasalarda genellikle pay sahibi ve alacakların yeterince korunamaması ve kötü hukuk düzenidir. Üçüncü nedeni ise, kurumsal denetlemenin gelişmiş ülkelere göre daha az yapılmasıdır (Lins, 2003:160). Bu ülkelerin kriz dönemlerindeki sahiplik yapılarını Lemmon ve Lins (2003) incelemiş ve kriz dönemlerinde ülkelerin piyasa değerlerinin dikkate alınmadığını tespit etmişlerdir. Ülkenin piyasa değeri yerine bu dönemlerde pay sahiplerinin değerlerindeki değişimler açıklanmakta ve sahiplik yapısı üzerindeki etkisi dikkate alınmaktadır. Ayrıca, kriz döneminde bu durum açıklanırken sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin gücünü test etmektedirler.

Ülke temelinde sahiplik yapısı incelendiğinde, Almanya, Belçika, Fransa, Hollanda, İsviçre ve İsveç gibi Avrupa ülkelerinde ve Doğu Asya ülkeleri ve Brezilya'da piramidal bir sahiplik yapısı olduğu tespit edilmektedir (Şamiloğlu ve Ünlü,

2010:66-67). ABD ve İngiltere'deki sahiplik yapısının ise daha az yoğunlaşmış ve daha güçlü yasal korumaya sahip olduğu ortaya çıkmıştır (Kıyılar ve Belen, 2006:95). Türk firmalarının sahiplik yapısı incelendiğinde firmaların yüksek derecede yoğunlaşmış sahiplik derecesine sahip olduğu görülmektedir (Yurtoğlu, 2000:200). Ülkemizdeki yoğunlaşmış sahiplik yapısının olmasının en büyük nedeni, firmaların yaklaşık %95'inin aile firması olmasıdır. Aile sahipliği olan firmalar, genellikle aynı aile veya bir grup aile tarafından yönetilen firmalar olarak nitelendirilebilir (Gürsoy ve Aydoğan, 1998:4). Başka bir ifadeyle, Türkiye'deki firmaların en büyük pay sahibi ve en büyük üç veya beş paydaşın pay senedi oranı çok yüksektir. Bu durum, ülkemizdeki firmalarda sahiplik yoğunlaşmasının ne kadar yüksek olduğunu ifade etmektedir.

4.8.1. Sahiplik Yapısını Etkileyen Kuvvetler

Genel anlamda tüm ülkelerdeki sahiplik yapısını etkileyen olası kuvvetler dört biçimde incelenmektedir. Bu dört kuvvet, firma değeri maksimizasyonu, kontrol potansiyeli, düzenleyici mekanizmalar ve firmanın ürettiği malın türünden oluşmaktadır. Bunlar Demsetz ve Lehn, (1985:1157-1162) şu şekilde açıklamaktadır.

4.8.1.1. Firma Değeri Maksimizasyonu

Ürün ve girdi piyasasındaki rekabet, sektörler arasındaki ve sektör içindeki firmanın büyüklüğüne göre değişebilmektedir. Bir firmanın değeri ne kadar yükselirse, sermayenin belirli bir kısmını elde tutma maliyeti o kadar yükselecektir. Ayrıca, büyük firmaların paydaşları, ortaklık paylarını ancak pay senedi fiyatları düştüğü zaman artırarak riskten kaçınmaktadır. Sermaye maliyetlerinin yüksek olması büyük firma ortaklarının sermaye içindeki paylarını yükseltmek konusunda küçük firma sahipleri kadar cesur davranmamaktadır. Bu ise, firmanın piyasa değerinin, sahiplik yapısındaki yoğunlaşma üzerinde negatif bir etkisinin olmasına neden olabilir. Diğer bir ifadeyle, sahiplik yoğunlaşması arttıkça piyasa değeri düşmekte, sahiplik yapısı dağınıklaştıkça piyasa değeri artmaktadır (Demsetz ve Lehn, 1985:1158).

4.8.1.2. Kontrol Potansiyeli

Kontrol potansiyeli, firmanın sahiplerinin, yöneticiler üzerindeki kontrolünü artırması sonucunda firma karında meydana gelen artışları ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, yöneticilerin firma ortakları tarafından daha fazla denetlenmesi sonucunda elde edilmesi beklenen potansiyel kardanır. Jarrell ve Bradley (1980) de, ortakların yöneticileri kontrol etmesinin bir maliyeti olacağını ifade etmişlerdir. Bu maliyetler daha sonra neredeyse bir yönetici denetleme vergisi haline gelmişlerdir. Bundan dolayı, yönetici kontrolünden elde edilecek faydanın, kontrolün maliyetini geçmemesi gerekmektedir (Demsetz ve Lehn, 1985:1159).

Kontrol potansiyelinin firmanın bulunduğu sektörün oynaklıkları ile ilgili de olduğu düşünülebilir. Firmanın pay senedi getirileri ve karlarının standart sapması bu oynaklığın bir ölçüsü olabilmektedir. Sürekli değişen kar oranına sahip olan bir firmanın muhtemelen daha az tahmin edilen bir sektörde çalıştığı ifade edilebilir. Bu gibi durumlarda, yöneticileri denetlemek zor olsa da bu denetlemenin firma karlılığı üzerinde etkisi daha yüksek olabilmektedir. Daha durağan sektörlerde ise, yoğunlaşmış sahiplik yapısı olan firmaların yöneticiler üzerindeki kontrolü hafifletmesi ortaklar açısından yararlı olacaktır (Demsetz ve Lehn, 1985:1160).

4.8.1.3. Düzenleyici Mekanizmalar

Sahiplik yapısını etkileyen üçüncü kuvvet düzenleyici mekanizmalardır. Düzenleyici mekanizmalar, firma ortaklarının seçeneklerini sınırlandırmaktadır. Bununla birlikte, firmanın denetlenmesini ve yönetimin disipline edilmesini sağlamaktadır. Bu durum, firma ortaklarının yöneticileri denetlemelerine duyulan ihtiyacı azaltmaktadır. Mekanizmaların bu etkisi, sahiplik yapısında yoğunlaşmayı azaltmada bir rol oynayabilmektedir (Demsetz ve Lehn, 1985:1161).

4.8.1.4. Bir Firmanın Ürettiği Malın Türü

Bir firmanın ürettiği malın türü, firmanın ürettiği malların türüne karar verebilme gücü olarak ifade edilmektedir. Büyük ortağın kendi kişisel tercihlerini ortaya koyabildiği sektörlerle örnek olarak profesyonel spor kulüpleri ve kitle iletişim araçları gösterilebilir. Bu gibi sektörler yapısı, sahiplerin kişisel tercihleri göre oluştuğundan dolayı sahiplik yoğunlaşması daha yüksektir. Ayrıca, firmanın tüketim hedefleri, sahiplerin özel beğenilerine göre yapıldığı için sahipler, yöneticilerin yönetim kararlarını etkilemektedirler. (Demsetz ve Lehn, 1985:1161-1162).

4.9. Sahiplik Yapısı Bileşenleri

Sahiplik yapısı ile ilgili literatürdeki teorik ve ampirik çalışmalar incelendiğinde firmanın temel kararları üzerinde etkisi olabilen iki bileşenden oluştuğu görülmektedir. Bu bileşenlerden ilki sahiplik yoğunlaşması, diğer ise sahiplik kimliğidir.

4.9.1. Sahiplik Yoğunlaşması

Sahiplik yoğunlaşması, bir diğer anlamıyla mülkiyet yoğunlaşması, firmaların büyüklüğüne, yasal ortamına, koruma düzeyine bağlı olarak ülkeden ülkeye farklılıklar gösterdiği için farklı şekillerde tanımlanmaktadır (Wallevik, 2009:11). Bu nedenle, sahiplik yoğunlaşması ile ilgili yerli ve yabancı çalışmalarda farklı tanımlar yapılmaktadır. Gürsoy (1998) sahiplik yoğunlaşmasını, bireylerin, kurumların veya ailelerin sahip olduğu payların dağılımı şeklinde ifade etmektedir. Sahiplik yoğunlaşması, firmanın pay senetlerinin büyük bir kısmının tek bir kişi ya da kişilerin elinde olması şeklinde tanımlanmaktadır (Gençtürk ve Usul, 2003:127). Yabancı araştırmacılar çalışmalarında sahiplik yoğunlaşmasını şu şekillerde tanımlamaktadırlar. Firmanın büyük yatırımcılarının, diğer yatırımcılar ve menfaat sahiplerine el koyması şeklinde ifade edilmektedir. Bu durum ise bazen firmalara önemli maliyetlere neden olabilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997:739). Ayrıca, sahiplik yoğunlaşması, büyük hissedarların birleşmesi ve büyük nakit akışı sağlamalarıyla ölçülebilmektedir (Pallathitta, 2005:17). Yapılan tanımlar sahiplik yoğunlaşmasının aslında firmanın sahiplik yapısının tek bir kişi veya kişilerde yoğunlaştığının göstergesidir. Buna göre, bir firmadaki hakim pay sahibinin azınlık yatırımcılara el koymasına izin verilmektedir. Bu durum büyük pay sahipleri diğer paydaşların çıkarlarını değil kendi çıkarlarını düşünmesine neden olmaktadır (Hu ve Izumida, 2008:73).

Dünyadaki sahiplik yoğunlaşması ile ilgili çalışmalar incelendiğinde yoğunlaşmanın üç şekilde ele alındığı görülmektedir. Birincisi, sahiplik yoğunlaşmasının aşırı bir düzenlemeye sahip olmasıdır. İkincisi La Porta vd.'nin (2000) ortaya koyduğu, sahiplik yoğunlaşması farklılıklarının yatırımcıları korumasıdır. Buna

göre, sahiplik yoğunlaşması yatırımcıların yetersiz korunmasına bir tepki olarak ortaya çıkmıştır. Üçüncüsü ise Easterbrook ve Fischel'in (1991) savundukları sahiplik yoğunlaşmasının doğru açıklanmasıdır.

Sahiplik yoğunlaşması fazla olması, kontrol ve sahiplik ayrımı ile ortaya çıkan vekalet sorununu ortadan kaldırırken, yeni çatışmaların oluşmasına neden olabilmektedir. Bunlardan ilki, Morck vd.'nin (1988) ifade ettiği gibi, holding idarecilerinin kontrol seviyelerinin artması ile firma sahibi yöneticiler iç ve dış kurumsal yönetim mekanizmalarını daha az uygulamalarıdır. İkincisi ise, vekalet sorununun ortadan kalkmasıyla çok firmalı büyük holdinglerin geleneksel yapıya dönüşümünün söz konusu olmasıdır (Pallathitta, 2005:18).

Sahiplik yoğunlaşmasının artmasının nedeni La Porta vd. (1998) tarafından yasal korumanın azalmasına bağlanmaktadır. Ayrıca, bu artışın iki sebebi olduğunu ifade etmektedirler. Bunlardan birincisi, pay sahipleri, yöneticileri denetlemek için daha fazla sermayeye sahip olmayı arzulamaktadır. İkincisi ise, yasal korumanın fazla olmaması nedeniyle küçük yatırımcıların, firmanın pay senetlerini çok aşağı değerden almak istemeleridir (Büyükkara, 2002:35). Ancak, firmanın yeterli bir güce sahip olabilmesi için yoğunlaşmış pay sahipleri, azınlık paydaşlar ve diğer ortakların çıkarları doğrultusunda hareket etmesi gerekmektedir (Yammeesri, 2003:28).

Bir firmanın sahiplik yapısının ne düzeyde olduğu, yönetici ve pay sahipleri arasındaki güç dağılımı ile ilgilidir (Yammeesri, 2003:27). Bu güç dağılımı sonucunda ortaya çıkan vekalet teorisi sahiplik yoğunlaşmasının daha etkin izlenmesine neden olmakta ve vekalet sorununu azaltmaktadır. Bu yüzden, sahiplik, kurumsal yönetim sisteminin en önemli bileşeni haline gelmiştir (Klein vd., 2005:772).

Genel çerçevede sahiplik yoğunlaşması tanımları incelendiğinde firmalara sağladıkları bazı avantajların ve dezavantajların olduğu görülmektedir. Firmalara sağladığı avantajlardan birincisi, kurumsal çeşitlendirmeyi önleyerek pay sahibi değerini artırmasıdır (Thomsen ve Pedersen, 2000:690). İkincisi, firmanın sahibi kendi karını düşündüğü için firmayı daha iyi korumasıdır (Yurtoğlu, 2000:218). Bu tarz firmalarda yönetici aynı zamanda en büyük pay sahibi olduğu için firmanın karlılığını arttırmak için kendi çıkarlarına göre yönetirler. Üçüncüsü, bu firmalar daha iyi denetlendiği ve yönetildiği için firma payları yüksek miktarda satılmaktadır. Dördüncüsü, firmanın alacaklıları için bir koruma sistemi sağlamasıdır (Büyükkara, 2002:36). Beşincisi, sahiplik yoğunlaşmasının vekalet sorunlarını azaltmak için kullanılan etkili bir yoldur (Huang ve Boateng, 2013:850). Altıncısı, kontrolün tek bir kişinin elinde olduğundan dolayı pazar başarısının artmasıdır (Gürsoy ve Akdoğan, 1998:2).

Bu avantajlarının yanında firmalarda ortaya çıkardığı bazı dezavantajlar bulunmaktadır. Bu dezavantajlardan ilki, sahiplik yoğunlaşmasının çeşitlendirme ve likidite olanaklarını azaltmasıdır. Özellikle aile firmalarında ve holdinglerde yoğunlaşma çok fazla olduğu için bu firmalarda çeşitlendirme aile tarafından arttırılmaktadır (Yurtoğlu, 2000:218). Bu durum ise, bütün pay sahiplerinin iyi yönetimden faydalanmamasına, çeşitlenmemiş bir portföye ve oluşan zarara sadece büyük paydaşların katlanmasına neden olmaktadır (Büyükkara, 2002:36). İkincisi, bu firmaların piramidal yapısı olduğundan dolayı, küçük hissedarların riskleri ile ilgilenmesidir. Başka bir ifadeyle azınlık hissedarlar bir firmada kendi yatırım getirileri ile ilgilenirken, piramidal yapıya sahip bir holding şirketinin tamamından ve üye firmalarda elde edilen faydalar üzerinde durulmaktadır (Yurtoğlu, 2000:218). Üçüncüsü ve son devavantajı, fazla yoğunlaşmış sahiplikte maliyetler ve faydalar aynı kişi

tarafından karşılanmaktadır. Bununla birlikte firma sahibi, firmada hile yapan kişinin maliyetine ve faydasına da tek başına katlanmaktadır.

Bir firmadaki sahiplik yoğunlaşması, yasal düzenlemeler ve ülkenin ekonomik şartlarına bağlı olarak da değişebilmektedir. Çünkü, halka açık olsun olmasın bir firmanın sahiplerinin ekonomik tercihleri, yönetimde bulunma ve aktif olma isteği, firmanın kurumsal yapısı, büyüklüğü, hukuki yapısı ve kuruluş şekli sahiplik yoğunlaşmasını etkilemektedir (Gençtürk, 2003:236). Sahiplik yoğunlaşmasının ülkelere ve firmalara göre değiştiği yerli ve yabancı birçok araştırmada ortaya konmaktadır.

Türkiye’deki firmaların çoğunun yoğunlaşmış sahiplik yapısına sahip olduğuna yapılan teorik ve ampirik çalışmalarda değinilmiştir. Örneğin; Gürsoy (2006), Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların çoğunun aile grupları tarafından kontrol edildiğini ifade etmiştir. Buradan çıkacak sonuç ise, Borsa İstanbul’a kayıtlı firmaların birçoğunda sahiplik yoğunlaşmasının çok fazla olduğudur. Borsa İstanbul’a kayıtlı firmalarıda özellikle yüksek özkaynaklı sahiplik yoğunlaşması olduğu ve sermaye piyasasında iyi organize oldukları görülmektedir (Gönenç, 2006:2).

4.9.2. Sahiplik Kimliği

Firmaların sahiplik yapısının belirlenmesinde sahiplik yoğunlaşması ile birlikte pay sahibinin kimliğinin de dikkate alınması gerekmektedir. Çünkü, sahiplik yoğunlaşması, sahiplik yapısının tüm özelliklerini kapsamaz, sadece pay sahiplerinin sahip olduğu payın dağılımı ile ilgilenir. Sahiplik kimliği ise, pay sahiplerinin kimler olduğunu ortaya koymakta (Gürsoy, 2001:48) ve sahipleri sınıflandırmaktadır. Bu ise sahiplik yapısının belirlenmesindeki etkinliği artırmaktadır.

Sahiplik kimliği, belirli kuruluşlar veya paydaşlar arasında hükümetin veya yabancıların ortalığının var olması şeklinde tanımlanmaktadır (Gürsoy ve Aydoğan, 1998:4). Başka bir ifadeyle, sahiplik yoğunlaşması aynı olan firma sahiplerinin kimlikleri, firmaların farklılaşmasına neden olmaktadır (Ayrıçay ve Kalkan, 2013:154-155). Örneğin; aile sahipliği, yabancı sahipliği ve devlet sahipliği gibi firmaların farklı sahiplik yapıları olabilmektedir.

Genel olarak baktığımızda, sahiplik yoğunlaşması ve sahiplik kimliğinin birlikte ele alınması, firmanın sahiplik yapısının daha ayrıntılı bir şekilde ortaya konmasını sağlamaktadır (Karakaya, 2004:18). Ayrıca, bu iki ölçütün firmanın performansı ve kaldırıcı üzerinde etkisi bulunmaktadır. Bu nedenle, bir firmanın sahiplik yapısı ile kaldırıcı arasında bir ilişkinin olduğu ifade edilmektedir (Toraman ve Okuyan, 2009:75).

Literatürde sahiplik kimliğinin kurumsal performans ve firma değeri üzerinde önemli etkisinin olduğu ifade eden çalışmalar bulunmaktadır (Agrawal ve Mandelker (1990); Xu ve Wang (1997), Gürsoy ve Aydoğan (1998); Wei, Xie ve Zhang (2005); Zeitun (2007)).

4.10. Firmaların Sahiplik Yapısı Varsayımları

Kurumsal yönetim mekanizmalarından sahiplik yapısı ile ilgili çalışma yapanlar belirli varsayımlardan yararlanmaktadır. Bu varsayımlar aşağıdaki gibi açıklanmaktadır (Öztürkçü, 2012:31):

- Yöneticilerin sahip olduğu sermaye payı oranının yüksek olması, yöneticilerin kendi amaçlarını tatmin etme güdüsünü ön plana çıkartmakta ve firmanın değerini etkileyebilmektedir (Jensen ve Meckling, 1976).
- Firmaya sermaye payı fazla olan büyük pay sahiplerinin firma yönetimine aktif ilgi göstermesi ve yönetimi denetlemesi beklenmektedir (Demsetz ve Lehn 1985; Shleifer ve Vishny 1986).
- Pay sahiplerinin nitelikleri, pay sahibi zenginliği maksimizasyonuna verilen önemi etkilemektedir (Shepherd 1989).
- Çeşitlendirilmiş bir portföye sahip olan pay sahibi firma riskinden etkilenmemektedir. Diğer yandan, pay senetlerinin tümünü tek bir firmaya yatıran pay sahipleri, düşük riskli firma stratejilerine yönelebilmektedir (Brealey ve Myers 1995).
- Firma pay senetlerinin likit olması, pay sahibinin firma yatırımlarındaki zaman tercihlerini etkileyebilmektedir.
- Borçlanmanın riskli olmasından dolayı, firma yöneticilerinin düşük ortaklık paylarına sahip olması durumunda yüksek oranlarda borçlanma gerçekleşirken, yöneticilerin ortaklık paylarının arttığı durumlarda borçlanma oranları düşmektedir.
- Sermaye yoğun firmalarda koordine olmanın maliyetleri diğer firmalara göre daha düşüktür (Coase, 1937)

Bu varsayımlar sahiplik yapısının firma performansını üzerindeki etkisini ne şekilde olabileceğini göstermektedir

4.11. Sahiplik Yapısını Belirleyen Sermaye Sahipliği Değişkenleri

Sahiplik yapısının belirlenmesinde kullanılan kavramlardan biri olan sahiplik yoğunlaşması daha önce bahsedildiği üzere firmanın pay sahiplerinin sahip olduğu sermayeyi ifade etmektedir. Yani sermaye yoğunluğunu göstermektedir. Sermaye yoğunluğu ise pay sahiplerinin firmanın yönetimi üzerindeki etkin gücünü ölçmeye yaramaktadır. Aynı zamanda, firmanın karar vericilerini belirlemede ve tek başına karar almada önemli olan bir kavramdır (Karayormuk, 2010:66).

Sermaye yoğunluğu değişkenleri ise, pay sahiplerinin firmanın toplam sermayesi içindeki payının ne kadar olduğu gösteren değişkenlerdir. Bu çerçevede sermaye yoğunluğunu değişkenleri, en büyük pay sahibinin oranı, en büyük üç pay sahibinin oranı, en büyük beş pay sahibinin oranı ve halka açıklık oranlarından oluşmaktadır. Bizim çalışmamızda sermaye piyasasındaki halka açılmış aile firmalarının en büyük sahiplik pay oranı ve halka açıklık oranları sahiplik yoğunluğu değişkenleri olarak kullanılmaktadır. Bu değişkenlerin kullanıldığı diğer çalışmalar ise Karakaya, (2004); Yurtoğlu, (2000); Toraman ve Okuyan, (2009); Bayrakdaroğlu, (2010); Karaca ve Ekşi, (2012); Aytekin ve İbiş, (2014); Önem ve Demir (2015)'in çalışmalarıdır. Bu çalışmaların bir kısmında kullanılan aile dışındaki pay sahiplerinin pay oranları bu çalışmada kullanılmamaktadır. Bunun nedeni, çalışmada analizi yapılan aile firmalarında, genellikle firmanın pay sahiplerinin tek bir aile olmasından ve pay senetlerinin genelde tek bir kişiye ait olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, bazı firmalarda aile dışında pay ortağının olmaması bu değişkenlerde eksik verilere neden olduğundan ampirik analizin tam anlamıyla yapılmamasına neden olmaktadır.

4.11.1. Ailenin En büyük Sahiplik Pay Oranı (ASO)

Sahiplik yapısını belirleyen sermaye sahipliği değişkenlerinden ailenin en büyük sahiplik pay oranı, bir firmada ailenin sahip olduğu en büyük pay senedinin toplam pay senedi içindeki payını ifade etmektedir. Türkiye’de Borsa ilgili yapılan çalışmalarda ise genellikle en büyük pay sahibinin pay oranı alınmıştır. Bunlar, Karakaya (2004), Gürsoy ve Aydoğan (2002); Önder (2000), Yurtoğlu (2000), Bayrakdaroğlu, (2010); Karayormuk (2010) Karaca ve Ekşi, (2012); Sayman, (2012); Aytekin ve İbiş, (2014); Önem ve Demir (2015) çalışmalarıdır.

4.11.2. Halka Açıklık Oranı (HAO)

Halka açık firmalar, anonim şirket statüsündedirler. Birden fazla ortağa sahip olan bu firmalar, sermaye piyasasına kayıtlı firmalardır. Söz konusu, firmalarda bazı ortaklar firmanın kontrolünü elinde tutacak kadar pay senedine sahipken bazıları küçük oranlarda pay senedine sahiptirler. Az miktarda paya sahip olan paydaşlar genellikle azınlık veya dağılık hissedarlar olarak nitelendirilmektedir. Halka açıklık oranı bu pay sahiplerinin oranını etkileyen önemli bir değişkendir (Karayormuk, 2010:67). Türkiye’deki sermaye sahipliği üzerine yapılan çalışmaların birçoğunda halka açıklık oranı dikkate alınmıştır (Karakaya (2004), Gürsoy ve Aydoğan (2002); Önder (2000), Yurtoğlu (2000), Bayrakdaroğlu, (2010); Karayormuk (2010) Karaca ve Ekşi, (2012); Sayman (2012); Aytekin ve İbiş, (2014); Önem ve Demir (2015); vd.). Bu çalışmaların geneline bakıldığında, sermaye yoğunlaşması ile halka açıklık oranı arasında ters bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmaktadır.

4.12. Sahiplik Yapısı ve Kontrol Ayrımı

Sahiplik yapısı ve kontrol ayrımına geçmeden önce kontrol kavramı veya bir firmadaki kontrol gücünün ne anlama geldiği açıklanmalıdır. Bir işletmede kontrol, elde edilmesi istenen hedefleri, başarılı olmak için yapılan işleri ve gelecekle ilgili planları hazırlayarak belirlenen faaliyetlerin işletme faaliyetleri ile uyumlaştırılmasını sağlayan sistemli süreçlerin tamamıdır. Genel anlamda kontrol ise, yöneticilerin bir işletme içinde yaptığı faaliyetlere ilişkin karşılaşacağı bir sonuçtur (Eren, 2009:339). Bir firmadaki pay sahibinin kontrol gücü, doğrudan ve dolaylı oy hakkı ile ölçülmektedir. Pay sahibi kendi adına olan pay senetlerinden direkt oy hakkına sahiptir. Bir firmanın diğer bir firma üzerinde oy hakkına sahip olması ve pay sahibinin birinci firmada bulunan oy hakkına dayanarak ikinci firmadan dolaylı olarak kontrol sağlaması nedeniyle dolaylı pay hakkına sahiptir. İki veya daha fazla pay sahibinin aynı şartlara sahip olması durumunda ise, firmada en büyük oy payı bulunan paydaşın kontrol gücüne sahip olduğu düşünülmektedir (Büyükkara, 2002:39).

Firmalarda gerçek anlamda mülkiyet gösteren sahiplik hakkı ile firma faaliyetlerini etkileme gücü olan kontrol hakkı bazı durumlarda eşit iken, bazı durumlarda birbirinden farklılaşmaktadır. Sahiplik ve kontrolün eşit olması durumunda, firma pay sahipleri, sahiplik payı ile yönetimde dengeli bir güce sahip olmaktadırlar. Pay senetlerinin ihracının; holding ve piramit yapıdaki firmalarda olması durumunda ise sahiplik ve kontrol hakları birbirinden ayrılmaktadır. Böyle durumlarda, bazı paydaşlara sahiplik düzeyinden daha fazla yönetim ve kontrol hakkı verilmektedir. Bu da firmadaki çıkar gruplarının menfaatlerinin çatışması, pay sahiplerinin yönetime katılmasında

adaletsizliğe ve kurumsal yönetim ilkelerinden ayrılmasına neden olmaktadır (Yılgör ve Yücel, 2010:54).

Sahiplik ve kontrol ayrımı olarak adlandırılan basit temsilcilik bakış açısı kurumsal yönetim olarak ifade edilmekte (Shleifer ve Vishny, 1997:738), bu durumda sahiplik ve kontrol yapısı kurumsal yönetimin alt kümesini oluşturmaktadır. Kurumsal yönetimin alt kümelerinden olan sahiplik ve kontrol yapısı, yöneticilerin finansal seçimler ile firmanın değerlerini maksimum yapmak için bir izleme mekanizması kurarak vekalet sorununu azaltmaktadır. Yöneticiler firmada bir izleme mekanizması kurularak vade yapılarındaki uygunsuzluğu ortadan kaldıracılabilmektedir (Arslan ve Karan, 2006:313). Diğer bir ifadeyle, kurumsal yönetim ile ortaya çıkan sahiplik ve kontrol ayrımı gerçeği ve bu ayrımın yöneticiler, yatırımcılar ve kredi verenler arasında yarattığı çıkar farklılaşması ve asimetrik bilgi sonucunda ortaya çıkan vekalet sorunu ve bu sorunun ortaya çıkardığı maliyetleri azaltmak amaçlanmaktadır (Kıyılar ve Belen, 2006:91).

Bir firmada sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrımı kurumsal yönetime geçişte en çok dikkate alınan konulardan biridir. Özellikle halka açık firmalarda sahiplik ve kontrol ayrımının daha çok gerçekleştiği görülmektedir. Bu ayrım ile pay sahibi ve yöneticisi farklı kişiler olarak firmada yer alırlar. Ancak, uygulama aşamasına geçildiğinde özellikle halka açık aile firmalarında çok fazla gerçekleştirilemediği görülmektedir. Sahiplik ve kontrol ayrımının doğru bir şekilde gerçekleşmemesi durumu ise vekalet sorununun ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Düzgün bir şekilde ayrım yapılamaması, ayrıca, pay sahipleri ve kurumsal performans arasında ters korelasyona neden olabilmektedir (Kapopoulos ve Lazaretou, 2007:144). Halka kapalı firmalarda ise genelde bu ayrım yapılmadığından vekalet sorunları görülmemektedir. Çünkü, bu firmaların genel yapıları gereği sahibi ve yöneticileri aynı kişilerdir.

Jensen ve Meckling (1976), firmaların sahiplik yapısı ve kontrolünün kurumsal yönetim çerçevesi ayrıldığı zaman çıkar çatışmasının ve vekalet sorununun doğacağını ifade etmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamadan yapılan sahiplik ve kontrol ayrımı, vekil ve paydaşların çıkarlarının farklılaşmasına, vekilin pay sahiplerinin hedeflerinden saparak kendi hedeflerine yönelik çalışmasına neden olmaktadır. Böyle bir durum ise firma için tehlike arz etmektedir. Tehlikeyi azaltmak için pay sahiplerinin, doğrudan kontrol gücü azaltılarak; yönetim kurulu, ödül ve denetim komitesi gibi firmayı dolaylı yoldan kontrol edebilecek kontrol araçları kullanılmalıdır (Gürbüz ve Ergincan, 2004:13). Gönenç (2006)'e göre; firmaların yoğunlaşmış pay sahipliği kontrol pay sahipleri ve azınlık pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmaları azaltarak, sahiplik ve kontrol arasındaki ayrım nedeniyle doğan vekalet sorunları azaltılabilmektedir.

Sahiplik ve kontrolün kesin ayrım çizgisinde beş ana tür kontrol olduğu ifade edilmektedir (Means, 1931:72-87):

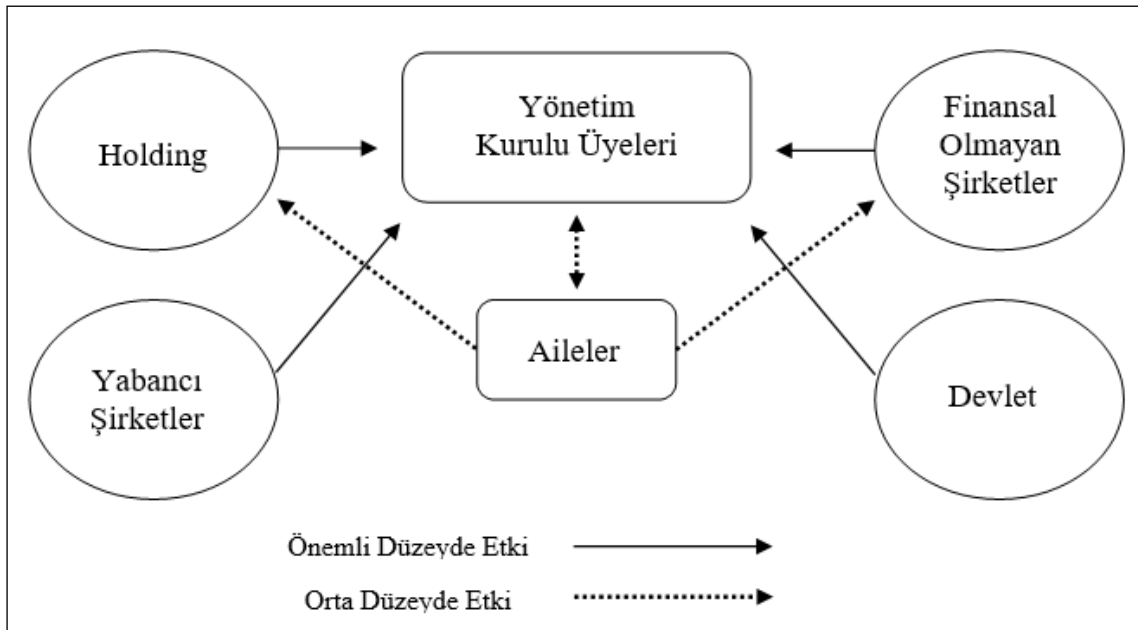
- 1) *Özel sahiplikli firmalar*: Genellikle özel firmalar uygulamaktadır. Bu firmalarda iştirakler ve tüm pay senetleri tek bir bireyin veya küçük bir grubun kontrolü altındadır ve firmanın sahibinin yasal gücü vardır. Ayrıca, seçme ve yönetimde hakim bir pozisyona sahiptir. Başka bir ifade ile, tam sahiplikle kontrol; bir işletmede sahipliğin ve kontrolün tek bir elden yürütülmesi olarak ifade edilmektedir.
- 2) *Çoğunluğun kontrolündeki firmalar*: Sahiplik ve kontrol ayrımının ilk adımı olarak dolaşımdaki pay senetlerinin çoğuna küçük bir grubun veya bir kişinin

sahip olmasıdır. Bu kontrol türünde azınlıklar pay sahipleri toplantılarda çoğunluğun kontrol gücünü bir parçada olsa sınırlandırabilmektedir.

- 3) *Yasal araçlar tarafından kontrol edilen firmalar:* Bu kontrol türünde, çoğunluğun sahipliği olmadan da firma kontrol edilebilmektedir. Bu kontrol yapısına en iyi örnek piramit firma yapısıdır. Piramid yapıda en üst yönetici olan holding sahibinin en alt kademede yer alan firmayı kontrol edebilmesidir. Ayrıca, firmanın sahibinin bu firmaya yapacağı yatırımları azaltmaktadır. Bir diğer yasal gereç ise oydan yoksun pay senetleridir. Oydan yoksun pay senedinde firmanın sahibinin daha az pay senedi olmasına rağmen firmanın üzerindeki kontrolü devam ederken, yabancı pay sahiplerinin firma üzerinde herhangi bir kontrolü söz konusu değildir.
- 4) *Azınlığın kontrolündeki firmalar:* Bireysel veya küçük grupların paylarının, bir firmada hakim bir konumda olması için yeterli azınlık payına sahip olmasıdır. Başka bir ifadeyle, azınlık pay sahiplerinin, dağılmış sahiplerden firma kontrolünü elde edecek kadar vekalet alarak firmanın kontrolünü ele geçirme yoluna gitmeleridir.
- 5) *Yönetimin kontrolündeki firmalar:* Sahipliğin çok yaygın olduğu bireysel veya küçük grupların bile firmayı kontrol edebilecek büyüklüğü sahip olamamasıdır. Dağıtılmış sahiplik kontrolünün olduğu gibi yönetim kontrolünde pay senedinin sahibi, firmaya oy hakkını yönetmek için belirlediği bir vekilini yönetim komitesine transfer etmektedir. Bu durumda, firmanın kontrolü bu komiteyi seçen pay sahipleri tarafından ele geçirilmiş olur. Pay senetlerinin yaygın olarak dağıtıldığı bu tür kontrol, nispeten diğerlerine göre daha güvenlidir. Ancak, böyle durumlarda yönetim dışındaki bir grup kontrolü ele geçirmek isteyebilir.

Sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerdeki firmalar incelendiğinde, çoğunlukla dağınık sahiplik yapısına sahip oldukları görülmektedir. Dağınık sahiplik yapısına sahip bir firmanın ise sahiplik ve kontrol ayrımı diğer firmalara göre daha fazladır. Modern firmalarda bu ayrımın yaşanmasının üç nedeni bulunmaktadır. Birincisi, gelişmiş bir sermaye piyasasında yer alan firmanın pay sahipleri, oldukça düşük işlem maliyetleri ile firmalar arasındaki yatırımlarını değiştirebilmektedirler. Başka bir ifade ile, portföy teorisi ile firmalar yatırımlarını çeşitlendirilmekte ve böylece bir firmanın faaliyetlerine bağlı kalınmamaktadır. İkincisi, firmayı yönetmek veya kontrol etmek konusunda özel yeteneğe ve bilgiye sahip vekiller firmanın performansına bağlı olarak uygun bir bedel karşılığında insan sermayesi kiralayabilmektedir. Üçüncü ise, dağınık pay sahipleri, firmayı yönetmekte veya kontrol etmekte herhangi bir görev almazlar sadece vekiller; yönetim veya denetim kararlarında görev yapmaktadırlar (Li, 2010:7). Modern firmalar dışında birçok ülkede piyasada önemli paya sahip olan aile firmalarında; aile sahipliği ve kontrolün bir arada olması firma başarısında düşmeye neden olmaktadır. Bu firmaların başarısı azalsa da aile etkisinden dolayı diğer firmalara göre rekabet avantajı sağlayabilmektedirler (Anderson ve Reeb, 2003:1305).

Türkiye'deki firmalarda sahiplik ve kontrol ayrımının yapılamadığı görülmektedir. Bunun en büyük nedeni, firmaların %95'nin aile firması olarak faaliyet göstermesidir. Aşağıdaki Şekil 4.3'de Türkiye'deki aile firmaların nihai sahiplik ve kontrol yapıları özetlenmektedir (Kula, 2006:167).



Şekil 4.3. Türkiye’deki Aile Firmalarının Sahiplik ve Kontrol Ayrımı (Kula, 2007:167)

Şekil 4.3’de görüldüğü gibi Türkiye’de aile firmaları, doğrudan ve holding firmaları aracılığıyla yönetim kurulunda söz sahibi olmaktadırlar. Yabancı firmalar, devlet ve finansal olmayan firmalar orta düzeyde yönetimde söz sahibi iken aile üyeleri çok yüksek düzeyde yönetim kurulunda söz sahibi olmaktadır. Holding firmalarının ise piramidal yapılarından dolayı hem ana firmada hem de diğer firmalarının yönetim kurulunda büyük oranda söz sahibi oldukları görülmektedir.

4.13. Sermaye Sahiplik Türleri

Sermaye kavramı birebir eş anlamlı olmasa da bir firmanın bilançosundaki özsermaye kavramı ile aynı anlamda kullanılmaktadır. Sermayenin özsermayeden farkı, sermaye, pay sahiplerinin parasal değeri ile birlikte parasal olmayan değerlerini de kapsamaktadır (Öztürkçü, 2012:30). Bu sermayeye sahip olan kişi veya kurum tüm firmanın kontrolünü elde tutmak istemektedir.

Genel anlamda tüm dünyadaki firmalar incelendiğinde birçoğunun tek bir aileden veya akrabalarından oluştuğu görülmektedir. Bu tarz firmalara aile sahipliği olan firmalar denilmektedir. Bazı firmaların ise sermayesi çoğu devlet veya yabancı ortağa ait olduğu için bu firmalar devlet veya yabancı sahipliği olan firmalar olarak adlandırılırlar. Bir takım firmada ise firmanın kontrolünü sağlayan hakim bir pay sahibi olmadığı için bu firmalar dağınık sahipliği olan firmalar olarak isimlendirilir.

Bu bölümde firma kontrolünü elinde tutan sermaye sahiplerinin türlerinin neler olduğu ayrıntılı olarak açıklanmaktadır.

4.13.1. Aile Sahipliği

Firmadaki pay senetlerinin çok büyük bir oranının bir ailenin kontrolünde olması aile sahipliği olarak adlandırılmaktadır. Genellikle holding firmaları içinde temsil edilmektedir. Bu tarz firmalarda sahiplik ve kontrolün bir aileye ait olduğundan dolayı firmanın sahipleri ve yöneticileri genellikle o aile içinden birileridir.

Aile firmalarının yönetim yapısı ise halka açık diğer firmalardan farklıdır. Farklılığın nedeni ise, firmaların farklı sahiplik yapısının olmasıdır. Bu sahiplik yapısı, kontrole odaklanmakta ve yönetimde daha çok aracılık sağlamaktadır (Karabıyık, 2011:101).

Aile üyelerinin firma varlıkları üzerinde belirli bir kontrol hakkına ve firmanın organizasyonlarında karar alma süreçleri üzerinde hak sahibi olmalarından dolayı sahiplikleri vardır. Bir ailede sahiplik ve kontrolün birleşmesi yönetimde değişmeyen sorunlara neden olduğundan firma sahibi olan lidere aşırı görev yüklenmektedir. Ayrıca, aile sahipliği, borç ve yönetim kurulu birleşimi gibi kontrol mekanizmaları ile etkileşim içindedir (Reyne ve Encalada, 2012:109).

Aile sahipliği olan firmalarda, müteşebbüs, yönetici ve firmanın sahibi aynı kişi veya kişilerdir. Genellikle bu firmalarda pay sahipleri riskten kaçınmakta ve firmanın kontrolünü kaybetmek istememektedir (Thomsen ve Pedersen, 2000:693). Maury (2006), aile sahipliğinde firmanın üst yönetiminin pay sahiplerinden oluşmasının pay sahibi ve yönetici arasında görülen çıkar çatışmasını azaltarak vekalet sorununu düşüreceğini ifade etmektedir.

Firmaların aile sahiplik yapısına sahip olmasının bazı avantajlar ve dezavantajlar bulunmaktadır. Öncelikle aile firmalarının, firma performansı aile dışı firmalara göre daha güçlüdür. Kurucu aile üyeleri var olduğu için muhasebe ve pazar performansı aile dışı firmalara göre önemli ölçüde daha iyidir. Yapılan bazı çalışmalarda, aile firmasının belli bir süre firma performansını artırdığı bir süre sonra ise performansı olumsuz yönde etkilediği ifade edilmektedir (Anderson ve Reeb, 2003:1303). Sermayenin bir ailenin elinde olması firmalara birçok avantaj sağlarken bazı dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Özellikle firmada yetenekli ve işi bilen bir yöneticinin olmaması durumunda firma performansı olumsuz etkilenecek ve bu durum sahiplik yoğunlaşmasında sorunlara neden olacaktır. Bununla birlikte, profesyonel olmayan firma yöneticilerinin yaptığı verimsiz yatırımlar firma ekonomisinin küçülmesine neden olacaktır. Aile sahipliği sonucunda ortaya çıkan olumsuzlukları ortadan kaldırmak için kontrol kullanım mekanizmalarının güçlendirilmesi veya aile sahipliğinden vazgeçilmesi gerekmektedir (King ve Santor, 2007:4). Literatürde, aile sahipliği ve kontrolün performansı negatif etkilediği savunulmasına rağmen, aile etkisi bir firmaya rekabet avantajı da sağlamaktadır. Yönetim kararları verilirken, aile sahipliği ve firmanın kompleks yapısı ile tutarlı bir planlamanın yapılması gerekmektedir (Giovannini, 2010:13).

Ülke bazında firmalar incelendiğine ABD'deki firmalardan, aile sahiplik yapısına sahip firmaların diğer firmalara göre daha az karlı veya daha az verimli olduğu görülmektedir. Aile firmaları genellikle yetenekli kişileri dikkate almayarak, yöneticilik pozisyonunu aile üyelerini getirmesi, firma rekabeti için bir dezavantaj oluşturmaktadır. Bu durum ise, aile firmalarında, aile sahipliği ve performansı arasında negatif bir ilişkinin olduğuna işaret etmektedir (Giovannini, 2010:13). Ancak, bazı çalışmalarda aile sahipliği olan firmaların, olmayan firmalara göre daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. Başka bir ifade ile aile sahipliği ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu ifade edilmektedir (Gorris ve Fumas (1996); Anderson Reeb (2003); Ganguli ve Agrawal (2009); Zeitun (2009)). Özellikle aile sahipliği ile finansal performans göstergesi olan ROA arasında ilişki birçok çalışmada pozitif yönde olarak bulunmuştur (Anderson ve Reeb (2003); İbrahim ve Samad (2011); Yammeesri (2003); Haniffa ve Hudaib (2006)). Yapılan bazı çalışmalara göre ise aile sahipliğinin, finansal performansı arttırmadığı tespit edilmiştir (Filatotchev vd. (2005)).

4.13.2. Yönetici Sahipliği

Bir firmadaki pay senetlerinden paya sahip olan kişilerin, vekalet maliyetlerini en aza indirmek için firmada yönetici olarak görev yapması yönetici sahipliği olarak adlandırılmaktadır. Jensen ve Meckling (1976), yönetim sahipliğinin, yönetici ve firma sahibi arasındaki vekalet çatışmalarının azalttığını düşünmektedirler. Çünkü, firmanın paylarının büyük bir bölümüne sahip bir yönetici, firmanın başarısını sağlamak için iş performansını maksimuma yükseltmek isteyecektir. Ayrıca, daha az yoğunlaşmanın olduğu firmalarda yöneticinin, sahiplik ayrımı daha fazla yaşanmaktadır (Önder, 2003:184).

Yönetici sahipliği, firmanın sahibi olan kişilerin yöneticileri firmaya ortak ederek, yöneticinin kendi çıkarlarını firmanın çıkarlarından üstün tutmasını engellemek ve pay sahiplerinin çıkarları ile uyumlu hale gelmesine yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte yönetici, ortaya konulan etkinlikler için daha fazla gayret göstermekte ve yöneticinin firma kaynaklarını hesabına geçirmeme olasılığı artmaktadır. Ayrıca, yönetici kendi çıkarları için firma/pay sahibi değerini maksimum yapmaya çalışmaktadır (Hu ve Izumida, 2008:73). Bir başka ifadeyle, yönetici sahipliği, firmanın yönetiminde olan kişiye verilen teşvik ve ücretleri, firmanın satın alımları, borçluluk oranları ve yöneticinin pay oranı varsa onu etkilemektedir.

Yönetici sahipliği olan firmaların performansları incelendiğinde genellikle diğer firmalara göre daha iyi performans olduğu görülmektedir. Bu yönde yapılan yerli ve yabancı literatür çalışmaları da bu sonucu desteklemektedir. Yönetici sahipliği ve kurumsal performans arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını destekleyen çalışmalarda elde edilen sonuçlar şu şekildedir: Agrawal ve Knoeber (1996) yönetici sahipliği ve performans ilişkisinin vekalet teorisi tahmini ile tutarlı olduğuna, Chiang (2005) ise, yönetici sahipliğinin, kurumsal performansla ilişkisinin negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Han ve Suk (1998), yönetici sahipliğinin kurumsal performansta aşırı bir artışa neden olduğu açıklamaktadır. Sahipliğin, kurumsal performansa kötü yönde etkilediği Ghazali (2010) tarafından ortaya konmaktadır. Morck vd (1988), yönetim sahipliği ve ortalama Tobin-Q arasında parçalı doğrusal bir ilişki olduğunu tahmin etmektedir. Bu ilişki sonucunda ise yönetim sahipliğindeki bir artış Tobin-Q'yu önce arttırmakta daha sonra azaltmaktadır. Buna göre, firma değeri yönetim sahipliğini %5 ile %25 arasında etkilemektedir (Chiang ve Lin, 2007:769). Genel anlamda bakıldığında ise, çalışmalardan elde edilen sonuçlar şu şekildedir; yönetici sahipliği ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamayan Himmelberg vd. (1999); Ünlü vd., (2011)'dir. Yönetici sahipliği ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit eden çalışmalar; Mehran (1995); Cole ve Mehran (1998); Demsetz ve Villalonga (2001); Mandacı ve Gümüş (2010) çalışmalarıdır. Yönetici sahipliği ve firma performansı arasında negatif bir ilişki tespit edenler ise (Jarrell ve Poulsen (1988), Slovin ve Sushka (1996)) iken doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını Morck vd. (1988), McConnell ve Servaes (1990) tarafından açıklanmaktadır.

4.13.3. Yabancı Sahipliği

Gelişmekte olan ülkeler için en önemli finansman kaynaklarından biri doğrudan yabancı sermaye yatırımı girişidir. Ülke için geçerli olan bu durum firmalar içinde geçerlidir. Firmalara dışarıdan yapılan yatırımlar önemli bir sermaye kaynağı olarak görülmektedir. Bir firmada çok fazla yabancı hissedar mevcut ise bu firma güvenli bir

firma olarak ifade edilmektedir. Bu durum ise, firmanın değerlendirilmesine katkıda bulunmaktadır.

Yabancı yatırımcıların fazla olduğu firmalar yabancı sahiplik yapısına sahip firmalar olarak adlandırılır ve bir ortak teşebbüsün doğrudan yatırımı sonucunda ortaya çıkar. Bir firmanın yabancı sahiplik yapısına sahip olabilmesi için firmadaki portföy yatırımının %5'in üzerinde olması gerekmektedir. Çünkü, portföy yatırımı %5 altında olan yabancı yatırımcıları izlemek zordur. Bu durumda, olan yabancı pay sahipleri, firmadaki kurumsal kararların alınmasında yer alamamaktadır (Gürsoy ve Aydoğan, 1998:3). Bu nedenle %5'in altında portföy yatırımı olan yabancı yatırımcılar dağınık sahiplik yapısı içinde yer almaktadırlar.

Firma performansı açısından bakıldığında yabancı sahiplik yapısına sahip olan bir firmanın performansının diğer firmaların performansına göre daha yüksek olduğu söylenebilmektedir. Konuyla ilgili çalışmalar incelendiğinde yabancı sahipliği ve firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin varlığı desteklenmektedir (Akimova ve Schwadivover (2004); Büyükkara (2002); Filattotchev vd. (2005); Aydın, vd. (2007); Bilyk, (2009); Gürbüz ve Aybars (2010); Ghazali (2010); Tornyeva ve Wereko (2012)). Yapılan bu çalışmalar ile ortaya çıkan sonuç yabancı yatırımcıların bir ülkedeki yerli firmaların başarısını arttırdığıdır.

Bir yatırımcının başka bir ülkedeki firmaya yatırım yapması o ülkedeki firmanın finansal tabloların şeffaflığı ve açıklığını göstermektedir. Bu durum ise ülkedeki firmaların kurumsal yönetime uyumunun bir göstergesidir. Gugler (1998), Avusturya'daki finansal olmayan firmaların, firma verimliliği ve sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi test ederek firmalardaki yabancı sahiplik yapısının firma karlılığını arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. Blomstrom ve Sjoholm (1999), çalışmalarında firma verimliliğinin sağlanmasında yabancı sahipliğin önemli bir etkisinin olduğunu bulgulamışlardır (Blomstrom ve Shoholm, 1999:10). Bai vd (2004), yabancı yatırımcıların pay ihraç ettiklerinde bu durumun piyasa değerini olumlu etkilediğini ifade etmektedir (Bai, vd., 2004:613).

Yabancı sahiplik yapısı Türkiye'de Gündüz ve Tatoğlu (2003); Gürbüz ve Aybars (2010) tarafından araştırılmıştır. Gündüz ve Tatoğlu (2003), Türkiye'deki yabancıların sahip oldukları 202 firmanın karlılıklarının yerli firmaların karlılığına göre daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Gürbüz ve Aybars (2010), yabancı sahipliğin firma performansına etkisini araştırmıştır. Analiz bulguları, sahiplik yapısında belli bir oranda yabancı sahipliğin bulunduğu firmaların karlılığının arttığı sonucu elde edilmiştir.

Firmalarda yabancı sahipliğin firma performansını artırmasının nedenleri iki şekilde açıklanmaktadır. Bunlardan birincisi, firmayı denetleme ve izleme konusunda sağlam firma olmaları ve teşebbüslere önem verip teşvikler sağlamalarıdır. İkinci nedeni ise, faaliyet masraflarında tasarruflar sağlayan yabancı firmalar tarafından yeni teknolojilerin transferinin gerçekleşmesidir (Aydın vd.,2007:109).

4.13.4. Devlet Sahipliği

Devlet sahipliği, bir firmanın sahibinin veya ortağının devlet olması anlamına gelmektedir. Bir firmanın sahibinin devlet olabilmesi için, firmanın sermayesinin %50'den fazlasının devlete ait olması gerekmektedir. Bu firmalarda genellikle kontrol devletin elindedir ve kar amacı olmayan bir görüntüye sahiptir.

Devlet firmalarındaki sahiplik, nakit akış haklarının ve zararlı amaçların olmadığı kontrol yoğunlaşmasına bir örnek olarak ifade edilmektedir. Bu açıdan

bakıldığında, devlete ait firmaların verimsizliği beklenmeyen bir durum değildir (Shleifer ve Vishny, 1997:768). Devlet firmalarında yaşanan verimsizlikler ve kamu bütçeleri üzerinde yaptıkları baskı son 20 yıldır özelleştirmelerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yapılan özelleştirme ile firmalar daha iyi performans elde etmektedirler. Bu nedenle ülkemizde 2000’li yılların başından beri çok sayıda devlet firması özelleştirme kapsamına alınmıştır.

Özelleştirmenin yapıldığı kuruluşların önemi göz önüne alındığında, devletin bu firmaları yakından izlenmesi ve faaliyetlerinin denetlemesi beklenmektedir. Devletin özelleştirme hedefleri ile bu firmaların başarılarının devamlılığı sağlanmış olacaktır. Böylece, hükümete ait olan firmalar, diğerlerinden daha iyi performans göstermesi daha olası bir durum olmaktadır. Devlet sahipliği ve kurumsal performans arasındaki ilişkiyi araştıran birçok ampirik çalışmaya rastlanmaktadır. Yapılan çalışmalardan; Hovey vd. (2003), Çin’de devlet sahipliğinin kurumsal performansı açıklama gücüne sahip olmadığı sonucu ulaşılmıştır. Ayrıca, Bai vd. (2004) yılında, büyük pay sahibinin devlet olduğu firmalarda, piyasa değerlemesinde devlet müdahalesiyle performans arasındaki anlamlılık derecesinin düşük olduğu ve kötü performansla neden olduğu ifade etmektedirler. Zeitun (2009) çalışmasında bu sonucu destekleyerek devlet sahipliğinin muhasebe temelli performans değişkenlerini azalttığını ifade etmektedir. Ancak, Ang ve Ding (2006) yılındaki çalışmalarında hükümet ile bağlantılı firmaların, diğer firmalara göre daha yüksek pazar değerine sahip olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar. Genel olarak baktığımızda ise, devlete ait firmalar, hükümet tarafından sürekli izlenmesinden dolayı, devlet sahipliği ve kurumsal performans arasında pozitif bir ilişkinin var olduğu söylenebilmektedir (Ghazali, 2010:212).

Devlet sahiplik yapısının olduğu firmaların, diğer firmalara göre bazı olumlu ve olumsuz yönleri bulunmaktadır. Bu firmaların olumsuz yönlerinden ilki, diğerlerine göre daha düşük riske sahip olmalarıdır. Olumsuz yönlerinden ikincisi ise daha düşük firma performansının olmasıdır (Gürsoy ve Aydoğan, 1998:3). Bu firmaların olumlu yönleri ise sermaye maliyetinin, kredi veya likiditesinin diğer firmalara göre nispeten daha avantajlı olmasıdır (Thomsen ve Pedersen, 2000:694).

4.13.5. Dağınık Sahiplik

Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarındaki halka açık firmaların, sahiplik yapıları dağınıktır ve dağınık sermayeli sahiplik yapısı olarak ifade edilmektedir. Bu tarz firmalarda pay sahibi olan kişiler ise herhangi bir grup veya topluluğa bağlı değildirler.

Dağınık sahipliğin tanımı, La Porta vd. (1999) tarafından şu şekilde yapılmıştır: firmalarda hiçbir pay sahibinin %10’dan fazla oy hakkına sahip olmamasıdır. Ceylan ve Korkmaz (2008) dağınık sahipliği firmanın yönetiminin ve kontrolünün tek bir elde toplanmadığı, birden fazla pay sahibi grubunun yer aldığı sahiplik çeşidi olarak açıklamaktadır. Bu firmalarda çok büyük oranda pay senedine sahip olan kişiler olmadığı içinde firma yönetimi, pay sahipleri adına genel kurul tarafından yetkilendirilmiş profesyonel yöneticiler tarafından yapılmaktadır. Bundan dolayı, bu yapıdaki firmaların genel kurulları belirleyicidir ve genel kurulda yetki alan kişi ya da kişiler firmanın en yetkili kişisi olarak nitelendirilmektedir (Karayormuk, 2010:55).

Firmayı yöneten bu profesyonel yöneticiler, firmanın kaynaklarını ve varlıklarını kullanırken bazen pay sahiplerinin servetini ve karını arttırmak için uğraşmamaktadır. Başka bir ifade ile, kurumsal kaynakları kullanırken pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket etmediği durumlar olabilmektedir. Bu nedenle, dağınık sahiplik

yapısına sahip bir firmanın kurumsal kaynaklarını geliştirebilmesi gerekmektedir (Ganguli ve Agrawal, 2009:37). Dağınık sahiplik yapısına sahip firmaların sağladığı birçok avantaj ve dezavantaj bulunmaktadır.

Dağınık sahiplik yapısının sağladığı en büyük avantajı likit bir sermaye piyasasının oluşmasına olanak sağlamasıdır (Deloitte, 2006:3). Ayrıca, bu sahiplik yapısında borç/özsermaye oranları yüksektir. Likit bir sermayesinin ve yüksek borç/özsermaye oranının olması firmanın kaynak sağlama problemi yaşamadığının ve daha rahat bir şekilde maddi duran varlıklara yatırım yapabildiğinin göstergesidir. Bu yapıdaki firmaların bir diğer avantajı ise uzmanlaşmanın yüksek olmasından dolayı varlık çeşitliliğinin fazla olmasıdır (Güngör, 2012:14).

Bu yapının dezavantajı ise, firmaya payları ve çıkarları küçük olan pay sahiplerinin, profesyonel yöneticilerin faaliyetlerini yeterince denetleme arzusu veya gücüne sahip olmayışdır. Bu durum, yöneticinin firmayı yönlendirmede fazla güce sahip olmasına neden olmakta, bu gücü kendi kişisel çıkarları doğrultusunda kullanması gibi bir riski bulunmaktadır (Deloitte, 2006:3). Dağınık sahiplik yapısının dezavantajlarından bir diğer ise maliyetlerinin bulunmasıdır. Bu maliyetlerin başında işlem maliyeti, yöneticiyi takip maliyeti gelmektedir. Yönetici takip maliyeti, firmayı yöneten profesyonel yöneticilerin kendi menfaatlerine göre karar almasını engellemek için pay sahiplerinin yaptığı takip sonucu oluşmaktadır. Bu nedenle, dağınık pay sahiplerinin olduğu firmalarda yöneticileri pay sahipleri lehine hareket etmeye teşvik edecek mekanizmalara ihtiyaç duyulmaktadır. Dağınık sahiplik yapısının maliyetlerinden birisi de vekalet maliyetidir. Profesyonel yönetici ve pay sahibi arasındaki vekalet sorunu sonucunda ortaya çıkan maliyetlerdir. Bu maliyetlerin yanında dağınık sahiplik maliyetlerinden bir diğeri de yöneticileri işe alma ve işten çıkarma maliyetlerdir (Öztürkçü, 2012:36). Çünkü, işten çıkarılan bir yönetici yerine bulunacak profesyonel yöneticiye karşı bir güven problemi oluşabilmektedir. Firma performansı açısından düşündüğümüzde dağınık sahiplik yapısının olduğu bir firmada yöneticinin elindeki gücü kötüye kullanması firmanın performansını olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

4.14. Sahiplik Yapısı ve Vekalet Teorisi (Agency Theory) İlişkisi

Vekalet teorisi, 1960'lı yıllardan sonra sahiplik yapısı ile ilgili yapılan bir çok çalışmada ifade edilmekte ve vekil ile vekalet verenin birbirinden ayrılması olarak açıklanmaktadır. Çalışmalarda ifade edilen vekil kavramını Jensen ve Meckling (1976), firma sahiplerinin firma kararlarını almak için başkaları ile sözleşme yapması ve bu kişilere kendi adına hizmet vermesi için yetki vermesi şeklinde tanımlamaktadırlar. Bu vekillerin, firma sahibini ve kendi karını maksimize edeceğine ve daima anapara yararına hareket edeceğine inanılmaktadır. Vekilin bu şekilde firma yararına hareket edebilmesi için uygun teşvikler verilmeli ve vekilin anormal faaliyetleri sınırlandırılmalıdır. Vekile verilen teşvikler karşılığında vekilden sıfır maliyet ve optimal kar beklenmemesi gerekmektedir (Jensen ve Meckling, 1976:5).

Vekalet teorisi, vekalet ilişkisi sonucunda ortaya çıkan iki problemi ve çözümünü de içeren bir teoridir. Bu problemlerden birincisi, bir firmanın asıl pay sahibi ve vekilin amaçları veya arzularının çatışması neticesinde ortaya çıkmaktadır. İkinci problem ise, pay sahibi ve vekilin riske karşı davranışlarının farklı olmasıyla ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifade ile, pay sahibi ve vekilin riske karşı duyarlılığının farklı olması vekalet sorununun oluşmasına neden olmaktadır (Karakaya, 2004:7).

Bir firmada vekalet ilişkisi ve buna bağlı olarak geliştirilen vekalet teorisi, birbiriyle döngüsel ilişki içindeki üç unsur tarafından şekillenir. Bunlar, kişiler ve yöneticiler arasındaki menfaat çatışması, ahlaki tehlike ve işgücü sözleşmeleridir. Şekil 4.4'te bu döngüsel ilişkiye yer verilmiştir (Adıgüzel, 2012:14).



Şekil 4.4. Vekalet Teorisi Unsurları (Adıgüzel, 2012:14)

Şekil 4.4'e göre, yatırımcıların ve yöneticilerin arasında yaşanan çıkar çatışması, ahlaki tehlike ve gerçekleşen iş sözleşmeleri vekalet teorisinin unsurlarını oluşturmaktadır (Adıgüzel, 2012:14). Yatırımcılar veya pay sahipleri ile firma yöneticilerinin menfaatlerinin farklı olması sonucunda ortaya çıkan vekalet sorunu vekalet teorisinin en belirgin unsurudur. Vekalet teorisi, bilgi asimetrisi kapsamında, vekil ile vekalet verenin sözleşme yapıldıktan sonra ortaya çıkan ve saklanan faaliyetlerinden kaynaklanan ahlaki tehlike sorununun ortaya çıkacağını belirlemektedir (Tükel, 2011:130). Yani bilgi asimetrisi durumunda taraflardan biri diğerinden daha fazla bilgiye sahip olmaktadır (Karataş ve Aren, 2004:192). Örneğin; vekil ile vekalet verenin yaptıkları iyi bir sözleşme vekalet sorununu azaltırken firmada ortaya çıkan ahlaki tehlike vekalet sorununu artırmaktadır. Etkin bir anlaşma, mümkün olan en düşük vekalet maliyetine sahip sözleşmedir (Adıgüzel, 2012:14). Vekalet teorisi unsurlarını oluşturan döngüyü özetlemek gerekirse; vekillin vekalet verenden yaptıkları sözleşmeye rağmen sakladığı faaliyetler sonucu ortaya çıkan çıkar çatışması vekalet sorunlarına neden olmaktadır. Bu sorunu en aza indirmek için ilk olarak iyi bir sözleşme yapılması gerekmektedir.

Daha önceki bahsedildiği gibi sahiplik ve kontrolün ayrılmasıyla ortaya çıkan vekalet ilişkisi çıkar çatışmalarına neden olabilmektedir. Bu çıkar çatışmaları da vekalet maliyetleri adı altında çok çeşitli maliyetlerin oluşmasına yol açmaktadır. Firmalarda oluşan bu çıkar çatışmaları kontrol altına alınmazsa firmaları hatta ekonomileri krize sürükleyebilmektedir. 2001 Enron ve Worldcom skandallarının ve 2008 finansal krizinin ortaya çıkma nedeninin vekalet ilişkisi olduğu ve bu konunun krizlerde çok önemli bir etkiye sahip olduğu kabul edilmiştir (Ayrıçay ve Kalkan, 2013:154). Bu nedenle, vekalet ilişkisinin daha iyi bir şekilde dengelenmesi, firmaların iyi bir biçimde yönetilmesinin temellerinden biri olarak ifade edilmektedir (Ayrıçay ve Kalkan, 2013:168). Bu dengelemenin gerçekleşmesi için maliyetlere katlanılmalıdır. Jensen ve Meckling (1976) göre, vekalet maliyetleri firmanın performansı üzerinde herhangi bir etkiye neden olmamaktadır. Bu maliyetler sadece firmanın piyasadaki değerini etkilemektedir.

Vekalet sorunları sonucunda ortaya çıkan maliyetler, firmanın borç vadesinin belirlenmesinde de etkilidirler. Çünkü, bankalar veya diğer kurumlar; alacaklılar, yönetici ve pay sahipleri arasında çıkar çatışmasının var olduğu firmalara kısa vadeli borç vermeyi tercih etmektedirler (Arslan ve Karan, 2006:312). Vekalet sorunu ile herhangi bir problemin oluşmasının önüne geçmek veya mevcut problemi yok etmek için iç ve dış denetim gibi önlemler almak zorunda olunması da vekalet maliyetlerine neden olmaktadır (Sayman, 2012:41). Vekalet maliyetleri Jensen ve Mecking (1976) tarafından üç şekilde sınıflandırılmaktadır. Bunlardan birincisi, sahibi ve ortakları tarafın katlandığı gözlem maliyetidir. Temsil edilen tarafın amacı temsil ettiği firmanın yöneticileri ve kendisi arasındaki çatışmayı en aza indirmektir. Bunun için de firma yöneticilerine teşvikler verilmekte ve hatalı bazı davranışlar nedeni ile oluşan gözlem maliyetine katlanılmaktadır. İkincisi, vekil tarafından katlanılan maliyettir. Bu durumda vekiller, firma sahibine zarar verebilecek bazı faaliyetlerde bulunmak için kaynakları harcayamayacaklar, ayrıca, zarar verici faaliyetlerde bulunması durumunda zararını karşılayacağını garantisi vermek durumunda kalacaklardır. Vekilin oluşan zararlara katlanması kendi için bir maliyete neden olmaktadır. Üçüncüsü ise, artık kayıptır. Artık kayıp, yönetici ve firma sahibinin çıkarlarının çatışması ve yöneticilerin firma sahiplerinin zenginliğini maksimum edecek kararlar almaktan kaçınması durumunda refah kaybına uğramasıdır. Bu üç maliyet çerçevesi, firmanın vekalet maliyetini arttırmaktadır. Bu durum ise performansı olumsuz yönde etkilemektedir.

Firmaların sahiplik yapılarına göre farklı vekalet ilişkileri bulunmaktadır. Sahiplik yapısı türlerinden dağınık sahiplik yapısında vekalet sorunu çok fazla görülmektedir. Bunun nedenlerinden birisi firmada çok fazla küçük pay sahibi olması, firma yönetiminin genellikle profesyonel yöneticilere bırakılması sonucunda artan vekalet sorunudur. Ortaya çıkan problem, firmada daha fazla maliyetin oluşmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan, dağınık pay sahipliği bulunan firmalarda vekalet sorunu beraberinde objektif yönetim getirmektedir (Tanrıöver ve Aksoy, 2010:217).

Aile sahipliği yapısının olduğu firmalarda, yönetici ve pay sahibi aynı kişi olduğundan dolayı vekalet sorunu ve vekalet maliyeti çok fazla ortaya çıkmamaktadır. Vekalet sorununun ve maliyetinin ortaya çıkması için aile firmasının daha önce bahsedildiği gibi holding firması veya halka açık bir firma olması gerekmektedir. Çünkü, halka açılan aile firması büyüdükçe ve farklı sektörlere açıldıkça yönetim konusunda bazı sorunlar yaşabilmektedir. Bu durumda, firma üyelerinin yapması gereken firmaya profesyonel ve aileden olmayan yöneticiler almak ve bu yöneticilere bazı yetkileri devretmektir. Ancak, firmada yapılan bu yetki devri “vekalet maliyeti”ni ortaya çıkarabilmektedir (Büyükmert, 2015:16). Aile firmalarında vekalet maliyetini artıran bir diğer neden ise verimsiz bir risk dağılımıdır (Gorris ve Fumas, 1996:578).

Türkiye’deki firmaların yaklaşık %95’ini oluşturan aile firmalarında yönetici ve sahip aynı kişi olduğundan dolayı vekalet sorunları çok fazla olmayacağı söylenebilir. Ancak, firmaların büyüyerek halka açılmaları veya holding firması şeklinde yapılanmaları ile vekalet sorunu ve maliyetler görülmeye başlar.

4.15. Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı İlişkisi

Finansal literatürdeki sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisi araştırmaları 1990’lı yıllarının başlarına dayanmaktadır. Bu konu üzerine yapılan ilk çalışma Berle ve Means’in 1932 yılında yaptıkları çalışmadır. Berle ve Means (1932) çalışmalarında firmaların sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkisinin negatif olduğu

açıklamışlardır. Daha sonra Demsetz (1983) bu çalışmaya karşılık sahiplik yapısının firma performansını herhangi bir etkisinin olmadığını ileri sürmüştür.

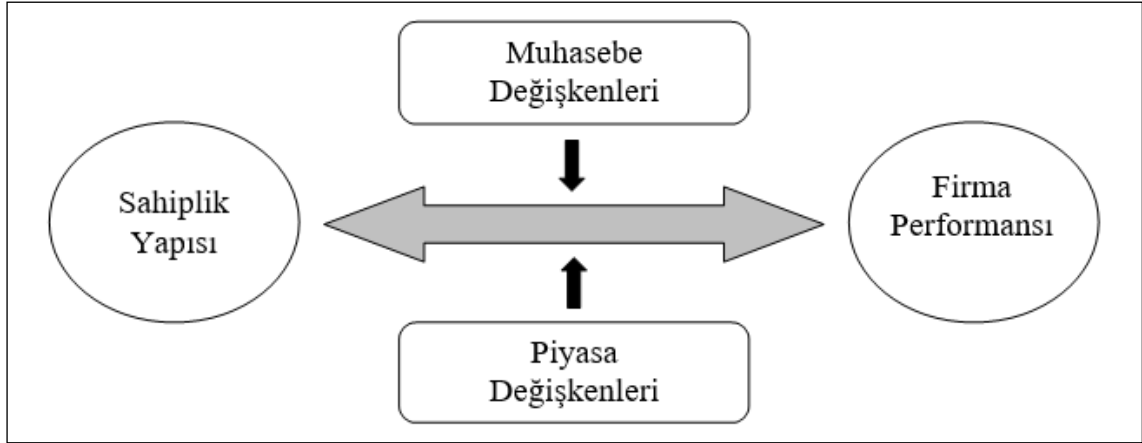
Farklı ekonomik ve sosyal düzeye sahip birçok ülkede yapılan çalışmalarda kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olan sahiplik yapısının, firma performansı üzerindeki olumlu ve olumsuz yönde etkisinin olduğu ortaya konmuştur. Örneğin; ABD'deki kurumsal yönetim mekanizmalarını uygulayan firmalarda yasal korumaya güvenilir iken Avrupa ve Japonya'da büyük yatırımcılara daha fazla, yasal korumaya daha az güvenilmektedir. ABD'deki kurumsal yönetim uygulamaları ile diğer ülkelerdeki uygulamalar arasındaki bu farklılık sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisinin farklı olmasına neden olmaktadır (Zeitun, 2009:96).

Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin ne yönde olduğu bulmak için firmaların en büyük pay oranlarına elinde bulunduran ortak sayısı, halka açıklık oranı, özkaynak toplamındaki yabancı pay oranı, firmanın kurumsal veya aile tarafından yönetilmesi, firma sermayesinin kamu veya özel sektöre ait olması, yönetimin ve kontrolün aynı kişide olması gibi sahiplik yapısını belirleyen etmenlerin firma performansı üzerinde ne ölçüde ve nasıl etki ettiğinin bilinmesi gerekmektedir (Bayrakdaroglu, 2010:12). Ayrıca, sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisi sosyo-ekonomik politikalar, devlet müdahalesi, hukuk ve yönetmelikler gibi firmaların faaliyet ortamının kilit unsurları ile birlikte incelenmelidir (Tam ve Tan, 2007:210). Ganguli ve Agrawal (2009)'a göre, sadece sahiplik yapısı firma performansını etkilememekte, firma performansı da sahiplik yapısını etkilemektedir. Yani, bu değişkenler arasındaki ilişkinin tek yönlü değil iki yönlü olduğunu ifade etmektedirler.

Bir firmanın sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemek için o firmanın içsel olarak sahiplik yapısını ve firma performansını iyileştirilmesi gerekmektedir. Firma performansının sahiplik yapısı üzerindeki etkilediği durumlarda firmanın sahibi, kendi paylarını kolayca arttırılabilmekte veya azaltılabilmektedir (Gönenç, 2006:3).

Firmaların temelinde farklı sahiplik yapıların olması, farklı çıkar gruplarının oluşmasına ve farklı yönde finansal performansların yaşanmasına neden olmaktadır. Bu durum, firmalarda farklı rekabet avantajlarının oluşmasını sağlamaktadır (McNamara ve Rhee, 1992; Güler ve Uçman, 2011:223). Örneğin; dağınık sahiplik yapısı olan firmaların iyi bir performans göstermesi için alternatif yönetim mekanizmaları kullanmaları gerekmektedir. Bu mekanizmalar firmanın mali yapısı, borçluluğu ve firma hasılatı üzerinde olumlu bir etkiye neden olmaktadır. Aile firmalarında bu mekanizmalar gereksiz ve iyi bir firma performansına katkı sağlamaktan uzaktırlar ve firmada negatif bir performans etkisine neden olmaktadır (Reyne ve Encalada, 2010:114). Kısacası, firmanın sahip olduğu sahiplik yapıları o firmanın performansını negatif veya pozitif yönde etkilemektedir.

Genel olarak sahiplik yapısı ve firma performansı arasında ilişkiyi test eden çalışmaları yanında sahiplik yapısı değişkenlerinin tek tek firma performansı değişkenleri ile ilişkileride test edilebilmekte ve bu testler sonucunda her değişkenin, performansı farklı şekilde etkileyebildiği görülmektedir. Bu sonuçların farklı olmasının en önemli nedenlerinden biri ülkelerin gelişmişlik düzeyleridir. Ayrıca, ülkelerin uyguladıkları yasalarında bu sonuçların elde edilmesinde büyük bir öneme sahip olduğunu belirtilebilir. Bu çerçevede sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki Şekil 4.5'deki gibi özetlenebilmektedir.



Şekil 4.5. Sahiplik yapısı ve Firma Performansı İlişkisi

Şekil 4.5'e göre sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki muhasebe ve piyasa temelli değişkenlere bağlı olarak değişebilmektedir. Genel anlamda baktığımızda bu iki değişken arasındaki ilişkinin negatif veya pozitif yönlü bir ilişki olduğu söylenebilir.

Ampirik çalışmalar incelendiğinde, farklı gelişmişlik düzeyine sahip olan ülkelerin sahiplik yapısı ve firma performansı arasında negatif, pozitif veya içsel bir ilişki olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ekonomiler bazında baktığımızda firmaların hukuki yapısını, kurum kültürünün ve sahiplik yapısı farklılıklarının firma performansı ve sahiplik yoğunlaşması ilişkisinde farklı sonuçlara neden olmaktadır. Türkiye'deki ilgili mevzuat incelendiğinde bir firmada pay sahiplerinin korunması ve yasaların uygulaması açısından eksikliklerin olduğu görülmektedir. Mentalite açısından en önemlisi sorun, Türk firmalarında çalışan yöneticilerin, özkaynağa sahip kişiler adına hareket etmede bir yükümlülük hissetmemesidir. Bu nedenle gelişmiş ekonomilerdeki sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi gösteren bulguları kullanarak Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilere genelleme yapmak çok mümkün değildir (Önder, 2003:182).

Bu çerçevede yerli ve yabancı literatürdeki ampirik çalışmalar incelenerek elde edilen sonuçlar Tablo 4.4'de tarih sırasına göre özetlenmektedir. Bu tabloda birbirinde zıt olan bir sonuçların olduğu görülmektedir.

Tablo 4.4.Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişkinin Literatür Sonuçları

Berle ve Means (1932)	Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin negatif olduğunu savunmaktadırlar.
Demsetz (1983)	Bir firmanın sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu ileri sürmektedirler.
Demsetz ve Lehn (1985)	Sahiplik yapısı ile firma performansı arasında herhangi bir ilişki tespit edememişlerdir.
Xu ve Wang (1985)	Sahiplik yapısı ve firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadırlar.
Shleifer ve Vishny (1986)	Sahiplik yapısının önemli bir ölçüğü olan bir firmanın en büyük pay sahibi ile firma performansına etkisinin olduğunu ifade etmektedir.

Morck ve diğer (1988)	Sahiplik yapısı ile firma performansı arasında doğrusal bir ilişkinin olmadığını savunmaktadırlar.
McConnel ve Servaes (1990)	Sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkinin doğrusal olmadığı sonucuna ulaşmaktadırlar.
Gorris ve Fumas (1996)	Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin pozitif olduğunu tespit etmektedirler.
Gürsoy ve Aydoğan (1998)	Türkiye'deki Borsa İstanbul'a kayıtlı finansal olmayan firmaların sahiplik yapısı ile firma performansı arasında bir ilişkinin olduğunu ifade etmektedir.
Klein (1998)	Firmanın sahiplik yapısının firma performansına olumlu bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşmaktadır.
Pagano vd. (1998)	İtalya'daki sahiplik yapısının firma performansını negatif etkilediğini tespit etmektedirler.
Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999)	Firmaların yönetim ve sahiplik yapısının finansal performans üzerindeki etkisinin pozitif olduğu ortaya koymuşlardır.
Thomsen ve Pedersen (2000)	Avrupa'nın en büyük firmalarında sahiplik yapısının firma performansını pozitif etkilediği ifade etmektedirler.
Yurtoğlu (2000)	Sahiplik yapısının firma performansını pozitif etkilediği sonucuna ulaşmaktadırlar.
Kuznetsov ve Muravyev (2001)	Rusya'daki firmaların yönetim ve sahiplik yapısının firmaların finansal performansı üzerinde etkisinin olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar.
Mitton (2002)	Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'da sahiplik yapısının firma performansını pozitif etkilediği tespit etmektedir.
Welch (2003)	Avusturalya'daki firmaların sahiplik yapısı ile finansal performansı arasındaki ilişkinin pozitif olduğu tespit etmektedir.
Maury (2006)	Batı Avrupa'daki özellikle aile firmalarının sahiplik yapısının firma performansı üzerinde olumlu etkisi olduğunu ortaya koymuştur.
Aydın vd. (2007)	Türkiye'deki firmaların sahiplik yapısı ile firma performansları arasındaki ilişkiyi araştırmaktadırlar.
Çıtak (2007)	BIST 100'deki firmaların sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemektedir.
Kapopoulos ve Lazaretou (2007)	Yunansitadaki firmaların sahiplik yapısının firma performansı pozitif etkilediği açıklamaktadırlar.
King ve Santor (2007)	Sahiplik yapısının firma performansı pozitif etkilediğini savunmaktadırlar.
Bayrakdaroglu (2010)	BIST'teki firmaların sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır.
Şamiloğlu ve Ünlü (2010)	BIST 100 endeksindeki firmaların sahiplik yapısı ile performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edememektedirler.
Güler ve Uçma (2011)	BIST 30'daki firmaların performansı ile sahiplik yapısı arasında bir ilişkinin olmadığı tespit etmektedir.

Karaca ve Ekşi (2012)	Borsa İstanbul'daki üretim firmalarının sahiplik yapısının firma performansı üzerine etkisinin pozitif olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar.
Tornyeva ve Wereco (2012)	Gana'daki firmalarının sahiplik yapısının firma performansı üzerinde etkisi pozitifdir.
Aytekin ve İbiş (2014),	BIST'deki metal eşya sektöründeki firmaların sahiplik yapısının firma performansını etkilediği sonucuna ulaşmaktadırlar
Önem ve Demir (2015)	BIST'deki imalat firmalarının sahiplik yapısının firma performansı üzerinde pozitif yönlü bir etkisi bulunmaktadır.

Tablo 4.4'deki çalışmalar incelendiğinde birçoğunda sahiplik yapısının firma performansı üzerinde pozitif veya negatif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Değişkenler tek tek incelendiğinde ise sahiplik yapısı değişkenlerinin bazı performans değişkenlerini olumlu yönde etkilerken bazılarını ise ya olumsuz etkilemiş ya da hiçbir etkisi olmamıştır. Firma performansını etkileyen değişkenlerin bilinmesi firmaların performanslarının yönü hakkında bilgi vermektedir. Firmada çoğunluk pay senedini elinde tutan paydaş sayısı, halka açıklık oranı, firmanın kurumsal ya da aile tarafından yönetilmesi, toplam özkaynaktaki yabancı payı, ortaklık ve yönetimin aynı kişilerde olması, sermayenin özel ya da kamu sektörüne ait olması gibi sahiplik yapısının şekillendiren etmenlerin firma performansı üzerindeki etkisinin nasıl ve ne derecede olduğunun bilinmesi gerekmektedir (Bayrakdaroğlu, 2010:12).

Firmaların farklı sahiplik yapılarının firma performansı üzerindeki etkisinin olumlu ya da olumsuz yönde olduğu kesin değildir. Örneğin, pay sahipleri, firmanın piyasa değerini maksimum yapmayı amaçlarsa, sahiplikteki yoğunlaşma daha fazla gözetim, azalan vekalet maliyetleri, daha yüksek beklenen kar ve daha yüksek pay senedi fiyatları gerekmektedir (Karakaya, 2004:19). Bu örnekteki gibi farklı sahiplik yapılarının firma performansına farklı etkileri bulunmaktadır.

4.15.1. Büyük Pay Sahiplerinin Firma Performansı Üzerinde Etkisi

Firmanın pay senetlerinin büyük bir çoğunluğunun bir veya birkaç kişinin elinde olması firma performansını genellikle pozitif etkilemektedir. Bunun nedeni, büyük paya sahip kişi veya kişilerin yönetim kararlarını yakında izlemesi ve daha fazla denetleme güdüsü bulunmasıdır. Bu kişiler firmanın alacağı kararları etkileme gücüne sahiptir. Bu durum ise, firmada alınacak kararların daha hızlı alınmasına ve esnek davranılmasına yardımcı olmaktadır (Gençtürk ve Usul, 2003:128).

Büyük pay sahipleri açısından, firmanın varlıklarını istedikleri gibi kullanma ve kar maksimizasyonundaki genel çıkarlar konularında ortaya çıkan vekalet sorunları daha az görülmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997:754). Ayrıca, sahipliğin yoğunlaşmış olması firma yönetiminin gözetim işlevinden dolayı iyi çalışabilmesi yönünde yararlı bulunmakta ve yönetim teşvik sistemlerinde artış gözlenmektedir (Karakaya, 2004:23).

4.15.2. Sahiplik Yapısının Devlete Ait Olmasının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi

Devlete ait kamu kuruluşları, özel firmalara göre daha az kar amacı güdmektedirler. Ayrıca, bu firmalar daha çok bölgesel kalkınmaya önem vermektedirler. Bu firmaların kar amacının çoğu kere ikincil hale gelmesi firmaların performanslarının düşük olmasına neden olmaktadır. Çünkü, firmalar daha çok sosyal

amaçlar için çalışmakta ve performans ikinci planda kalmaktadır (Gençtürk ve Usul, 2003:128). Devlet sahip olduğu firmaların performansı ve piyasa değeriyle olumsuz biçimde ilgili olan birçok politik amaçlar doğrultusunda hareket etmektedir. Örneğin; ürün ve hizmet fiyatlarını düşük olmasını sağlamak, firmalardaki istihdamın çok fazla artması ve seçim kaygısı gibi nedenler firmanın performansını ve verimliliğini düşüren hedeflere yönlendirmektedir (Estrin ve Rosevear, 1999; Akt:Karakaya, 2004:33).

4.15.3. Sahiplik Yapısının Aileye Ait Olmasının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi

Aile firmalarında, firma içi kararlarının alınması ve yeni yöntemlerin uygulanması diğer firmalara göre daha hızlı ve kolaydır. Bu firmadaki yönetici ve çalışanların büyük bir kısmı aynı aileden olmasından dolayı firma için iletişim ve ekip çalışması diğer firmalara göre daha iyidir. Bu gibi durumlar ise firma performansını artırabilmektedir. Ancak, aile firmalarında yaşanan en büyük sıkıntı olan aileden olmayan profesyonel kişilerin yükselmesinin engellenmesi ve alanında uzman olmayan yetersiz kişilerin aile üyesi olmasından dolayı iyi konumlara getirilmesi sorunu, firmada çalışanların performansının düşmesine neden olabilmektedir. Bunun sonucunda, firma performansı düşmektedir (Gençtürk ve Usul, 2003:129).

5. BIST AİLE FİRMALARINDA KURUMSAL YÖNETİM SAHİPLİK YAPISI VE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ

Çalışmanın beşinci bölümünde, Borsa İstanbul'da faaliyette bulunan imalat sanayi sektöründeki aile firmalarının sahiplik yapıları ve yönetim kurul yapısı incelenerek, sahiplik yapısının ve yönetim kurulu yapısının firma performansı ile olan ilişkisi, kurulan hipotezlerle araştırılacaktır. Ayrıca, modelin açıklayıcılık gücünü artırmak için kaldıraç oranı ve büyüme gibi kontrol değişkenleri kullanılacaktır.

Yapılacak analizlerde firmaların sahiplik yapısının, yönetim kurulu büyüklüğünün ve CEO ikiliğinin firma performansını etkileyen değişkenler olduğunun tespit edilmesi beklenmektedir. Bu amaçla öncelikle araştırmanın amacı, önemi ve kapsamından bahsedilecektir. Daha sonra, kullanılan veri seti ve metodoloji açıklanacaktır. Kullanılan veri seti dikkate alınarak geliştirilen hipotez, ekonometrik yöntemler¹ ve bu yöntemler sonucunda elde edilen analiz sonuçları detaylı biçimde açıklanacaktır.

5.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Kurumsal yönetim mekanizmalarından olan sahiplik yapısı özkaynaklar ile açıklanmaktadır. Geniş anlamda ise sahiplik yapısı kavramı daha önceki bölümde bahsettiğimiz gibi; firmanın pay sahiplerinin niteliksel özelliklerini, yönetim ile olan ilişkisini ve firma kontrolünü elinde bulundurup bulundurmaması ile birlikte değerlendirilmektedir. Sahiplik yapısında önemli olan konuların başında ise firmanın bir aile firması mı, yabancı yatırımcıları olan bir firma mı yoksa kurumsal bir firma mı olduğunun belirlenmesi gelmektedir. Çünkü, bu durum firmanın performansı, yatırımı, üretimi vb. gibi birçok alanını etkilemektedir.

Birçok ülkede yaptığı faaliyetler ile ekonominin can damarı kabul edilen firmaların büyük bir çoğunluğunu oluşturan aile firmaları, Türkiye'de %95'den fazladır. Türkiye ekonomisinin çok önemli bir fonksiyonu olan ve kendine has yapısıyla diğer firmalardan ayrılan aile firmaları, üzerinde özellikle durulması, değişik boyutlarda incelenmesi ve üzerinde araştırma yapılması gereken bir alandır. Çalışmamızda, bu sebeplerden dolayı ülkemizde halka açık firmaların kurumsal yönetime geçmesiyle birlikte aile şirketlerinin kurumsal yönetim mekanizmalarından sahiplik yapısının ve yönetim kurulu yapısının firma performansına olan etkisi incelenmiştir.

Firmalar için önemli bir süreç olan kurumsallaşma, ailenin geçimi sağlayan kişiler tarafından veya mirasın dağılmasını önlemek için kurulan aile firmaları için önemlidir. Ancak, bu kadar önemli olan kurumsallaşma aile firmaları tarafından tam kabul görmemektedir. Bunun nedenlerinden birisi ailenin, firma üzerindeki kontrolünü kaybedileceği düşüncesidir.

Kurumsal yönetim, sahiplik yapısı ve firma performansında ilişki açısından aile şirketleri incelendiğinde, sahiplik yapısı aile olan şirketlerin firma performansının arttırdığını ifade eden çalışmalarda yazarlar; aile sahiplik yapısında firma içi denetim gücü olmasından dolayı firma performansının arttığını savunmuşlardır. Bazı yazarlar ise, aile sahipliği olan firmaların bazı maliyetlere sebep olduğundan ve kurumsal yönetim ilkelerini tam anlamında uygulamadığından dolayı firma performansını olumsuz etkilediğini savunmuşlardır. (Doğan ve Topal, 2015:166).

¹ Tez çalışmasında yapılan analizler için Eviews 8 ve Stata 14.1 ekonometrik paket programı kullanılmıştır.

Halka açık aile firmalarının kurumsal yönetime geçiş sürecinde firmanın yönetim kurulu üyelerinin kimlerden oluştuğu, büyüklüğü ve yapısı önem arz etmektedir. Çünkü, aile firmalarında genellikle yönetim kurulu başkanı ve üyeleri aile üyelerinden oluşmaktadır. Yönetim kurulunun aile üyelerinin olması ise kurumsal yönetimin ilkelerinin tam uygulanmadığının göstergesidir. Kurumsal yönetimi uygulayabilmek için öncelikle yönetim kurulu büyüklüğü ve yapısını belirlemesi gerekmektedir. Firmaların yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyebilmek için yönetim kurulu üye sayısı, firmanın yaşı, nakit akışları ve ar-ge harcamaları gibi faktörlere bakılmaktadır. Denis ve Sarin (1999) ve Rejahe (2005), yönetim kurulu üye sayısının, bir firmanın büyüklüğünü belirleyen en önemli faktör olduğunu varsaymaktadırlar. Kurumsal yönetim sürecinin belirleyicilerinden olan bir diğer kavram ise CEO ikiliğidir. Yani, CEO ile yönetim kurulu başkanı aynı kişi olması ve firmanın pay sahibi tarafından yönetilmesi durumudur. CEO'nun pay sahibi olması firmanın kurumsal yönetim sürecine adapte olup olmadığının bir göstergesidir. Bu nedenle, kurumsal yönetim belirleyicilerinden yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliğinin firma performansı ile ilişkisiyle ilgili çalışmalar yapılmıştır. Çalışmamızda, BIST imalat sanayi sektöründeki aile firmalarının kurumsal yönetim mekanizmalarından birisi olan yönetim kurulu yapısının firma performansını ne yönde ve nasıl etkilediğini belirlemek amaçlanmıştır.

Kullanılan bir diğer kavram olan performans ise, firmanın faaliyetlerini gerçekleştirmeden önceki belirlediği hedeflere ne ölçüde ve nasıl ulaştığını göstermektedir. Firmanın performansının ölçülmesinde daha önceki bölümlerde bahsedilen finansal ve finansal olmayan yöntemler kullanılmaktadır. Bu tez çalışmasında, performans ölçüm yöntemlerinden finansal performans ölçümleri içinde yer alan muhasebe temelli ve piyasa temelli performans ölçüm yöntemleri kullanılmaktadır.

Çalışmanın genel analizinde, yoğunlaşmış sahiplik yapısına sahip aile firmalarının, sahiplik yapısı değişkenleri, yönetim kurulu üye sayısı, CEO ikiliğinin muhasebe ve piyasa temelli firma performans ölçütlerine etkisinin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Çünkü, firma performansının artmasında yönetim kurulu yapısının ve sahiplik yapısının etkisi büyüktür. Bu kadar önemli olmasının nedenlerinden birisi firmalarda kurumsal yönetim mekanizmalarının uygulanmasıyla ortaya çıkan vekalet sorunu gibi sorunların ortadan kalkması firmaların performansını arttırmasıdır. Ayrıca, mekanizmaların uygulanması, firmaların kurumsal yönetim ilkelerini uyguladığını da ifade etmektedir. Bu ilkelerin uygulanması firmaları birçok yönden olumlu etkilemekte ve kurumsal yönetim çerçevesinde şekillendirmektedir. Bu nedenle, firma performansını arttırmak için firmanın büyük ortağı olan kişi veya kişilerin değil tüm paydaşların çıkarları dikkate alınmalıdır. Ayrıca, bu ilkeler firmaların var olan uygulamalarını şekillendirmeyi amaçlamaktadır.

Bu çalışmanın temel amacı, BIST'de işlem gören aile firmalarının, kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olan sahiplik yapısının belirlenmesi ve bu yapının firma performansına etkilerinin saptanmasıdır. Ayrıca, kurumsal yönetim değişkenlerinden yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmektedir. Bu tespitin yapılması için ekonometrik analizler kullanılmaktadır.

Çalışmanın ampirik sonuçlarında aşağıdaki soruların cevapları aranmaktadır:

- Bir firmadaki aile en büyük sahipliği firma performansı etkiler mi?
- Halka açıklık pay oranı firma performansı etkiler mi?

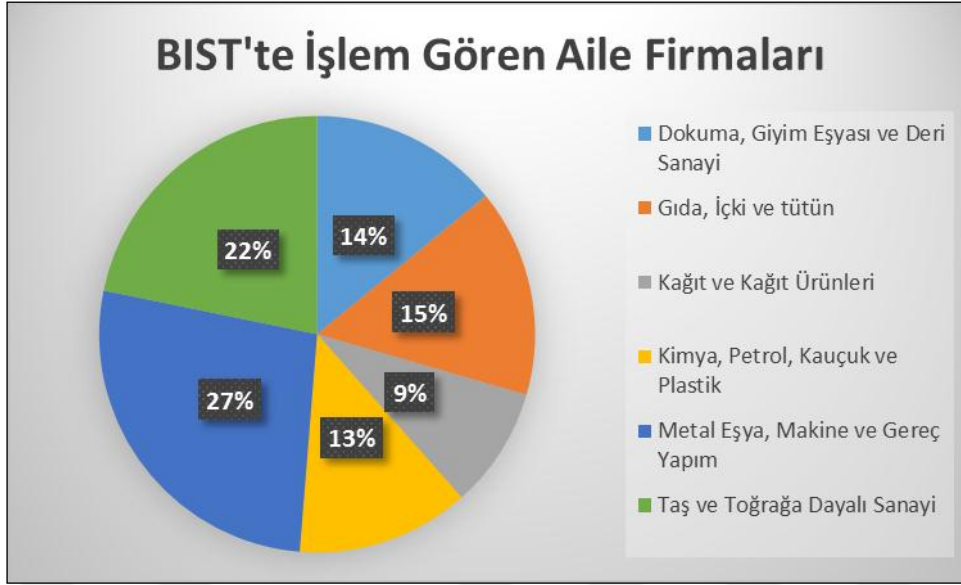
- Yönetim kurulu üye sayısının logaritması firma performansını etkiler mi?
- CEO'nun yönetim kurulu üyesi olması veya olmaması firma performansını etkiler mi?
- Kaldıraç oranı firma performansı etkiler mi?
- Satışların logaritması firma performansını etkiler mi?

Ülkemizde halka açık firmaların sahiplik yapısı, yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği ile ilgili farklı sektörlerde çalışma bulunmaktadır. Ancak, sahiplik yoğunlaşmasının çok güçlü olduğu aile firmalarının pay oranlarını, yönetim kurulu üye sayısını ve kurumsal yönetim ile birlikte gelen CEO ikiliğinin ve bunların performansa etkilerini araştıran çalışmaların kısıtlı olduğu tespit edilmiştir. Bu durum ise, çalışmanın önemini artırmaktadır. Bu nedenle, analiz sonucunda elde edilen bulguların pay sahiplerine, yatırımcılara, yöneticilere ve araştırmacılara halka açık aile firmalarındaki sahiplik yapısının firma performansını ne yönde ve ne ölçüde etkilediğini göstermesi ve daha ileri düzeydeki araştırmalara yol göstermesi umulmaktadır.

5.2. Araştırmanın Kapsamı ve Veri Seti

Çalışmanın kapsamında, 2003-2014 yılları arasında Borsa İstanbul İmalat Sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalar yer almıştır. Bu firmaların hangileri olduğunu belirlemek için, ilk olarak 2014 yılında BIST'e kayıtlı imalat firmalarının sayısı belirlenmiş ve bunların 178 tane olduğu tespit edilmiştir. Bunlardan 120 tanesi 2003-2014 yılları arasında sürekli olarak BIST imalat sektöründe yer aldığı tespit edilmiştir. Daha sonra, bu 120 firmanın kaç tanesinin aile firması olduğunu belirlemek için pay senetleri incelenmiştir. Pay senetleri incelenirken aynı soyadını taşıyan pay sahipleri dışında firmanın kuruluş süreci ve diğer ortakların aile ile olan bağları araştırılmıştır. Yapılan bu tespitler sonrasında ailenin en büyük pay sahibinin pay oranı ortalamasının %45 olduğuna ulaşılmıştır. Bu nedenle %40 ve daha fazlasının ailedeki bir kişiye veya aynı aileye mensup kişilerden oluşan firmalar aile firması olarak kabul edilmiştir. Sonuçta, 2003-2014 yılları arasında BIST'de faaliyet gösteren ve verilerini tam olarak açıklayan 78 aile firması olduğu tespit edilmiştir. İmalat sektöründeki belirlenen yıllar arasında faaliyet gösteren 78 aile firması dışındaki firmaların bir kısmının hiçbir şekilde aile firması olmadığı, bir kısmının belli bir dönem aile firması iken belli bir süre sonra yabancı pay sahiplik oranlarının çok arttığı ve aile sahipliğinin azaldığı görülmektedir. Çalışmamızda, ailenin sahiplik yoğunluğunu dikkate aldığımız için bu firmalar analiz dışı bırakılmıştır.

Araştırmadaki 2003-2014 yılları arasında halka açık olan ve BIST'te işlem gören bu 78 aile firması incelendiğinde firmaların 11 adedinin Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sanayi Sektöründe, 12 adedinin Gıda, İçki ve Tütün sektörü, 7 adedinin Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın Sanayi Sektörü, 10 adedinin Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Sanayi Sektörü, 21 adedinin Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım Sanayi Sektörü ve 17 adedinin Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektöründen faaliyet gösterdiği görülmektedir. Aşağıda Grafik 5.1'de ise bu firmaların sektör içindeki yüzde dağılımları yer almaktadır.



Grafik 5.1. 2003-2014 Yılları Arasında BIST'te İşlem Gören Aile Firmaları

Tespit edilen bu firmaların 2008 ve öncesi mali tablolarına ve faaliyet raporlarına BIST'in (www.borsaistanbul.com) olan resmi web sayfasından ve 2009 ve sonrasında ise Kamu Aydınlatma Platformu (www.kap.gov.tr) resmi web sayfasından ve firmaların kendi web sayfalarında yayınladıkları faaliyet raporlarından ulaşılmıştır. Bu firmaların mali tabloları ve faaliyet raporları incelenerek kurumsal yönetim belirleyicilerine, sahiplik yapısına ve firma performansına ait veriler elde edilmiştir. BIST'teki firmaların mali tabloları her üç ayda bir yayınlanmasına rağmen sahiplik yapısı verileri genellikle yıllık faaliyet raporlarında yayınlandığından dolayı tüm veriler yıllık olarak kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan değişkenler tek tek incelendiğinde literatürde farklı veri setlerinin kullanıldığı görülmektedir. Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetim belirleyicileri, sahiplik yapısı ve/veya firma performansı ile ilgili daha önceki yapılan ampirik çalışmalarda farklı veri setleri kullanıldığı tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim belirleyicileri olarak genellikle sahiplik yapısı, kontrol yapısı, yönetim kurulu yapısı ve bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü veya CEO ikiliği gibi temel veri setleri kullanılmaktadır. Bu tez çalışmasında ise, kurumsal yönetim değişkenleri olarak sahiplik yapısı verileri, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO ikiliği analize dahil edilmiştir. Sahiplik yapısı verisi olarak ise ailenin en büyük sahiplik pay oranı ve halka açıklık oranı kullanılmıştır. Firma performansı değişkeni olarak ise finansal performans göstergelerinden muhasebe temelli ve piyasa temelli performans değişkenleri kullanılmıştır. Literatürde kullanılan finansal performans göstergelerinden muhasebe temelli olanlar aktif karlılık, satışların karlılığı, net kar marjından oluşurken, piyasa temelli olanlar Tobin-Q oranı, piyasa değeri gibi verilerden oluşmaktadır.

Bu değişkenleri bağımlı ve bağımsız değişkenler olarak ayırmak gerekirse; BIST İmalat Sanayii'deki firmaların finansal performansını ölçmek için muhasebe temelli ve piyasa temelli 5 adet performans ölçütü bağımlı değişken olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Bu bağımlı değişkenlerden üçü muhasebe temelli performans ölçütlerinden aktif karlılık oranı (ROA-Return on Assets), Özsermaye karlılık oranı (ROE-Return on Equity), Satışların karlılığın oranından (ROS- Return on Sales) oluşurken ikisi piyasa temelli performans ölçütlerinden Tobin-Q oranı ve piyasa değerinin logaritmasından oluşmaktadır. Çalışmamızdaki bağımsız değişkenlerinden ilki ise kurumsal yönetim

belirleyicilerinden olan yönetim kurulu üye sayısının logaritması (LYKS) ve CEO ikiliğidir (CEOD). Bir diğeri ise, sahiplik yapısını göstergelerinden ailenin en büyük sahiplik pay oranı (ASO) ve halka açıklık oranıdır (HAO). Ayrıca, çalışmada kurulan modelin açıklama gücünü ve güvenilirliğini arttırmak için satışların büyüklüğü (LNSATIS) ve kaldıraç oranı (LEV) analize dahil edilmiştir.

Aşağıdaki Tablo 5.1’de bu değişkenlerin hesaplanma yöntemleri ve analizde kullanılan sembolleri yer almaktadır.

Tablo 5.1. Uygulama Değişkenleri

<i>Değişkenler</i>	<i>Hesaplanma Yöntemi</i>	<i>Sembolü</i>
Bağımlı Değişkenler		
Aktif Karlılık	Net Kar/Toplam Aktif	ROA
Özsermaye Karlılığı	Net Kar/Özsermaye	ROE
Satışların Karlılığı	Net Kar/Toplam Net Satışlar	ROS
Tobin Q	Piyasa değeri/Aktif Büyüklüğü	TOBİNQ
Piyasa Değeri	Piyasa Değerinin Logaritması	LNPIYASA
Bağımsız Değişkenler		
Ailenin En Büyük Sahiplik oranı	Ailenin En Büyük Sahip olduğu pay senetlerinin Sermaye Tutarı/Toplam Özsermaye	ASO
Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Sermaye Tutarı/Toplam Özsermaye	HAO
Yönetim kurulu Büyüklüğü	Yönetim kurulunda bulunan üye sayısının logaritması	LYKS
CEO İkiliği	Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması durumunda 1, dışarıdan bir CEO olması 0 ile ifade edilmektedir. (Dummy Değişkeni)	CEOD
Kontrol Değişkenleri		
Satışların Büyüklüğü	Net Satışların Logaritması	LNSATIS
Kaldıraç Oranı	Toplam borç/Toplam Aktif	LEV

Tablo 5.1’de yer alan değişkenler daha önceki bölümlerde ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Bu bölümde ise, bu değişkenler kısa bir şekilde özetlenmektedir.

5.2.1. Bağımlı Değişkenler

Bağımlı değişkenler muhasebe temelli ve piyasa temelli performans ölçütlerinden oluşmaktadır. Muhasebe temelli performans ölçütleri aktif karlılık, özsermaye karlılığı ve satışların karlılığından oluşmaktadır. Piyasa temelli performans ölçütleri olarak Tobin-Q oranı ve piyasa değeri logaritması kullanılmaktadır. Bu oranların hesaplanma yöntemleri ise şu şekildedir:

Aktif Karlılık (ROA)= Net Kar/Toplam Aktif

Özsermaye Karlılığı (ROE)=Net Kar/Özsermaye

Satışların Karlılığı (ROS)=Net Kar/Toplam Net Satışlar

Tobin Q= Piyasa Değeri +Toplam Borçlar /Toplam Varlıklar

Piyasa Değeri= Mevcut Hisse Senedi Sayısı x Hisse Senedi Piyasa Fiyatı

5.2.2. Bağımsız Değişkenler

Bir firmanın performansının belirlenmesinde bir dizi sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı verileri bağımsız değişken olarak kullanılmaktadır. Bağımsız değişkenlerden sahiplik yapısı değişkenleri sahiplik yoğunlaşmasına göre belirlenmektedir. Yani, firmanın sermaye paylarının önemli bir bölümünün bir kişinin elinde olması ile açıklanır. Bu çalışmada, yoğunlaşmış sahiplik yapısına sahip olan aile firmalarının elinde bulunan pay oranı kullanılmaktadır. Ayrıca, bir diğer sahiplik yapısı değişkeni olan halka açıklık oranı ile aile firmalarının halka açıklığının ne düzeyde olduğu belirlenmektedir.

Yönetim kurulu yapısı bağımsız değişkeni ise yönetim kurulunun büyüklüğünün ne kadar olduğu ve CEO'nun yönetim kurulu başkanı olup olmamasından oluşmaktadır.

5.2.2.1. Sahiplik Yapısı Değişkenleri

Literatürdeki sahiplik yapısını içeren değişkenler incelendiğinde birden fazla değişkenin kullanıldığı görülmektedir. Bu değişkenler; aile sahiplik oranı, en büyük pay sahibinin sermaye oranı, en büyük üç pay sahibinin oranı, en büyük beş pay sahibinin oranı ve halka açıklık oranından oluşmaktadır. Çalışmamızda ise, bu değişkenlerden firmaların faaliyet raporlarında açıkladıkları sermaye oranları dikkate alınarak ailenin en büyük sahiplik pay oranı ve halka açıklık oranı kullanılmaktadır. Diğer değişkenlerin kullanılmama nedeni ise, firmaların yayınladıkları faaliyet raporlarındaki bütün pay sahiplerinin sermaye paylarının tam olmamasından ve firmanın ikinci veya üçüncü ortağının paylarının aslında aileye ait olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca, aile dışından diğer sahiplerin pay oranının bulunmaması veya bilgi eksikliğinden dolayı yapılan analizde yer alamamaktadır.

Ailenin En Büyük Sahiplik Pay Oranı: Ailenin en büyük pay sahibinin sahip olduğu sermaye payının toplam özsermayeye oranı ile elde edilmektedir. Ailenin pay oranı firmanın özsermayesine katkıyı sağlayan aile üyelerinin sermaye tutarını ifade etmektedir. Bu oranın yüksek olması sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olması anlamına gelmektedir. Bu durum da küçük paydaşların çıkarlarının, büyük paydaşların çıkarları doğrultusunda gözetildiğini ifade etmektedir. Ailenin firmaya hakim olmasının daha etkin denetim ve kontrol olanağı sağlaması gibi avantajları bulunmaktadır (Yıldırım, 2007:103). Ayrıca, aile payının firma performansı üzerinde önemli bir etkisi olması beklenmektedir. Ailenin en büyük sahiplik pay oranının modellenmesi ise aşağıdaki gibidir:

ASO: Ailenin En Büyük Pay Sahibinin Sahip Olduğu Sermaye Tutarı /Toplam Özsermaye

Halka Açıklık Oranı: Halkın firma üzerindeki sermaye payının toplam özsermayeye oranlanması ile hesaplanmaktadır. Başka bir ifadeyle, halka açıklık oranı, firmaların özsermayesine katkı sağlamak üzere firma pay senetlerinin halka arz edilmiş kısmını ifade etmektedir (Yıldırım, 2007:103). Halka açıklık oranının yüksek olduğu firmalarda sahiplik yoğunluğu düşük gerçekleşmektedir. Bu tür firmalarda sermaye tabana yayıldığından dolayı ortakların bir araya gelip karar alma olasılığı oldukça zordur. Bu nedenle, ortaya çıkan hakimiyet boşluğu olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bu oranın analiz dahilinde modellenmesi ise aşağıdaki gibidir:

HAO: Halka Açık Sermaye Tutarı /Toplam Özsermaye

5.2.2.2. Yönetim Kurulu Yapısı Değişkenleri

Kurumsal yönetim mekanizmalarından yönetim kurulu yapısının belirlenmesi için analizde kullanılan firmaların faaliyet raporları incelenmiştir. İncelenen firmaların bazılarının yönetim kurulu yapısını tam anlamıyla açıklamadıkları görülmüştür. Bundan dolayı, firmaların yayınladıkları veriler ve mevcut literatür dikkate alınarak yönetim kurulunun büyüklüğü ve CEO ikiliği kurumsal yönetim belirleyicileri olarak ele alınmıştır.

Kurumsal yönetim belirleyicilerinden olan ve bir firmanın büyüklüğünü gösteren bağımsız değişkenlerden ilki yönetim kurulunu oluşturan kişilerin sayısıdır. Bir diğer değişken olan CEO ikiliği ise bir firmanın bağımsızlığını göstermektedir. Analizde kullanılan bu bağımsız değişkenlerin ayrıntılı açıklaması üçüncü bölümde yapılmaktadır. Bu bölümde yapılacak analiz çerçevesinde kurulan modeldeki değişkenlerin hesaplanması yer almaktadır.

Yönetim Kurulu Üye Sayısı: Bu değişken firmanın yönetim kurulunda bulunan üye sayısının logaritması alınarak hesaplanmıştır.

CEO İkiliği: Kurumsal yönetim içinde yer alan CEO ikiliği değişkeni dummy değişkeni olarak kullanılmıştır. Eğer bir firma da CEO ikiliği varsa 1, CEO ikiliği yoksa 0 alınmıştır.

5.2.2.3. Kontrol Değişkenleri

Kontrol değişkenleri kaldıraç oranı ve firmanın büyüklüğünü gösteren satışların büyüklüğü oranlarından oluşmaktadır. Bu oranlar, firmanın performansının kontrol edilmesinde önemli rol oynayan değişkenlerdir.

Kaldıraç Oranı: Bu oran aktiflerin hangi oranda toplam borçlarla finansal edildiğini göstermektedir. Modeldeki toplam borç, kısa vadeli ve uzun vadeli borçların toplamından oluşmaktadır. Ayrıca, firma açısından çok önemli bir finansman güç göstergesi olarak ifade edilmektedir (Özsoy vd, 2011:32). Bu nedenle, firmanın ortakları bu oranın yüksek olmasını istemektedirler. Ancak, bu oranın yüksek olması finansal riskte bir artışa (Okka, 2009:118) ve kreditorlerin kendilerini güvende hissetmemesine neden olabilmektedir. Bu durumun yaşanması ise firmanın dış finansman sıkıntısı çekmesine yol açacaktır (Özsoy, 2011:33). Aynı zamanda, bu oran firmaların bulundukları sektörlere göre farklılık göstermektedir. Literatürde sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini araştıran yerli ve yabancı çalışmalarda kaldıraç oranını genellikle kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Bunlar; Gürsoy ve Ayroğan (1998), Yörük (2006), Coleman (2007), Şamiloğlu ve Ünlü (2010), Ünlü ve Bayrakdaroğlu (2011), Işık ve Soykan (2013), Vo ve Phan (2013), Abbas, vd. (2013), Zouari ve Taktak (2014), Azeez (2015), Konak ve Kendirli (2015), Francis, vd. (2015), Acaravcı (2015) çalışmalarıdır.

Kontrol değişkenlerinden biri olan kaldıraç oranı aşağıdaki denklemle hesaplanmaktadır:

$$\text{Kaldıraç Oranı (LEV): Toplam Borç/Toplam Aktif}$$

Satışların Büyüklüğü Oranı: Bu oran net satışların doğal logaritması ile hesaplanmaktadır. Satışların büyük olması aynı zamanda bir firmanın büyüklük ölçüsü olarak düşünülmektedir. Büyük firmaların finansman kaynakları, piyasa değeri ve sahiplik değeri küçük firmalara göre daha yüksektir. Aynı zamanda, firmanın kontrolü için büyük firmalar küçük firmalara göre daha düşük sahiplik payına sahiptir (Karakaya, 2004:76).

Satışların büyüklüğü değişkeni de literatürdeki yerli ve yabancı çalışmalarda kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Bu çalışmalar; Londerer ve Martin (1997), Short ve Keasey (1999), Himmelberg vd. (1999), Önder (2000), Yurtoğlu (2000), Yıldırım (2007), Bayrakdaroglu (2010), Tanrıöver ve Aksoy (2010), Khatib (2011), Güler ve Uçma (2011), Aygün (2012), Aytekin ve İbiş (2014), Colombo vd. (2014) çalışmalarıdır.

5.3. Metodoloji

Yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini ortaya koymak için panel veri analizi kullanılmıştır. Son 20 yıldır önemi artan ekonometrik analizlerden biri olan panel veri analizine ilk olarak 1950’li yıllarda Hildreth’in çalışmasında değinilmektedir (Tatoğlu, 2012:3). Bu analiz, belirli bir zaman boyutunda hanehalkları, ülkeler, firmalar gibi yatay kesitlerin bir araya getirilmesi şeklinde tanımlanmaktadır (Baltagi, 2014:1). Greene (2003), zaman serileri ve yatay kesit verilerinin bir arada kullanıldığı analizler şeklinde ifade etmiştir. Yani, panel veri analizi, çok sayıda firmaya veya ülkeye ait değişkenlerin belirli bir zaman aralığındaki ilişkisini incelemektedir.

Panel veri, aynı N yatay kesiti için iki ya da daha fazla zaman dönemindeki (T) gözlemlerinden oluşmaktadır. Veri seri X ve Y değişkenine ait gözlemleri içerdiği için bu verileri aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Stock ve Watson, 2011:352).

$$(X_{it}, Y_{it}), i = 1, \dots, N \text{ ve } t = 1, \dots, T$$

Yukarıdaki ifadeki i, gözlenen birimleri; t, gözlemin yapıldığı zamanı göstermektedir.

Yatay kesit veya zaman boyutu ile karşılaştırıldığında panel veri analizinin birçok avantajının ve dezavantajının olduğu görülmektedir.

Panel veri analizinin sağladığı avantajlar şu şekilde belirlenmiştir (Klevmarken (1989), Hsiao (2005), Baltagi (2014)):

- Model değişkenlerini daha gerçek açıklamaktadır. Panel veri, daha bilgi verici, daha fazla değişkenlik, değişkenler arasında daha az ayarlama, daha verimli ve daha fazla serbestlik dereceleri vermektedir.
- Bireysel heterojenlik için denetlemedir. Bireysel heterojenlik göz önüne alındığında, heterojenliğin model içerisinde denetlenmesini sağlamaktadır.
- Panel veri analizinde değişme hareketleri daha iyi ayarlanmaktadır. Yatay kesit dağılımları çok sayıda değişikliği gizleyerek oldukça istikrarlı görünmektedir.
- Saf kesit verilerinin veya saf zaman serisi verilerinin kolaylıkla incelenemeyen etkilerini daha iyi tespit etmekte ve ölçmektedir.
- Panel veri modelleri daha kompleks davranış modeller oluşturmakta ve test etmek için saf zaman serisi veya saf kesit veri modellerine göre daha fazla avantaj sağlamaktadır.

- Bireyler, firmalar ve hanehalkının toplanan mikro panel verisini, makro düzeyde ölçülen benzer değişkenlerden daha doğru belirlemektedir.
Panel Verinin içerdiği dezavantajlar ise şu şekilde belirlenmiştir (Baltagi, 2014:8-10):

- Veri toplama ve düzenleme problemi yaşanmaktadır. Panel veri analizi uygulanacak çalışmalarda en büyük problemlerden biri kullanılacak verilerin elde edilmesi ve düzenlenmesidir.
- Ölçüm hataları oluşabilmektedir. Ölçme hataları nedeniyle belirsiz sorular, bellek hataları gibi sorunlar ortaya çıkabilmektedir.
- Kısa zaman serisi boyutu ortaya çıkabilmektedir. Değişkenlerin yıllık datalarının kısa zaman dilimini kapsamaması sorunu bir kısıtlama oluşturmaktadır.
- Yatay Kesit bağımlılığı kısıtı oluşabilmektedir. Uzun zaman serileri, ülke, bölge gibi yatay kesit verilerinde yanıltıcı sonuçların ortaya koymasına neden olabilmektedir.

Panel veri analizini belirlerken verileri dengeli panel ve dengesiz panel olarak ikiye ayırmak mümkündür. Dengeli panel, her bir yatay kesit ve her bir zaman aralığı içindeki bütün gözlemlerinin tam olduğu durumlar için kullanılmaktadır. Dengesiz panel, en az bir yatay kesitin en az bir zaman boyutundaki değer eksik olduğu durumlar için kullanılmaktadır (Stock ve Watson, 2011:353).

Panel veri analizinde kullanılan yöntemler ise yatay kesitin zamandan büyük olduğu ($N > T$) durumunda kullanılan yöntemler ve zaman boyutunun yatay kesitten büyük olduğu ($T > N$) durumlarda kullanılan yöntemler olarak ayrılmaktadır. $N > T$ olduğu durumda kullanılan yöntemlerin başında değişkenlerin En Küçük Kareler (Ordinary Least Square) denklemleri ile tahmin edilmesi gelmektedir. Ayrıca, değişken grupları ve zaman dönemleri arasındaki istatistiksel bilgileri elde etmek için Sabit Etkiler Modeli (The Fixed Effects Model) ve Rassal Etkiler Modeli (The Random Effects Model) modeli kullanılmaktadır. Zaman boyutunun çok küçük olmadığı durumlarda Panel Birim Kök analizi yapılmaktadır. $T > N$ olduğu durumlarda kullanılan analizlerin başında serilerin durağanlığını ölçen birim kök analizi gelmektedir. Bu analizle birlikte Panel eşbütünleşme testleri, yatay kesit bağımlılığını test eden testler, Yapısal kırılma testleri ve panel nedensellik testleri gibi birçok yöntem kullanılmaktadır. Bu tez çalışmasında, değişkenlerin zaman boyutu yatay kesitten daha az olduğundan yani $N > T$ havuzlanmış panel regresyon, sabit etki ve rassal etki testleri uygulanacaktır.

5.3.1. Panel Veri Regresyon Modeli

Panel veri analizinde, zaman boyutu (T) ile kesit boyutu (N) arasındaki ilişkiyi incelemek için kullanılan panel veri regresyon modeli en basit haliyle aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Baltagi, 2014:13);

$$y_{it} = \beta_0 + X_{kit}\beta + u_{it} \quad (i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T)$$

Modelde, i yatay kesit boyutunu, t ise zaman boyutunu göstermektedir. Modeldeki β_0 ise bir sabit terimi, β belirlenen açıklayıcı değişkenin tahmin edilen katsayını, X_{kit} , gözlenebilen açıklayıcı değişkeni, K açıklayıcı değişken üzerindeki it tane gözlemi ifade eder iken, u hata terimlerini göstermektedir. Panel veri

uygulamalarının bozulmalar için tek yönlü hata düzeltme modeli kullanılmaktadır. Bu hata düzeltme modeli (Baltagi, 2014:13);

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

Şeklinde gösterilmektedir. Modeldeki μ_i , gözlenemeyen bireye özel etkiyi temsil eder iken, v_{it} ise hata teriminin kalan kısmını temsil etmektedir (Baltagi, 2014:13). Hata terimi gözlenemeyen zaman etkisi ve bireysel etki içeriyor ise çift yönlü hata bileşine sahip olduğu söylenebilir (Baltagi, 2005:31). Bu durumda oluşan hata terimi modeli;

$$u_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it}$$

Şeklinde gösterilmektedir. Bu modeldeki, λ_t gözlenemeyen zaman etkisini ifade ederek hata terimine eklenmektedir.

Panel veri modelleri, değişkenlerin birim ve/veya zamana göre değer elde edilmesine bağlı olarak aşağıdaki gibi ayrılmaktadır (Tatoğlu, 2012:37-38):

- 1) Hem sabit, hem de eğim değişkenlerinin yatay kesitlere ve zamana göre sabit olduğu modeller;

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

- 2) Eğim değişkeninin sabit, sabit değişkenin yatay kesitlere göre değiştiğini gösteren modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

- 3) Eğim değişkenlerinin sabit, sabit değişkenlerin yatay kesite ve zamana göre değişkenlik gösterdiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

- 4) Bütün değişkenlerin yatay kesitlere göre değişkenlik gösterdiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{ki} X_{kit} + u_{it}$$

- 5) Bütün değişkenlerin yatay kesit ve zamana göre değişkenlik gösterdiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it}$$

Panel veri analizinde, yatay kesit boyutunun (N) zaman boyutundan (T) büyük olduğu (Yani; $N > T$) durumlarda kullanılan iki temel regresyon modeli bulunmaktadır. Bunlar statik ve dinamik panel veri regresyon modelleridir. Statik panel verileri; Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli (Pooled OLS), Sabit Etki Modeli (Fix Effect) ve Rassal Etki Modelinden (Random Effect) oluşmaktadır. Dinamik panel verileri

regresyonu ise; GMM, Arellano ve Bond, Arellano Bover, sistem-GMM modellerinden oluşmaktadır.

5.3.1.1. Statik Panel Veri Regresyon Modelleri

Statik panel veriler, bağımlı değişkeni açıklamada bağımlı ve bağımsız değişkenin gecikmelerinin kullanılmadığı modellerdir. Başka bir ifadeyle, dinamik model yapısının göz ardı edildiği modellerdir (Wooldridge, 2002:409). En temel statik regresyon modeli doğrusal regresyon modelidir.

$$y_{it} = \beta_0 + X_{it}\beta + u_{it}$$

Statik panel modelleri genel olarak üçe ayrılmaktadır. Bunlar Havuzlanmış En Küçük Kareler (Pooled OLS), Sabit Etki Modeli (Fix Effect) ve Rassal Etki Modeli (Random Effect) olarak sınıflandırılmaktadır.

5.3.1.1.(1). Havuzlanmış En Küçük Kareler (Pooled OLS)

Pooled OLS modeli olarak ifade edilen Havuzlanmış EKK'nın, hem sabit hem de eğim katsayılarının yatay kesit ve zamana göre sabit olduğu varsayılmaktadır. Bir başka ifadeyle, bu modelde bütün gözlemlerin homojen olduğu düşünülmektedir (Tatoğlu, 2012:40) ve yatay kesitler için ortak bir sabit terim olduğu varsayılmaktadır (Asteriou, 2006; Aktaran: Sayılğan ve Süslü, 2011:84). Bu varsayım altında oluşan panel veri regresyon modeli (Tatoğlu, 2012:40);

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

Şeklinde ifade edilmektedir. Bu modeldeki β , Havuzlanmış EKK tahmincisidir. Havuzlanmış EKK yatay kesit ve/veya zaman etkilerinin var olmadığı ve sabit ve eğim katsayılarının sabit olduğu varsayımları altında tahmin edilmektedir (Tatoğlu, 2012:40).

Havuzlanmış EKK yönteminin varsayımları ise şu şekildedir:

- 1) $E(X_{it}u_{it}) = 0$ X_{it} ile u_{it} arasında korelasyon yoktur.
- 2) $E(X_{it}, u_{it}^2) = \sigma^2$ Bu homoskedasite varsayımdır.
- 3) $E(u_{it}u_{is}, X_{it}X_{is}) = 0$ ($t \neq s$) hata teriminin koşullu kovaryansı sıfırdır.

Hata teriminde yatay kesit ve/veya zaman etkileri bulunmuyorsa Havuzlanmış EKK iyi bir tahmincidir. Bu tahmin yönteminin tutarlı sonuçlar verdiği söylenebilmektedir. Eğer hata teriminde yatay kesit ve zaman etkisi varsa, Havuzlanmış EKK yöntemi birleşik hatadır. Hata teriminin heteroskedastik olduğu durumda ise, etkin bir tahminci elde edilmemektedir. Bu durumda Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (GEKK) yöntemi kullanılarak tahmin yapılması önerilmektedir (Tatoğlu, 2012:42).

5.3.1.1.(2). Sabit Etki Modeli (Fix Effect)

Sabit etki modeli, panel veriden dışlanan değişkenlerin yatay kesit boyutunun değiştiği, zaman boyutunun değişmediği durumlarda kullanılan bir yöntemdir. Bir başka

ifadeyle, uygulamada dışta bırakılan değişkenlerin kontrolü için kullanılan bir yöntemdir. Eğer Banvit, Şeker Piliç gibi aynı sektörlerde faaliyet gösteren N tane firmaya uygulanıyorsa sabit etki modelinin kullanılması uygun bir yöntem olacaktır. Çünkü aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların davranışları belirli bir sınır içindedir ve birbirine benzemektedir. Bu durum OECD, Amerika gibi ülkeler içinde geçerlidir. Bu durumda yatay kesitteki ülkeler aynı şartlara sahip olduğu söylenebilmektedir (Baltagi, 2014:14).

Sabit etkiler regresyon modelinde her mevcut yatay kesit için bir tane olmak üzere n tane farklı kesit katsayısına sahiptir. Bu kesit katsayıları bir ikili değişken setiyle temsil edilmektedir. Bu ikili değişkenlerden biri yatay kesitler arasında değişen diğeri değişken ise zaman içinde sabit olan dışlanan bütün değişkenlerin etkilerini içine almaktadır (Stock ve Watson, 2011:358). Bu çerçevede sabit etki regresyon modeli aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \mu_i + u_{it}$$

Bu modelde μ_i , yatay kesitten yatay kesite değişen ancak zamana bağlı olarak değişmeyen sabit etki değişkenini ifade etmektedir. Y_{it} bağımlı değişkeni, X_{it} bağımsız değişkeni, β_1 parametre tahminini ve u_{it} hata terimini göstermektedir.

Sabit etki modelinde sabit terimin katsayısı kesitlerde farklılaşmakta ve bu farklılıklar ile sabit terimdeki değişimler açıklanmaktadır. Ayrıca, gözlenemeyen etkiler modele dummy (kukla) değişkenler aracılığıyla modele dahil edilirken, bu değişkenler ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon ilişkisinin olduğu varsayılmaktadır (Dougherty, 2011: Aktaran: Kara, 2012:152). Bu yaklaşım aynı zamanda, Dummy Değişkenler En Küçük Kareler (LSDV) olarak ifade edilmektedir. Sabit etki modelde kesitlerin terimleri farklı olsa da kesitlerin kesişme terimi zaman içinde değişmemektedir. Bundan dolayı firmaların kesişme terimlerinin farklı olmasını sağlamak için dummy değişkenleri kullanılmaktadır. Ayrıca, sabit etki tahmini için dummy kullanıldığından dolayı LSDV modeli denilmektedir (Feyzioğlu, 2013:309). Bu model aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$Y_{it} = X_{\beta} + D_{\mu} \mu_i + u_{it}$$

Ayrıca, sabit etki regresyon modeline LSDV denilmesinin nedeni serbestlik derecesinde büyük kayıplara uğramasıdır. Tahmin edilen (N-1) parametreleri ve birçok dummy (kukla) regresyonlar arasında çoklu bağlantı sorununu arttırmaktadır. Ayrıca, bu sabit etki tahmincisi cinsiyet, ırk, din ve eğitim gibi herhangi bir zamanda değişmeyen değişken etkisini tahmin edemez.

Sabit etki testinde F testi yapılarak, $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_{N-1} = 0$ gibi dummylerin ortak önemi test edilmektedir. LSDV regresyonu olan kareleri sınırsız kalıntı toplamı (URSS) ve havuzlanmış model üzerinden EKK olan kareleri sınırlı kalıntı toplamı basit bir Chow testidir. N büyük olması durumunda, bir within dönüşümü ve URSS gibi kareler kalıntı toplamının gerçekleştirmek için kullanılmaktadır. F modeli ise şu şekilde hesaplanmaktadır (Baltagi, 2014:13):

$$F_0 = \frac{\frac{RRSS - URSS}{N-1}}{\frac{URSS}{NT - N - K}} \approx F_{N-1, N(T-1) - K}$$

Sabit etki modelinin tahmincisi, gruplar arası tahmincidir ve bu tahminci modeldeki sabit etkileri arındırmak için kullanılmaktadır.

5.3.1.1.(3). Rassal Etki Modeli (Random Effect)

Sabit etki modeli, çok sayıda kukla değişken kullanımına bağlı olarak serbestlik derecesi kaybına neden olmaktadır. Ayrıca, sabit etki modelinin tanımlanmasında zaman içinde değişmeyen konu ile ilgili açıklayıcı değişkenleri modele dahil etmekte başarısız olmakta ve kukla değişkenlerin modele dahil edilmesi ile bu eksikliği kapatmaya çalışmaktadır. Bu gibi sorunların ortadan kalkması için rassal etki modeli bir diğer adıyla hata bileşen modelinin kullanılması önerilmektedir. Rassal etkilerin tahmin yönteminde zaman değişmezleri değişkenlerinin modele dahil edilmesi ile avantaj sağlamaktadır.

Rassal etki modelinde birim etkiler sabit olmadığından dolayı sabit parametre içerisinde değildir ve tesadüfidir. Model tesadüfi olduğu içinde hata payı içerisinde yer almaktadır. Pooled OLS gibi, Rassal Etki (Random Effect) modelinde hata terimi için u_{it} değişkeni modele dahil edilmektedir (Wooldridge, 2002:257). Ayrıca, modele birim hata eklenmektedir. Bu nedenle, hata terimi $u_{it} + \mu_{it}$ den oluşmakta ve modelde u_{it} artık hataları ve μ_{it} birim hatayı göstermektedir (Tatoğlu, 2012:104). Bu çerçevede oluşan rassal etki regresyon modeli:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_{ki} X_{kit} + (u_{it} + \mu_{it})$$

Şeklinde kurulmaktadır.

Rassal etki modelindeki u_{it} ve X_{it} arasındaki ilişkiye ek olarak sıkı bir dışsallık için pooled OLS'den daha fazla varsayıma ihtiyaç vardır. Bu koşullarda rassal etki modelinin varsayımları (Wooldridge, 2002:257-260):

- 1) $E(u_{it}, \mu_i) = 0, t=1, \dots, T$
- 2) $E(u_{it}^2, \mu_i) = \sigma_\mu^2$
- 3) $E(u_{it} u_{is}, \mu_i) = 0 \text{ } t \neq s$

Rassal etki modelinin tahmin edilmesinde testin geçerliliğini test etmek ve açıklayıcı değişken ile gözlenemeyen değişkenler arasındaki korelasyonu tespit etmek için Hausman (1978) testi kullanılmaktadır. Bu test için kurulan hipotez ise şu şekildedir:

$H_0 = \text{Rassal Etki Modeli}$

$H_1 = \text{Sabit Etki Modeli.}$

Açıklayıcı değişkenler ile gözlenemeyen etkiler arasında korelasyon olmadığını ifade eden sıfır hipotezinin kabul edilmesi rassal etki modelinin etkin olduğunu göstermektedir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi ise açıklayıcı değişkenler ile gözlenemeyen etkilerin arasında korelasyon olduğunu ve sabit etki modelinin uygun olduğunu göstermektedir (Baltağı, 2005:66).

Açıklanan Havuzlanmış EKK, Sabit Etki ve Rassal Etki regresyon analizlerinden hangisi ile daha anlamlı bir model kurulacağını belirlemek için test

istatistikleri uygulanmaktadır. Daha sonra, belirlenen test ile kurulan modelin anlamlılığı ve bağımlı ve bağımsız değişken ilişkisi test edilmektedir.

5.3.2. Dinamik Panel Veri Regresyon Modeli

Birçok makroekonomik ilişkinin doğasında dinamiklik olduğundan araştırmacılar dinamikleri daha iyi anlamak için panel verinin avantajlarından yararlanmışlardır. Baltagi ve Levin (1986), Holtz-Eakin (1988), Arellano ve Bond (1991) ve Blundell et al. (1992)'de dinamik modeli çalışmalarında kullanmışlardır (Baltagi, 2014:155).

Dinamik panel veri regresyon modelleri, statik panel veri modellerinden farklı olarak içerisinde gecikmeli değişken veya değişkenler barındırdığından (Tatoğlu, 2012:65) dolayı, değişkenler arasındaki ilişkiler her zaman aynı zaman dilimi içinde kalmayıp, farklı zaman dilimlerine yayılabilmektedir (Tarı, 2006:263). Diğer bir ifadeyle, bağımlı değişkeni etkileyen faktörler arasında bağımsız değişken veya değişkenlerin gecikmeli değerleri olabileceği gibi bağımlı değişkenin gecikmeli değerleri de olabildiği modellere kurulduğu regresyon modellerine dinamik panel regresyon modeli denilmektedir (Tatoğlu, 2012:65).

Panel veri regresyonlarından dinamik panel veri modeli aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$Y_{it} = \delta y_{i,t-1} + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dinamik panel modelinde bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin modelde yer alması ve bunun sonucunda $y_{i,t-1}$ ile hata terimleri arasında ilişki olmasından dolayı bu modelin tahmini EKK ile mümkün değildir. Ayrıca, x_{it} , gözlemlenemeyen etkiler ile ilişkili olduğundan $y_{i,t-1}$ ile x_{it} değişkenleri arasında ilişki olması kaçınılmazdır. Bu durum ise, δ ve β parametrelerinin tahminlerinin yanı sıra olmasına neden olmaktadır (Er, 2010:97). Bu panel veriler, dağıtılmış gecikmeli panel veri ve otoregresif panel veri modellerden oluşmaktadır. Otoregresif panel veri modeli, bağımlı değişkenin gecikmeli değeri bağımsız değişken olarak yer almaktadır. Dağıtılmış gecikmeli panel veri modeli ise bağımsız değişkenin gecikmeli değeri bağımsız değişken olarak yer almaktadır (Tatoğlu, 2012:65).

Dinamik panel veri, Arellano ve Bond, Arellano ve Bover ve Blundell ve Bond GMM tahmincileri olmak üzere 3'e ayrılmaktadır.

5.3.2.1. Arellano ve Bond Tahmincisi

Arellano ve Bond (1991), v_{it} hata terimi ve y_{it} 'nin gecikmeli değerlerinin mevcut olan düz koşullardan birinden faydalanmasıyla, ek araçlardan bir dinamik panel veri modelinin elde edilebileceğini savunmaktadır. Bu tahmincinin basit regresyon modeli (Baltagi, 2014:157);

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T$$

Şeklinde. Bu modeldeki $u_{it} = \mu_i + v_{it}$, $\mu_i \sim IID(0, \sigma_\mu^2)$ ve $v_{it} \sim IID(0, \sigma_v^2)$ ile birbirlerinden ve kendi aralarından bağımsızdır.

5.3.2.2. Arellano ve Bover Tahmincisi

Arellano ve Bover (1995), dinamik veri modelleri için verimli aracı değişken tahmincisine bakmak için birleştirici bir GMM çerçevesi geliştirmişlerdir. Hausman ve Taylor (1981), çalışmalarında kullandıkları modeli, kolaylık olsun diye statik bir formda yeniden üretmişlerdir. (Baltagi, 2014:161). Üretilen bu model ise:

$$y_{it} = x'_{it}\beta + Z'_i\gamma + u_{it}$$

Şeklinde. Bu modelde β , $K \times 1$ ve γ , $g \times 1$ 'den oluşmaktadır. Z_i zamana göre değişmeyen, X_{it} bireylere ve zamana göre değişen değişkenlerden oluşmaktadır (Baltagi, 2014:162).

5.3.2.3. Arellano ve Bover/Blundell ve Bond ve Blundell Sistem-GMM Tahmincisi

Bir panel veride T küçük ise, değişkenlerin birinci farklarının alınması verilerde kayıplara neden olabilmektedir. Bu nedenle, birinci fark dönüşümü yerine önerilen bir diğer dönüşüm olan ortogonal sapmalar yöntemi önerilmektedir (Tatoğlu, 2012:86). Arellano ve Bover (1995), dinamik panel veri modelleri için ortogonal sapmalar yöntemini kullanarak, etkin araç değişken tahmincisi öneren sistem-GMM yöntemini ortaya koymuşlardır. Daha sonra, Blundell ve Bond (2000), sistem-GMM geliştirerek, T 'nin küçük olduğu durumda dinamik panel veri modelinin etkin tahmincisini elde etmek için faydalanılan ekstra moment koşulunu önemli olduğu belirtmişlerdir. Sistem-GMM, cari dönemden bir önceki dönemin farkını almak yerine, serilerin tüm olası gelecek değerlerinin ortalamalarının farkını almaktadır (Blundell ve Bond, 2000:338).

Sistem GMM tahmincisinde, araç değişkenlerinin gecikmeli değerleri fark denklemlerinde, birinci farkları ise düzey denklemlerde kullanılmaktadır (Coşkun ve Kök, 2011:80). Blundell ve Bond (1998) ve Blundell vd. (2000)'de çalışmalarında Fark-GMM tahminin sonlu çalışmalarda zayıf bir tahmin gücüne sahip olduğunu ve katsayı tahminlerinin sapmalı olduğunu ifade etmişlerdir. Bu nedenle, Sistem-GMM yönteminin daha yüksek bir tahmin gücüne sahip olduğu görülmektedir (Dökmen, 2012:46). Yani, bu tahmincinin Arellano- Bond tahmincisiinden en önemli farkı sonlu örneklem sapmasını azaltmasıdır (Blundell ve Bond, 1998:3).

Sistem-GMM testinde aynı diğer dinamik panel veri modellemelerinde olduğu gibi Wald testi, otokorelasyon testi, Hansen J testi veya Sargan testinin yapılması önerilmektedir.

Dinamik panel modellemesinde kullanılan ilk test Wald testidir. Wald testi, kurulan modelde bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri açıklamada anlamlı olup olmadığını test etmektedir. Wald testinin boş hipotezi, *bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama gücü yoktur* şeklindedir. Modelin olasılık değeri <0.05 olması halinde hipotez red edilmiştir (Güngör ve Kaygın, 2015:162).

Sistem-GMM analizinde, araç değişkenlerinin geçerli olup olmadığını test etmek için Sargan ve Hansen J testleri kullanılmaktadır. Bu testler asimtotik olarak ki-kare dağılımına sahiptir (Bowsheer, 2002:213). Her iki testte de boş hipotez;

$$H_0: \text{Araç Değişkenler Geçerlidir}$$

Şeklinde. Hansen J testi sonucunda olasılık değeri >0.05 ise hipotez kabul edilmektedir.

Daha sonraki test ise 1. ve 2. dereceden otokorelasyon testidir. Bu test Arellano-Bond otokorelasyon testi olarak ifade edilmektedir. Arellano-Bond otokorelasyon testi, birinci ve ikinci dereceden otoregresif bir sürecin olup olmadığını test etmekte ve birinci dereceden otokorelasyon AR(1), ikinci dereceden otokorelasyon AR(2) ile gösterilmektedir. Bu otokorelasyon için kurulan hipotez (Güngör ve Kaygın, 2015:162);

H_0 : Otokorelasyon Yoktur.

H_1 : Otokorelasyon Vardır.

Şeklinde dir. Kurulan modelde otokorelasyon sonucunun olasılık değeri 0.05’den ($p>0.05$) büyük ise hipotez kabul edilir. Hipotezin kabul edilmesi modelde otokorelasyon probleminin olmadığını gösterir.

Literatürde kurumsal yönetim, sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisini açıklayan ve panel veri analizlerini kullanan çalışmalar Tablo 5.2’de açıklanmaktadır. Tablo 5.2’de ayrıca, yapılan çalışmaların hangi yıllar arasında yapıldığı ve kullandıkları tüm analizler gösterilmektedir.

Tablo 5.2. Literatürdeki Kurumsal Yönetim ve Sahiplik Yapısı ile Firma Performansı İlişkisi Araştıran Çalışmaların Kullandıkları Yöntemler

Yazar	Yıl	Ülke	Dönem	Firma Sayısı	Model
Gorris ve Fumas	1996	İspanya	1990-1991	324	Panel EKK
Gürsoy ve Aydoğan	1998	Türkiye	1992-1998	500	Panel EKK
Yurtoğlu	2000	Türkiye	1998	257	Tanımlayıcı İstatistik
Thomsen ve Pedersen	2000	Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Birleşik Krallık, İtalya, Hollanda, İspanya ve İsveç	1990-1995	435	Panel EKK, t-testi
Turaboğlu	2002	Türkiye	1994-1999	114	REM
Büyükkara	2002	Türkiye	1992-2000	222	Tanımlayıcı İstatistik
Lins	2003	18 Gelişmekte Olan Ülke	1995-1997	1433	EKK
Sanda vd.,	2003	Nijerya	1996-1999	180	Panel EKK
Yamneesri	2003	Tayland	1993-1996 ve 1998-2000	243	Panel EKK
Önder	2003	Türkiye	1992-1997	116	EKK
Anderson ve Reeb	2003	S&P 500	1992-1999	403	REM, POLS
Lemmon ve Lins	2003	Doğu Asya	1997	800	EKK
Maury	2006	Batı Avrupa	2003	1672	EKK
Westhead ve Howorth	2006	ABD	1991-1994	905	EKK, LOJ
Gönenç	2006	Türkiye	1992-1998	185	EKK, 2SLS
Haniffa ve Husaib	2006	Malezya	1996-2000	347	Panel EKK
Zeitun ve Tian	2007	Ürdün	1989-2002	59	REM
Chiang ve Lin	2007	Taiwan	1999-2003	232	EKK
King ve Santor	2007	Kanada	1998-2005	613	Panel EKK
Tam ve Tan	2007	Malezya	1994-2001	150	Panel EKK
İbrahim ve Samad	2008	Malezya	1999-2005	290	SEM
Lee	2008	Güney Kore	2000-2006	579	Panel EKK, Normalik Testi, Granger Nedensellik, SEM, REM
Ganguli ve Agrawal	2009	Hindistan	2007	98	Panel EKK, 2SLS
Kholmuradova	2009	Danimarka	1998-2007	245	REM
Arosa vd.	2009	İspanya	2006	3723	Panel EKK

Zeitun	2009	Ürdün	1989-2006	167	Panel EKK
Ghazali	2010	Malezya	2001	87	Çoklu Regresyon
Charfeddine ve Elmarzougui	2010	Fransa	2002-2005	35	2SLS, EKK, DWH
Tanrıöver ve Aksoy	2010	Türkiye	1996-2009	113	EKK
Şamiloğlu ve Ünlü	2010	Türkiye	2002-2007	70	EKK
Bayrakdaroğlu	2010	Türkiye	2005-2009	72	REM, SEM
Arosa vd.	2010	İspanya	2006	586	EKK
Ersay vd.	2011	Türkiye	1998-2007	51	PLRM
Khatab vd.	2011	Pakistan	2005-2009	50	POLS
Ünlü vd.	2011	Türkiye	2004-2008	77	Birim Kök, SEM
Shyu	2011	Tayvan	2002-2006	465	2SLS
Reyna ve Encalada	2012	Meksika	2005-2011	83	SEM
Reyna vd.	2012	Meksika	2005-2009	90	Panel EKK, 2SLS/GMM
Sayman	2012	Türkiye	1998-2009	179	SEM
Kang ve Kim	2012	Çin	1994-2002	6588	SEM/GMM
Karaca ve Ekşi	2012	Türkiye	2005-2008	50	Birim Kök, REM
Mule vd.	2013	Kenya	2007-2011	53	Birim Kök, Panel EKK
Huang vd.	2013	Çin	1999-2010	---	SEM, GMM
Bashir vd.	2013	Pakistan	2007-2011	100	EKK, T-Testi,
Velnampy ve Pratheepkanth	2013	Sri- Lanka	2006-2010	----	EKK
Aytekın ve İbiş	2014	Türkiye	2009-2012	23	Panel EKK
Seetanah ve Appadu	2014	Mauritian	2005-2011	33	SEM, REM GMM
Yiğit	2014	Türkiye	2005-2011	138	Mann-Whitney U
Zakaria vd.	2014	Malezya	2005-2010	73	SEM
Brendea	2014	Romanya	2007-2011	69	GMM
Colombo vd.	2014	İtalya	1994-2003	255	GMM-SYS
Liao vd.	2014	Tayvan	1994-2004	488	2SLS, Eş anlamlılık denklem
Wahba	2014	Mısır	2008-2010	40	SEM, POLS
Al-Saidi ve Al Shammari	2015	Kuveyt	2005-2010	618	Panel EKK
Hoşal Akman vd.	2015	Türkiye	2005-2009	315	SEM
Gaur vd.	2015	Yeni Zelanda	2004-2007	145	GLS, POLS
Acaravcı	2015	Türkiye	2005-2011	126	SEM, REM
Önem ve Demir	2015	Türkiye	2009-2012	135	Birim Kök, REM, SEM
Doğan	2015	Türkiye	2002-2012	136	ROB
Mule vd.	2015	Kenya	2007-2012	53	Birim Kök, SEM, REM
Phung ve Mishra	2015	Vietnam	2007-2012	2744	GMM
Arora ve Sharma	2016	Hindistan	2001-2010	2431	FEM/GMM
Bansal ve Sharma	2016	Hindistan	2004-2013	235	FEM

- EKK: En Küçük Kareler Yöntemi; 2SLS: İki aşamalı En Küçük Kareler Yöntemi; DWH: Durbin-Wu Hausman Yöntemi GMM: Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi; KOR: Korelasyon Yöntemi; LOJ: Lojistik regresyon yöntemi; PLRM: Panel Lojistik Regresyon Modeli; POLS: Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi; REM: Rassal Etki Modeli; ROB: Dirençli tahminci; SEM: Sabit Etki Modeli; SYS: Sistem Genelleştirme Modeli;

Tablo 5.2'deki yöntemler ve kullanılan değişkenler dikkate alınarak çalışmamızda uygulayabileceğimiz panel yöntemlerine karar verilmiştir. Bu çerçevede ilk olarak, değişkenleri tanımlayıcı istatistikler açıklanmıştır. İkinci olarak, tüm değişkenlerin korelasyonları incelenmiştir. Daha sonra ise analizlerinden statik ve dinamik panel veri regresyon analizleri yapılmıştır.

5.4. Araştırmanın Hipotezleri

Kurumsal yönetim ilkeleri firmalarının faaliyetleri, yönetim yapıları, getirileri ve firma sahipleri ile ilgili düzenlemeler getirmektedir. Yapılan bu düzenlemeler ise firmaların finansal performansını etkilemektedir. Bundan dolayı, çalışmamızda kurumsal yönetim mekanizmalarından yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısı değişkenlerinin, firma performansı değişkenleri olan aktif karlılık, özsermaye karlılığı ve satışların karlılığı oranında, Tobin-Q ve piyasa değeri üzerinde bir değişime neden olup olmadığı ve eğer bir değişim ortaya çıkıyorsa bunun hangi yönde ve ne düzeyde olduğunun tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Bu amaç çerçevesinde analiz aşamasında test edilmek için oluşturan hipotezler aşağıdaki gibi kurulmaktadır:

H_{1a}: Ailenin Pay Oranı Firma Performansını Etkilemektedir.

H_{1b}: Halka Açıklık Oranı Firma Performansını Etkilemektedir.

H_{1c}: Yönetim Kurulu Üye Sayısı Firma Performansını Etkilemektedir.

H_{1d}: CEO İkiliği Firma Performansını Etkilemektedir.

H_{1e}: Kaldıraç Oranı Firma Performansını Etkilemektedir.

H_{1f}: Satışların Büyüklüğü Firma Performansını Etkilemektedir.

Yukarıdaki hipotezlerde firma performansı değişkenleri ile toplu olarak hipotez kurulmuştur. Ancak, uygulama aşamasında firma performansı göstergeleri tek tek sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı değişkenleri ile ele alınmaktadır.

5.5. Araştırmanın Modeli

Çalışmada firmaların kurumsal yönetim ve sahiplik yapısı ile finansal performans değişkenleri arasındaki ilişkiyi açıklayabilmek için oluşturan verilerin analizinde hem yatay kesiti hem de zaman boyutunu dikkate alan panel veri regresyon modeli kullanılmıştır. Ancak, kurulan bu modellerde finansal performans değişkenleri tek tek ele alınmıştır. Bunun nedeni ise, daha önce yapılan bazı çalışmalarda görülen çoklu doğrusallık problemi (Aksoy, 2013; Aytekin ve İbiş, 2014). Çoklu doğrusallık problemi yaşanmasının nedeni ise araştırmada kullanılan firmaların sahiplik yapılarının ve yönetim kurullarının bazı dönemlerde değişmemesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, analizin açıklanma gücünü artırmak için finansal performans değişkenlerinin her biri ile regresyon modeli kurulmaktadır (Konak ve Kendirli, 2015:128). Panel veri analizinde modelin panel regresyon olarak kurulması bir nedeni ise istatistiksel olarak daha başarılı sonuçlar elde edilmesidir (Korkmaz vd.,2009; Bayramoğlu, 2010:16).

Bu çerçevede araştırma kapsamında belirlenen, sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı değişkenleri ile firma performans değişkenleri arasındaki ilişki incelenirken panel regresyon modellerinden yararlanılmıştır. Modeller ise literatürdeki çalışmalar esas alınarak kurulmuştur. Regresyon modellerinde her bir bağımlı değişken ile sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı göstergeleri ile tek tek yorumlanmıştır. Bu kapsamda kurulan regresyon modelleri de aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

Model 1:

$$ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 ASO_{it} + \beta_2 HAO_{it} + \beta_3 LYKS_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LSATIS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1, \dots, N; t=1, \dots, T$$

Model 2:

$$ROE_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 ASO_{it} + \beta_2 HAO_{it} + \beta_3 LYKS_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LSATIS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1, \dots, N; t=1, \dots, T$$

Model 3:

$$ROS_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 ASO_{it} + \beta_2 HAO_{it} + \beta_3 LYKS_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LSATIS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1, \dots, N; t=1, \dots, T$$

Model 4:

$$Tobin - Q_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 ASO_{it} + \beta_2 HAO_{it} + \beta_3 LYKS_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LSATIS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1, \dots, N; t=1, \dots, T$$

Model 5:

$$LPIYASA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 ASO_{it} + \beta_2 HAO_{it} + \beta_3 LYKS_{it} + \beta_4 CEOD_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LSATIS_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$i=1, \dots, N; t=1, \dots, T$$

Kurulan bu modellerde Tobin-Q, ROA, ROE, ROS ve LPIYASA bağımlı değişkenleri, ASO, HAO ve LYKS ve CEOD bağımsız değişkenleri ve LNSATIS ve LEV ise kontrol değişkenlerini ifade etmektedir. Ayrıca, modellerdeki, i; firmayı, t; dönemleri, α ; sabiti, β ; her bir değişkenin sabit katsayısını, ε ; hata terimini temsil etmektedir. N; toplam firma sayısı, T ise toplam dönem sayısını temsil etmektedir.

Regresyon modelinin tahmininde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arasında korelasyon olması durumunda hata terimin varyansı birim matrisi eşit olmamaktadır. Bu durum ise, modelin tutarsızlığına sebep olmakta ve etkinliğine etki etmektedir. Bu nedenlerden dolayı, modelde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arasında korelasyondan en az birisi olması durumunda ya parametre tahminlerine dokunulmadan standart hataların düzeltilmesi (direnci standart hatalar elde edilmeli) ya da uygun yöntemler ile tahmin edilmesi gerekir (Tatoğlu, 2013: 242).

5.6. Verilerin Analizi

Çalışmamızdaki verilerin analizleri yapılırken ilk olarak bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler incelenmiştir. Tanımlayıcı istatistikten sonra değişkenlerin korelasyon katsayılarına bakılmış, ardından, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında ilişki statik panel veri regresyon yöntemlerinden en uygunu seçilerek analiz edilmiştir. En sonunda ise, bir diğer regresyon testi olan dinamik panel veri analizlerinden Sistem-GMM tahmincisi sonuçlarına yer verilmiştir.

5.6.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi Sonuçları

Bir veri seti üzerinde çalışılırken yapılması gereken ilk şey veri setini anlamaktır. Oluşturulan veri setini anlamak için ise tanımlayıcı istatistik analizinden yararlanılmaktadır. Bundan dolayı, çalışmamızda yapılan tanımlayıcı istatistik ile veri seti sayısal olarak anlamlandırılmıştır. Tanımlayıcı istatistik, elde edilen bu sayısal sonuçlar çalışmanın aritmetik ortalama (merkezi eğilim), standart sapma (değişkenlik ölçüsü) ve dağılıma ait en düşük ve en yüksek (minimum ve maksimum) değerleri hesaplamaktadır (Büyüköztürk, 2010:21). Bu değerlerden minimum değerler, bir serinin sayısal değerinin en küçüğünü ifade ederken maksimum değer, serinin sayısal değerlerinin en büyüğünü ifade etmektedir. Aritmetik ortalama değeri, bir serideki tüm değerlerinin toplamının toplam gözlem sayısına bölünmesi yoluyla elde edilmektedir (Aloba Köksal, 1998:39). Standart sapma, bir serideki değerlerin aritmetik ortalamadan sapmalarının kareli ortalaması olarak açıklanmaktadır (Aloba Köksal, 1998:73).

Bu çerçevede ilk olarak panel veri analizi kullanılarak 78 firmanın tamamına ait 12 yıllık (2003-2014) verilerin temel istatistikleri sonuçları analiz edilmiştir. Yapılan analizin sonuçları Tablo 5.3’de tanımlayıcı istatistikler olarak gösterilmektedir.

Tablo 5.3. Tanımlayıcı İstatistik

<i>Değişkenler</i>	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Std. Sapma</i>
ROA	936	-0.60	0.47	0.04	0.09
ROE	936	-16.55	4.24	0.02	0.68
ROS	936	-1.52	0.53	0.03	0.13
LPIYASA	936	-4.47	82.84	14.93	4.81
TOBİNQ	936	-57.59	141.73	1.76	12.40
LEV	936	0.02	1.88	0.45	0.27
LSATIS	936	12.78	23.13	18.71	1.52
ASO	936	-3.10	13.71	0.23	0.61
HAO	936	-2.07	7.25	0.16	0.42
YKB	936	3.000	17.00	6.72	2.21
CEOD	936	0.000	1.000	0.57	0.49

Tablo 5.3’e göre 2003-2014 yılları arasında BIST’e kayıtlı 78 aile firmasının 936 gözleminin minimum, maksimum, ortalama ve standart sapma değerleri verilmiştir. Buna göre ROA’larının ortalama değeri 0.04, standart sapması 0.09 minimum ve maksimum değeri ise -0.60 ve 0.47’dir. Tanımlayıcı istatistik tablosu genel anlamda incelendiğinde ise en düşük ortalama sahip olan değişkenin ROE olduğu ulaşılmıştır. En düşük ortalama ile bu değişkeni takip eden diğer performans göstergeleri ROS ve ROA’dır. En yüksek ortalama sahip değişken ise satışların logaritmasıdır. Değişkenlerin standart sapmaları incelendiğinde ise, en düşük standart sapmaya sahip olan değişkenin ROA olduğu görülmüştür. En yüksek standart sapmaya ise Tobin-Q oranının sahip

olduğu tespit edilmiştir. Minimum ve maksimum değerleri incelendiğinde değişkenler arasında en büyük farka sahip olan değişkenin Tobin-Q olduğu saptanmıştır.

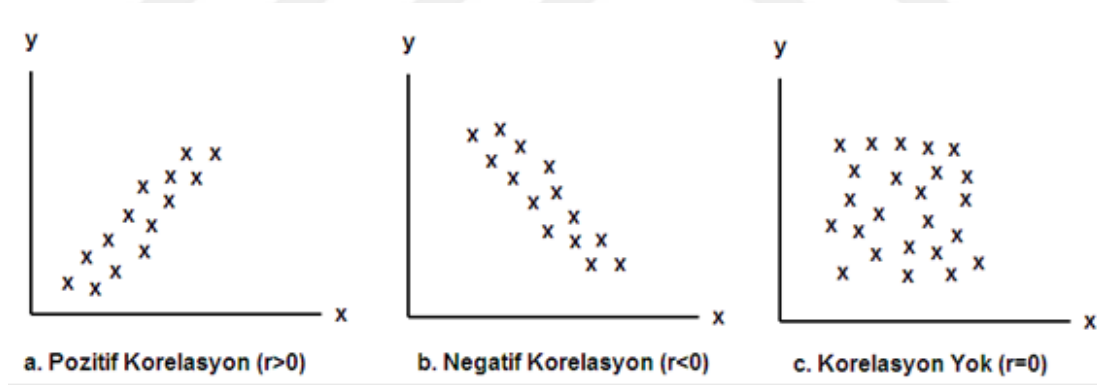
Çalışmamızda kullanılan veri setlerinin tek tek sayısal olarak anlamlandırmak için yapılan tanımlayıcı istatistik testlerinden sonra bu serilerin birbirleri ile olan ilişkisini test etmek için korelasyon analizi yapılmıştır.

İki veya daha fazla değişken arasındaki birlikteliğin büyüklüğünü veya derecesini ölçmek için kullanılan tekniklerden birisi korelasyon analizidir. Başka bir ifadeyle iki değişken olan X ve Y'nin birlikte hareketinin ölçüsü korelasyon ile hesaplanmaktadır. (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007:243). Bu iki değişken arasındaki ilişkinin miktarını tespit edip yorumlamak amacıyla hesaplanan değere ise korelasyon katsayısı denilmektedir (Büyüköztürk, 2010:31).

Korelasyon analizi X'teki bir standart sapma değişimi ile Y'deki bir standart sapma değişiminin birlikteliğinin ölçüsüdür. Dolayısıyla korelasyon katsayısı $Cov(X,Y)$ 'e X ve Y'nin standart sapmalarının çarpımlarının bölümüne eşittir. Yani (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007:246).

$$r(X,Y) = \frac{Cov(X,Y)}{\sqrt{Var(X)}\sqrt{Var(Y)}}$$

Olarak formüle edilmektedir. Anakütle korelasyon katsayısı veya Pearson Korelasyon katsayısı olarak adlandırılır (Sevüktekin ve Nargeleçekenler, 2007:246). Elde edilen farklı korelasyon katsayılarını grafiği ve yorumu aşağıdaki gibi yapılmaktadır.



Grafik 5.2: Farklı Korelasyon Durumları (Büyüköztürk, 2010:32).

İki değişken arasındaki ilişkinin miktarını gösteren katsayısı değeri +1 ile -1 arasında değer almaktadır. Korelasyon katsayısının +1 olması mükemmel pozitif ilişkiyi; -1 olması, mükemmel negatif ilişkiyi; 0 olması ilişkinin olmadığını göstermektedir. Bu sonuçlar yorumlanırken belli sınırlara göre daha yüksek ilişki, orta ilişki şeklinde açıklanmaktadır. Korelasyon katsayısının, mutlak değer olan 0.70 ile 1.00 arasında olması yüksek ilişkiyi, 0.70 ile 0.30 arasında olması orta ilişkiyi, 0.30 ile 0.00 arasında olması düşük veya neredeyse yok denecek kadar az bir ilişkinin olduğunu ifade etmektedir (Büyüköztürk, 2010:32).

Çalışmamızda, bu korelasyon yorumları dikkate alınarak değişkenleri arasında doğrusal bir ilişkinin olup olmadığı test etmek için korelasyon analizi uyulanmış ve elde edilen kat sayılar yorumlanmıştır. Korelasyon analizi sonuçları Korelasyon Tablosu ile Tablo 5.4'de verilmektedir.

Tablo 5.4. Korelasyon Analizi Sonuçları

	ASO	HAO	ROA	ROE	ROS	TOBINQ	LSATIS	LPIYASA	LEV	LYKS	CEOD
ASO	1										
HAO	0.577	1									
ROA	-0.129	0.063	1								
ROE	-0.222	-0.192	0.390	1							
ROS	-0.040	0.025	0.859	0.245	1						
TOBINQ	0.064	-0.048	0.119*	0.048	0.066	1					
LSATIS	-0.065	-0.220	0.245	0.103	0.227	-0.140	1				
LPIYASA	0.025	-0.023	0.178	0.082	0.155	0.276	0.335	1			
LEV	0.091	0.002	-0.508	-0.124	-0.482	-0.101	-0.037	-0.126*	1		
LYKS	-0.075	-0.210	0.254	0.093	0.251	0.200	0.416	0.306	-0.259	1	
CEOD	0.040	0.105	0.105	-0.070	-0.088	0.0054	-0.046	-0.129	0.154	-0.194	1

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5.4'deki korelasyon analizi sonuçlarına göre, ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile HAO, ROA, ROE, ROS, Tobin-Q, LSATIŞ, LPIYASA, LEV, LYKS ve CEOD arasında farklı yönlerde bir ilişki bulunmaktadır. ASO ile ROA, ROE, ROS, LSATIŞ, LYKS arasında negatif bir ilişki varken Tobin-Q, LPIYASA, LEV, CEOD arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Sahiplik yapısı değişkeni olan halka açıklık oranı ile diğer değişkenler arasındaki korelasyon sonuçları incelendiğinde ise, HAO ile LEV, ROA, ROE, ROS, Tobin-Q, LSATIŞ, LPIYASA, LYKS ve CEOD arasında farklı yönlerde ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. HAO ile ROE, LSATIŞ, Tobin-Q, LYKS, LPIYASA arasında negatif yönlü ilişki tespit edilirken, ROA, ROS, CEOD ve LEV arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Performans değişkeni olan ROA ile diğer seriler arasındaki korelasyon sonuçlarında, ROA ile tüm değişkenler arasında ilişkileri yönü incelendiğinde ise ROA ile LEV arasında negatif, ROE, ROS, Tobin-Q, LSATIŞ; LPIYASA, LYKS ve CEOD arasında pozitif yönlü bir ilişkinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Özsermaye karlılığının çalışmada kullanılan diğer değişkenler ile korelasyon ilişkisi sonuçları ise şu şekildedir; ROE ile LEV ve CEOD arasında negatif ve ROS, Tobin-Q, LPIYASA, LSATIŞ ve LYKS arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Firma performans göstergelerinden ROS serisi ile diğer seriler arasındaki korelasyon ilişkisi incelendiğinde ise, Tobin-Q, LPIYASA, LSATIŞ ve LYKS ile ROS arasında pozitif, LEV ve CEOD ile ROS arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.

Piyasa temelli performans göstergelerinden olan Tobin-Q ile diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarına bakıldığında LSATIŞ ve LEV'i negatif etkilediği görülürken LPIYASA, LYKS ve CEOD'u pozitif etkilediği tespit edilmiştir.

Kontrol değişkenlerinden LSATIŞ ile diğer değişkenlerin korelasyon katsayıları incelendiğinde, LSATIŞ değişkeni LPIYASA ve LYKS korelasyon katsayılarını pozitif, LEV ve CEOD korelasyon katsayıları ile negatif yönlü etkilemiştir.

Bir diğer bağımlı performans değişkeni olan LPIYASA ile LYKS arasındaki ilişkinin korelasyon katsayısının pozitif yönlü, LPIYASA ile LEV ve CEOD arasındaki ilişkinin korelasyon katsayısı ise negatif yönlüdür.

Kontrol değişkenlerinden LEV ile LYKS arasındaki korelasyon ilişkisinin yönü negatif iken LEV ile CEOD arasındaki korelasyon ilişkisinin yönü pozitifdir.

Son olarak, iki kurumsal yönetim değişkeni olan LYKS ve CEOD arasındaki korelasyon ilişkisi incelendiğinde, ilişkinin negatif olduğu tespit edilmiştir. Değişkenler

arasındaki korelasyon ilişkisi incelendikten sonra panel veri regresyon analizi yapılmıştır.

5.6.2. Panel Veri Regresyon Analizi Sonuçları

Panel veri regresyon analizinde, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki test edilmektedir. Bu ilişkinin test edilmesi için ise havuzlanmış EKK, sabit etki modeli ve rassal etki regresyon modellerinden en uygunun seçilmesi gerekmektedir. Statik panel regresyon modellerinden en uygununa karar verilmesi için F, Breusch Pagan LM ve Hausman testleri ile kurulan modeller analiz edilmektedir.

Çalışmada muhasebe temelli performans göstergesi olan ROA, ROE ve ROS, piyasa temelli performans göstergeleri Tobin-Q ve Piyasa değeri bağımlı değişkenleri, ASO, HAO sahiplik yapısı, LYKS ve CEOD yönetim kurulu yapısı bağımsız değişkenleri ve LEV ile LSATIŞ'lardan oluşan kontrol değişkenleri ile kurulan modeller için en uygun olan statik panel regresyonunun belirlenmesi amaçlanmaktadır. En uygun regresyon modelinin seçimi için ilk olarak F testi yapılarak havuzlanmış EKK ile sabit etki modellerinden hangisinin uygun regresyon modeli olduğuna karar verilmiştir. Daha sonra Berusch-Pagan LM testi ile havuzlanmış EKK ile rassal etki modellerinden hangi modelin uygun olduğuna bakılmıştır. En sonunda ise modele rassal etki analizi mi sabit etki analizi mi yapılmasının uygun yöntem olduğunu belirleyen Hausman testi uygulanmıştır. Bu testlerin sonuçları aşağıdaki Tablo 5.5, Tablo 5.6 ve Tablo 5.7'de gösterilmiştir.

Bu test sonuçlarından sonra en uygun regresyon modeli belirlenerek regresyon analizi yapılmıştır. Bu testin sonucunda ise sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisi tablolar yardımı ile açıklanmıştır.

5.6.2.1. F Testi

F testi ile kurulan modellerde klasik havuzlanmış EKK (Pooled OLS) modelinin geçerliliği test edilmektedir. Başka bir ifadeyle, değişkenlerde yatay kesit ve/veya zaman etkilerinin olup olmadığı tespit etmektedir. Baltagi (2014), F testi hipotez sınamasını;

$$H_0: \beta_i = \beta$$

Şeklinde yapmıştır. Bu hipotezin kabul edilmesi durumdan modelde havuzlanmış EKK yöntemi ile regresyon analizi yapılmaktadır. Hipotezin red edilmesi durumunda ise sabit etki modeli kullanılmaktadır. Bu durumda kurulan hipotez sınaması ise;

$$H_0: \text{Havuzlanmış EKK Modeli Etkindir}$$

$$H_1: \text{Havuzlanmış EKK Değil Sabit Etki Modeli Etkindir}$$

Şeklinde dir. Bu hipotez sınaması dikkate alınarak yapılan analiz sonucunda kurulan modellerin F istatistik testi değeri Tablo 5.5 gösterilmiştir.

Tablo 5.5. F Testi Sonuçları

Model 1				
Test	F İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
F	4.801*	0.0000	Havuzlanmış EKK Modeli Etkindir.	Red
Model 2				
Test	F İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
F	1.5908*	0.0015	Havuzlanmış EKK Modeli Etkindir.	Red
Model 3				
Test	F İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
F	2.9823*	0.000	Havuzlanmış EKK Modeli Etkindir.	Red
Model4				
Test	F İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
F	7.1521*	0.0000	Havuzlanmış EKK Modeli Etkindir.	Red
Model 5				
Test	F İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
F	10.0997*	0.0000	Havuzlanmış EKK Modeli Etkindir.	Red

Not: Prob değerine göre *, %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 5.5’de verilen F testi sonuçları incelendiğinde, olasılık değerinin yani hata payının 0.05’den küçük olması sıfır hipotezinin tüm modellerde reddedildiği ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle, çalışmamızda kurulan modellerin havuzlanmış EKK yöntemi için uygun olmadığını buna karşın sabit etki modelinin analiz edilmesinin daha uygun olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

F testi ile Havuzlanmış EKK’nın uygun olmadığı test edildikten sonra modeller için uygun regresyonu tespit etmek için yapılacak olan diğer test Breusch Pagan LM testidir.

5.6.2.2. Breusch Pagan Lagrange Çarpanı LM Testi

Breusch ve Pagan (1980), LM testi ile modellerin bireysel heterojenliğinin varlığını sınamıştır. Başka bir ifadeyle; Havuzlanmış EKK’nın mı yoksa rassal etkinin mi modelde kullanılmasının uygun olduğu test edilmektedir. LM testi, ayrıca, Havuzlanmış EKK modelinin kalıntılarına dayanarak geliştirilmiştir. Bu test aynı zamanda 1 serbestlik derecesi ile χ^2 dağılımına uygundur (Tatoğlu, 2012:172-173). Bu testin hipotez sınaması;

$$H_0: \sigma_\mu^2 = 0, (Havuzlanmış EKK modeli uygundur)$$

$$H_0: \sigma_\mu^2 \neq 0, (Rassal Etki modeli uygundur)$$

Şeklinde. Bu hipotez sınamaları dikkate alınarak yapılan LM testi sonuçları Tablo 5.6’da gösterilmiştir.

Tablo 5.6. Breusch Pagan LM Testi Sonuçları

Model 1				
Test	χ^2 İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
LM	245.717*	0.0000	Havuzlanmış EKK Modeli Uygun	Red
Model 2				
Test	χ^2 İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
LM	4.617**	0.0316	Havuzlanmış EKK Modeli Uygun	Red
Model 3				
Test	χ^2 İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
LM	68.6268*	0.000	Havuzlanmış EKK Modeli Uygun	Red
Model 4				
Test	χ^2 İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
LM	559.7019*	0.0000	Havuzlanmış EKK Modeli Uygun	Red
Model 5				
Test	χ^2 İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
LM	647.761*	0.0000	Havuzlanmış EKK Modeli Uygun	Red

Not: * ve ** sırasıyla %1 ve %5 katsayı anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5.6'nın sonuçlarına göre modellerin katsayı anlamlılık düzeyi %5'ten küçük olduğu için sıfır hipotezi reddedilmiştir. Diğer bir ifadeyle, havuzlanmış EKK modeli çalışmamızda kurulan modeller için uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, kurulan modellerde zaman ve/veya yatay kesit etkilerinin olduğu görülmektedir.

Yapılan bu iki test sonucuna göre yapılacak regresyon analizinde Havuzlanmış EKK modelinin uygun olmadığına ulaşılmıştır. Bu testlerden sonra sabit etki ve rassal etki regresyon analizlerinden hangisinin tercih edileceğini test eden Hausman testi yapılacaktır.

5.6.2.3. Hausman Testi

F testi ve LM testi sonucunda, modellerde zaman ve/veya yatay kesit etkisinin olduğu ve Hausman testinin uygulanması gerektiğinin sonucuna ulaşılmıştır. Hausman (1978) testi ile, sabit etki ve rassal etki modelleri arasında bir karar verilmesi durumunda, hangi modelin tercih edilmesi gerektiğine karar vermede kullanılan bir analizdir (Green, 2002:301). Bu test ile sabit etki modelinin tutarlı ve yansız olduğu varsayımından yola çıkılmaktadır (Baltagi, 2005:66). Ayrıca, seriler arasında korelasyon ilişkisinin olup olmadığı test edilmektedir. Çıkan sonuçlara göre eğer değişkenler arasında korelasyon ilişkisi yoksa rassal etki modelinin daha etkin sonuçlar verdiği ortaya konmaktadır.

Hausman testinin, rassal etkiler tahmincisinin geçerli olduğu şeklinde kurulan hipotezi, k serbestlik dereceli χ^2 dağılımına uyan istatistik ile test etmektedir (Tatoğlu, 2012:180). Bu çerçevede kurulan Hausman hipotez sınaması ise,

H_0 : Açıklayıcı değişken ve birim etkileri arasında korelasyon yoktur.

H_1 : Açıklayıcı değişken ve birim etkileri arasında korelasyon vardır.

Şeklinde dir. Hausman testi sonuçları ise Tablo 5.7'de gösterilmektedir.

Tablo 5.7 Hausman Testi Sonuçları

Model 1				
Test	Hausman İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
Hausman	19.6426*	0.0032	Açıklayıcı Değişken ve Birim Etkileri Arasında Korelasyon yoktur.	Red
Model 2				
Test	Hausman İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
Hausman	60.2486*	0.0000	Açıklayıcı Değişken ve Birim Etkileri Arasında Korelasyon yoktur.	Red
Model 3				
Test	Hausman İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
Hausman	26.8188*	0.0002	Açıklayıcı Değişken ve Birim Etkileri Arasında Korelasyon yoktur.	Red
Model4				
Test	Hausman İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
Hausman	15.8832*	0.0315	Açıklayıcı Değişken ve Birim Etkileri Arasında Korelasyon yoktur.	Red
Model 5				
Test	Hausman İstatistiği	Olasılık	Sıfır Hipotezi	Karar
Hausman	27.3180*	0.0001	Açıklayıcı Değişken ve Birim Etkileri Arasında Korelasyon yoktur.	Red

Not: * ve ** sırasıyla %1 ve %5 katsayı anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5.7'deki sonuçlara göre sıfır hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Buna göre, açıklayıcı değişkenler ve birimler arasında korelasyon ilişkisinin olduğu görülmektedir. Bu çerçevede kurulan modeller için uygun olan regresyon modelinin sabit etki modeli olduğu tespit edilmiştir.

5.6.2.4. Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları

Çalışmamızda yapılan testler sonucunda uygulanmasına karar verilen sabit etki modelinde değişkenlerin katsayılarına, işaretlerine ve anlamlılık düzeylerine bakılarak yorum yapılmıştır. Ayrıca, kurulan modelin bütün olarak anlamlılığı ve açıklama gücü Durbin Watson, R^2 , düzeltilmiş R^2 , F istatistik değerlerine göre yorumlanmaktadır.

Kurulan regresyon modelinin tamamını açıklamak için kullanılan R^2 değeri, birden çok bağımsız değişkenli modellerde, bağımlı değişkende meydana gelen değişimlerin modeldeki bağımsız değişkenler ile açıklanabilme oranının göstermektedir (Tarı, 2006:80). Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenlerin açıklayıcı değişkenler olan bağımlı değişken tarafından açıklanan örneklem varyansına oranıdır. R^2 değeri şu şekilde hesaplanmaktadır (Stock ve Watson, 2011:201):

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}$$

R^2 değeri 0 ile 1 arasında değişir. $R^2=0$ ise, bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklamadığı ortaya çıkar. $R^2=1$ ise bu durumda bağımsız değişkenin bağımlı

değişkenin tamamı tarafından açıklandığını ifade eder. Gerçekte R^2 bu iki üç durum arasında yer almaktadır. Regresyon doğrusunun, gözlem değerlerine uygunluğunun bir ölçüsü olan R^2 değerinin bazı sakıncaları bulunmaktadır. Dolayısıyla, her zaman tam güvenilir bir ölçü olmamaktadır. Genellikle, yüksek R^2 değeri regresyon doğrusunun verilere iyi uyduğunu, buna karşılık düşük R^2 değeri ise iyi uymadığını göstermektedir. Ancak, R^2 'nin düşüklüğü ve yüksekliği konusunda genel kabul görmüş bir ölçü bulunmamaktadır. Başka bir ifadeyle, ekonometristler arasında tam bir uzlaşma yoktur. Bazıları R^2 'ye büyük önem verirken, diğerleri ise araştırmanın amacına göre bir karar vermek gerektiğini ileri sürmektedir. Araştırmanın amacı, iktisadi olayın açıklanması ve parametrelere güvenilir değerler tahmin etme olduğunda, standart hataların daha önemli olduğu görüşünde birleşmektedirler (Tarı, 2006:45-56).

Düzeltilmiş R^2 ise, modele eklenen her değişkenin R^2 'yi artırması eklenen değişkenin modeli düzelttiği anlamına gelmemektedir. Bu açıdan incelendiğinden R^2 , regresyonun kullanılan verilere uyumunun iyi olduğu abartılı bir ifade olarak karşımıza çıkabilmektedir. Bunu düzeltmenin bir yolu, R^2 'yi bir faktör ile azaltmaktır. Bu ise R^2 'nin düzeltilmiş şekli olan $\bar{R}^2$ yani düzeltilmiş R^2 olarak ifade edilmektedir. Yani düzeltilmiş R^2 modele yeni bir değişken eklendiğinde modeli artırmayacak şekilde değiştirilmiş halidir (Stock ve Watson, 2011:201):

Bu değer aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Tarı,2006:81):

$$\bar{R}^2 = 1 - (1 - R^2) \frac{n - 1}{n - k}$$

Regresyon modelinin açıklanmasına yardımcı olan bir değerde F değeridir. F değeriyle, sabit değer dışındaki tüm değerlerin anlamlı olup olmadığına açıklamaktadır. Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde etkili olup olmadıklarını anlamak için F değeri uygulanmaktadır. Bağımsız değişkenlerin hepsinin bağımlı değişken üzerindeki etkisini açıklamak için kurulan hipotez ise,

$$\begin{aligned} H_0 &= 0 \\ H_1 &\neq 0 \end{aligned}$$

Şeklinde. Modelin genel olarak anlamlılık düzeyi ve açıklama gücünü ortaya çıkartan bu değerlerden Durbin Watson istatistiği, modele dahil edilen değişkenlerin otokorelasyonlarını incelemektedir. Kurulan regresyon modelinde otokorelasyonun olmadığı, pozitif veya negatif otokorelasyon olduğu d istatistiği ile ifade edilmektedir. Otokorelasyonu ifade eden d istatistiği (Tarı, 2006:202);

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2}$$

Şeklinde hesaplanmaktadır. Bu formülde, hata terimi farklarının karesi toplamı, hata terimi karelerinin toplamına oranlanmaktadır. Otokorelasyonun olup olmadığını gösteren durbin-watson istatistiği d değerinin 2'ye yakın olması otokorelasyonun olmadığını göstermektedir. 0'a yakın olması pozitif otokorelasyonu, 4'e yakın olması negatif otokorelasyonun olduğunu ifade etmektedir. Bu değerler aşağıdaki gibi de ifade edilebilmektedir (Tarı, 2006:203).

$d \approx 0$ olması (pozitif otokorelasyon)
 $d \approx 2$ olması (sıfır otokorelasyon)
 $d \approx 4$ olması (negatif otokorelasyon) olarak ifade edilmektedir.

Bu değerler dikkate alınarak bağımlı değişken olan muhasebe temelli ve piyasa temelli performans göstergelerinin her biri için kurulan modellerin sınaması sabit etki modeli ile yapılmış ve elde edilen sonuçlar açıklanmıştır.

5.6.2.4.(1). Aktif Karlılık (ROA) Regresyon Sonuçları

İlk olarak muhasebe temelli performans göstergesi olan aktif karlılık oranı (ROA) bağımlı değişkenin ile sahiplik yapısı değişkenlerinden ailenin en büyük sahiplik pay oranı (ASO), halka açıklık oranı (HAO); yönetim kurulu yapısı değişkenlerinden yönetim kurulu üyelerinin sayısının logaritması (LYKS), CEO ikiliği (CEOD) ve kontrol değişkenlerinden satışların büyüklüğünün logaritması (LSATIS), kaldıraç oranı (LEV) arasındaki ilişki test edilmektedir. ROA ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin belirlenmesinde kullanılan hipotezler aşağıda gösterilmektedir.

Sahiplik yapısı değişkenlerinden olan ailenin en büyük sahiplik pay oranı ve halka açıklık oranı ile muhasebe temelli firma performansı değişkenlerinden aktif karlılık oranı arasındaki ilişkiyi test etmek için kurulan hipotezler;

H_{0,1}: Ailenin En Büyük Sahiplik Pay Oranı ile Aktif Karlılık Arasında İlişki Yoktur

H_{0,2}: Halka Açıklık Oranı ile Aktif Karlılık Arasında İlişki Yoktur

Şeklinde. Yönetim kurulu yapısının belirleyicilerinden olan yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği ile muhasebe temelli firma performansı değişkeni olan aktif karlılık arasındaki ilişkiyi test etmekte kullanılan hipotezler;

H_{0,3}: Yönetim Kurulu Üye Sayısı ile Aktif Karlılık Arasında İlişki Yoktur

H_{0,4}: CEO İkiliği ile Aktif Karlılık Arasında İlişki Yoktur

Şeklinde. Bağımsız değişken kalemleri olan kontrol değişkenleri ile muhasebe temelli firma performans değişkeni aktif karlılık arasındaki ilişkiyi test etmek için kullanılan hipotez;

H_{0,5}: Kaldıraç Oranı ile Aktif Karlılık Arasında İlişki Yoktur

H_{0,6}: Satışların Büyüklüğü ile Aktif Karlılık Arasında İlişki Yoktur

Şeklinde geliştirilmiştir. Kurulan hipotezler dikkate alınarak sabit etki modeli ile ROA bağımlı değişkeni analiz edilmiştir.

Sabit etki modeli regresyon tablosunda genel anlamda modelin güvenilirliğini test etmekte kullanılan R² değeri, bağımlı değişkendeki bir birimlik değişimin ne kadarının bağımsız değişken tarafından açıklandığını göstermektedir. F değeri, regresyon değişiminin hata terimine oranıdır. Aynı zamanda, modelin istatistiksel olarak anlamlılığını ifade etmektedir. Durbin-Watson sınaması ise daha önce bahsedildiği gibi otokorelasyonu test etmektedir. Bu nedenle, yapılan sahip etki modelinin tablo

gösterimin de R^2 , düzeltilmiş R^2 değeri, F testi ve olasılık değeri ve Durbin Watson'nın istatistiksel değerleri yer almaktadır (Gujarati, 1999:420).

Tablo 5.8'deki sabit etkiler modeline göre, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklanma gücünü ifade etmede kullandığımız R^2 katsayısı 0.5308 olarak bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, bağımsız değişkenlerdeki değişimler aktif karlılığı 0.5308 oranında etkilemektedir. Kurulan modelin anlamlılığını gösteren F istatistiği ise 10.3315 bulunmuş ve F olasılık istatistiği %1 anlamlılık düzeyindedir. Ayrıca, modelin Durbin-Watson istatistik değeri 1.8246 ile beklenen aralıkta olduğu için otokorelasyonun olmadığı tespit edilmiştir.

Modeldeki bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki anlamlılık düzeyi ve katsayılar incelendiğinde aktif karlılık ile ailenin en büyük sahiplik pay oranı arasındaki ilişki negatif yönlü ve %1 (prob:0.0007) düzeyinde anlamlıdır. Diğer bir ifadeyle ROA ile ASO oranı arasında ekonometrik olarak negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Diğer değişkenler sabit olduğunda ASO oranındaki %1'lik bir artış ROA'yı 0.0287 azaltmaktadır. Analiz sonucunda $H_{0,1}$ hipotezi red edilerek ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile firma performansı değişkenlerinden aktif karlılık arasında ekonometrik olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu sonucu destekleyen çalışmalar Morck ve Vishny (1998), Gürsoy ve Aydoğan (1999), Önder (2003), Yıldırım (2007), Çıtak (2007), Zeitun (2009) Bayramoğlu (2010) ve Alipour ve Amjadi (2011), Aytekin ve İbiş (2014) tarafından yapılmıştır.

Aktif karlılık oranı ile halka açıklık pay oranı arasındaki ilişkide pozitif yönlü ve %1 (prob:0.0000) düzeyinde anlamlıdır. Başka bir ifadeyle, ekonometrik olarak aralarındaki ilişkinin pozitif ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenden dolayı $H_{0,2}$ hipotezi red edilerek halka açıklık oranı ile firma performansı değişkenlerinden aktif karlılık arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer değişkenler sabit iken, halka açıklık pay oranındaki %1'lik bir artış aktif karlılıkta 0.0512 oranında ve pozitif yönlü bir artışa neden olmuştur. Aile firmalarındaki azınlık pay sahiplerinin pay oranı aktif karlılığı pozitif yönde etkilemiştir. Elde edilen sonuç literatürdeki Gürsoy ve Aydoğan (1998), Yıldırım (2007), Bayramoğlu (2010), Önem ve Demir (2015) ile benzerlik göstermektedir.

Kurumsal yönetim mekanizmalarından yönetim kurulunun yapısını belirleyen değişkenlerden yönetim kurulu üye sayının logaritması ile aktif karlılık oranı arasındaki ilişkinin %5 anlamlılık düzeyinin ve pozitif olduğu görülmüştür. Bundan dolayı, $H_{0,3}$ hipotezi red edilmiş ve yönetim kurulu üye sayısı ile aktif karlılık arasında bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen değere göre LYKS oranındaki %1'lik bir artış ROA'nın 0.0164 oranında artmasına neden olmuştur. Literatür incelendiğinde de çalışmada elde edilen bu sonuç Chen ve Cheung (2005), Ehikioya (2009), Aygün vd. (2011), Tornyeva ve Wereko (2012), Acaravı vd. (2014), Kılıç (2014), Liv d. (2015), Bansal ve Sharma (2016) ile benzerdir.

Yönetim kurulu yapısını belirleyen bir diğer değişken CEO ikiliği kukla değişkeni ile aktif karlılık arasındaki ilişki negatif ve %5 düzeyinde anlamlıdır. Elde edilen bu sonuç ile $H_{0,4}$ hipotezi red edilmiş ve CEO ikiliği ile aktif karlılık arasında ekonometrik olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. CEO ikiliğindeki bir değişim aktif karlılık oranını 0.0247 oranında ve negatif etkilemektedir. Literatürdeki bu ilişki ile ilgili yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlar Chen ve Cheung (2005), Hoşkal Akman (2005) Ehikioya (2009) ve Acaravcı vd. (2015), Arora ve Sharma (2016) ile benzerlik göstermektedir.

Aktif karlılık ile kontrol değişkenlerinden kaldıraç oranı arasındaki ilişki %1 anlamlılık düzeyinde ve negatif yönlüdür. Bu nedenle $H_{0,5}$ hipotezi red edilmiş kaldıraç

oranı ile firma performans değişkeni olan aktif karlılık arasında ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Diğer değişkenler sabit kaldığından kaldıraç oranındaki bir birimlik değişim aktif karlılığı 0.1589 oranında azaltacaktır. Bu ilişki ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde Yıldırım (2007) ve Bayramoğlu'nun (2010) yaptıkları çalışmaların sonuçları ile örtüşmektedir. Bir diğer kontrol değişkeni olan satışların büyüklüğü ile ROA arasında %5 anlamlılık düzeyinde pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Analiz sonucuna göre $H_{0,6}$ hipotezi red edilerek satışların logaritması ile aktif karlılık arasında bir ilişkinin olduğuna ulaşılmıştır. Bu durumda diğer değişkenler sabit iken, satışların büyüklüğündeki %1'lik bir değişim ROA'yı 0.0119 oranında pozitif yönlü etkilemektedir. Satışların büyüklüğü ile ilgili sonuçlar ise Maury (2006) ve Bayramoğlu'nun (2010), Sayan Akıncı (2011) çalışmaları ile benzerdir.

Genel anlamda değişkenler incelendiğinde ise sahiplik yapısının ve yönetim kurulu yapısının muhasebe temelli firma performans göstergesi olan aktif karlılık üzerinde olumlu veya olumsuz bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Buna göre sabit etki regresyon sonuçları Tablo 5.8'de gösterilmiştir.

Tablo 5.8. ROA için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
ASO	-0.0287*	0.0084	0.0007
HAO	0.0512*	0.0137	0.0002
LYKS	0.0164**	0.0193	0.0394
CEOD	-0.0247**	0.0113	0.0296
LEV	-0.1589*	0.0194	0.0000
LSATIS	0.0119**	0.0057	0.0384
SABİT	-0.0738	0.1097	0.5013
R^2		0.5308	
Düzeltilmiş R^2		0.4794	
Standart Sapma		3.4982	
F Testi		10.3315*	
F Testi Olasılığı		0.0000	
Durbin-Watson İstatistiği		1.8246	

Not:*,** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5.8'deki çıkan sonuçların katsayıları dikkate alınarak kurulan regresyon modeli aşağıdaki gibidir:

Model 1:

$$ROA = - 0.0738 - 0.0287*ASO + 0.0512*HAO + 0.0164*LYKS - 0.0247*CEOD + 0.1589*LEV + 0.0119*LSATIS$$

Tablo 5.8'den elde edilen veriler dikkate alınarak kurulan bu modelde sahiplik yapısındaki yoğunlaşmayı gösteren ailenin en büyük sahiplik pay oranı firma performansı değişkenlerinden biri olan aktif karlılık oranını negatif yönde etkilemektedir. Bu etki, sahiplik yapısında yoğunlaşmanın, aktif karlılıkta bir azalmaya neden olacağını ifade eder. Bir diğer sahiplik yapısı değişkeni olan ve sahiplik dağınıklığını gösteren halka açıklık oranı aktif karlılıkta bir artışa neden olmaktadır. Yani, firmaların halka açılması karlılığı arttırmaktadır. Analiz sonuçlarına göre yönetim kurulu üye sayısının artması firmada yoğunlaşmayı azaltacağından firmanın aktif karlılığını artıracaktır. Yoğunlaşmanın fazla olduğu firmalarda karlılık düşmekte

yoğunlamanın az olduğu firmalarda ise karlılığın arttığı görülmektedir. Genel anlamda sonuçların hepsine baktığımızda bağımsız değişkenlerinin katsayılarının çok yüksek olmadığını görmekteyiz. Bu durum bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan ROA'yı çok yüksek oranda etkilemediğini göstermektedir.

5.6.2.4.(2). Öz Sermaye Karlılığı (ROE) Regresyon Sonuçları

Muhasebe temelli firma performans göstergesinden biri olan özsermaye karlılığı (ROE) değişkeni ile sahiplik yapısı, yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenleri ilişkisini belirlemek için kurulan hipotezler aşağıdaki gibidir:

Sahiplik yapısı değişkenlerinden olan ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile firma performans değişkenlerinden olan özsermaye karlılığı oranıyla arasındaki ilişkiyi test etmek için kurulan hipotezler;

$H_{0,1}$: Ailenin En Büyük Sahiplik Pay Oranı ile Özsermaye Karlılığı Arasında İlişki Yoktur

$H_{0,2}$: Halka Açıklık Oranı ile Özsermaye Karlılığı Arasında İlişki Yoktur

Şeklindedir. Yönetim kurulu yapısının belirleyicilerinden olan yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği ile firma performans değişkeni olan özsermaye karlılığı arasındaki ilişkiyi test etmekte kullanılan hipotezler;

$H_{0,3}$: Yönetim Kurulu Üye Sayısı ile Özsermaye Karlılığı Arasında İlişki Yoktur

$H_{0,4}$: CEO İkiliği ile Özsermaye Karlılığı Arasında İlişki Yoktur

Şeklindedir. Bağımsız değişken kalemleri olan kontrol değişkenleri ile firma performans değişkenlerinden özsermaye karlılığı arasındaki ilişkiyi test etmek için kullanılan hipotez;

$H_{0,5}$: Kaldıraç Oranı ile Özsermaye Karlılığı Arasında İlişki Yoktur

$H_{0,6}$: Satışların Büyüklüğü ile Özsermaye Karlılığı Arasında İlişki Yoktur

Şeklindedir.

Özsermaye karlılığı ile sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı değişkenleri arasında ilişki sabit etki regresyon sonucu ile analiz edilmiştir. Tablo 5.9'da sabit etki regresyon modeli ile elde edilen sonuçlara göre bağımsız değişkenlerin özsermaye karlılığını açıklama gücünü gösteren R^2 , 0.2528 olarak bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle bağımsız değişkenlerdeki bir birimlik bir değişim özsermaye karlılığını 0.2528 oranında etkilemiştir. Modelde R^2 değerinin küçük olmasının nedeni yatay kesit boyutunun zaman boyutundan büyük olmasından kaynaklanmaktadır. Yatay kesitin fazla olması durumunda R^2 'nin küçük olması bir sorun olarak görülmemektedir. Çünkü büyük yatay kesitlerde küçük R^2 değeri istatistiksel anlamda önemli bulunmaktadır (Günel, 2003:137). Kurulan modelin genel olarak anlamlılığını belirleyen F değerinin ise 47.1014 ve %1 'de anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Modeldeki Durbin Watson istatistiğinin 1.8838 ile beklenen aralıkta yer almaktadır.

Tablodaki sonuçlar dikkate alınarak daha önceki kurulan model 2'deki bağımlı değişken ASO ile bağımsız sahiplik yapısı değişkenlerinden HAO arasındaki ilişkinin

anamlılık düzeyi ve katsayılar incelenmiştir. Sabit etki modeli ile yapılan regresyon sonucuna göre özsermaye karlılığı ile ailenin en büyük sahiplik pay oranı arasında negatif yönlü ve %1’de anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu nedenden dolayı $H_{0,1}$ hipotezi red edilmiş ASO ile özsermaye karlılığı arasında ekonometrik olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Diğer bir ifadeyle, diğer değişkenler sabit kaldığında ailenin en büyük sahiplik pay oranında 1 birimlik değişim özsermaye karlılığın 0.1953 oranında bir azalmaya neden olmuştur. Elde edilen bu sonuç, Gürsoy ve Aydoğan (1998), Yıldırım (2007), Kocağa (2010), Bayramoğlu (2010), Alipour ve Amjadi (2011) ve Öztürkçü (2012) ile örtüşmektedir.

ROE ile HAO arasındaki ilişki incelendiğinde ise aralarında pozitif yönlü ve %5’de anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen sonuç, $H_{0,2}$ hipotezini reddetmekte halka açıklık oranı ile özsermaye karlılığı arasında ilişki olduğu ifade etmektedir. Başka bir deyişle, diğer değişkenler sabit kaldığında halka açıklık oranındaki bir birimlik değişim özsermaye karlılığını 0.0195 oranında artıracaktır. Bu sonuç Yıldırım (2007), Bayrakdaroğlu (2010) ile benzerlik göstermektedir.

Model 2’deki bağımsız değişken olan yönetim kurulu yapısı değişkenleri LYKS ve CEO ile ROE arasındaki ilişkinin anlamlılıkları incelenmiş ve LYKS ile ROE arasında herhangi bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, Tanrıöver ve Aksoy (2010), Manaseer (2012), Acaravcı (2015), tarafından desteklenmektedir. Bir diğer kurumsal yönetim değişkeni olan CEO ile ROE arasında %10 anlamlılık düzeyinde ve negatif yönlü bir ilişki elde edilmiştir. Analiz sonucu $H_{0,4}$ hipotezi red eder ve CEO ikiliği ile ROE arasında bir ilişkinin olduğunu ifade eder. Bu sonuçlara göre CEO’daki bir artış özsermaye karlılığını 0.0023 oranında etkilemektedir. CEO, özsermaye karlılığını negatif yönde etkilediği sonucu Ehikioya (2009), Lin (2011), Al-Manaseer, vd. (2012), Önem ve Demir (2015) çalışmaları tarafından desteklenmektedir.

Kontrol değişkenleri ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişki incelendiğinde ise, kaldıraç oranıyla negatif ve satışların logaritması ile pozitif bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, bu değişkenlerle özsermaye arasında %1 anlamlılık düzeyinde bir ilişki bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçlar ile, $H_{0,5}$ ve $H_{0,6}$ hipotezleri red edilmekte ve kaldıraç oranı ve satışların logaritması ile özsermaye karlılığı arasında ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer değişkenler sabit iken, kaldıraç oranındaki bir birimlik değişim özsermaye karlılığını -0.1117 oranında azaltmaktadır. Aynı şekilde, diğer değişkenler sabit iken satışların logaritmasındaki %1’lik bir değişim özsermaye karlılığını 0.0207 oranında artırmaktadır. ROE ve kaldıraç oranı arasındaki ilişkinin sonucu ile Yıldırım (2007), Kocağa (2010) ve Bayramoğlu (2010)’da elde ettikleri sonuçlar ile örtüşürken Öztürkçü (2012)’deki sonucu ile örtüşmemektedir. ROE ve satışların logaritması arasındaki ilişkinin sonucu ise Gürüntü (2008), Bayramoğlu (2010) Sayan Akıncı (2011) ile örtüşmektedir.

Bu analiz ile elde edilen sonuçlar Tablo 5.9’da verilmiştir.

Tablo 5.9. ROE için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
ASO	-0.1953*	0.0232	0.0000
HAO	0.0195**	0.0243	0.0422
LYKS	0.0270	0.0109	0.1995
CEOD	- 0.0023***	0.0062	0.0662
LEV	-0.1117*	0.0190	0.0000
LSATIS	0.0207*	0.0023	0.0000
SABİT	-0.2794*	0.0443	0.0000
R^2		0.2528	
Düzeltilmiş R^2		0.2475	
Standart Sapma		0.5011	
F Testi		47.1014*	
F Testi Olasılığı		0.0000	
Durbin-Watson İstatistiği		1.8838	

Not: *,** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Sabit etki modeli ile yapılan test sonuçları Tablo 5.9'daki katsayılar dikkate alınarak aşağıdaki gibi kurulmuştur.

Model 2:

$$ROE = -0.2794 - 0.1953 \cdot ASO + 0.0195 \cdot HAO - 0.0023 \cdot CEOD - 0.1083 \cdot LEV + 0.0259 \cdot LSATIS$$

Model 2 incelendiğinde sahiplik yoğunlaşmasını gösteren ailenin en büyük sahiplik pay oranı özsermaye karlılığını negatif etkilemektedir. Başka bir ifadeyle, sahiplik yoğunlaşmasının çok olması firmanın elde edeceği özsermaye karlılığını azaltmaktadır. Sahiplik yapısı yoğunlaşmasında önemli rol oynayan yönetim kurulu üye sayısının ise özsermaye karlılığında herhangi bir etkiye neden olmadığı görülmüştür. Genel anlamda, bağımsız değişkenlerinin ROE etkileme gücüne baktığımızda katsayıların ASO hariç çok yüksek olmadığına ulaşılmıştır. Yani, firmaların sahiplik yapıları ve yönetim kurulu yapıları muhasebe temelli performans göstergesi olan özsermaye karlılığını çok güçlü oranda etkilememektedir. Firmaların özsermaye karlılığı ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki bulunması kurumsal yönetim ilkeleri uyumunu tam sağlamamasından kaynaklanabilmektedir. Çünkü, kurumsal yönetim ilkelerini uyum düzeyi düşük olan ülkelerin özellikle kriz dönemlerinde özsermaye karlılığının düşeceği ve borçluluk oranının artacağı düşünülmektedir (Akdoğan, 2010:94).

5.6.2.4.(3). Satışların Karlılığı (ROS) Regresyon Sonuçları

Firma performans göstergesi olan satışların karlılığı (ROS) ile sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı ilişkisini gösteren regresyon modelinin elde edilmesi için kurulan hipotezler aşağıdaki gibidir:

Sahiplik yapısı değişkenlerinden olan ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile firma performans değişkenlerinden satışların karlılığı oranı arasında ilişkiyi test etmek için kurulan hipotezler;

$H_{0,1}$: Ailenin En Büyük Sahiplik Pay Oranı ile Satışların Karlılığı Arasında İlişki Yoktur

H_{0,2}: Halka Açıklık Oranı ile Satışların Karlılığı Arasında İlişki Yoktur

Şeklindedir. Kurumsal yönetim belirleyicilerinden olan yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği ile firma performans değişkeni olan satışların karlılığı arasındaki ilişkiyi test etmekte kullanılan hipotezler;

*H_{0,3}: Yönetim Kurulu Üye Sayısı ile Satışların Karlılığı Arasında İlişki Yoktur**H_{0,4}: CEO İkiliği ile Satışların Karlılığı Arasında İlişki Yoktur*

Şeklindedir. Bağımsız değişken kalemleri olan kontrol değişkenleri ile firma performans değişkenlerinden satışların karlılığı arasındaki ilişkiyi test etmek için kullanılan hipotez;

*H_{0,5}: Kaldıraç Oranı ile Satışların Karlılığı Arasında İlişki Yoktur**H_{0,6}: Satışların Büyüklüğü ile Satışların Karlılığı Arasında İlişki Yoktur*

Şeklindedir.

Yapılan testler sonucunda satışların karlılığı ile sahiplik yapısı, yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenleri arasında ilişkinin en iyi sabit etki regresyon modeli ile tahmin edilmesi gerektiğine karar verilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken olan satışların karlılığını açıklama gücünü gösteren R^2 , 0.5925 olarak bulunmuştur. Başka bir ifadeyle, satışların karlılığı bağımsız değişkenlerden 0.5925 oranında etkilenmiştir. F değeri (Prob:0.000) istatistiksel olarak anlamlıdır. F değeri %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu sonucu modelin bütünüyle anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, elde edilen Durbin-Watson değeri beklenen aralıkta ve modelde otokorelasyonun olmadığını ifade etmektedir.

Tablodaki bağımsız değişkenler sahiplik yapısı değişkenleri ile satışların karlılığı arasındaki ilişki incelendiğinde şu sonuçlara ulaşılmıştır. ROS ile ASO oranı arasında negatif yönlü ve %5 anlamlılık düzeyinde bir ilişki vardır. Bu nedenden dolayı, $H_{0,1}$ hipotezi red edilir ve satışların karlılığı ile ailenin en büyük sahiplik pay oranı arasında ilişki olduğuna ulaşılır. Başka bir ifadeyle, diğer değişkenler sabit kaldığında ailenin en büyük sahiplik pay oranındaki bir birimlik bir değişim satışların karlılığını 0.0156 oranında azaltmaktadır. Elde edilen sonuç Yıldırım (2007) ve Önem ve Demir (2015) ile benzerlik taşımaktadır. ROS ile HAO arasında ilişki ise negatif yönlü ve %5 anlamlılık düzeyindedir. Bu sonuç ile $H_{0,2}$ hipotezi red edilir ve satışların karlılığı ve halka açıklık arasında bir ilişkinin olduğuna ulaşılır. Yani, diğer değişkenlerin sabit olduğu durumda halka açıklık oranındaki bir birimlik değişim satışların karlılığını 0.0121 oranında azaltmaktadır. Satışların karlılığı ile ailenin en büyük sahiplik pay oranı ve halka açıklık oranı ilişkisini açıklayan regresyon sonuçları Gençtürk (2002) ve Önem ve Demir'in (2015) çalışmaları ile örtüşmektedir.

Kurumsal yönetim değişkenleri olan LYKS ve CEOD ile ROS arasındaki ilişki incelendiğinde satışların karlılığının LYKS'yi pozitif, CEOD 'yi ise negatif etkilediği görülmektedir. Bağımsız değişkenlerin anlamlılık düzeyleri incelendiğinde ise LYKS %10 anlamlılık düzeyinde iken CEOD %5 anlamlılık düzeyinde olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenden dolayı, $H_{0,3}$ ve $H_{0,4}$ hipotez red edilerek yönetim kurulu üye sayısının logaritması ve CEO ikiliği ile muhasebe temelli performans göstergesi olan satışların karlılığı arasında ilişkinin olduğuna ulaşılmıştır. Bu değişkenlerin ne şekilde etkilediği ise şu şekilde ifade edilmiştir; LYKS değişkenin ROS'a etkisi 0.0185

oranındadır. Başka bir ifadeyle yönetim kurulu üye sayısının artması satışlarda bir artışa neden olmuştur. Bu sonuç Furtuna (2013), Sayan Akıncı (2011) ve Arora ve Sharma (2016) çalışmaları ile benzerlik göstermektedir. CEOD'deki bir birimlik değişim ise ROS'u 0.0136 oranında azaltmıştır. CEOD ve ROS arasındaki regresyon ilişkisini açıklayan bu sonuç Furtuna'nın (2013), Sayan Akıncı (2011) ile benzerdir.

Kontrol değişkenleri ile satışların karlılığı arasındaki ilişki incelendiğinde, kaldıraç oranıyla negatif ve %1'de anlamlı, satışların logaritması ile pozitif ve %1 anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu nedenden dolayı kontrol değişkenleri ile kurulan $H_{0,5}$ ve $H_{0,6}$ hipotezleri red edilmiş ve kontrol değişkenleri ile satışların karlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Başka bir deyişle, diğer değişkenler sabitken kaldıraç oranındaki bir birimlik değişim satışların karlılığını 0.1842 oranında azaltırken, satışların logaritmasındaki %1'lik bir değişim ROS'u 0.0211 oranında arttırmıştır. Kaldıraç oranı ile ROS arasındaki ilişki Taşkın ve Coşkun (2015) çalışması ile aynıdır. Satışların büyüklüğü ile ROS ilişkisini araştırma için yapılan regresyon sonuçları Ghahroudi (2011) ile benzerdir. Kontrol değişkenlerinden her ikisi kullanılarak yapılan ve çalışmamızdaki elde edilen sonuçlar ile benzerlik gösteren Yıldırım (2007) ve Arora ve Sharma (2016)'ın çalışmalarıdır.

Sabit etki regresyon modeli sonuçları Tablo 5.10'da verilmektedir.

Tablo 5.10. ROS için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
ASO	-0.0156**	0.0063	0.0141
HAO	0.0121**	0.0172	0.0479
LYKS	0.0185***	0.0107	0.0847
CEOD	-0.0136*	0.0054	0.0135
LEV	-0.1842*	0.0267	0.0000
LSATIS	0.0211*	0.0075	0.0050
SABİT	-0.2341*	0.1376	0.0893
R^2		0.5925	
Düzeltilmiş R^2		0.5479	
Standart Sapma		0.1084	
F Testi		13.2798*	
F Testi Olasılığı		0.0000	
Durbin-Watson İstatistiği		1.7521	

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Bu sonuçlara göre elde edilen katsayılar dikkate alınarak kurulan sabit etki modeli aşağıdaki gibi gösterilmektedir.

Model 3:

$$ROS = - 0.2341 - 0.0156*ASO + 0.0121*HAO + 0.0185*LYKS - 0.0136*CEOD - 0.1842*LEV + 0.0211*LSATIS$$

Kurulan bu modelden çıkarılacak sonuç ise, sahiplik yapısı yoğunlaşmasını gösteren ailenin en büyük sahiplik satışların karlılığını olumsuz etkilerken, dağınık sahiplik yapısının göstergelerinden olan halka açıklık oranı ve yönetim kurulu üye sayısının satışların karlılığını olumlu etkilediğidir. Ancak, bu etkinin çok yüksek düzeylerde olmadığı görülmektedir.

5.6.2.4.(4). TOBİN Q Oranı Regresyon Sonuçları

Literatürdeki en önemli firma performans göstergesi olan Tobin-Q ile sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı arasındaki ilişkiyi gösteren hipotezler aşağıdaki gibidir.

Sahiplik yapısı değişkenlerinden olan ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile firma performansı değişkeni olan Tobin-Q oranı arasında ilişkiyi test etmek için kurulan hipotezler;

$H_{0,1}$: Ailenin En Büyük Sahiplik Pay Oranı ile Tobin – Q Arasında İlişki Yoktur

$H_{0,2}$: Halka Açıklık Oranı ile Tobin – Q Arasında İlişki Yoktur

Şeklinde dir. Kurumsal yönetim belirleyicilerinden olan yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği ile firma performansı değişkenlerinden Tobin-Q oranı arasındaki ilişkiyi test etmekte kullanılan hipotezler;

$H_{0,3}$: Yönetim Kurulu Üye Sayısı ile Tobin – Q Arasında İlişki Yoktur

$H_{0,4}$: CEO İkiliği ile Tobin – Q Arasında İlişki Yoktur

Şeklinde dir. Bağımsız değişken kalemleri olan kontrol değişkenleri ile firma performansı değişkeni olan Tobin-Q oranı arasındaki ilişkiyi test etmek için kullanılan hipotez;

$H_{0,5}$: Kaldıraç Oranı ile Tobin – Q Arasında İlişki Yoktur

$H_{0,6}$: Satışların Büyüklüğü ile Tobin – Q Arasında İlişki Yoktur

Şeklinde gösterilmektedir.

Çalışmada kurulan model 4'e uygulanan testler sonucunda Tobin-Q ile sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı ile piyasa temelli performans göstergesi olan Tobin-Q arasındaki ilişkiyi en iyi şekilde açıklayan modelin sabit etki modeli olduğuna karar verilmiştir.

Tablo 5.11'ye göre bağımsız değişkenlerin Tobin-Q'yu açıklanma gücünü gösteren R^2 , 0.4755 değerindedir. Bu değer bağımsız değişkenlerin Tobin-Q oranını 0.4755 oranında açıkladığını ifade edilmiştir. Ayrıca, F değeri olasılığı (Prob:0.000) istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiştir. F değeri %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı olduğu sonucu modelin bütünüyle anlamlı olduğunu ifade edilmiştir. Durbin – Watson test istatistiği sonucu olan 1.5645 değeri de belirlenen aralıklarda olduğu için modelde otokorelasyon olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 5.11'de değişkenlerin katsayıları incelenerek Tobin-Q oranı ile aralarındaki ilişkinin yönü ve anlamlılığı açıklanmaktadır. Buna göre, sahiplik yapısı değişkeni olan ASO oranı ile Tobin-Q arasında pozitif yönlü ve %1 anlamlılık düzeyinde bir ilişki tespit edilmiştir. Bundan dolayı, $H_{0,1}$ hipotezi red edilerek ASO ile Tobin-Q değeri arasında bir ilişkinin olduğuna ulaşılmıştır. Başka bir ifadeyle, ailenin en büyük sahiplik pay oranı, Tobin-Q oranını 0.0847 oranında arttırmıştır. Bu ilişki ile ulaşılan sonuç Bohren ve Odegaard (2003), Yıldırım (2007), Yıldırım ve Demireli (2009), Bayramoğlu (2010), Kocaağa (2010), İbrahim ve Samad (2011), Öztürkçü

(2012), Akan vd. (2015), Arora ve Sharma'nın (2016) yaptıkları çalışmalar ile örtüşmektedir.

Bir diğer sahiplik yapısı değişkeni olan HAO ile Tobin-Q oranı arasındaki ilişkinin yönü negatif ve %5 anlamlılık düzeyindedir. Elde edilen sonuç ile $H_{0,2}$ hipotezi red edilmiş ve halka açıklık oranı ile Tobin-Q değeri arasında ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, diğer değişkenler sabit kaldığında HAO'daki bir birimlik artış Tobin-Q oranının 0.0301 azaltmıştır. Aralarındaki ilişkiyi gösteren bu sonuçlar Yıldırım (2007) ve Bayramoğlu (2010) ile örtüşmektedir.

Yönetim kurulu üye sayısının logaritması ile Tobin-Q oranı arasındaki ilişki %1 anlamlılık düzeyinde ve pozitif yönlüdür. Bu nedenden dolayı $H_{0,3}$ red edilmiş ve yönetim kurulu üye sayısı ile Tobin-Q oranı arasında ilişkinin var olduğu ortaya konmuştur. Bu değişkenin katsayısı ise 0.1968 olarak gerçekleşmektedir. Diğer bir ifadeyle yönetim kurulunda üye sayısı arttıkça firmaların daha iyi bir performansa sahip olduğu söylenebilmektedir. Çünkü büyük yönetim kurulları, firmalara daha iyi kararlar alınmasına yardımcı olacak profesyonellik ve yönetim becerisi getirmektedir. Elde edilen bu sonuç Kyereboah Coleman ve Biekpe (2006), Aygün vd. (2011), Ersoy vd. (2011), Sayan Akıncı (2011), Bansal ve Sharma (2016) tarafından yapılan çalışmalar ile benzerdir.

Diğer değişken olan ve kukla özelliği taşıyan CEO değişkeni ile Tobin-Q arasındaki ilişki negatif ve %10'da anlamlıdır. Elde edilen bu sonuç ile $H_{0,4}$ red edilerek CEO ikiliği ile Tobin-Q arasında bir ilişkinin olduğu kabul edilmiştir. Bu oranın negatif olması CEO'nun yönetim kurulu başkanı olmasının firma performansını olumsuz yönde etkilediğini ifade eder. Elde edilen bu sonuç Aygün vd. (2011), Ersoy vd. (2011), Sayan Akıncı (2011) ve Arora ve Sharma (2016) ile benzerlik göstermektedir.

Kontrol değişkenleri ile Tobin-Q arasındaki ilişki incelendiğinde ise kaldıraç oranı ve satışların logaritması arasındaki anlamlı ve %1 anlamlılık düzeyinde bir ilişki tespit edilmiştir. Kaldıraç oranı ve satışların büyüklüğü ile Tobin-Q oranı arasındaki ilişkinin yönü negatiftir. Bu sonuçlar ile $H_{0,5}$ ve $H_{0,6}$ red edilmiş ve kontrol değişkenleri ile Tobin-Q arasında ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kaldıraç oranındaki her bir birimlik artışın Tobin-Q oranında 0.1373 oranında azalış neden olacaktır. Satışların logaritmasındaki %1'lik bir artış ise Tobin-Q oranında 0.0334 oranında azalmaya neden olacaktır. Kontrol değişkenleri ile Tobin-Q oranı arasındaki ilişkinin yönünü açıklayan ve çalışmamızla aynı sonuçları elde eden Sayan Akıncı (2011), Arora ve Sharma (2016)'dır.

Regresyon analizi ile elde edilen değerler Tablo 5.11'de gösterilmektedir.

Tablo 5.11. Tobin-Q için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
ASO	0.0847*	0.0190	0.0000
HAO	-0.0301*	0.0243	0.0215
LYKS	0.1968*	0.0630	0.0019
CEOD	-0.0347**	0.0188	0.0657
LEV	-0.1373*	0.0246	0.0000
LSATIS	-0.0334*	0.0084	0.0001
SABİT	-0.8540*	0.2140	0.0001
R^2		0.4755	
Düzeltilmiş R^2		0.4170	
Standart Sapma		4.9923	
F Testi		8.1375*	
F Testi Olasılığı		0.0000	
Durbin-Watson İstatistiği		1.5645	

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5.11'deki sonuçlara göre kurulan sabit etki modeli aşağıdaki gibidir.

Model 4:

$$\text{TOBİN Q} = -0.8540 + 0.0847 \cdot \text{ASO} - 0.0301 \cdot \text{HAO} + 0.1968 \cdot \text{LYKS} - 0.0347 \cdot \text{CEOD} - 0.1373 \cdot \text{LEV} - 0.0334 \cdot \text{LSATIS}$$

Kurulan modelin sahiplik yoğunlaşmasının belirleyicilerinden olan ailenin en büyük sahiplik pay oranının artması Tobin-Q oranını arttırmaktadır. Dağınık sahiplik yapısı belirleyicilerinden olan halka açıklık oranının artması ise firmalardaki Tobin-Q oranının azalmasına neden olmaktadır. Genel olarak, bağımsız değişkenlerin katsayıları incelendiğinde yönetim kurulu üye sayısı hariç diğer katsayıların Tobin-Q oranında yüksek bir etkisinin olmadığı görülmektedir.

5.6.2.4.(5). Piyasa Değerinin Logaritmasının Regresyon Sonuçları

Firma performans göstergelerinden biri de piyasa değerinin doğal logaritmasıdır. Piyasa değerinin logaritması ile sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı arasındaki regresyon analizi sınaması için aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

Sahiplik yapısı değişkenlerinden olan ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile firma performansı değişkenlerinden piyasa değeri logaritması arasında ilişkiyi test etmek için kurulan hipotezler;

$H_{0,1}$: Ailenin En Büyük Sahiplik Pay Oranı ile Piyasa Değeri Arasında İlişki Yoktur

$H_{0,1}$: Halka Açıklık Oranı ile Piyasa Değeri Arasında İlişki Yoktur

Şeklinde. Kurumsal yönetim belirleyicilerinden olan yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği ile firma performansı değişkeni olan piyasa değeri logaritması arasındaki ilişkiyi test etmekte kullanılan hipotezler;

$H_{0,3}$: Yönetim Kurulu Üye Sayısı ile Piyasa Değeri Arasında İlişki Yoktur

H_{0,4}: CEO İkiliği ile Piyasa Değeri Arasında İlişki Yoktur

Şeklinde. Bağımsız değişken kalemleri olan kontrol değişkenleri ile firma performansı değişkenlerinden piyasa değeri logaritması arasındaki ilişkiyi test etmek için kullanılan hipotez;

*H_{0,5}: Kaldıraç Oranı ile Piyasa Değeri Arasında İlişki Yoktur**H_{0,6}: Satışların Büyüklüğü ile Piyasa Değeri Arasında İlişki Yoktur*

Şeklinde gösterilmektedir. Çalışmada kurulan model 5'e hangi regresyon modelinin uygulanması gerektiğini belirlemek için yapılan testler sonucunda en uygun modelin sabit etki modeli olduğu ortaya çıkmıştır.

Sabit etki modeli ile elde edilen sonuçlar Tablo 5.12'de yer almıştır. Tablo 5.12'e göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü gösteren R^2 , 0.9062 olarak bulunmuştur. Buna göre, bağımsız değişkenler piyasa değeri logaritmasını 0.9062 oranında açıklamaktadır. Tablodaki bir diğer değer olan F değeri olasılığının (prob.:0.000) anlamlı olduğu görülmektedir. F değeri %1'de anlamlı olduğu sonucunu modelin bütünüyle anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Durbin Watson istatistik sonuçlarına göre ise model 5'de otokorelasyon bulunmamaktadır.

İlk olarak kurulan modeldeki sahiplik yapısı değişkenleri olan ASO ve HAO oranı ile firma performans ölçüsü olan piyasa değeri logaritması arasındaki ilişkiye bakılmıştır. ASO ile LPIYASA arasında pozitif yönlü ve %1 anlamlılık düzeyinde ilişki elde edilmiştir. Bundan dolayı, $H_{0,1}$ hipotezi red edilir ve ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile piyasa değeri logaritması arasında ilişkinin olduğu kabul edilir. Bir başka ifadeyle, diğer değişkenler sabit iken ASO'daki bir birimlik değişiklik piyasa değeri logaritmasında 0.6106 oranında bir artışa neden olacaktır. Aralarındaki ilişki gösteren bu sonuç Mitton (2002) ve Yıldırım (2007) ile benzerdir.

HAO ile LPIYASA arasında ise ters yönlü ve %10 anlamlılık düzeyinde ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuç ile $H_{0,2}$ red edilmiş ve halka açıklık oranı ile piyasa değeri logaritması arasında ilişkinin olduğuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle, diğer değişkenler sabit iken halka açıklık oranındaki bir birimlik değişim piyasa değeri logaritmasını 0.5716 oranında azaltmaktadır.

Yönetim kurulu üye sayısının logaritması ve CEO ikiliği ile piyasa değerinin arasındaki ilişki incelendiğinde de; LYKS ile LPIYASA arasında pozitif ve %5'de anlamlı bir ilişki vardır. Yönetim kurulu üye sayısının artması firmanın piyasa değeri logaritmasını pozitif yönde arttırmaktadır. Bu nedenden dolayı, $H_{0,3}$ hipotezi red edilmiş ve LYKS ve LPIYASA arasında ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu değişkenin kat sayı oranı ise 0.8692 olarak hesaplanmıştır. Bunun anlamı LYKS'deki %1'lik bir artış LPIYASA'da 0.8692 oranında bir artışa neden olacaktır. Elde edilen bu sonuç literatürdeki Arora ve Sharma (2016) ile benzerdir.

CEOD değişkeni ile LPIYASA arasında ise negatif ve %5'de anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Elde edilen bu sonuçtan dolayı, $H_{0,4}$ hipotezi red edilir ve CEO ikiliği ve piyasa değeri logaritması arasında bir ilişkinin olduğuna ulaşılır. Bu ilişkiyi oluşturan katsayı oranı ise 0.6224 olarak belirlenmiştir.

Kontrol değişkenlerinde biri olan LEV ile LPIYASA arasında negatif yönlü ve %1 anlamlılık düzeyinde bir ilişki bulunmuştur. Bundan dolayı, $H_{0,5}$ hipotezi red edilmekte ve kaldıraç oranı ile piyasa temelli firma performans göstergelerinden piyasa değeri logaritması arasında ilişki olduğu kabul edilmektedir. Yani, diğer değişkenler

sabit iken kaldıraç oranındaki bir birimlik artış piyasa değeri logaritmasını 1.4064 oranında azaltmaktadır. Regresyon analizi sonuçları Arora ve Sharma (2016) sonuçları ile eş değerdir. Diğer bir kontrol değişkeni olan satışların logaritması ile piyasa değeri logaritması arasındaki ilişki pozitif ve %1 anlamlılık düzeyindedir. Bu sonuç, $H_{0,6}$ hipotezinin red edildiğini ve satışların logaritması ile piyasa değeri logaritması arasında ilişkinin olduğu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, satışların logaritmasındaki %1'lik bir değişim piyasa değeri logaritmasını 0.5194 oranında arttırmaktadır. LSATIS ve LPIYASA ilişkisi sonuçları Yılmaz ve Büyüklü (2016) sonuçları ile benzerdir.

Model 5'deki değişkenlere uygulanan sabit etki modeli sonuçları Tablo 5.12'de gösterilmektedir.

Tablo 5.12. LPIYASA için Sabit Etki Modeli Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
ASO	0.6106*	0.2227	0.0063
HAO	-0.5716***	0.3311	0.0847
LYKS	0.8692**	0.3822	0.0233
CEOD	-0.6224**	0.2497	0.0129
LEV	-1.4064*	0.4541	0.0020
LSATIS	0.5194*	0.1165	0.0000
SABİT	6.0101*	2.1925	0.0063
R^2		0.9062	
Düzeltilmiş R^2		0.8952	
Standart Sapma		3.0622	
F Testi		82.9245*	
F Testi Olasılığı		0.0000	
Durbin-Watson İstatistiği		1.6040	

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5.12'deki sonuçlara göre, piyasa değeri logaritması için kurulan sabit etki modeli aşağıdaki gibi gösterilmektedir:

Model 5:

$$LPIYASA = 6.0101 + 0.6106*ASO - 0.5716*HAO + 0.8692*LYKS - 0.6224*CEOD - 1.4064*LEV + 0.5194*LSATIS$$

Piyasa değerini etkileyen sahiplik yapısı, yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenlerinin katsayıları incelendiğinde yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum, bağımsız değişkenlerin piyasa değerine etkisinin yüksek olduğunu ifade etmektedir.

Genel anlamda kurulan beş modeldeki bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler ile olan ilişkisi şu şekilde yorumlanabilir: Türkiye'de BIST'de yer alan imalat sanayisindeki aile firmalarının muhasebe temelli firma performans göstergeleri ile sahiplik yapısının belirleyicileri olan ailenin en büyük sahiplik pay oranı ve halka açıklık oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır. Başka bir ifade ile firmaların performansı üzerinde ailenin en büyük sahipliğinin ve halka açıklığının etkisi bulunmaktadır. Bununla birlikte, aile firmalarında yoğunlaşmış bir sahiplik olduğundan karlılık değişkenlerini negatif yönde etkilediği, piyasa performans verilerini ise pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Aile firmalarının halka açıklık oranlarına bakıldığında ise bu oranın artmasının performansta artışa neden olacağına ulaşılmıştır. Çünkü, kurumsal yönetim açısından firmaya farklı pay sahiplerinin girmesi firmadaki yoğunlaşmayı

azaltacağından performansı artırabilmektedir. BIST'deki bu firmaların performansı ile yönetim kurulu yapısı belirleyicilerinden olan yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliği arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu firmalarda yönetim kurulu üye sayısının fazla olması çeşitlilik sağladığından performansı olumlu etkilemiştir. Ancak, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO olması denetim sorununu ortaya çıkaracağından performansı negatif yönde etkilemiştir.

Yukarıda yapılan regresyon analizinde statik panel veri analizi sonuçları yer almaktadır. Ancak, yapılan statik panel veri analizlerinden sabit etki veya rassal etki modellerinin açıklayıcı değişkenlerinin güçlü bir dışsallık gösterdiği kabul edilmektedir. Bu nedenle, hata terimleri ve herhangi bir açıklayıcı değişken arasındaki gözlenemeyen bir etki, verilerin içsel olmasına sebep olduğundan dolayı, analiz sonucunda yapılan tahminlerde şüpheye neden olabilmektedir. Bu sorunu çözebilmek için ise dinamik panel veri analizi kullanılmıştır (Özer ve Özer, 2014:133).

5.6.2.5. Dinamik Panel Veri Analizi

Çalışmamızda kullanılan verilerin özelliklerine göre tercih edilen dinamik panel veri analizi Sistem-GMM tahmincisidir. Çalışmamızda kullanılan Sistem-GMM yaklaşımının ekonomik tahmini için Stata 14.1'de Roodman (2006) tarafından geliştirilen kodlar kullanılmaktadır. Sistem-GMM tahmincisinde modelin bütün olarak anlamlılığı için Wald testi, kullanılan araç değişkenlerinin geçerliliği için Hansen testi ve otokorelasyon testleri yapılmaktadır. Sistem GMM yaklaşımını dikkate alarak yapılan çalışmada kullanılan ekonometrik modeller, performans değişkenlerine ilişkin olarak aşağıdaki gibi gösterilmektedir.

$$Perf.Değ_{it} = \beta_1 Perf.Değ_{it-1} + \beta_2 ASO_{it} + \beta_3 HAO_{it} + \beta_4 LYKS_{it} + \beta_5 CEOD_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 LSATIS_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Denklemden ε_{it} hata terimini, μ_i ve λ_t ise zaman ve yatay kesite ait sabit etkileri göstermektedir. Modelde, performans değişkenleri bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır. Ancak, sınamalarda sırasıyla ROA, ROE, ROS, Tobin-Q ve LPIYASA bağımlı değişkenleri ile tek tek model kurulmaktadır. Bağımsız değişken olarak ise bağımlı değişkenlerin bir gecikmeli değeri, ailenin en büyük sahiplik pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu üye sayısının logaritması, CEO ikiliği, kaldıraç oranı ve satışların logaritması kullanılmıştır. Bu şekilde de 5 farklı Sistem GMM analizi gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkinin ve kurumsal yönetimin içsel olmasından dolayı yaşanan içsellik problemlerini çözmek için değişkenlere sistem-GMM analizinin yapılması gerekmektedir (Işık ve Soykan, 2013:30). Yani, içsellik problemi ve otokorelasyon gibi standart hataları dikkate alarak daha iyi bir tahmin yapılmasını sağlayan sistem-GMM analizi uygulanmaktadır. Ayrıca, içsellik problemi nedeniyle sistem-GMM tahmini dışında diğer tahmin geçerliliği tartışılabilir (Yücel, 2016:38).

5.6.2.5.(1). Aktif Karlılık Oranı (ROA) Sistem-GMM Sonuçları

Sistem-GMM analizinde çalışmamızda kurulan modelin ilk olarak anlamlılığına bakılmıştır. Analiz sonuçlarına göre kurulan modelin %1 anlamlılık düzeyinde bir bütün olarak anlamlı olduğuna (Wald chi2 olasılık değeri (p değeri) <0.01) ulaşılmıştır.

Hansen J testiyle modelde kullanılan değişkenlerin anlamlı olduğunu tespit edilmiştir. Arellano-Bond otokorelasyon testine göre modelin AR(2) sürecinde (AR(2) olasılık değeri>0.10) otokorelasyon sorununun olmadığına ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle, modelde birinci dereceden otokorelasyon sorunu varken ikinci dereceden otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Varsayım sonuçlarının kontrolü ile oluşturulan modeldeki değişkenler ve modelin tamamı dinamik panel analizi varsayımları ile uyum göstermektedir. Kurulan modelde ROA ile ASO arasında sabit etki modeli gibi negatif bir ilişki tespit edilmiştir. ASO'daki bir birimlik artış ROA'da 0.0602 oranında azalışa neden olmaktadır. ROA ile HAO arasındaki ilişki ise %1'de anlamlı ve pozitifdir. HAO'daki bir birimlik artış ise ROA'da 0.0912 birimlik bir artışa sebep olmaktadır.

Sistem-GMM sonuçlarına göre, ROA ile LYKS arasındaki ilişki %5'de anlamlı ve pozitifdir. LYKS'deki %1'lik bir artış ROA'yı 0.098 birim artırmaktadır. ROA ve CEOD arasındaki ilişki ise %1 anlamlılık düzeyinde ve negatiftir. CEOD bir birimlik bir artış ROA'yı 0.0357 birim azaltmaktadır.

Kontrol değişkeni ile ROA arasındaki ilişki incelendiğinde ise, LEV ile ROA arasında %1 anlamlılık düzeyinde negatif ve LSATIŞ ve ROA arasında %5'te pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Buna göre, LEV'deki bir birimlik bir artış ROA'da 0.1538 birimlik bir azalışa neden olmuştur. LSATIŞ'deki %1'lik bir artış ise ROA'da 0.0493 birimlik bir azalışa yol açmıştır.

ROA ile kurulan modelin sonucunda aktif karlılığın bir gecikmeli değerinin etkisi pozitif olduğu görülmektedir. ROA'nın bir önceki değerinde yaşanan bir artış, cari dönemde 0.1642'lik artışa neden olmaktadır.

Dinamik panel veri analizlerinden sistem-GMM uygulanarak yapılan Aktif karlılık (ROA) sonuçları Tablo 5.13'de verilmektedir.

Tablo 5.13. ROA, Sistem-GMM Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
ROA(-1)	0.1642*	0.0339	0.0000
ASO	-0.0602**	0.0211	0.0449
HAO	0.0912*	0.0299	0.0022
LYKS	0.098**	0.0279	0.0286
CEOD	-0.0357*	0.0139	0.0100
LEV	-0.1538*	0.0311	0.0000
LSATIS	0.0493**	0.0055	0.0373
Sabit	0.0488	0.1056	0.644
Wald χ^2		75.96* (0.0000)	
Hansen χ^2		68.51 (0.327)	
AR(1)		-3.50 (0.0000)	
AR(2)		0.45 (0.650)	

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Elde edilen bu katsayılar ile kurulan regresyon modeli şu şekildedir:

$$ROA_{it} = 0.1645 * ROA_{it-1} - 0.0602 * ASO_{it} + 0.0912 * HAO_{it} + 0.098 * LYKS_{it} - 0.0357 * CEOD_{it} - 0.1538 * LEV_{it} + 0.0493 * LSATIŞ_{it}$$

5.6.2.5.(2). Özsermaye Karlılık Oranı (ROE) Sistem-GMM Sonuçları

Özsermaye karlılığı bağımsız değişken ile kurulan modele uygulanan sistem-GMM tahmincisinde ilk olarak kurulan modelin geçerliliği incelenmiştir. Modelin geçerliliği test etmek için Wald, Hansen J ve Arellano-Bond otokorelasyon testlerine incelenmiştir. Kurulan model Wald testi sonucuna göre, %1’de anlamlıdır. Hansen test sonuçları ise modelde kullanılan değişkenlerin anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Arellano-Bond otokorelasyon sonuçlarına göre ise seri de birinci dereceden otokorelasyon bulunmuştur.

Performans değişkenlerinden ROE ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki tek tek incelendiğinde ise şu sonuçlara ulaşılmıştır. ASO ile ROE arasında negatif ve %1’de anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre, ASO bir birimlik bir artış ROE’de 0.0313 birimlik bir azalışa neden olacaktır. HAO ile ROE arasında negatif ve %5 anlamlılık düzeyinde ilişki vardır. HAO’daki bir artış ROE’yi 0.0533 birim azaltmaktadır.

ROE’nin LYKS ve CEOD arasındaki ilişki incelendiğinde, ROE ile LYKS arasında pozitif, CEOD arasında negatif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. ROE ile LYKS arasında %5’de anlamlı bir ilişki vardır ve LYKS’de %1’lik bir artış ROE’de 0.0450 artışa neden olacaktır. ROE ile CEOD arasındaki ilişki ise %5 de anlamlı bir ilişkidir ve CEOD bir birimlik artış ROE’de 0.0448 birimlik azalışa yaratacaktır.

Bağımlı değişken ROE ile LEV arasında ise %1 anlamlılık düzeyinde negatif bir ilişki vardır. LEV bir birimlik artış ROE’de 0.3994 birimlik azalışa neden olmaktadır. ROE ile LSATIŞ arasındaki ilişki ise %5’de anlamlı ve pozitifdir. LSATIŞ %1’lik bir artış ROE’de 0.0300 oranında artışa sebep olmaktadır.

Modelde ROE’nin bir gecikmeli değerinin etkisi pozitif yönlüdür. ROE’nin t-1’deki değerinde yaşanan bir artış, t dönemde 0.1369 artışa neden olmaktadır.

Özsermaye Karlılığı (ROE) ile kurulan modelin Sistem-GMM dinamik panel veri analizi sonuçları Tablo 5.14’de gösterilmektedir.

Tablo 5.14. ROE, Sistem-GMM Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
ROE(-1)	0.1369***	0.3311	0.0679
ASO	-0.0313*	0.0513	0.0021
HAO	-0.0533**	0.0707	0.0451
LYKS	0.0450**	0.07149	0.0528
CEOD	-0.0448**	0.0330	0.0175
LEV	-0.3994*	0.0685	0.0000
LSATIŞ	0.0300**	0.0134	0.0250
SABİT	-0.3872	0.2640	0.143
Wald χ^2		58.09* (0.0000)	
Hansen χ^2		70.09 (0.281)	
AR(1)		-4.03 (0.0000)	
AR(2)		-0.94 (0.346)	

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

ROE bağımlı değişkeni ile analiz edilen sistem-GMM sonuçları aşağıdaki gibidir:

$$ROE_{it} = 0.1369 * ROE_{it-1} - 0.0313 * ASO_{it} - 0.0533 * HAO_{it} + 0.0450 * LYKS_{it} - 0.0448 * CEOD_{it} - 0.3994 * LEV_{it} + 0.0300 * LSATIŞ_{it}$$

5.6.2.5.(3). Satışların Karlılık Oranı (ROS) Sistem-GMM Sonuçları

Performans göstergelerinden satışların karlılığı ile kurulan modelden elde edilen Wald testi sonucu, modelin anlamlı olduğunu ifade etmiştir. Hansen test sonuçları, modelde kullanılan değişkenlerin anlamlı olduğunu göstermektedir. Modelin Arellano-Bond otokorelasyon testine göre birinci dereceden otokorelasyon bulunmuştur.

Modeldeki değişkenlerin tek tek performans değişkeni ROS ile ilişkisi incelendiğinde, ROS ve ASO arasında negatif ve %5’de anlamlı bir ilişki olduğuna ulaşılmaktadır. ASO’daki bir birimlik artış ROS’da 0.1507 birimlik azalışa neden olmaktadır. ROS ile HAO arasındaki ilişki ise pozitif ve %5 düzeyinde anlamlıdır. HAO’daki bir arttığında ROS oranı 0.1469 artmaktadır.

Yönetim kurulu yapısı değişkenlerinden LYKS ile ROS arasında pozitif ve %10 anlamlılık düzeyinde bir ilişki vardır. Buna göre LYKS’deki %1’lik bir artış ROS’da 0.0512 birimlik artışa sebep olmuştur. CEOD ve ROS arasındaki ilişki ise negatif ve %1’de anlamlıdır. CEOD’daki bir artış ROS oranını 0.2037 birim azaltmıştır.

Performans değişkeni ROS ile kontrol değişkeni LEV arasındaki ilişki negatif ve %5 anlamlılık düzeyindedir. LEV’deki bir birimlik artış 0.3875 birimlik bir azalışa neden olmaktadır. Bir diğer kontrol değişkeni LSATIŞ ile ROS arasındaki ilişki ise pozitif ve %10 düzeyinde anlamlıdır. LSATIŞ’deki %1’lik bir artış ROS oranını 0.0023 arttırmıştır.

Kurulan modelin sonucunda ROS’un bir gecikmeli değerinin pozitif olduğuna ulaşılmaktadır. ROS’un bir önceki değerindeki bir birimlik artış, cari dönemde 0.0207 artışa sebep olmaktadır.

ROS bağımlı değişkeni ile kurulan modelin dinamik panel veri analizlerinden sistem-GMM test sonuçları Tablo 5.15’de verilmektedir.

Tablo 5.15. ROS, Sistem-GMM Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
ROS(-1)	0.0207***	0.14780.1595	0.0888
ASO	-0.1507**	0.1092	0.0168
HAO	0.1469**	0.1485	0.0323
LYKS	0.0512***	0.1400	0.0714
CEOD	-0.2037*	0.0689	0.0003
LEV	-0.3875**	0.1539	0.0120
LSATIS	0.0023***	0.0261	0.0929
SABİT	0.0840	0.5148	0.4700
Wald χ^2		19.72* (0.0062)	
Hansen χ^2		87.08 (0.717)	
AR(1)		-2.15 (0.032)	
AR(2)		1.41 (0.159)	

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Sistem-GMM analizi ile elde edilen katsayılar aşağıdaki gibi modellenmektedir:

$$ROS_{it} = 0.0207 * ROS_{it-1} - 0.1507 * ASO_{it} + 0.1469 * HAO_{it} + 0.0512 * LYKS_{it} - 0.2037 * CEOD_{it} - 0.3875 * LEV_{it} + 0.0023 * LSATIŞ_{it}$$

5.6.2.5.(4). TOBİN-Q Sistem-GMM Sonuçları

Literatürdeki en çok kullanılan performans değişkenlerinden biri olan Tobin-Q oranını dikkate alarak kurulan model Wald testi sonuçlarına göre %1’de anlamlıdır. Hansen χ^2 testi sonucuna göre, modelde kullanılan tüm değişkenler anlamlıdır. Modelin otokorelasyonuna bakıldığında, birinci dereceden otokorelasyon olduğu ancak, ikinci dereceden otokorelasyon olmadığı tespit edilmiştir.

Sistem-GMM dinamik panel analiziyle bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler ile ilişkisi incelenmiştir. Buna göre, ASO ile Tobin-Q arasında pozitif ve %1’de anlamlı ilişki bulunmuştur. ASO bir artış Tobin-Q oranının 0.2672 birimlik bir artışa neden olmuştur. HAO ile Tobin-Q oranı arasındaki ilişki ise %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı ve negatiftir. HAO’daki bir artış Tobin-Q’yu 0.0835 azaltmıştır.

Performans değişkeni Tobin-Q ile yönetim kurulu yapısı değişkeni olan LYKS arasındaki ilişki incelendiğinde ise %10 anlamlılık düzeyinde pozitif bir ilişki tespit edilmektedir. LYKS’daki %1’lik bir artış Tobin-Q oranını 0.0124 arttırmaktadır. CEOD ile Tobin-Q oranı arasındaki ilişki negatif ve %5’de anlamlıdır. CEOD bir birimlik artış Tobin-Q’da 0.0190 birimlik azalışa neden olmaktadır.

LEV ile Tobin-Q oranı arasında negatif ve %10’da anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Ayrıca, LEV’de bir birimlik artış Tobin-Q oranının 0.0992 azaltmaktadır. Tobin-Q ile LSATIŞ arasındaki ilişki ise pozitif ve %5 anlamlılık düzeyindedir. LSATIŞ’taki %1’lik artış Tobin-Q oranında 0.0104 artışa neden olmuştur.

Modelde Tobin-Q oranının bir gecikmeli değeri pozitif çıkmaktadır. Tobin-Q’nun bir önceki değerindeki artış, cari dönemde Tobin-Q’yu 0.2958 arttırmaktadır.

Tobin-Q bağımlı değişkeni ile kurulan model 4’ün dinamik panel veri analizlerinde Sistem-GMM testi sonuçları Tablo 5.16’de yer almaktadır.

Tablo 5.16. Tobin-Q Sistem-GMM Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
TOBİN-Q(-1)	0.2958*	0.0395	0.0000
ASO	0.2672*	0.0388	0.0000
HAO	-0.0835*	0.0537	0.0120
LYKS	0.0124***	0.04546	0.0783
CEOD	-0.0190**	0.0240	0.0426
LEV	-0.0992***	0.0548	0.0700
LSATIS	0.0104**	0.0081	0.0202
SABİT	-0.1169**	0.1433	0.0415
Wald χ^2		122.83* (0.0000)	
Hansen χ^2		67.08 (0.372)	
AR(1)		-2.23 (0.026)	
AR(2)		-0.66 (0.508)	

Not:*,** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Elde edilen katsayılar ile kurulan model şu şekildedir:

$$Tobin - Q_{it} = 0.2958 * Tobin - Q_{it-1} + 0.2672 * ASO_{it} - 0.0835 * HAO_{it} + 0.0124 * LYKS_{it} - 0.0190 * CEOD_{it} - 0.0992 * LEV_{it} + 0.0104 * LSATIŞ_{it}$$

5.6.2.5.(5). Piyasa Değeri Logaritması Sistem-GMM Sonuçları

Sistem-GMM analizinde ilk olarak LPIYASA performans değişkeni ile kurulan modelin geçerliliği incelenmektedir. Yapılan Wald testi ile modelin %1’de anlamlı olduğuna ulaşılmıştır. Hansen χ^2 testi ile de kurulan modeldeki değişkenlerin anlamlı olduğuna tespit edilmiştir. AR(1) ve AR(2) otokorelasyon analizi sonucuna göre de modelde birinci dereceden otokorelasyon olduğuna ulaşılmıştır.

Modeldeki değişkenler ile LPIYASA arasındaki ilişki ise şu şekildedir: ASO ile performans değişkeni olan LPIYASA arasında pozitif ve %5’de anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkiye göre ASO’daki bir birimlik artış LPIYASA’yı 0.0767 birim arttırmaktadır. LPIYASA ile HAO arasında ise %5’de anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmektedir. HAO’daki bir artış LPIYASA’da 0.1429 oranında azalmaya neden olmaktadır.

LYKS ile LPIYASA arasında pozitif ve %5’de anlamlı ilişki tespit edilmektedir. LYKS %1’lik bir artış LPIYASA’da 0.0677 artış ortaya çıkarmıştır. CEOD ile LPIYASA arasında ise negatif ve %5 anlamlılık düzeyinde ilişki bulunmaktadır. CEOD değişkenindeki bir birimlik artış LPIYASA’yı 0.1077 azaltmıştır.

Piyasa performans değişkeni LPIYASA ile kontrol değişkeni LEV arasında negatif ve %5’de anlamlı ilişki tespit edilmektedir. LEV’de bir artış yaşandığında LPIYASA’da 0.8123 azalışa neden olmaktadır. LSATIŞ ile LPIYASA arasında ise pozitif ve %1’de anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. LSATIŞ’deki %1’lik bir artış LPIYASA’da 0.6822 artışa neden olmuştur.

Bağımlı değişken LPIYASA’nın bir gecikmeli değerinin modele etkisi pozitifdir. LPIYASA’nın bir önceki değerindeki artış, cari dönemde 0.1647 birimlik bir artış yaratmaktadır.

Piyasa değerinin logaritması (LPIYASA) ve bağımsız değişkenler ile kurulan modelin Sistem-GMM dinamik panel veri analizi sonuçları Tablo 5.17’de gösterilmektedir.

Tablo 5.17. LPIYASA, Sistem-GMM Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	Standart Hata	Olasılık
LPIYASA(-1)	0.1647*	0.02850	0.0000
ASO	0.0767**	0.0872	0.017
HAO	-0.1429**	0.0228	0.035
LYKS	0.0677**	0.0659	0.0316
CEOD	-0.1077**	0.05803	0.0316
LEV	-0.8123**	0.3166	0.0537
LSATIS	0.6822*	0.2224	0.0002
SABİT	1.4034	4.0852	0.731
Wald χ^2		63.39* (0.0000)	
Hansen χ^2		60.47 (0.602)	
AR(1)		-1.93 (0.054)	
AR(2)		0.82 (0.409)	

Not: *, ** ve *** sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Analiz sonucunda elde edilen katsayılar aşağıdaki gibi modellenmektedir.

$$LPIYASA_{it} = 0.1647 * LPIYASA_{it-1} + 0.0767 * ASO_{it} - 0.1429 * HAO_{it} + 0.0677 * LYKS_{it} - 0.1077 * CEOD_{it} - 0.8123 * LEV_{it} + 0.6822 * LSATIŞ_{it}$$

Sistem-GMM sonuçlarına genel anlamda bakıldığında statik panel regresyon sonuçları ile neredeyse ilişkinin yönü ve anlamlılıkları açısından uyumlu olduğu görülmektedir. Kurulan beş modelin gecikmeli değerlerinin hepsinde pozitif olduğu tespit edilmiştir. Buna göre belirli bir dönemde ROA, ROE, ROS, Tobin-Q ve LPIYASA oranlarının artması bir sonraki dönemde artacağıının göstergesi olabilir. Firmaların belirli bir dönemde performans değerindeki artışın bir sonraki dönemdeki performans düzeyinde artışa neden olacağı belirlenmiştir. Yani, firmanın performansını etkileyen en önemli unsurlardan birisi tanesinin de firmanın geçmiş performansı olduğu görülmektedir.



6. SONUÇ ve TARTIŞMA

Küreselleşme ile birlikte finansal piyasalardaki sınırların ortadan kalkması dünya piyasalarındaki gelişmelerin tüm ülkeleri daha fazla etkilemesi ile sonuçlanmıştır. Bundan dolayı, yaşanan finansal krizler veya firma skandalları küresel bazda tüm dünya tarafından hissedilmiştir. Bu durum özellikle 1997 yılında Asya’da başlayan ve tüm dünyayı etkileyen krizde, Enron ve World.com gibi firmalarda yaşanan skandallarda ve en son 2008 mortgage krizinde daha fazla hissedilir olmuştur. Yaşanan tüm bu olumsuzluklar kurumsal yönetimin ve ilkelerinin ortaya çıkmasına ve öneminin artmasına neden olmuştur. Krizler, iflas ve skandallara cevap niteliği taşıyan kurumsal yönetim firmanın pay sahipleri, çalışanları ve diğer çıkar grupları gibi farklı çevreleri kapsamaktadır. Bu kapsamda kurumsal yönetim, firma ile ilişkide olan bütün grupların çıkarlarını koruyan bir sistem olarak ifade edilmektedir.

Kurumsal yönetim ilkeleri vekalet, hizmetkarlık, kaynak bağımlılığı, paydaşlık gibi teorileri dikkate alarak hazırlanmış ve firmaların yönetim kurulu ve sahiplik yapılarının önemini ortaya çıkarmıştır. Özellikle yönetim kurullarının önemi ve yapısı, dünya çapında kabul gören Cadbury raporu, Sarbanes-Oxley raporu ve OECD kurumsal yönetim ilkelerini dikkate alan kurumsal yönetim raporlarında kendine yer bulmuştur.

Türkiye’de kurumsal yönetimin önemi 2000’li yılların başında gerçekleşen finansal krizler sonrasında ortaya çıkmıştır. Çünkü, bu dönemde firmaların yönetim politikalarının kötü, mali yapılarının eksik olması ve denetimlerinin tam anlamıyla yapılmaması krizin etkilerinin daha fazla hissedilmesine neden olmuştur. Bu çerçevede SPK 2003 yılında OECD’nin yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde ülkenin ekonomik ve yasal yapılarını göz önüne alarak kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. Daha sonra 2005 ve 2013 yıllarında düzeltmeler ve eklemeler yapmıştır.

Dünyanın birçok ülkesinde etkinliği artan kurumsal yönetim anlayışı firmaların yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem olarak ifade edilmektedir. Bu sistem, firma ve çıkar grupları arasındaki ilişkiyi düzenlemekte, alınan kararlara, kurallara ve prosedürlere göre hazırlanmakta, firmaya beşeri ve mali sermaye çekmekte, etkin çalışan ve toplumun değerlerine saygı gösteren firmalar yoluyla uzun dönemde firma ortaklarına ekonomik değer yaratmaktadır. Bu sistemin bu şekilde etkin işlemesi için ise ilk olarak kontrol ve sahipliğin birbirinden ayrılması gerekmektedir.

Kurumsal yönetimin en önemli gerekliliklerinden biri olan sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması, yöneticilerin, pay sahiplerini ve diğer paydaşları tatmin edememe sorunu ile karşılaşmasına neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, yöneticiler ve pay sahipleri arasında çıkar çatışmasının ortaya çıkmasına, yani, vekalet sorununa neden olmaktadır. Bu sorunun azaltılması için yapılan çalışmalar sonucunda ise kurumsal yönetim mekanizmaları ortaya çıkmıştır. Gelişmekte olan Türkiye gibi ülkelerde kurumsal yönetim sorunlarının çözümüne yönelik düzenlemelerin başında sahiplik yapısı ve yönetim kurulu mekanizmaları gelmektedir. Bundan dolayı; yönetim kurulu ve sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini kurumsal yönetim açısından araştıran birçok çalışma bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarındaki kurumsal yönetim problemini çözmeye yönelik mekanizmalardan birisi olan sahiplik yapısı mekanizması, firmaların tüm pay sahipleri açısından yasal korumanın yetersiz olduğunda durumlar için geliştirilmiştir. Özellikle bu ülkelerde azınlık paylarının dikkate alınmaması ve yönetim kurulunda yer bulamaması kurumsal yönetimin önündeki engellerden birisidir. Oluşturulan bu mekanizma firmaların sahiplik ve kontrolünü birbirinden ayırarak tüm pay sahiplerinin çıkarlarını gözetmektedir. Türkiye özelinde baktığımızda sermaye

piyasaının gelişmişlik düzeyinin nispeten düşük olması ve yatırımcıların daha az korunması firmaların sahiplik ve kontrol yapılarını etkilemektedir. Özellikle ülkedeki firmaların büyük bir çoğunluğunun aile firması niteliğinde yoğunlaşmış bir sahiplik yapısına sahip olması firmaların sahiplik ve kontrolünün ayrılmamasına ve azınlık pay sahiplerinin göz ardı edilmesine neden olmaktadır. Bu ise, genelde firmanın performansına etki etmektedir. Sahiplik yoğunlaşmasının çok olduğu firmalarda azınlık pay sahiplerinin haklarını gözetmek için ülkemizde 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe giren yeni TTK ile birtakım düzenlemeler getirilmiştir. Buna göre, yönetim kurulunda azınlık pay sahipleri belli oranda vekalet verdikleri kişileri yönetici adayı olarak gösterilebilmektedirler. Bu durum, özellikle kurumsal yönetim açısından önemli bir gelişme olarak görülmektedir.

Kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğer ise yönetim kurulumdur. Yönetim kurulu mekanizması içerisinde yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO olup olmaması gibi değişkenler yer almaktadır. Özellikle halka açık firmalarda kurumsal yönetim hakkındaki tartışmaların odağında yönetim kurulu yer almaktadır. Çünkü, halka açık bir firmada kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması için etkin şekilde faaliyet gösteren yönetim kuruluna ihtiyaç duyulmaktadır.

Kurumsal yönetim çerçevesinde yapılan çalışmalar incelendiğinde yönetim kurulu büyüklüğü ile ilgili üç temel teoremin olduğu ifade edilmektedir. Bu teoriler vekalet teorisi, hizmetkarlık teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisinden oluşmaktadır. Vekalet teorisi açısından yönetim kurulu üye sayısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda kurul üye sayısının az olmasının koordinasyona katkısı nedeniyle daha az iletişim problemlerine yol açacağı ve daha etkili bir denetleme sistemine neden olacağı belirtilmektedir. Kurul üye sayısının fazla olması durumunda denetleme probleminin ortaya çıkacağı ifade edilmektedir. Ayrıca, bu teoride kurul üye sayısının artmasıyla, karar alma ve bilgi alışveriş sürecinde organizasyon sorunlarının ortaya çıkacağı savunulmaktadır. Bu nedenlerden dolayı bu teoriye göre, yönetim kurulu üye sayısına bir sınırlama getirilmelidir. Çünkü, gereğinden fazla yönetim kurulu üye sayısına sahip firmalarda oluşan çatışma firma performansını azaltacaktır. Yönetim kurulu üye sayısını kaynak bağımlılığı açısından ele alan teoride, kurul üye sayısının fazla olmasının firmaların dışarıyla daha çok bağlantı oluşturmaya ve dolayısıyla, kritik kaynaklara ulaşmada kolaylık sağlanacağına vurgu yapılmaktadır. Bu tür firmaların yönetsel anlamda baskı altına alınması zor olacağı, yönetim kurulu üye sayısının fazla olması nedeniyle daha fazla bilgi, daha yoğun tecrübe ve daha iyi tavsiye şeklinde bir takım avantajlar elde edileceği ileri sürülmektedir. Sonuç olarak, kaynak bağımlılığı teorisine göre, bütün bu durumlar firma performansının artması yönünde etki ederler. Hizmetkarlık teorisi açısından yönetim kurulu büyüklüğünün belirlenmesinde bağımlı üye sayısı önem arz etmektedir. Çünkü, bağımlı üyelerin kurul kararlarını etkileyebilecek bilgilere sahip olduğu varsayılmaktadır. Hizmetkarlık teorisinde yöneticiler vekalet teorisindeki gibi kendi çıkarlarını gözetmek yerine, firmanın hizmetkârı gibi davranırlar.

Yönetim kurulu mekanizması içerisinde yer alan bir diğer unsur ise CEO ikiliğidir. CEO ikiliği, yönetim kurulu başkanı ile CEO'nun aynı kişi olmasını ifade eder. Bir firmada CEO ikiliğinin olması durumu ise yönetici ve pay sahibi arasında yaşanacak olan çıkar çatışmasını ortadan kaldıracığı belirtilmektedir. Ancak, bu durum yönetim kurulunun firma yönetimini denetleme faaliyetlerinin zayıflamasına neden olmaktadır. Bundan dolayı kurumsal yönetime geçiş sürecinde CEO ikiliği istenmeyen bir durumdur. Çünkü bir firmanın kurumsal yönetim ilkelerini uygulayabilmesi için ilk

önce sahiplik ve kontrolün birbirinden ayırması gerekmektedir. Çalışmamızda incelenen aile firmalarında genellikle CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi oldukları görülmektedir.

Çalışmamızda yukarıda açıklanan kurumsal yönetim mekanizmalarından sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısının firma performansına olan etkisinin açıklanması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede pay senetleri BIST imalat sektöründe işlem gören aile firmaları belirlenmiş ve bu firmaların 2003-2014 yılları arasındaki sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısının firma performansına etkileri panel veri analizi ile test edilmiştir.

Çalışmada imalat sektöründe faaliyet gösteren 78 adet aile firması incelenmiştir. Bu firmalardan %14'ü Dokuma, Giyim ve Deri Sanayi, %15'i Gıda, İçki ve Tütün Sanayi, %9 Kağıt ve Kağıt Ürünleri, %13 Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Sanayi, %27 Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı ve %22'si Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Sektöründe faaliyet göstermektedir. Farklı sektörlerde faaliyet gösteren bu firmaların sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisini belirlemek için farklı değişkenler kullanılmıştır. Sahiplik yapısı değişkenleri; ailenin en büyük sahiplik pay oranı ve halka açıklık oranından, yönetim kurulu yapısı; yönetim kurulu üye sayısı ve CEO ikiliğinden, firma performansı değişkenleri ise muhasebe temelli aktif karlılık, özsermaye karlılığı ve satışların karlılığından ve piyasa temelli Tobin-Q ve piyasa değeri logaritmasından oluşmaktadır.

Ampirik kısmında yapılan panel veri analizi ile ilk başta değişkenlere ait istatistiksel özellikler açıklanmıştır. Daha sonra, sahiplik yapısı, yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenleri ile firma performansı değişkenleri arasındaki ilişkilerin yönünü ve derecesini belirleyen korelasyon analizi yapılmıştır. Ardından, sahiplik yapısı, yönetim kurulu yapısı ve kontrol değişkenlerinin firma performansı üzerindeki etkisi incelemek için panel veri regresyon modeli kurulmuştur. Uygulanacak olan panel veri regresyon modeli için bazı testler yapılmış ve en uygun modelin sabit etki modeli olduğuna karar verilmiştir. Ayrıca, diğer bir regresyon testi olan dinamik panel regresyon testi sistem-GMM tahmincisi ile de modeller analiz edilmiştir.

Örnekleme yer alan aile firmalarında ailenin en büyük sahiplik pay oranının ortalama %45 olduğu görülmektedir. Bu ortalama Türkiye'deki aile firmalarında ailenin yönetimi kontrol etmede önemli bir güce sahip olduğunun göstergesidir. Sahiplik gücünün yüksek olması firmadaki vekalet maliyetlerini genelde düşürmektedir. Ancak kurumsal yönetimin temel ilkesi olan sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması ilkesini gerçekleştirilmede bir sorun olduğu söylenebilir.

İncelenen firmaların ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile muhasebe temelli ve piyasa temelli performans ilişkileri incelendiğinde, ailenin en büyük sahiplik pay oranı ile aktif karlılığı negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Yurtoğlu (2000), Chen vd. (2005) ve Yıldırım (2007) benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Firmaların ailenin en büyük sahiplik pay oranının özsermaye karlılığına etkisi negatiftir. Elde edilen bu sonuç Gürsoy ve Aydoğan (1998), Ghen vd. (2005) ve Yıldırım'ın (2007) ile benzerdir.

Satışların karlılığı performans değişkenine ailenin en büyük sahiplik pay oranının etkisi negatif yönlüdür. Elde edilen bu sonuçlar ise Önem ve Demir'in 2015 yılındaki çalışması ile benzerlik taşımaktadır.

Önem ve Demir (2015), ailenin en büyük sahiplik pay oranının muhasebe temelli performans değişkenlerinden ROA, ROE ve ROS olan etkisini çalışmasında analiz etmiş ve incelediğimiz firmalar ile aynı sonuçlara ulaşmıştır.

Ailenin en büyük sahipliği pay oranı ile piyasa temelli performans göstergesi olan Tobin-Q oranı arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç Maury (2006), Yıldırım (2007), Andres (2008), Hamadi (2010), Shyu (2011) ile benzerlik göstermektedir.

Firmanın ailenin sahiplik oranının piyasa değerinin logaritmasını pozitif yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Elde edilen sonuç Mitton (2002) ve Yıldırım (2007)'in çalışmaları ile örtüşmektedir. Yıldırım (2007) her iki piyasa temelli performans değişkenini çalışmasında kullanmış ve incelediğimiz firmalar ile aynı sonuçlara ulaşmıştır.

Bir bütün olarak bakıldığında, ailenin en büyük sahiplik pay oranının, muhasebe temelli firma performans değişkenlerini negatif yönlü etkilemesinin aile firmalarının varlıklarını verimli kullanmadığı şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca, çalışmamızda çıkan bu sonuç sahiplik yapısı ölçülerinden değer maksimizasyonu ile açıklanabilmektedir. Değer maksimizasyonuna göre, firmanın sahiplik yoğunluğu fazla ise firmanın değeri düşmektedir. Çalışmamızda kullanılan firmalar halka açık aile firması olduğu ve pay senetlerinin çoğu aile üyelerinin elinde bulunduğu için firmanın değeri düşmekte ve buna bağlı olarak performansı azaltmaktadır. Aile pay sahipliğinin piyasa temelli performans göstergelerine etkisinin pozitif olması pay sahiplerinin piyasa değerini yükseltme isteklerini ifade etmektedir. Ayrıca, bu firmaların aile firması olmasından dolayı ailenin en büyük sahiplik pay oranının yüksek olması pay sahiplerinin firmayı kendi çıkarları doğrultusunda yöneteceğini göstermektedir.

Halka açıklık oranı ortalamasının %25 olduğu görülmektedir. Oranın bu kadar düşük olmasının nedeni çalışmamızda ele alınan firmaların aile firması olması ve yoğunlaşmış bir sahiplik yapısına sahip olmalarıdır.

Halka açıklık oranının firma performansına etkisi tespit etmek için yapılan analizler sonucunda muhasebe temelli performans ölçüsü olan aktif karlılığına etkisinin pozitif olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç Gürsoy ve Aydoğan (1998), Yıldırım (2007), Bayramoğlu (2010), Önem ve Demir (2015) ile tutarlıdır.

Halka açıklık oranının ROE performans değişkenine etkisi ise pozitifdir. Bu sonuç Yıldırım ve Demireli (2009), Bayrakdaroğlu (2010), Aytekin ve İbiş (2014) ve Önem ve Demir (2015) çalışmaları ile benzerdir.

Halka açıklık oranının ROS'a olan etkisi pozitif yönlüdür. Elde edilen bu sonuçlar ise Gençtürk (2002) ve Önem ve Demir'in 2015 yılındaki çalışmaları ile benzerlik taşımaktadır.

Sahiplik yapısı göstergesi olan halka açıklık oranı muhasebe temelli performans göstergelerini pozitif etkilediği sonucu Önem ve Demir (2015)'in çalışması ile benzerdir. Halka açıklık oranları arttıkça firmalara varlıklarını verimli kullanabilir, satış ve özsermaye karlılıklarını yükseltebilir. Bu ise firmaların halka açılma isteklerini artırmaktadır.

Piyasa temelli performans göstergesi olan Tobin-Q oranı ve piyasa değeri logaritması halka açıklık oranından negatif yönde etkilenmektedir. Elde edilen bu sonuç Kyereboah, Coleman ve Biekpe (2006), Aygün vd. (2011), Ersoy vd. (2011), Bansa ve Sharma (2016) çalışmaları ile örtüşmektedir. HAO oranının artması sahiplik yapısındaki yoğunlaşmayı düşüreceği anlamı taşıdığından firmanın piyasa değerini azaltabilir. Genel anlamda ise değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf bir ilişki olduğu görülmektedir.

Yönetim kurulu yapısı içerisinde yer alan kurul üye sayısının muhasebe ve piyasa temelli firma performansı üzerindeki etkisi incelendiğinde şu sonuçlara ulaşılmaktadır. Yönetim kurulu üye sayısının aktif karlılık üzerine etkisi pozitifdir. Elde edilen bu sonucun Chen ve Cheung (2005), Ehikioya (2009), Aygün vd. (2011),

Tornyeva ve Wereko (2012), Acaravı vd. (2014), Kılıç (2014), Liv d. (2015), Bansal ve Sharma (2016), Karoğlu (2016) çalışmaları ile benzerlik gösterdiği görülmektedir.

Yönetim kurulu üye sayısı ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu sonuç ile benzerlik gösteren çalışmalar, Tanrıöver ve Aksoy (2010) Manaseer (2012), Acaravcı (2015), Aytekin ve Sönmez (2016) çalışmalarıdır.

Muhasebe temelli performans göstergelerinden satışların karlılığı yönetim kurulu üye sayısından pozitif yönde etkilenmektedir. Bu sonuç Furtuna (2013), Sayan Aydın ve Arora ve Sharma (2016) çalışmaları ile aynıdır.

Çalışmamızdaki aile firmalarının yönetim kurulu üye sayısının Tobin-Q oranına etkisi pozitifdir. Elde edilen sonuçlar Kyereboah Coleman ve Biekpe (2006), Aygün vd. (2011), Ersoy vd. (2011), Bansal ve Sharma (2016) çalışmaları ile benzerlik göstermektedir.

Yönetim kurulu üye sayısının piyasa temelli performans göstergesi olan piyasa değerine etkisi pozitifdir. Bu sonuç Aygün vd. (2011), Ersoy vd. (2011) ve Bansal ve Sharma (2016) ile benzerlik göstermektedir.

Sabit etki regresyon modeli sonuçlarına göre, aile firmalarında yönetim kurulu üye sayısı logaritmasının muhasebe temelli ve piyasa temelli performans ölçülerini pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Yani yönetim kurulu üye sayısının artmasıyla firma performansının yükseleceği söylenebilir. Aralarındaki ilişkinin pozitif çıkmasının nedenlerinden birisi, kurumsal yönetime geçiş sürecinde ülkemizdeki halka açık firmalara 2011 yılında getirilen bağımsız yönetim kurulu üyesi zorunluluğudur. 2011 yılında gelen bu zorunluluk ile firmaların yönetiminde en az 2 bağımsız yönetim kurulu üyesi yer almış ve kurul üye sayıları artmıştır. Yönetim kurulunda var olan bu üyeler, firmanın ihtiyacı olan kaynakların bulunmasında kolaylık sağlamışlardır. Elde edilen sonuçlara dayanarak araştırmaya konu olan aile firmalarındaki kurumsal yönetim anlayışının kaynak bağımlılığı teorisi ile tutarlı olduğu söylenebilir. Kaynak bağımlılığı teorisi bakış açısıyla, bir firmanın yönetim kurulu üye sayısının fazla olması firmanın daha fazla bağlantılar kurmasını sağlamakta ve kaynaklara daha kolay ulaşımı hususunda dışa bağımlılığını azaltmaktadır. Ayrıca, kurul üye sayısının fazla olması, birçok tecrübe, deneyim ve bilginin bir arada olmasını sağlamaktadır. Kurul üye sayısının fazla olmasının sağladığı bu fırsatlar firma performansının artmasına olanak sağlamaktadır.

Çalışmada kullanılan aile firmalarının yönetim kurulu yapısı içerisinde yer alan bir diğer değişken CEO ikiliğinin muhasebe temelli ve piyasa temelli performans ölçütlerine etkisi şu şekildedir;

CEO ikiliği muhasebe temelli performans ölçüsü olan aktif karlılığını negatif yönde etkilemektedir. Bu sonucun Chen ve Cheung (2005), Hoşkal Akman (2005) Ehikioya (2009) ve Acaravcı vd. (2015) sonuçları ile aynı olduğu görülmektedir.

CEO ikiliği özsermaye karlılığını olumsuz etkilemektedir. Elde edilen bu sonuç Ehikioya (2009), Lin (2011), Manaseer (2012), Önem ve Demir (2015) tarafından desteklenmektedir.

CEO ikiliğinin satışların karlılığına etkisi negatif yönlüdür. Bu sonuç Furtuna (2013) ve Sayan Akıncı (2011) sonuçları ile benzerdir.

Yönetim kurulu yapılarından CEO ikiliğinin piyasa temelli performans göstergelerinden Tobin-Q oranına etkisi negatif yönlüdür. Bu sonuçlar Kyereboah Coleman ve Biekpe (2006), Aygün vd. (2011), Ersoy vd. (2011), Bansal ve Sharma (2016) tarafından yapılan çalışmalar ile uyumludur.

Piyasa temelli performans göstergelerinden piyasa değeri CEO ikiliğinden negatif yönde etkilenmektedir. Elde edilen bu sonuç ise, Aygün vd. (2011), Ersoy vd. (2011) ve Arora ve Sharma (2016) ile benzerlik göstermektedir.

CEO ikiliğinin firma performansına etkisi ile ilgili yapılan ampirik çalışmalar sonucunda iki teori ortaya atılmıştır. Bu teorilerden ilki vekalet teorisi ikincisi ise hizmetkarlık teorisidir. Vekalet teorisinde, CEO ikiliğinin firma performansına etkisinin negatif yönde olduğunu ortaya koymaktadır. Hizmetkarlık teorisinde ise, CEO ikiliğinin firma performansını pozitif yönde etkilediği ifade edilmektedir. Çalışmamızda CEO ikiliği bağımsız değişkenin firma performanslarına olan etkisini negatif olduğuna ulaşılmıştır. Bu sonuç kurumsal yönetim anlayışlarından vekalet teorisi ile tutarlıdır. Vekalet teorisi bakış açısına göre, CEO ikiliği firmaların performansını düşürmektedir. Yapılan regresyon analizi ile elde ettiğimiz bu sonucun en büyük nedenlerinden birisi analizi yapılan firmaların aile firması olması ve CEO görevinin genellikle yönetim kurulu başkanı tarafından yürütülmesidir. Çıkan bu sonuç aile firmalarının bağımsız olmadığını ve azınlık pay sahiplerinin isteklerinin yok sayıldığının, yatırımcıların firmaya yatırım yapmasına engel teşkil ettiğinin ve kurumsal yönetimin temelini oluşturan sahiplik ve kontrol ayrımının uygulanmadığının göstergesidir. Ortaya çıkan bu olumsuzluklar firma performansında düşüşe neden olabilir.

Bir bütün olarak bakıldığında, yönetim kurulu yapısının firma performansına olan etkisini artırmak için yönetim kurulu üyelerinin, bağımsız üyelerin, icracı olmayan üyelerin ve CEO'nun bir arada olduğu optimal bir yapının kurulması gerekmektedir. Yönetim kurulu yapısında yer alan bu kişilerin profesyonel olması, firmanın gelecekte daha doğru kararlar almasına katkısı olduğu düşünülmektedir.

Çalışmamızda sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı dışında kaldıraç oranı ve satışları büyüklüğünden oluşan iki tane kontrol değişkeni kullanılmaktadır. Modelde kullanılan bu iki değişken ile modelin içsellik etkisinin giderilmesi amaçlanmıştır. Bu değişkenler modele dahil edilerek modele dahil edilmeyen değişkenlerden dolayı ortaya çıkan hata yani sahte bir ilişkinin kurulması önlenmeye çalışılmıştır. Ayrıca, modelin açıklama gücünü ve güvenilirliğini artırmak için bu değişkenler kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak kullanılan kaldıraç oranının ve satışların büyüklüğünün firma performansına etkisi ise şu şekildedir.

Kaldıraç oranının muhasebe temelli aktif karlılık oranına etkisi negatif yönlüdür. Bu sonuç Yıldırım (2007) ve Bayramoğlu'nun (2010) yaptıkları çalışmalar ile benzerlik göstermektedir.

Kaldıraç oranının özsermaye karlılık oranını olumsuz yönde etkilemektedir. Elde edilen bu sonuç Yıldırım (2007), Kocağa (2010) ve Bayramoğlu (2010) sonuçları ile örtüşmektedir. Bir diğer muhasebe temelli performans değişkeni olan özsermaye karlılığı kaldıraç oranından negatif yönde etkilenmektedir. Bu sonuç, Taşkın ve Coşkun (2015), Yıldırım (2007) ve Arora ve Sharma (2016) çalışmaları ile benzerdir.

Piyasa temelli performans göstergeleri olan Tobin-Q ve piyasa değeri kaldıraç oranından negatif yönde etkilenmektedir. Elde edilen bu sonuç Arora ve Sharma'nın (2016) çalışmaları ile benzerlik taşımaktadır.

Genel anlamda araştırmaya konu olan aile firmalarının kaldıraç ortalaması hesaplandığında %62 olduğu ortaya çıkmıştır. Bu oranının %50'den yüksek olması firmaların riskli finansmanlar elde ettiklerinin göstergesidir. Kaldıraç oranının bu kadar yüksek olması aile firmalarının birçoğunun anapara taksitlerini ve faizlerini ödemedi güçlüklerle karşılaştığını, finansman maliyetinin ve finansal riskinin arttığını göstermektedir. Aile firmalarının kaldıraç oranının firma performansı değişkenlerine etkisinin negatif olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, firmaların finansman kaynağı olarak

öncelikle kendi iç kaynaklarına daha sonra dış kaynaklara başvurduklarını göstermektedir. Bundan dolayı, analizi yapılan aile firmalarının finansal yapılarını tekrar gözden geçirmeleri, borçlarını ve özkaynakları kullanma maliyetlerini en uygun düzeye getirebilecek bir finansal yapı oluşturmaları gerekmektedir.

Kontrol değişkenlerinden satışların büyüklüğü oranının muhasebe temelli performans göstergesi olan aktif karlılık oranına etkisi pozitif yöndedir. Satışların büyüklüğü ile ilgili sonuçlar Maury (2006) ve Bayramoğlu'nun (2010), Sayan Akıncı (2011) çalışmaları ile örtüşmektedir.

Satışların büyüklüğü oranının özsermaye karlılığını olumlu yönde etkilemektedir. Elde edilen bu sonuç Gürüntü (2008), Bayramoğlu (2010) Sayan Akıncı (2011) ile benzerlik göstermektedir.

Satışların büyüklüğü oranının firma performans göstergesi olan satışların karlılığına etkisi pozitif yönlüdür. Bu sonuç Yıldırım (2007) Ghahroudi (2011), ve Arora ve Sharma (2016) çalışmaları ile benzerdir.

Satışların büyüklüğünün piyasa temelli performans ölçülerine etkisi ise şu şekildedir: Satışların büyüklüğü Tobin-Q oranını olumsuz yönde etkilemektedir. Elde edilen bu sonuç Sayan Akıncı (2011), Arora ve Sharma (2016) yaptıkları çalışmalar ile benzerdirler. Bir diğer performans değişkeni olan piyasa değeri ise satışların büyüklüğünden olumlu yönde etkilenmektedir. Elde edilen bu sonuç ise Yılmaz ve Büyüklü'n (2016) çalışması ile örtüşmektedir.

Genel anlamda çalışmadaki aile firmalarının satışlarının büyüklüğünün ortalamasının %8 olduğu görülmektedir. Bu oran aile firmalarının satışlarının çok yüksek olmadığını ve verimli bir şekilde satış yapamadıklarını göstermektedir.

Panel veri analizinde sabit etki regresyon modeli dışından GMM tahmincilerinden sistem-GMM analizi ile modellerimiz tahmin edilmiştir. Sabit etki regresyon modeli ile birlikte GMM yöntemi kullanmamızın en önemli nedenleri sahiplik yapısı ve firma performansı ilişkisinin içsel olması ve kurumsal yönetim sürecinde ortaya çıkan içsellik problemini ortadan kaldırılmasıdır.

Aile firmaları için kurulan performans göstergesi modelleri sistem-GMM ile analiz edildiğinde sonuçlarının sabit etki regresyon modeli ile hemen hemen benzerlik gösterdiği belirlenmiştir. Başka bir ifadeyle, kullanılan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri etkileme yönlerinin birçok modelde aynı olduğu ortaya çıkmıştır.

Tez çalışmamızdaki sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı değişkenlerinin muhasebe temelli ve piyasa temelli performans göstergelerine etkisinin gücünü belirleyen katsayıların çok yüksek olmadığı görülmektedir. Başka bir ifadeyle, analizi yapılan aile firmalarının ailenin en büyük sahiplik pay oranının, halka açıklık oranının, yönetim kurulu üye sayısının, CEO ikiliğinin, kaldıraç oranının ve satışların büyüklüğü oranının firma performansı üzerindeki etkisi çok büyük değildir.

Türkiye'deki finansal piyasanın etkinliği ve gücü artıkça, bu çalışmada bağımsız değişken olarak kullanılan yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yapısı değişkenlerinin firma performansı değişkenlerine olan etkisi artabilir. Bu ise, iç ve dış yatırımcıların yatırım yaparken daha doğru kararlar vermesini sağlayabilir.

Bu tez çalışmasında halka açık aile firmalarının kurumsal yönetime geçiş sürecinde uyguladıkları kurumsal yönetim mekanizmalarından sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısı incelenmiş ve bu mekanizmaların firma performansının gelişimine ne gibi taktıları olduğu tespit edilmiştir. Çıkan sonuçlara göre, sahiplik yapısı değişkenlerinden ailenin en büyük sahiplik pay oranının muhasebe temelli performans göstergeleri ile negatif ilişki içerisinde olduğu görülürken; piyasa temelli performans göstergelerinden Tobin-Q ve piyasa değeri logaritması ile pozitif ilişki içerisinde olduğu

görülmektedir. Bağımsız değişkenlerden halka açıklık oranı ile muhasebe temelli performans göstergeleri arasında pozitif; piyasa temelli performans göstergeleri arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Yönetim kurulu yapısı içerisinde yer alan yönetim kurulu üye sayısı logartiması bağımsız hem muhasebe hem de piyasa temelli performans göstergelerini pozitif etkilemektedir. Bir diğer bağımsız değişken olan CEO ikiliği ile muhasebe temelli ve piyasa temelli performans gösterleri arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Bu sonuçlar, Tosi ve Gomez-Mejia (1994), Gürsoy ve Aydoğan (1998) tarafından desteklenmektedir.

Çalışmanın mahiyeti itibarıyla burada modele eklenmeyen birtakım değişkenlerin de gelecekteki çalışmalarda kurulacak modellere eklenmesi uygun olacaktır. Bunlardan en önemlisi 2011 yılında zorunlu olan bağımsız üyelerin aile firmaları açısından değerlendirilmesi ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin aileyle olan bağları ve üye sayıları incelenmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.



KAYNAKLAR

- ABBAS, A., NAQVI, H., A., and MIRZA H., H., 2013. "Impact of Large Ownership on Firm Performance: A Case of Non-Financial Listed Companies of Pakistan" *World Applied Sciences Journal*, 21(8), pp:1141-1152.
- ABOR, J., and BIEKPE, N., 2007. "Corporate Governance, Ownership Structure and Performance of SMEs in Ghana: Implications for Financing Opportunities", *Corporate Governance*, 7(3), pp:288-300.
- ACARAVCI, KAKILLI S., KANDIR, S., Y., ve ZELKA A., 2015. "Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması", *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), ss:171-183.
- ADIGUZEL, H., (2012), "The Effect of Internal Corporate Governance Structure to The Earning Management Practice In Turkey", Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- ADJAOUD, F., ZEGHAL D., and ANDALEEB, S., 2007. "The Effect of Board's Quality on Performance: A Study of Canadian Firms", *Corporate Governance*, 15(4), pp:623-635.
- AGRAWAL A. and KNOEBER, C.R., 1996. "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), pp:377-397.
- AGRAWAL A. and MANDELKER, G., 1990. "Large Shareholders and Corporate Investment and Financing Decisions", *Journal of Finance*, 42, pp:823-237.
- AGUS, A., and SAGIR, R., M., 2001. "The Structural Relations Between Total Quality Management, Competitive Advantage and Bottom Line Financial Performance: An Empirical Study of Malaysian Manufacturing Companies", *Total Quality Management*, 12(7-8), pp:1018-1024.
- AKBULUT, H., "Küreselleşme ve Kurumsal Yönetim, <http://www.mfa.gov.tr/kuresellesme-ve-kurumsal-yonetim.tr.mfa>, Erişim Tarihi:15.09.2017.
- AKGÜÇ, Ö., 2002., *Finansal Yönetim*, 8. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 991.
- AKIN, A., 2004. "Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetim Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (22), ss:127-148.
- AKIMOVA, I. and SCHWODIAUER, G., 2004. "Ownership Structure, Corporate Governance, Enterprise Performance: Empirical Results For Ukraine", *International Advances in Economic Research*, 10(1), pp:28-42.
- AKMAN, HOŞAL, N., MUGAN S. C. and AKIŞIK O., 2015. "Ownership Concentration Effect on Firm Performance in Turkey", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 17(1), ss:33-56.
- AKTAN, C., C., 2006. *Kurumsal Şirket Yönetimi*, SPK Yayın.
- AKTAN, C.C. ve BÖRÜ, D., 2007. *Kurumsal Sosyal Sorumluluk*, İGİAD Yayınları, İstanbul.
- AKTAŞ, R., 2005. *Kurumsal Yönetim*, Sakarya Üniversitesi, Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi, 26s
- ALABDULLAH, T., TAWFEED, Y., YAHYA, S. and RAMAYAH, T., 2014. "Corporate Governance Mechanisms and Jordanian Companies' Financial Performance", *Asian Social Science*, 10(22), 247-262.
- ALIPOUR, M., and AMJADI, H., 2011. "The Effect of Ownership Structure on Corporate Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange: An

- Empirical Evidence of Iran”, *International Journal of Business and Social Science*, 2(13), pp: 49-55.
- AL FAROOQUE, O., ZIJL, TONY, V., DUNSTAN, K., and KARIM, AKM W., 2007. “Corporate Governance in Bangladesh: Link Between Ownership and Financial Performance”, *Corporate Governance*, 15(6), pp:1453-1468.
- AL-MANASEER, M., F., AL-HINDAWIR., M., AL-DAHIYAT M., A., SARTAWI I., I., 2012. “The Impact of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Banks”, *European Journal of Scientific Research*, 67(3), pp:349-359.
- AL-MATARI, E., M., AL-SWIDI, A., K., FADZIL, FAUDZIAH H., 2014. “The Measurements of Firm Performance’s Dimensions”, *Asian Journal of Finance&Accounting*, 6(1), pp:24-49.
- ALMUDEHKI, N. and ZEITUN, R., 2013. “Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence From Qatar”, 44th Annual Southwest Decision Science Institute Conference (SWDSI 2013), USA.
- ALPARSLAN, A. ve AYGÜN M., 2013. “Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Firma Performansı”, *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(1), ss:435-448.
- ALPARSLAN, D., GENÇTÜRK, M. ve ÖZGÜLBAŞ, N., 2015. “Sağlık Bakanlığı Hastanelerinde İşletme Sermayesi ile Finansal Performans Göstergeleri Arasında İlişkinin Analizi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(1), ss:317-338.
- AL-SAIDI, M. and AL-SHAMMARI, B., 2015. “Ownership Concentration, Ownership Composition and The Performance of the Kuwaiti Listed Non-Financial Firms” *International Journal of Commerce and Management*, 25(1), pp:108-132.
- ALSHEHRI, A., F., 2015. “The Impact of Corporate Governance on The Financial Performance Of Islamic Banks: Some New International Evidence”, http://world-finance-conference.com/papers_wfc2/536.pdf, (05.10.2015).
- ALTAN, O., 2007. “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 30 Endeks Şirketlerinin Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Değerlendirilmesi” Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- ALOA KÖKSAL, B., 1998. *İstatistik Analiz Metotları*, 5. Baskı, Çağlayan Kitapevi, İstanbul. 571s.
- ANDERSON, R., C., and REEB, D., M., 2003. “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence From The S&P 500”, *The Journal of Finance*, LVIII (3), pp:1301-1328.
- ANDRES, C. 2008. “Large Shareholders and Firm Performance-An Empirical Examination of Founding-Family Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 14(4), pp:431-445.
- ANG, J.S. and DING D.K. 2006. “Government Ownership and Performance of Government –Linked Companies: The Case of Singapore”, *Journal of Multinational Financial Management*, 16, pp:64-88.
- ARELLANO, M., and BOND, S., 1991. “Some Tests of Specification For Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations”, *Review of Economic Studies*, 58 (2), pp:277-297.
- ARELLANO, M., and BOVER, O., 1995. “Another Look at The Instrumental Variable Estimation Of Error- Components Models”, *Journal of Econometrics*, 68:, pp:29-51.

- ARORA, A., and SHARMA, C., 2016. "Corporate Governance and Firm Performance in Developing Countries: Evidence From India", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16 (2), pp:26
- AROSA, B., ITURRALDE, T. And MASEDA A., 2010. "Ownership Structure and Firma Performance in Non-Listed Firms: Evidence From Spain", *Journal of Family Business Strategy*, 1, pp:88-96.
- AROSA, B., ITURRALDE, T. and MASEDA, A., 2010. "Ownership Structure and Firm Performance in Non-Listed Firms: Evidence From Spain", *Journal of Family Business Strategy*, 1, pp:88-96.
- ARSLAN, Ö. ve KARAN M., B., 2006. "Ownership and Control Structure as Determinants of Corporate Debt Maturity: A Panel Study Of An Emerging Market", *Corporate Governance*, 14 (4), pp:312-323.
- ARSLANTAŞ, C.C. ve FINDIKLI, AFACAN, M., 2010. "İMKB-50'de Yer Alan Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapılanmaları", *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 39(2), ss:258-275.
- ATAĞAN, G., 2010. Muhasebe Tabanlı Performans Değerleme: Sektör ve Grup Şirket Uygulama Sonuçlarının Karşılaştırılması, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- ATAMAN, B. ve CAVLAK, H., 2016. "Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan Halka Açık Şirketlerde Kullanılma Düzeyi Üzerine Bir Araştırma", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18 (1), ss:67-98.
- ATİLLA, İ., 2010, Türk Medya Sektöründe Finansal Performans ve Toplam Faktör Verimliliği Analizi, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 110s.
- AYDEMİR, B., SEYMEN O.A. ve TAŞÇI A.D.A., 2004. "Aile İşletmelerinde Kurumsallaşma Süreci ve Sektörel Bir Uygulama", Mehtap Eliaçık, 1. Aile İşletmeleri Kongresi, 447s., İstanbul, İstanbul Kültür Üniversitesi, Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, ss:604-617.
- AYDENİZ, 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 İİBF Dergisi*, XXVII (II), ss:263-277.
- AYDIN, N., SAYIM, M. ve YALAMA, A., 2007. "Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence From Turkey" *International Research Journal of Finance and Economics*, (11), pp:103-111.
- AYGÜN, M., 2012. "Firma Performansı Üzerinde Çalışma Sermayesinin Etkisi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 12 (2), ss:215-223.
- AYGÜN, M. ve İÇ, S., 2010. "Genel Müdür Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?", *MUFAD (Muhasebe ve Finansman Dergisi)*, (46), ss:192-201.
- AYGÜN, M., İÇ S. ve SAYIN C., 2011. "Yönetim Kurulu Büyüklüğünü Belirleyen Faktörler ve Yönetim Kurulu Büyüklüğü ile Firma Performansı Arasındaki İlişki: Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme", *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10 (1), ss:77-92.
- AYTEKİN, S. ve İBİŞ A., 2014. "Mülkiyet Yapısının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi: BIST Metal Eşya, Makine Endeksi (XMESY) Üzerine Bir Uygulama", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (40), ss:119-130.

- AYTEKİN, S. ve SAKARYA Ş., 2013. “BIST’de İşlem Gören Gıda İşletmelerinin Topsis Yöntemi ile Finansal Performanslarının Değerlendirilmesi”, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, (21), ss:30-47.
- AYTEKİN, M. ve SÖNMEZ A.R., 2016. “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkisi”, Hasan Kalyoncu Üniversitesi, Türk Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi, 1(2), ss:32-41.
- AYRIÇAY, Y. ve KALKAN, G., 2013. “Sahiplik Yapısı ve Temsilcilik Teorisi”, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı:..., ss:153-174.
- AYRIÇAY, Y. ve TÜRK, V., E., 2014. “Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BIST’de Bir Uygulama”, Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD), (64), ss:53-70.
- AZAM, M., USMANI, S. and ABASSI Z., 2011. “ The Impact of Corporate Governance on Firm’s Performance: Evidence From Oil and Gas Sector of Pakistan” Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5 (12), pp:2978-2983.
- AZEEZ, A.A. 2015. “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence From Sri Lanka”, Journal of Finance and Bank Management, 3 (1), pp:180-189.
- BABATUNDE, M. A. and OLANIRAN O., 2009. “The Effects Of Internal and External Mechanism on Governance and Performance of Corporate Girms in Nigeria” Corporate Ownership & Control, 7 (2), pp:330-344.
- BAI, C-E., LIU, Q., LU, J. SONG, F.M. and ZHANG J., 2004. “Corporate Governance and Market Valuation in China”, Journal of Comparative Economics, (32), pp:599-616.
- BAI, J. and NG, S., 2004. “A Panic Attack on Unit Roots and Cointegration”, Econometrica, 72(4), pp:1127-1177.
- BALTAGI, B.H., 2005. Econometric Analysis of Panel Data, Third Edition, John Wiley & Sons, United Kingdom, 316p
- _____, 2014. Econometric Analysis of Panel Data, Fifth Edition, John Wiley & Sons, United Kingdom, 373p.
- BANSAL, N. and SHARMA A., K., 2016. “Audit Committee, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From India”, International Journal of Economics and Finance, 8 (3), pp:103-116.
- BARAZ, B., (2006), “Aile İşletmelerinde Kurumsallaşma Ölçütleri”, Mehtap Eliaçık, 2. Aile İşletmeleri Kongresi, 672s., İstanbul, İstanbul Kültür Üniversitesi, Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, ss:120-129.
- BASHIR, T., RIAZ, A., BUTT, S. and PARVEEN, A., 2013. “Firm Performance: A Comparative Analysis of Ownership Structure”, European Scientific Journal, 9 (31), pp:413-430.
- BAYRAKDAROĞLU, A., 2010. “Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği”, Ekonomi Bilimleri Dergisi, 2 (2), ss:11-20.
- BECAN, C., 2011. “Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramının Paydaş Teorisi ve İletişim Yaklaşımı Açısından Değerlendirilmesi: Bankaların Basın Bültenlerine Yönelik Bir İçerik Analizi, Selçuk Üniversitesi İletişim Fakültesi Dergisi, 7(1),ss:16-35
- BELKHIR, M., 2009. “Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Banking” Applied Financial Economics, 19:, pp:1581-1593.
- BERG S.V. and SMITH, S.K., 1932. “CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual Vs Unitary Board Leadership”, Directors & Board, 3(1), pp:39-49.

- BERLE, A., and MEANS, G., 1932. *The Modern Corporate and Private Property*, Harcourt, Brace & World, New York.
- BHAGAT, S. and BOLTON, B., 2008. "Corporate Governance and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, 14: pp:257-273.
- BILYK, O., 2009. *Foreign Ownership and Firm Performance: A Closer Look at Offshore-Owned Companies in Ukraine*, A Thesis, MA in Economics, Kyiv School of Economics, Ukraine.
- BİNGÖL, D., SİĞRU Ü., TUNÇAY, A. ve COŞKUN, E., 2010. "Aile İşletmelerinin Kurumsallaşmasında Bir Dönüşüm Aracı Olarak 'Avrupa Kalite Yönetimi Vakfı (EFQM) Mikemmellik Modeli': Aras Kargo Örneği", 4. Aile İşletmeleri Kongresi, 329s., İstanbul, İstanbul Kültür Üniversitesi, Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, ss:53-67.
- BLOMSTROM, M. and SJOHOLM F., 1998. "Technology Transfer and Spillovers: Does Local Participation With Multinationals Matter? NBER Working Paper Series, No:6816, Cambridge, 17p.
- BLUNDELL R., and BOND S., 1998. "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", *Journal of Econometrics*, 87:, pp:115-143.
- _____, 2000, "GMM Estimation With Persistent Panel Data: An Application to Production Functions", *Econometric Reviews*, 19(3), ss:321-340.
- BOHREN, O. and ODEGAARD, B. A., 2003. "Governance and Performance Revisited" Efa 2003 Annual Conference Paper, (252), pp:1-30.
- BOLAT, ACAR, B., 2010. *Firma Performansını Etkileyen Faktörlerin Yapısal Eşitlik Modeli İle İncelenmesi*, İktisadi Araştırma Vakfı, İstanbul, 192s.
- BOUZGARROU, H. and NAVATTE, P., 2013. "Ownership Structure and Acquirers Performance: Family vs. Non-Family Firms", *International Review of Financial Analysis*, 27: pp:123-134.
- BOWSER, C.G., 2002. "On Testing Overidentifying Restriction in Dynamic Panel Data Models", *Economics Letters*, 77:, pp:211-220.
- BOZCUK, A., E., 2011. "Performance Effect of Outside Directors on Corporate Boards", *International Journal of Business and Social Science*, 2 (20), pp:80-84
- BOZEC, R., DIA, M. and BOZEC, Y., 2010. "Governance-Performance Relationship: A Re-examination Using Technical Efficiency Measures" *British Journal of Management*, 21:, pp:684-700
- BREALEY, R.A., MYERS, S.C. and MARCUS A.J. (2007), *İşletme Finansının Temelleri*, Çev: Bozkurt, Ü., Arıkan, T. Ve Doğukanlı H., 7. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, s:746.
- BREITUNG, J., 2000. "The Local Power of Some Unit Root Tests For Panel Data", *Advances in Econometrics*, 15:, Nonstationary Panels, Panel Cointegration and Dynamic Panels, ed. B.H. Baltagi, pp:161-178, Amsterdam JAI Press.
- BRENDEA, G., 2014, "Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Romanian Firms", *Internal Auditing & Risk Management*, Anul IX, Nr:4 (36), pp: 1-9.
- BREUSCH T.S. and PAGAN A.R., 1980. "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications To Model Specification in Econometrics", *The Review of Economic Studies*, 47(1), pp:239-253.
- BÜYÜKKARA, Z. G., 2002. *Sermaye Sahipliği Yapısının Şirket Performansına Etkileri İMKB'de Bir Uygulama*, Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 142s.

- BÜYÜKMERT, N., 2015. “İşletmelerde Sahiplik Yapısının Karlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir, 171s.
- BÜYÜKÖZTÜRK, Ş., 2010. Sosyal Bilimler İçin Veri Analizi El Kitabı, 11. Baskı, Pegem Akademi, 201s.
- CANBURY REPORT, (1993), “The Report of the Cadbury Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: The Code of Best Practise”, Corporate Governance: An International Review, 1(3), pp:124-127.
- CANBAŞ, S., DOĞUKANLI, H., DÜZAKIN, H. ve İSKENDEROĞLU, Ö., 2005. “Performans Ölçümünde Tobin-Q Oranının Kullanılması: Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Sanayi İşletmeleri Üzerinde Bir Deneme”, Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD), (28), ss:24-36.
- CARATI, G., and RAD, A.T., 2000. “Convergence of Corporate Governance Systems” Managerial Finance, 26 (10), pp:66-73.
- CARTER, D.A., SIMKINS, B.J. and SIMPSON, W.G. 2003. “Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value”, The Financial Review, 38:, pp:33-53.
- CENGİZ, S., 2013. “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Kapsamında İç Denetimin Yeri ve Önemi: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”, Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi, XV (II), ss:403-448.
- CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T., 2008. İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Yayınevi, 10. Baskı, 260s.
- CHARI, A., CHEN, W., and DOMINGUEZ, K., M., E., 2009. “Foreign Ownership and Firm Performance: Emerging Market Acquisitions in the United States” NBER Working Paper Series, 38p
- CHAGHADARİ, M.F. 2011. “Corporate Governance and Firm Performance”, International Conference on Sociality and Economics Development (IPEDR), 10: pp:485-489.
- CHEN, J., 2001. “Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism: Evidence from Chinese Listed Companies”, Economics of Planning, 34:, pp:53–72,
- CHEN, K. C.W., CHEN, Z., and WEI K.C. J., 2009. “Legal Protection of Investors, Corporate Governance and The Cost of Equity Capital”, Journal of Corporate Finance, 15:, pp:273-289.
- CHIANG, H-T., 2005. “An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance” Journal of American Academy of Business, Cambridge, 6 (1), pp:95-101.
- CHIANG, M-H. and LIN, J-H., 2007. “The Relationship Between Corporate Governance and Firm Productivity: Evidence From Taiwan’s Manufacturing Firms” Corporate Governance, 15 (5), pp:768-779.
- CHIANG, H-T and LIN, M-C., 2011. “Examining Board Composition and Firm Performance” The International Journal of Business and Finance Research, 5 (3), pp:15-27
- CHOI, I., 2001. “Unit Root Tests For Panel Data”, Journal of International Money and Finance, 20:, pp:249-272.
- COASE, R.H., 1937. “The Nature Of The Firm”, Economica, 4(16), pp:386-405.
- COLE R.A. and MEHRAN H., 1998. “The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence From The Thrift Industry”, Journal of Financial Economics”, 50(3), pp:291-317.
- COLEMAN, A., K., 2007. “Corporate Governance and Firm Performance in Africa: A Dynamic Panel Data Analysis” Global Corporate Governance Forum (GCGF)

- and Asian Institute of Corporate Governance (AICG), Sabancı University, Istanbul,
- COLOMBO, M., G., CROCE A. and MURTINU S., 2014. “ Ownership Structure, Horizontal Agency Costs and The Performance of High-Tech Entrepreneurial Firms” *Small Business Economice*, 45:, pp:265-282.
- COŞKUN, E. ve KÖK, D., “Çalışma Sermayesi Politikalarının Karlılık Üzerine Etkisi: Dinamik Panel Uygulaması”, *Ege Akademik Bakış*, 11, ss:75-85.
- ÇALIŞKAN, M. Ve KURT M., 2016. “Türkiye’de Yönetim Kurullarının Karakteristikleri: Anadolu 500 Firmalarına İlişkin Görünüm”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 8 (1), ss:161-185.
- ÇELİK N. ve BEDÜK, A., 2014. “Vekalet Teorisi Yaklaşımı ile İşlem Maliyeti Arasındaki İlişki”, *Sakarya Üniversitesi İktisat Dergisi*, 1, ss:43-67.
- ÇETENAK, E., H., 2012. *İşletme Grubu İlişkisinin Firma Performansına Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama*, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 144p.
- ÇETİN, C., ÖZCAN E.,D., TAŞKIRAN E.ve ÖZDEMİRCİ, A., 2010. *Aile Kültürü aile İşletmesi Kültüre Üzerindeki Etkisi*, İstanbul ticaret Odası Yayınları, İstanbul, 130s.
- ÇITAK, L., 2007. “The Impact of Ownership Structure on Company Performance: A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics*” 9:, pp:231-245.
- DAR, L., A., NASEEM M., A., REHMAN R., U., and NIAZI G.S.K., 2011. “Corporate Governance and Firm Performance a Case Study of Pakistan Oil and Gas Companies Listed in Karachi Stock Exchange”, *Global Journal of Management and Business Research*, 11 (8), pp:1-10.
- DALTON, C., M and DALTON, D., R., 2005. “Board of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions”, *British Journal of Management*, 16:, pp:91-97.
- DALTON, D.R., DAILY C.M., JOHNSON, J.L., and ELLSTRAND A.E., 1999. “Number of Directors and Financial Performance: A Meta-analysis”, *The Academy of Management Journal*, 42(6), pp:674-686
- DELOITTE, 2007, “Aile Şirketleri İçin Adım Adım Kurumsal Yönetim”, *Kurumsal Yönetim Serisi*, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, 20s.
- DALTON D.R. and KESNER, I.F., 1987. “Composition and CEO Duality in Board of Directors: An International Perspective”, *Journal of International Business*, 18(3), pp:33-42.
- DEMİR, E. S., 2010. *Corporate Governance, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Istanbul Stock Exchange*, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- DEMSETZ, H., and LEHN, K., 1985. “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences” *Journal of Political Economy*, 93 (6), pp:1155-1177.
- DEMSETZ, H., and VILLALONGA, B., 2001. “Ownership Structure and Corporate Performance” *Journal of Corporate Finance*, 7:, pp:209-233.
- DENIS, D. J., and SARIN, A., 1999. “Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 52:, pp:187-223.
- DENIS, D.K., 2001. “Twenty-five Years of Corporate Governance Research and Counting” *Review of Financial Economics*, 10:, pp:191-212.

- DENIS, D.K., and MCCONNELL, J.J., 2001. "International Corporate Governance", Purdue CIBER Working Paper, Krannert Graduate School of Management, pp:1-58.
- DEREKÖY F., 2015, "Kurumsal Yönetim ve Temel Dinamikler", Ekonomik ve Yönetim Araştırma Dergisi, 4(1), ss:31-51.
- DİNÇ, E. ve ABDİOĞLU, H., 2009. "İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma" Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 12 (21), ss:157-184.
- DİNÇER, B., 2013. "Kurumsal yönetimin Farklı Teoriler Yoluyla Değerlendirilmesi", Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (36), ss:15-25.
- DİZKIRICI, A. S., 2014. "Borsa İstanbul Gıda, İçecek Endeksine Kote İşletmelerin Finansal Performanslarının Veri Zarflama Analizi ile Ölçümü ve Malmquist Endeksine Göre Karşılaştırılması", Muhasebe Finansman Dergisi, (63), ss:151-170.
- DOĞAN, M., 2007. Kurumsal Yönetim, Siyasal Kitabevi, Ankara, 162s.
- , 2013.. "Katılım ve Geleneksel Bankaların Finansal Performanslarının Karşılaştırılması: Türkiye Örneği" Muhasebe ve Finansman Dergisi, (58), ss:175-188.
- DOĞAN, M., ve TOPAL, Y., 2015. "Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği" Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20 (4), ss:165-177.
- DONALDSON, L., and DAVIS, J. H., 1991. "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Return", Australian Journal of Management, 16 (1), pp:49-65.
- DÖKMEN, G., 2012. "Yolsuzlukların Vergi Gelirleri Üzerindeki Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi", Doğu Üniversitesi Dergisi, 13(1), ss:41-51.
- DURAK, M. G. ve TAŞKIN, F. D., 2014. "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: BIST Üretim Şirketleri Üzerinde bir Uygulama" Mali Çözüm Dergisi, (126), ss:29-56.
- EASTERBROOK, F. and FISCHER D., 1991. The Economic Structure of Corporate Law, Harvard University Press, Cambridge, 371p.
- EGE, İ., ve ŞENER Z., 2013. "Performans Ölçümünde Kullanılan Yöntemler: Performans Karnesi ve Kumanda Paneli Karşılaştırılması", Muhasebe ve Finansman Dergisi, (57), ss:107-120.
- EHIKIOYA, B., I., 2009. "Corporate Governance Structure and Firm Performance in Developing Economies: Evidence From Nigeria", Corporate Governance: The International Journal of Business In Society, 9 (3), pp:231-243.
- EISENHARDT, K.M., 1989. "Agency Theory: An Assessment and Review", Academy of Management Review, 14(1), pp:57-74.
- EKŞİ, C., 2009. Yönetim Kurulu Üyeliği ve Şirket Performansı: Türk Firmaları İçin Bulgular, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- ER B., 2011. Halka Arzlarında Kar Tahmini Ve Hisse Senedi Performans İlişkisi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 218s.
- ERKARAKAŞ, N., 2006. Özel Sektörün Kurumsal Yönetimden Beklentileri, <http://www.denetimnet.net/Userfiles/Documents/pdf/nalanerkarakas.pdf> (Erişim Tarihi:13.09.2017).

- ERSOY, E., BAYRAKDAROĞLU A. ve ŞAMILOĞLU F., 2011. “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 48 (554), pp:71-83.
- FAMA, F.E., 1980. “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *The Journal of Political Economy*, 88(2), pp:288-307.
- FAZLZADEH, A., HENDI, A., T., and MAHBOUBI, K., 2011. “The Examination of The Effect Of Ownership Structure on Firm Performance in Listed Firms of Tehran Stock Exchange Based on the Type of the Industry” *Internatioanl Journal of Business and Management*, 6 (3), pp:249-266.
- FEYZİOĞLU, O., 2013. *Ekonometri Matris Cebiriyle Ayrıntılı Teori ve Uygulamalar*, İstanbul Gelişim Üniversitesi Yayınlar, 413s.
- FILATOTCHEV, I., LIEN Y-G. and PIESSE J., 2005. “Corporate Governnace and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence From Taiwan” *Asian Pasific Journal of Management*, 22:, pp:257-283.
- FIRTH, M., FUNG, P.M.Y. and RUI, O.M., 2006. “Firm Performance, Governance Structure and Top Management Turnover in a transitional Economy”, *Journal Of Management Studies*, 43, pp:1289-1330.
- FRANCIA, A., J, PORTER, M. C. and SOBNOWI, C. K., 2011. “Ownership Structure and Financial Performance in the Trucking Industry”, *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 15 (1), pp:111- 122.
- FRANCIS, B., HASAN I. and WU Q., 2015. “Professors in the Boardroom and Their Impact on Corporate Governance and Firm Performance” *Financial Management*, pp:547-581
- FURTUNA, Ö. K., 2013. *The Impact of Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure on Agency Costs: Evidence From Turkey*, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- GANGULI, S. K. and AGRAWAL, S., 2009. “Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Study on Listed Mid-Cap Indian Companies”, *The IUP Journal of Applied Finance*, 15 (12), pp:37-52.
- GAUR, S. S., BATHULA, H. ve SINGH, D., 2015. “Ownership Concentration, Board Characterictics and Firm Performance” *Management Decision*, 53 (5), pp:911-931.
- GELETKANYCZ, M., A., and BOYD, B., K., 2011. “CEO Outside Directorships and Firm Performance: A Reconciliation of Agency and Embeddedness Views” *Academy of Management Journal*, 47p
- GEORGIOU, A., K., 2010. “Corporate Governance and Its Effect on the Performance on Family and Non-Family Companies Listed on the Cyprus Stock Exchange”, *Doctor of Professional Studies*, Middlesex University. 259s.
- GENÇ, N. ve KARCIOĞLU, F., 2004. “Aile İşletmelerinin Karşılaştıkları Sorunları ve Çözüm Önerileri- Bir Uygulama” *Mehtap Eliaçık*, 1. Aile İşletmeleri Kongresi, 447s., İstanbul, İstanbul Kültür Üniversitesi, Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, ss:20-32.
- GENÇTÜRK, M., 2003. “Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi” *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8 (2), ss:231-251.
- GENÇTÜRK M. ve USUL, H., 2003. “Finansal Krizlerin Hisse Yoğunluğu açısından Şirket Performansına Etkileri ve Bankacılık Sektöründe Bir İnceleme”, *Gazi Üniversitesi, İİBF Dergisi*, 3, ss:125-132.

- GHAHROUDI, M. R., 2011 "Ownership Advantages and Firm Factors Influencing Performance of Foreign Affiliates in Japan", *International Journal of Business and Management*, 6 (11), pp:119-137
- CHARFEDDINE, L., and ELMARZOUGUI, A., 2010. "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence From France" *Journal of Behavioral finance*, VII (4), pp:35-46.
- GHAZALI, N. A. M., 2010. "Ownership Structure, Corporate Governance and Corporate Performance In Malaysia", *International Journal of Commerce and Management*, 20 (2), pp:109-119.
- GHEN, E-T., GRAY, S. and NOWLAND J., 2011. "Family Involvement and Family Firm Performance", ss:1-45.
- GIANNETTI, M. and SIMONOV, A., 2006. "Which Investors Fear Expropriation? Evidence From Investors' Portfolio Choices", *The Journal of Finance*, LXI(3), pp:1507-1547.
- GIOVANNINI, R., 2010. "Family Ownership, Corporate Governance and Performance of Italian Firms", <http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs10997-009-9093-x#page-1>
- GOLMOHAMMADI, H., RANJDOOST, B. and CHERATI, H., 2012. "The Impact of Ownership Structure & Board Structure on Financial Performance: Evidence From Tehran Stock Exchange", *A Journal of Multidisciplinary Research*, 1 (9), pp:32-39.
- GOMPERS, P., ISHII, J. and METRICK, A., 2003. "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal Of Economics*, 118, pp:107-155.
- GORRIS, C. G. and FUMAS V. S., 1996. "Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence From Spain", *Managerial and Decision Economics*, 17:, pp:575-586.
- GONENÇ, H., 2006 "Ownership Concentration and Corporate Governance: A Simultaneous Equation Framework For Turkish Companies", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498263, (10.12.2013).
- GREENE, W.H., 2003. *Econometric Analysis*, Fifth Edition, New York: Prentice-Hall International, Inc., 827s.
- GROSSMAN S.J. and HART O.D., 1980. "Takeover Bids, The Free-Rider Problem and Theory of The Corporation", *The Bell Journal of Economics*, 11(1), pp:42-64.
- GROVE, H. ve BASILICO E., 2011. "Major Financial Reporting Frauds of the 21st Century: Corporate Governance and Risk Lessons Learned", *Journal of Forensic and Investigative Accounting*, 3(2), pp:191-226.
- GUGLER, K., 1998. "Corporate Ownershio Structure in Austria", *Empirica*, 25(3), pp:285-307.
- GURBUZ A., O. ve AYBARS, A., 2010. "The Impact od Foreign Ownership on Firm Performance, Evidence From an Emerging Market: Turkey", *American Journal of Economics and Business Administration*, 2 (4), pp: 350-359.
- GURSOY, G., 2001. *Equity Ownership Structure and Its Consequences: An Empirical Investigation in Turkish Firms*, Doktora Tezi, The Institute of Economics and Social Sciences of Bilkent University, Istanbul. 241s.
- GURSOY, G. ve AYDOĞAN, K. 1998. "Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies", *International Global Conference*, Istanbul, pp:1-26.
- GURUNTU, M., 2008. "The Effect of Corporate Governance Mechanisms On Post-IPO Performance: Empirical Evidence From an Emerging Market Istanbul Stock

- Exchange (ISE)”, 5. PFN (Portuguese Financi Network, Conference Helde At The Coimbra University, Portugal, pp:1-40.
- GUJARATI, D. N., 1999. Temel Ekonometri, Çev: Şenesen Ümit ve Şenesen Gülay Günlük, 1. Baskı, Literatür Yayınları, İstanbul, 849s.
- GÜÇLÜ, H., 2010. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 510s.
- GÜLER, S. ve UÇMA, T., 2011. “Mülkiyet Yapısı Değişkenlerinin İşletme Performansı Üzerindeki Etkisi: İKB 30 Endeksi Üzerinde Bit Uygulama”, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, (4), ss:221-240
- GÜNDÜZ, L. ve TATOĞLU, E., 2003. “A comparison of the Financial Characteristics of Group Affiliated and Independent Firms in Turkey” Europe Business Review, 15 (1), pp:48-54.
- GÜNEL, A., 2003. “Regresyon Denkleminin Başarısını Ölçmede Kullanılan Belirleme Katsayısı ve Kritiği”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 4(2), ss:133-140.
- GÜNGÖR, S., 2012. Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum, 152s.
- GÜRSOY, CUDİ T., 2007. Finansal Yönetim İlkeleri, Doğu Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 899s.
- GÜRBÜZ, A. O. ve YAKUP E., 2004. Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, 1. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 171s.
- HABIB, M. and LIU, R., 2014. “The Impact of Ownership Structure and Management Reward on Firm Performance and M&A in China”, Journal of Business and Behavioral Sciences, 26 (1), pp: 33-42.
- HADRI, K., 2000. “Testing for Stationarity in Heterogeneous Panel Data”, Econometrics Journal, 3:, pp:148-161.
- HAJI, ABDIFATAH, A., 2014. “The Relationship Between Corporate Governance Attributes and Firm Performance Before and After The Revised Code”, International Journal of Commerce and Management, 24 (2), pp:134-151.
- HAMADI, M., 2010. “Ownership Concentration, Family Control and Performance of Firms”, European Management Review, 7(2), pp:116-131.
- HAN K.C. and SUK, D.Y., 1998. “Insider Ownership and Signals: Evidence From Stock Split Announcement Effects”, The Financial Review, 33, pp:1-24.
- HANIFFA, R. and HUDAIB, M., 2006. “Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies”, Journal of Business Finance & Accounting, 33 (7), pp:1034-1062.
- HAUSMAN, J., 1978. “Specification Test in Econometrics”, Econometrica, 46(6), pp:1251-1271.
- HEENETIGALA, K. and ARMSTRONG, A., 2011, “The Impact of Corporate Governance on Firm Performance in an Unstable Economic and Political Environment: Evidence From Sri Lanka”, 3 rd. Conference on Financial Markets and Corporate Governance, Australia, 17p
- HERCIU, M., and OGREAN C., 2011. “A Du Pont Analysis of The 20 Most Profitable Companies In The World”, International Conference on Business and Economics Research, 1, 45-48.
- HERRI H., 2011. “Firm’s Performance and Top Management Characteristics in Indonesia”, International Business & Economics Research Journal, 10 (8), pp:15-22.

- HIMMELBERG, C.P., HUBBARD, R.G. and PALIE, D., 1999. "Understanding The Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance", *Journal of Financial Economics*, (53), ss:353-384.
- HIRAKI, T., INOUE H., ITO A., KUROKI F., and ASUDA H., 2003. "Corporate Governance and Firm Value In Japan: Evidence From 1985 To 1998" *Pasific-Basin Finance Journal*, pp:1-40.
- HO, SIMON, S.M. and WONG, K., S., 2001. "A Study of The Relationship Between Corporate Governance Structure and The Extent of Voluntary Disclosure", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10:, pp:139-156.
- HOANG, N., T. and MSNNOWN, R., F., 2006. "Panel Unit Roots Test Using Various Estimation Methods", Working Paper, http://spot.colorado.edu/~mcnownr/working_papers/panel-unit-root-tests.pdf (18.03.2016).
- HOVEY, M., LI, L. and NAUGHTON T., 2003. "The Relationship Between Valuation and Ownership Of Listed Firms in China", *Corporate Governance*, 11(2), pp:112-122.
- HSIAO, C., 2005. Why Panel Data?, IEPR Working Paper 05.33, University of Southern California, 19s.
- HU, Y. and IZUMIDA, S., 2008. "The Relationship Between Ownership and Performance: A Review of Theory and Evidence", *International Business Research*, 1 (4), pp:72-81.
- HUANG, W., and BOATENG, A., 2013. "The Role of the State, Ownership Structure and The Performance of Real Estate Firms in China", *Applied Financial Economics*, 23 (10), pp:847-859.
- IBRAHIM, H. and SAMAD, F.A., 2011. "Corporate Governance Mechanisms and Performance of Public-Listed Family-Ownership in Malaysia", *International Journal of Economics and Finance*, 3 (1), pp: 105-115.
- IBRAHIM, .H., SAMAD, F., A. and AMIR A., 2008. "Board Structure and Corporate Performance: Evidence From Public-Listed Family- Ownership in Malaysia" <http://ssrn.com/abstract=1292182> (Erişim Tarihi:16:04:2015).
- IM, K.S., PESARAN, M.H. and SHIN, Y., 2003. "Testing For Unit Roots in Heterogeneous Panels", *Journal of Econometrics*, 155: pp:53-74.
- İŞİK, O. ve SOYKAN, M. E., 2013. "Large Shareholders and Firm Performance: Evidence From Turkey" *European Scientific Journal*, 9 (25), pp:23-37.
- ISMAYILOV, M., 2011. "Kurumsal Yönetim: Azerbaycan'daki Anonim Şirketlerin Kurumsal Yönetim Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- İLTER, H. M., 2001. Aile Şirketleri'nde Kurumsallaşma ve KOBİ'lerin Yönetim Sorunları, İstanbul Ticaret Odası, İstanbul, 66s.
- İSKENDERÖĞLU, Ö., SAYGIN, O. ve AKDAĞ S., 2014. Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı, Karahan Kitabevi, Adana, 160s.
- İŞERİ, M., 2002. "Anonim Şirketlerde Vekalet Sorunu ve Bu Sorunun Çözülmesinde Kullanılan Teknikler", *İstanbul Kültür Üniversitesi Dergisi*, (2), ss:77-86.
- İYİİŞLEROĞLU, S. C., 2006. "Aile Şirketleri: Adana ve Çevresinde Faaliyet Gösteren Aile Şirketlerinde Nepotizm Uygulamasının Tespitine Yönelik Bir Araştırma" Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana,

- İZCİLER, D., 2014. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Üniversitesi, İstanbul, 108s.
- JACK, E.P., RATURI, A., 2002. "Sources of Volume Flexibility and Their Impact On Performance", *Journal of Operations Management*, 20, pp:519-548.
- JACKLING, B. and JOHL S., 2009. "Board Structure and Firm Performance: Evidence From India's Top Companies", *Corporate Governance: An International Review*, 17 (4), pp:492-509.
- JARRELL, G. and POULSEN, A., 1988. "Dual Class Recapitalizations As Anti-takeover Mechanism: The Recent Evidence" *Journal of Finance Economics*, 20:, pp:129-152.
- JAVAID, F. and SABOOR, A., 2015. "Impact of Corporate Governance Index on Firm Performance: Evidence From Pakistani Manufacturing Sector" *Journal of Public Administration and Governance*, 5 (2), pp:1-21.
- JENSEN, M.C., 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems", *The Journal Of Finance*, XLVIII(3), pp:831-880.
- JENSEN, M. C., 2000 A Theory of the Firm: Governance RESidual Claims and Organization Forms, Harvard Universit Press, pp:1-45.
- JENSEN, M., C. And MECKING, W., H., 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" <http://papers.ssrn.com/abstract=94043>.
- JONES, G.K., LANCTOT J.A., and TEEGEN J.H., 2000. "Determinants and Performance Impact Of External Technology Acquisition", *Journal of Business Venturing*, 16, pp:255-283.
- KALKANDELEN, A. H., 1997. Örgütlerde Yeniden Yapılanma ve Norm Kadro, 2. Baskı, Anı Yayıncılık, Ankara, 212s.
- KANG, Y-S. and KIM, B-Y., 2012. "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From The Chinese Corporate Reform", *China Economic Review*, 23: pp:471-481.
- KAPOPOULOS, P. and LAZARETOU, S., 2007. "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Greek Firms", *Corporate Governance*, 15 (2), pp:144-158.
- KARABIYIK, H., 2011. "Türkiye'de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB'de Sektörel Karşılaştırma" Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- KARACA, S. S. ve EKŞİ, İ. H., 2012. "The Relationship Between Ownership Structure and Firm Performance: An Empirical Anaysis Over Istanbul Stock Exchange (ISE) Listed Companies", *International Business Research*, 5 (1), pp:172-181.
- KARAKAYA, A., 2004. Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi, Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Trabzon, 247s.
- KARAMAN, R., 2009. "İşletmelerde Performans Ölçümünün Önemi ve Modern bir Performans Ölçme Aracı Olarak Balanced Scorecard", *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırma Dergisi*, 16, ss:411-427.
- KARAMUSTAFA, O., İDRİS V. ve ER, B., 2009. "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama" *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(1), ss:100-119.

- KARA, M. A. 2012. Bölgesel Kalkınmada ve Kalkınma Farklılıklarının Giderilmesinde Devletin Rolü, Doktora Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kahramanmaraş.
- KARAN, M. B., 2004. Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, Gazi Kitabevi, Ankara, 723s.
- KARATAŞ, A. ve AREN, S., 2004. Vekalet Teorisi ve Bilgi Asimetrisi Problemi, Güncel Yönetim ve Organizasyon Yaklaşımlar, Seçkin Yayıncılık, pp:183-204.
- KARPUZOĞLU, E., 2002. Büyüyen ve Gelişen Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma, Hayat Yayıncılık, İstanbul, 232s.
- _____, 2004a. “Gelecek İçin Aile Anayasası”, Mehtap Eliaçık, 1. Aile İşletmeleri Kongresi, 447s., İstanbul, İstanbul Kültür Üniversitesi, Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, ss:159-168.
- _____, 2004b. “Aile Şirketlerinin Sürekliliğinde Kurumsallaşma” Mehtap Eliaçık, 1. Aile İşletmeleri Kongresi, 447s., İstanbul, İstanbul Kültür Üniversitesi, Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi, ss:42-53.
- KAROĞLU, E., 2016. “Vekalet Kuramı Perspektifinden Yönetim Kurulu Kompozisyonunun Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BIST İmalat Sektörü Örneği”
- KASNAKLI, B., 2002. “Stratejiler ile Performans Göstergelerinin Bütünlüğünü Sağlayan Bir Model: Dengeli Puan Kartı (Balanced Scorecard), Verimlilik Dergisi, 2, ss:131-152.
- KAUFMAN, P. ve WATSTEIN, S.B. 2008. “Library Value (Return on Investment, ROI) And The Challenge Of Placing A Value On Public Services”, Reference Services Review, 36(3), pp:226-231.
- KAYA, M., 2014. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Muhasebe Mesleki Etik Kuralları Açısından Değerlendirilmesi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Sakarya,
- KAYACAN, M., ve YAZGAN, E., 2008, “Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerini Etkileyen Unsurlar: Kurumsal Yönetim ve İç Denetim”, Balıkesir Üniversitesi Bandırma İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Uluslararası Sermaye Hareketleri ve Gelişmekte Olan Piyasalar Sempozyumu ss:13-28.
- KHATAB, H., MASOOD, M., ZAMAN, K., SALEEM, S. and SAEED, B., 2011. “Corporate Governance and Firm Performance: A Case Study of Karachi Stock Market” International Journal of Trade, Economics and Finance”, 2 (1), pp:39-43.
- KHOLMURODOVA, A., 2009. Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence From Denmark, M.Sc. Thesis in Business Administration, Finance and International Business, 157p.
- KILIÇ, M., 2014. “Yönetim Kurulu Yapısının İşletme Performansına Etkisi: Türkiye’de Bir Uygulama”, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 16 (3), ss:33-56.
- KIYILAR, M., ve BELEN M., 2006. “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri, Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi” 7. Muhasebe Denetim Sempozyumu, Sempozyum Bildirileri, ss:89-121.
- KIM, H. J., and YOON, S.S. 2007. “Corporate Governance and Firm Performance in Korea” Malaysian Accounting Review, 6 (2), pp:1-17.

- KING, M., R. And SANTOR, E., 2007. "Family Values:Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms", Bank Of Canada, Working Paper, (40), 42p.
- KLEIN, A., 1998. "Firm Performance and Board Committe Structure", Journal of Law and Economics, 41 (1), pp:275-304.
- KLEIN, P., SHAPIRO D., and YOUNG J., 2005. "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence" Blackwell Publishing Ltd, USA, 13 (6), pp:769-784.
- KLEVMARKEN, N.A., 1989. "Panel Studies: What Can We Learn From Them? Introduction", European Economic Review, 33:, pp:523-529.
- KOCAĞA, Ö., 2010. Ownership Structure and Corporate Governance In Turkish Stock Companies, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- KOÇEL, T., 2011. İşletme Yöneticiliği, 13. Baskı, Beta Yayıncılık, İstanbul, 729s.
- KOÇER, B., 2006. İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Araştırma, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 202, Ankara, 202s.
- KOÇYİĞİT, M., 2009. "Havayolu İşletmelerinin Performansının Tobin-q Oranı İle Ölçülmesi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, (49), ss:179-189.
- KONAK, F., ve KENDİRLİ, S., 2013. "Sermaye Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkisi: BIST Gıda ve İçecek Endeksi Uygulaması", Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, 8 (15), ss:123-133.
- KORKMAZ, Ö. ve KARACA S. S., 2013. "Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği", Ege Akademik Bakış, 13 (2), ss:169-179
- KORKMAZ, T., BAŞARAN, Ü. ve GÖKBULUT, R.İ., 2009. "İMKB’de İşlem Gören Otomotiv ve Otomotiv Yan Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler: Panel Veri Analizi", İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 24(277), pp:29-60.
- KOŞAN, L. ve KARADENİZ E., 2013. "Türk İmalat Sektöründe Küçük, Orta ve Büyük Ölçekli İşletmelerin Finansal Performansının Dupont Analiz Tekniğiyle İncelenmesi", Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 10(2), ss:45-62.
- KÖSEOĞLU, M. A., 2005. "Kamu İktisadi Teşebbüslerinde Performans Ölçümü", DTP Uzmanlık Tezleri, Ankara.
- KULA, V., 2006, Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği, Papatya Yayıncılık, İstanbul, 199s.
- KULA, V. ve BAYKUT E., 2013. "Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Almanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BIST Örneği", Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Billimler Dergisi, XV (2), ss:121-136.
- KUMAR, N. and SINGH, J.P. 2012. "Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From India" Asian Journal of Finance &Accounting, 4 (2), pp:39-55
- KUZNETSOV, P. and MURAVYEV A., 2001. "Ownership Structure and Firm Performance in Russia: The Case of Blue Chips of the Stock Market", Economics Education and Research Consortium Working Paper Series, Moscow, 57p.
- KYEREBOAH, C. A., CHARKES, K.D. A. and ABOR J., 2006. "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence From Ghanaian Listed Companies", Corporate Ownerhsip & Control, 4 (1), pp:123-132.

- LAPPALAINEN, J. and NISKANEN, M., 2012. "Financial Performance of SMEs: Impact of Ownership Structure and Board Composition", *Management Research Review*, 35 (11), pp:1088-1108.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F. and SHLEIFER, A., 1999. "Corporate Ownership Around the World", *The Journal Of Finance*, LIV (2), ss:471-517.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. and VISHNY, R., 2000. "Investor Protection and Corporate Governance" *Journal of Financial Economics*, 58:, pp:3-27.
- LATIF, B., SHAHID, M. N., UL HAQ, M. Z., WAQAS, H. M. and ARSHAD A., 2013. "Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence From Sugar Mills of Pakistan, *European Journal of Business and Management*, 5 (1), pp:51-59
- LE, NGUYEN N. D. and THI, NGUYEN N. D., 2016. "An Examination of the Relationship of Corporate Governance to Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnamese Listed Companies", *International Journal Of Financial Research*, 7 (4), pp:190-197.
- LEE, S., 2008. "Ownership Structure and Financial Performance: Evidence From Panel Data of South Korea" *Department of Economics Working Paper Series*, University of Utah, ABD. pp:1-43.
- LEMMON, M., L. and LINS, K., V. 2003. "Ownership Structure, Corporate Governance and Firma Value: Evidence From The Esat Asian Financial Crisis", *The Journal of Finance*, LVIII (4), pp:1445-1468.
- LEVIN, A., LIN, C-F. and CHU, C-S. J., 2002. "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", *Journal of Econometrics*, 108:, pp:1-24.
- LI, K., LU, L., MITTOO, U R. and ZHANG, Z., 2015. "Board Independence, Ownership Concentration and Corporate Performance-Chinese Evidence", *International Review of Financial Analysis*, pp:1-47.
- LI, X., 2010. *Corporate Governance, Firm Performance and Executive Compensation: Evidence From China*, Thesis Submitted to the College of Graduate Studies and Research, In the Department of Finance and Management Science, Edward School of Business, University of Saskatchewan, Canada.
- LIANG, C-J., LIN, Y-L. and HUANG, T-T., 2011. "Does Endogenously Determined Ownership Matter on Performance? Dynamic Evidence From The Emerging Taiwan Market", *Emerging Markets Finance and Trade*, 47 (6), pp:120-133
- LIAO, E.-C., SHYU, J. and CHIEN, S.-M., 2014. "A Corporate Life Cycle Analysis on The Relationship Between Ownership Structure and Performance: Evidence From The Taiwan Stock Exchange" *Asia Pacific Management Review*, 19 (2), pp:173-186.
- LIN, C.-J. 2011. "An Examination of Board and Firm Performance: Evidence From Taiwan", *The International Journal of Business and Finance Research*, 5 (4), pp:17-34.
- LIN, Y-F., LIAO Y-C. and CHANG K.-C., 2011. "Firm Performance, Corporate Governance and Executive Compensation in High-Tech Businesses", *Total Quality Management & Business Excellence*, 22 (2), pp:159-172
- LINS, K. V., 2003. "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (1), pp: 159-184.
- LUO, Y 2015. "CEO Power, Ownership Structure and Pay Performance in Chinese Banking", *Journal of Economics and Business*, XXX:, pp:1-14.

- MADDALA, G.S. and WU, S., 1999. "A Comparative Study of Unit Root Tests With Panel Data and A New Simple Test", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, (61), pp:631-652.
- MAKKI, M., A., M. and LODHI S. A., (2013), "Impact of Corporate Governance on Financial Performance" *Pakistan Journal of Social Sciences*, 33 (2), pp:265-280
- MANASEER, 2012. "The Impact of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Banks",
- MANDACI, P.E. and GUMUŞ, G.K., 2010. "Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence From Turkey", *South East European Journal of Economics and Business*, 5(1), ss:57-67
- MASA'DEH R., TAYED M., AL-JARRAH I. M., and TARHINI A., 2015. "Accounting vs. Market-Based Measures Of Firm Performance Related to Information Technology Investment", *International Review of Social Sciences and Humanities*, 9 (1) pp:129-145.
- MAUG, E., 1996. "Corporate Control and the Market for Managerial Labour: On The Decision to Go Public", *European Economic Review*, 40, pp:1049-1056.
- MAURY, B., 2006. "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence From Western European Corporations", *Journal of Corporate Finance*, 12: pp:321-341.
- MCCONNELL, J. J. and SERVAES, H., 1990. "Additional Evidence on Ewuity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27:, pp:595-612.
- MEANS, G. C., 1931. "The Separation of Ownership and Control in American Industry", *The Quarterly Journal of Economics*, 46 (1), pp:68-100.
- MEMİŞ, M., Ü. ve ÇETENAK E., H., 2012. "Kurumsal Yönetimin Kazanç Yönetimi Uygulamaları Üzerine Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Şirketler Üzerine Uygulama", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21(3), ss:205-224.
- MEDORI, D. and STEEPLE D., 2000. "A Framework For Auditing and Enhancing Performansce Measurement Systems", *International Journal of Operations & Production Management*, 20(5), pp:520-533.
- MENTEŞ, A., 2009. *Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi*, Derin Yayınları, İstanbul, 204s.
- MILLSTEIN, I., 1998. *Corporate Governance-Improving Competitiveness and Access to Capital İn Global Markets*, OECD Yayınları, Paris.
- MITTON, T., 2002. "A Cross- Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 64:, pp:215-241.
- MOLLAH, S., AL-FAROOQUE, O. and KARIM, W., 2012. "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence From an African Emerging Market", *Studies in Economics and Finance*, 29 (4), pp:301-319.
- MOON H. and PERRON B., 2004. "Testing For a Unit Root in Panels With Dynamic Factors", *Journal of Econometrics*, 122(1), pp:81-126.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. and VISHNY, R.W., 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, (20), ss:293-315.
- MULE, R., K., MUKRAS M.,S. and OGINDA M. N., 2013. "Ownership Soncentration and Financial Performance of Listed Firms in Kenya: An Econometric Analysis Using Panel Data", *European Scientific Journal*, 9 (28), pp:194-211.

- MULE, R. K., MUKRAS, M. S., NZIOKA, O. M. and MALOBA, M. H., 2015. "Capital Structure, Ownership Structure and Firm Value: An Econometric Panel Analysis of Firms Listed in Kenya", *Scholars Journal of Economics, Business and Management*, 2 (5A), pp:440-451.
- MURAVYEV, A., TALAVERA, O., BILYK, O. and GRECHANIUK, B., 2010. "Is Corporate Governance Effective in Ukraine?", *Eastern European Economics*, 48 (2), pp:5-24.
- MUTH, M. M. and DONALDSON, L., 1998. "Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach", *Corporate Governance: An International Review*, 6:, pp:5-28.
- NAZLIOĞLU, Ş., 2010. Makro İktisat Politikalarının Tarım Sektörü Üzerindeki Etkileri: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Bir Karşılaştırma", Doktora Tezi, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kayseri.
- NEUN, S. P. and SANTERRE, R. E., 1993. "Corporate Control and the Performance in the 1930's", *Economix Inquiry*, (31), pp:466-480.
- NTIM, C.G. 2009. "Internal Corporate Governance Structure and Firm Financial Performance: Evidence From South African Listed Firms" Doctor of Philosophy Thesis, Department of Accounting and Finance, University of Glasgow.
- NURYABAH, S. and ISLAM, S.M.N., 2011. "Corporate Governance and Performance: Evidence From An Emerging Market", *Malaysian Accounting Review*, 10(1), pp:17-42.
- OANA, B.L., 2012. "Indicators Used For Measuring Shareholders Value", <http://www.dafi.ase.ro/revista/6/Burlacu%20Laura%20Oana%20Indicators%20used%20for%20measuring%20shareholders%20value.pdf> 9s. (Erişim Tarihi: 20.12.2015).
- OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Ajansı), 2004. "Kurumsal yönetim derneği, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü Kurumsal Yönetim İlkeleri" http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi_merkezi/kyd_yayinlari/oecd2004.pdf (11.12.2014).
- OKAN, T., SARI, S., ve İLHAN NAS, T., 2014. "Yönetim Kurulu Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişkide Uluslararası Çeşitlenmenin Aracılık Etkisi", *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 25(77), ss:39-78.
- OKKA, O., 2009. Finansal Yönetim A2, 3. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 630s.
- ORUÇ, E., 2012. Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Finansal Kararları Üzerine Etkisi: İMKB Uygulaması, Doktora Tezi, Akdeniz Üniversitesi, Sosyal bilimler Enstitüsü, Antalya.
- ÖNDER, Z., 2000. "İMKB'deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketin Performansına Etkileri", *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 2 (2), ss:51-68.
- _____, 2003. "Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence From Turkish Firms" *METU Studies in Development*, 30:, pp:181-203.
- ÖNEM, H. B. ve DEMİR, Y., 2015. "Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BIST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama", *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 6 (13), ss:31-43
- ÖZER, A. ve ÖZER, N., 2014. "Kaynak Temelli Yaklaşım ve Paydaş Yaklaşımı Açısından Entelektüel Sermayenin BIST'deki Çokuluslu İşletmelerin Finansal Performansına Etkisi", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 8 (2), ss:119-149.

- ÖZTÜRKÇÜ, A., 2012. Sermaye Sahipliği Yapısı ve Firma Performansı, Yüksek Lisans Tezi, , Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Van.
- ÖZSOY, Z., 2011. Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları, İmge Kitabevi Yayınları, Ankara, 178s.
- ÖZSOY, O., YAVİLİOĞLU, C., DELİCE, G. ve KARAGÖL, E. T., 2011. Türkiye’de Özelleştirilen Şirketlerin Performans Analizleri, TC. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Ankara, 308s.
- PAGANO, M., PANETTA, F. and ZINGALES, L., 1998. “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, The Journal of Finance, LIII (1), pp:27-64.
- PALLATHITTA, R. G., 2005. Corporate Governance and Firm Performance: An Analysis of Ownership Structure, Profit Redistribution and Diversification Strategies of Firm in India, Doctoral Thesis, University of Tilburg.
- PAMUKÇU, F., 2011. “Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, 50, ss:133-148.
- PANDYA, H., 2011. “Corporate Governance Structure and Financial Performance of Selected Indian Banks”, Journal of Management & Public Policy, 2 (2), pp:4-21
- PASLI, A., 2004. Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, Beta Yayın Dağıtım, İstanbul.
- PAULY L.W. and REICH, S., 1997. “National Structure and Multinational Corporate Behavior: Enduring Difference in the Age of Globalization”, International Organization, 51(1), pp:1-30, <https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/S0020818397440018> (19.10.2016).
- PAZARCIK, O., 2004. “Aile İşletmelerinin Tanımı Kurumsallaşma ve Yönetişim”, 1. Aile İşletmeleri Kongresi Kitabı, İstanbul Kültür Üniversitesi, İstanbul, Golden Medya, pp:33-41.
- PESARAN, M. H., 2007. “A Simple Panel Unit Root Test in The Presence of Cross-Section Dependence”, Journal of Applied Econometrics, 22:, pp:265-312.
- PFEFFER, J., 1972. “Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment”, Administrative Science Quarterly, 17(2), pp:218-228.
- PFEFFER, J. and SALANCIK, G., 1978. The External Control of Organizations, a Resource Dependence Perspective, Harper and Row, New York, 336s.
- PHILLIPS, P.C.B. and SUL, D., 2003. “Dynamic Panel Estimation and Homogeneity Testing Under Cross Section Dependence”, Econometrics Journal, 6:, pp:217-259.
- PHUNG, D. N. and MISHRA, A. V., 2015. “Ownership Structure and firm Performance: Evidence From Vietnamese Listed Firms”, Australian Economic Papers, pp:1-36. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-8454.12056/epdf> (09.03.2016).
- PI, L. and TİMME, S.G., 1993. “Corporate Control and Bank Efficiency”, Journal of Banking and Finance”, 17:, pp:515-530.
- POYRAZ, E., 2008. Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim, Ekin yayın evi, Bursa, 585s.
- PUNI, A., OSEI, B. A. and OFEI, S. B., 2014. “The Effect of Board Composition on Corporate Financial Performance: Evidence From Listed Firms in Ghana”, International Journal of Business and Management, 9 (8), pp:170-178
- RAHEJA, C. G., 2005. “Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40 (2), pp:283-306.

- RASIAH, D. 2012. "The Separation of Ownership and Control in Malaysian Domestic Companies", International Conference on Economics, IPEDR, 38:, pp:118-121, <http://www.ipedr.com/vol38/024-ICEBI2012-A10014.pdf>, , (09.12.2015).
- REYNA, S.M. and ENCALADA, J.A.D. 2012. "The Relationship Among Family Business, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence From The Mexican Stock Exchange", Journal of Family Business Strategy, 3:, pp:106-117.
- REYNA, J., M., SAN M., VAZQUEZ, R. D. and VALDES, A. L., 2012. "Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico", International Business Research, 5 (11), pp:12-27.
- ROUF, A. 2012. "The Relationship Between Corporate Governance and Value of The Firm in Deveelopment Countries: Evidence From Bangladesh" Journal of Economics and Business Research, XVIII (1), pp:73-85.
- ROODMAN, D., 2006. "How to Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata", Working Paper Number 103, Center for Global Development, pp:1-44.
- SANCHEZ-BALLESTA, J. P., and GARCIA M., E., 2010. "A meta-analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance", Corporate Governance, 15 (5), pp:879-894.
- SANDRA, A., MIKAILU, A. S. and GARBA, T., 2005. "Corporate Governance Mechanism and Firm Financial Performance in Nigeria", Working Paper of AERC, Nariobi, 50s.
- SANTOS J.B. and BRITO, L.A.L. 2012. "Toward a Subjective Measurement Model For Firm Performance", Brazilian Administration Review, 9(2), pp:96-117.
- SAYAN AKINCI, H., 2011. Aile İşletmelerinde Yönetim Kurulunun Yapısal Özelliklerinin Firma Performansına Etkisi, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- SAYILGAN, G. ve SÜSLÜ, C, 2011. "Makroekonomik Faktörlerin Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türkiye ve Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir İnceleme", BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, 5 (1), ss:73-96.
- SAYIŞTAY (2003), "Sayıştayın Performans Ölçümüne İlişkin Ön Araştırma Raporu", Sayıştay, https://www.sayistay.gov.tr/tr/Upload/95906369/files/yayinlar/Sayistay_Performans_Olcumu_Arastirma_Raporu.pdf, Ankara, 67s. (Erişim Tarihi:02.08.2016).
- SAYMAN, Y., 2012. Sermaye Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- SEETANAH, B. and APPADU, K., 2014. "Capital Structure and Firm Performance: Evidence an Emerging Economy", The Business & Management Review, 4 (4), pp:185-196.
- SERİNKAYA, İ., 2008. "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi Ekonometrik Bir Analiz", Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- SEVÜKTEKİN, M. and NARGELEÇEKENLER M., 2007. Ekonometrik Zaman Serileri Analizi, 2. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 493s.
- SHEPHERD, W., 1989. "Public Enterprise: Criteria and Cases", H.W. de Yong (ed.), The Structure of European Industry, Dordrecht: Kluwer Academic.
- SHLEIFER, A. and VISHNY, R. W., 1997. "A Survey of Corporate Governance", The Journal of Finance, LII (2), pp:737-783.

- SHORT, H., and KEASEY, K., 1999. "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence From The UK", *Journal of Corporate Finance*, (5), ss:79-101.
- SHYU, J., 2011. "Family Ownership and Firm Performance: Evidence From Taiwanese Firms" *International Journal of Managerial Finance*, 7 (4), pp:397-411.
- SLOVIN, M. and SUSHKA, M. E., 1993. "Ownership Concentration, Corporate Governance Activity and Firm Value: Evidence From The Death of Inside Blockholders", *Journal of Finance*, 48:, pp:1293-1321.
- SON, NGUYEN, H., TU TRAN, T. T., CUONG, D. X., NGOC, L. A. and KHANH P. B., 2015. "Impact of Ownership Structure and Bank Performance-An Empirical Test in Vietnamese Bank", *International Journal of Financial Research*, 6 (4), pp:123-133.
- SÖNMEZ, A., ve TOKSOY A., 2011. "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye'deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliği" *Maliye Finans Yazıları*, (92), ss:51-90.
- SPK (Sermaye Piyasası Kurulu), 2003. "Kurumsal yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ", *Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları*, s:25.
- STOEBERL, P.A. and SHERONY B.C. 1985. "Board Efficiency and Effectiveness" ed.MATTAR E. and BALL, M. *Handbook For Corporate Directors*, McGraw-Hill, New York, pp:12.1-12.10.
- STOCK, J.H. and WATSON, M.W., 2011. *Ekonometriye Giriş*, 1. Baskı, Efil Yayınevi, (Çev: Bedriye Saraçoğlu), Ankara, 828s.
- SÜER, H. C., 2011. *İMKB'de Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisinin Modellenmesine İlişkin Bir Uygulama*, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- ŞAHİN, O., 2011. "KOBİ'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler", *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7 (14), ss:183-200
- ŞAMİLOĞLU, F. ve ÜNLÜ, U., 2010. "Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki: İMKB 100 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama", *Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD)*, (46), ss:66-73.
- ŞEHİRLİ, K., 1999. *Kurumsal Yönetim*, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu Yeterlilik Etüdü, Ankara, 57s.
- ŞENOL, C., 2006. "Kurumsal Yönetim (Yönetişim)" *Gümrük Dünyası Dergisi*, (46), ss:6.
- ŞENGÜL, E.D. ve ÖZBEK PÜSKÜL A.S., 2011. "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi" (31), ss:33-50.
- ŞENDOĞDU, A., 2010. *Kurumsal Yönetişim Işığında Bankalarda Fon Yönetimi*, Gençlik Kitabevi Yayınları, Konya, 206s.
- TAM, O. K. and TAN, M. G.-S., 2007. "Ownership, Governance and Firm Performance in Malaysia" *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), pp:208-222.
- TANER, B. ve AKKAYA, C., 2003. "İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış*, 3 (1), ss:1-7.
- TANRIÖVER, C. ve AKSOY, E. E. 2010. "İMKB'de İşlem Gören Şirketlerde Ortaklık Yoğunlaşmasının Firma Performansı Üzerine Etkileri", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (46), ss:216-231.
- TARI, R., 2006. *Ekonometri*, 4. Baskı, Umuttepe Yayın Evi, Kocaeli, 481.

- TARIQ, Y. B. and BUTT, S. A., 2008. "Impact of Corporate Governance Practices on Financial Performance: Empirical Evidence From Pakistan", Hawaii International Conference on Business, Hawaaii, pp:1-35.
- TAŞKIN, F. D., DURAK, M. G. ve AKTAŞ, M., 2013. "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: BIST Şirketleri Üzerinde Bir Uygulama", 17. Finans Sempozyumu, Muğla, ss:1-11.
- TATOĞLU, YERDELEN, F., 2012a. Panel Veri Ekonometrisi, 1. Baskı, Beta Yayıncılık, İstanbul, 306s.
- _____, 2012b. İleri Panel Veri Analizi, 1. Baskı, Beta Yayıncılık, İstanbul, 290s.
- TBB (Türkiye Bankalar Birliği) 1999. Seffaflık ve Sorumluluk Uluslar arası Mali Krizler Mali sistemlerin Güçlendirilmesi Konularında Çalışma Grupları Raporları, Kasım, s.8, www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/Transparency.doc, (Erişim tarihi 19.01.2015)
- TERZİ, S., KIYMETLİ, ŞEN, İ. ve SOLAK, B., 2014. "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Denetim Kalitesine Etkisi: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Araştırma", Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 10 (23), ss:191-206.
- THOMSEN, S. and PEDERSEN, T., 2000. "Ownership Structure and Economic Performance in The Largest European Companies", Strategic Management Journal, 21:, pp:689-705.
- THOMPSON, J.D., 1967. Organizations in Action: Social Science Bases of Administrative Theory, Transaction Publishers, 192p.
- TKYD (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği), 2009. Kurumsal Yönetim Işığında Aile Şirketleri Yönetim Rehberi, 5. Baskı, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, İstanbul, 42s.
- _____, 2011. Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 1. Baskı, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, İstanbul, 63s.
- _____, 2015. "Kurumsal Yönetim Algı Araştırması", Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği & Stratejico. Raporu, http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/tkyd_yayinlari/kurumsal_yonetim_algi_arastirmasi.pdf (Erişim Tarihi: 10.12.2016).
- TORAMAN, C. ve OKUYAN, A., H., 2009. "İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama", Muhasebe ve Finansman Dergisi, (41), ss:72-81.
- TORNYEVA, K. and WEREKO, T., 2012. "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence From the Insurance Sector Of Ghana" European Journal of Business and Management, 2 (13), pp:95-112.
- TTK, (Türk Ticaret Kanunu), 2012. "Aile Konseyi", Yeni Türk Ticaret Kanunu Aile Şirketleri, <http://www.yenittk.com/tr/aile-sirketleri-aile-kurulu-ve-aile-konseyi-aile-konseyi.html> (Erişim Tarihi: 08.06.2015).
- TURABOĞLU, T. T., 2002. Vekalet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması, Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana.
- _____, 2004. "Vekalet-Temsil-Problem ve Maliyetler", Ekonomik Yaklaşım, 15(51), ss:109-124.
- TUSIAD (Türkiye Sanayi ve İş Adamları Derneği), 2002. "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" http://www.tusiad.org/_rsc/shared/file/kurumsalyonetim.pdf (Erişim Tarihi: 11.12.2014)

- TÜSIAD (Türkiye Sanayi ve İş Adamları Derneği), 2002. “En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 32s.
- TÜKEL, A., 2011. “Asimetrik Enformasyon Işığında Halka Arzların Uzun Dönemli Performanslarının Değerlendirilmesi”, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, 4(7), ss:127-144.
- TÜKENMEZ, N. M., GENÇYÜREK, A.G. ve KABAKCI, C.Ç., 2016. “Türk Bankacılık Sektöründe Sahiplik Yoğunlaşması ile Finansal Performans İlişkisinin İncelenmesine Yönelik Ampirik Bir Çalışma”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 30(3), ss:625-644.
- UWALOMWA, U. and OLAMIDE, O., 2012. “An Empirical Examination of the Relationship Between Ownership Structure and the Performance of Firm in Nigeria”, International Business Research, 5 (1), pp:208-215.
- UZOĞLU, C., 2011. Performans yönetim Sistemi ve Performans Denetimi, TC Bayındırlık ve İskan Bakanlığı Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü Teftiş Kurulu Başkanlığı, Ankara, 123s.
- ÜNLÜ, U., BAYRAKDAROĞLU, A., ve ŞAMILOĞLU, F., 2011. “Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB için Ampirik Bir Uygulama”, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 66 (2), ss:201-214.
- ÜNLÜ, U., YALÇIN N., ve YAĞLI, i., 2017. “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: Topsis Yöntemi İle BIST 30 Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 19(1), ss:63-81.
- ÜLGİN, H. ve MİRZE, S.K., 2006. İşletmelerde Stratejik Yönetim, 3. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 639s.
- _____, ve _____, 2013. İşletmelerde Stratejik Yönetim, 6. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 639s.
- VALENTI, M. A. and CLIFTON, M. R. L., 2011. “The Effect of Firm Performance on Corporate Governance” Management Research Review, 34 (3), pp:266-283.
- VELNAMPY, T. and PRATHEEPKANTH, P., 2013. “Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Selected Listed Companies in Sri Lanka” European Journal of Commerce and Management Research (EJCMR), 2 (6), pp:123-127.
- VHIANG, M.-H. and LIN, J. H., 2007. “Governance and Firma Productivity: Evidence From Taiwan’s Manufacturing Firms”, Corporate Governance, 15 (5), pp: 768-779.
- VO, D. and NGUYEN, T. M., 2014. “The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam”, International Journal of Economics and Finance, 6 (6), pp:1-13.
- VO, D. and PHAN T., 2013. “Corporate Governance and Firm’s Performance: Empirical Evidence From Vietnam”, <http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/document/Australian-Conference-of-Economists/Corporate-governance-and-firm-performance.pdf> (15.03.2016). pp:63-78.
- WAGNER, D., BLOCK, J. H., MILLER, D., SCHWENS, C. and XI, G., 2015, “A Meta- analysis of The Financial Performance of Family Firms: Another Attempt”, Journal of Family Business Strategy, 6:, pp:3-13.
- WAHBA, H., 2014. “Capital Structure, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence From Egypt” Journal of Management & Governance, 18:, pp:1041-1061.
- WAHLA, K., SHAH, S., ZULFIQAR A. and HUSSAIN Z., 2012. “Impact of Ownership Structure on Firm Performance Evidence From Non-Financial Listed

- Companies At Karachi Stock Exchange”, International Research Journal of Finance and Economics”, (84), pp:6-13.
- WALLEVIK, K., 2009. Corporate Governance in Family Firms: The Norwegian Maritime Sector, The PhD School of Economics and Management, Copenhagen Business School, Denmark, 204p.
- WEI, Z.B., XIE, F.X. and ZHANG, S.R. 2005. “Ownership Structure and Firm Value in China’s Privatized Firms: 1991-2001”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40(1), pp:87-108.
- WELCH, E., 2003. “The Relationship Between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies” Australian Journal of Management, 28 (3), pp:287-306.
- WESTHEAD, P. and HOWORTH, C., 2006. “Ownership and Management Issues Associated With Family Firm Performance and Company Objectives” Family Business Review, XIX (4), pp:301-316.
- WOOLDRIDGE, J.M., 2002. Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, The MIT Press Cambridge, London, England, 741s.
- WORLD BANK, 1999. Ukrainian Corporate Governance Manual, <http://documents.worldbank.org/curated/en/1999/01/14639948/ukraine-corporate-governance-manual>, (Erişim Tarihi: 11.12.2014).
- XU, X. and WANG, Y., 1997. “Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Chinese Stock Companies”, World Bank Policy Research Working Paper , pp:1-54.
- YAMMEESRI, J., 2003. Corporate Governance: Ownership Structure and Firm Performance-Evidence From Thailand, Doctor Of Philosophy Thesis, School of Accounting and Finance, University of Wollongong,
- YASSER, Q. R., ENTEBANG, H. and MANSOR S. A., 2011. “Corporate Governance and Firm Performance in Pakistan: The Case of Karachi Stock Exchange (KSE)-30” Journal of Economics and International Finance, 3 (8), pp:482-491.
- YENİCE, S., ve DÖLEN T., 2013. “İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi” Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9 (19), ss: 199-213.
- YERMACK, D., 1996., Higher Market Valuation of Companies With A Small Board of Directors”, Journal of Financial Economics, 40:, pp:185-211.
- YILDIRIM, A. F., 2007. Türk Aile İşletmelerinde Kurumsallaşmayı Engelleyen Aile Değerleri Üzerine Isparta İlinde Bir Çalışma, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- YILDIRIM, M., 2007. Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- YILDIRIM, M. ve DEMİRELİ, E., 2009. “Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirket Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği)”, Finans Politika &Ekonomik Yorumlar Dergisi, 46 (532) ss:81-92.
- YILDIZ, F. ve DOĞAN, M., 2012. “Genel Müdür’ün yönetim Kurulu Üyesi Olması Halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Firmalarının Performansına Etkisi”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 17(2), ss:353-366.
- YILGÖR, A., G. ve YÜCEL, E., 2012. “İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar”, Uluslararası Yönetim ve İktisat ve İşletme Dergisi, 8 (16), ss:41-58

- YILMAZ, C., ve BUYUKLU, A., H., 2016. "Impact of Corporate Governance on firm Performance: Turkey Case With a Panel Data Analysis" *Eurasian Journal of Economics and Finance*, 4 (1), pp:56-72.
- YİĞİT, İ., 2014. "Ownership Structure, Executive Structure and Firm Performance: Evidence From Turkey", *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, XXXVI (II), ss:349-364.
- YOLAÇ, S. ve DOĞAN, E., 2011. "Küreselleşme Sürecinde Aile İşletmelerinde Yönetim ve Kurumsallaşma", *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61 (2), ss:83-110.
- YÖRÜK, N., 2006. "Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve Halka Açılmanın Finansal Performans Üzerine Etkisi: Halka Açık Bir Aile Şirketi Üzerinde Vaka Çalışması", *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırma Dergisi*, (12), ss:181-202.
- YURTOĞLU, B. B., 2000. "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", *Empirical* (27), pp:193-222.
- YÜCEL, E., 2016. "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerden Kanıtlar", *Organizasyon ve Yönetim Bilimi Dergisi*, 8(2), ss:27-41.
- YÜKÇÜ, S. ve ATAĞAN, G., 2010. "TOPSİS Yöntemine Göre Performans Değerleme", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (45), ss:28-35
- YÜREGİR, O., H. ve NAKİBOĞLU, G., 2007. "Performans Ölçümü ve Ölçüm Sistemleri: Genel Bir Bakış", *Çukurova Üniversitesi Sosyal bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16 (2), ss:545-562.
- ZAKARIA, Z., PURHANUDIN, N. and PALANIMALLY, Y. R., 2014. "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Malaysian Trading and Services Sector", *European Journal of Business and Social Sciences*, 3 (2), pp:32-43.
- ZEITUN, R., 2009. "Ownership Structure, Corporate Performance and Failure: Evidence From Panel Data of Emerging Market The Case of Jordan".
- ZEITUN, R. and TIAN, G.G., 2007a. "Does Ownership Affect a Firm's Performance and Default Risk in Jordan?", *Corporate Governance*, 7(1), ss:66-82.
- _____, and _____, 2007b. "Capital Structure and Corporate Performance: Evidence From Jordan, The Australasian Accounting Business & Financial Journal, 1 (4), pp:39-61.
- ZINGALES, L., 1998. "Corporate Governance", *The New Palgrave Dictionary of Economics and The Law*,
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46906
(Erişim Tarihi:11.12.2014).
- ZOUARI, S. B. S. and TAKTA N. B., 2014. "Ownership Structure and Firm Performance in Islamic Banks" *International Journal of Islamic and Middle Finance and Management*, 7(2), pp:146-160.

ÖZ GEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı – Soyadı : Meltem KILIÇ
Doğum Yeri ve Tarihi : BİLECİK/14.07.1985

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi
Yüksek Lisans Öğrenimi : Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi
Doktora Öğrenimi : Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce
Bilimsel Faaliyetleri

Uluslararası bilimsel toplantılarda sunulan ve bildiri kitabında basılan bildiriler

- Ayrıçay, Y., Yardımcıoğlu, M., Kılıç, M., (2014), “Kredi Temerrüt Swapı ve Devlet İç Borçlanma Senetleri İlişkisi”, 6. Uluslararası Girişimcilik Kongresi (UGK’14), 24-26 Nisan 2014, Uluslararası Atatürk Alatoo Üniversitesi, Bişkek
- Ağır, H., Ayrıçay, Y., Kılıç, M., (2012), “İMKB 100 Endeksinde Hisse Senedi Fiyat ve İşlem Hacmi İlişkisi”, I. Uluslararası Muhasebe ve Finans Sempozyumu (ISAF 2012): Gelecek On Yılda Fırsatlar ve Görüşler, Gaziantep Üniversitesi-MUFAD, 31 Mayıs-2 Haziran 2012, Bildiri Kitabı, ss:698-708, Gaziantep

Ulusal Kitaplarda Yayımlanan Makaleler

- Taş, İ. E. & Aydın, A. H. Kılıç, M. Küreselleşme Sürecinde Kamu Yönetiminin Durumu, A. H. Aydın, İ. E. Taş, M. Kılıç, Z. Gül (Ed.) **Küreselleşme Karşısında Kamu Yönetimi ve Hizmeti**, KSÜ Yayını, Kahramanmaraş, 2010, ss. 321-325.
- Kılıç, M., Kılıç, M., ve Bilgineri, M., (2010), Muhasebe ve Denetimde Vizyon Arayışları, İ. Bakan, A.M. Eyitmiş, (Ed.), *İşletmecilikte Seçme Konular*, Gazi Kitabevi, Ankara, ss:308-343.

Ulusal bilimsel toplantılarda sunulan ve bildiri kitabında basılan bildiriler

- Ayrıçay, Y., Kılıç, M., (2012), “Kobilerde Leasing, Factoring ve Forfaiting”, II. Bölgesel Sorunlar ve Türkiye Sempozyumu: Yönetim-Siyaset-Ticaret, 01-02 Ekim 2012, Kahramanmaraş
- Utlı, S., Kılıç, M., (2012), “Türkiye’deki Lojistik Hizmeti ve İhracat Arasındaki İlişki”, Ulusal Lojistik ve Tedarik Zinciri Kongresi’2012: Sürdürülebilir Kalkınma için Çevreye Duyarlı Lojistik, 10-12 Mayıs 2012, Bildiri Kitabı, Konya

Editör Kitap

- Aydın, A. H., Taş, İ. E., Kılıç, M., Gül, Z. (Ed.) Küreselleşme Karşısında Kamu Yönetimi Ve Hizmeti, KSÜ Yayını, Kahramanmaraş, 2010.

İş Deneyimi

Stajlar :
Projeler :
Çalıştığı Kurumlar : Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi
Araştırma Görevlisi (2009-2011)

İletişim

E-Posta Adresi : meltem.kilic@hotmail.com
Tel. : 0 543 227 0116
Tarih :

