

Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi

Özet

Bu çalışmanın amacı, İMKB-100 endeksinde yer alan 51 firma için kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Panel Lojistik Regresyon Modelleri (PLRM) kullanarak test etmektir. Analizler, 1998-2007 dönemini kapsayan 10 yıllık veri dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir. Çalışmada CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya yönetim kurulu başkanı olmaması durumu, yönetim kurulu üye sayısının büyüklüğü ve sahiplik yoğunlaşmasının Tobin-q değerini arttırdığı tespit edilmiştir. Yönetici sahipliğinin firma performansını arttırmada önemli bir değişken olmadığı, ancak yabancı sahipliğinin Tobin-q temelinde firma performansını artırırken, hisse senedi getirilerini azalttığı belirlenmiştir. Firmalarda denetim komitesinin varlığının performansı arttıracığı beklentisi gerçekleşmemiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Firma Performansı, Sahiplik Yoğunlaşması, Panel Lojistik Regresyon Modeli

The Analysis of the Relationship Between Corporate Governance and Firm Performance (Tobin-q and Abnormal Return) in Turkey

Abstract

The purpose of this study is to test the relationship between corporate governance and firm performance for 51 firms listed in the ISE-100 index using Panel Logistic Regression Models (PLRM). The data cover a ten years period between 1998-2007. The case that CEO is neither also the chairman of the board of directors nor a board member, the size of board of directors and ownership concentration increase the value of Tobin-q. Nevertheless Managerial ownership is not found to be an important variable improving firm performance. Results from the panel logistic regression models indicate that while foreign ownership increases firm performance in terms of Tobin-q, it reduces abnormal stock returns of the firm. The expectation that the presence of audit committee would increase the performance in firms is not confirmed.

Keywords: Corporate Governance, Firm Performance, Ownership Concentration, Panel Logistic Regression Model

Ersan ERSOY¹
Ali BAYRAKDAROĞLU²
Famil ŞAMILOĞLU³

¹ Öğr. Gör. Dr., Nevşehir Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Nevşehir, eersoy1@yahoo.com

² Yrd. Doç. Dr., Nevşehir Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, Nevşehir, ali.bayrakdaroglu@nevsehir.edu.tr

³ Prof. Dr., Aksaray Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü, fsamiloglu@mynet.com

1. Giriş

Kurumsal yönetim, firmaların amaçlarına ulaşmasında, firma sahip ve yöneticileri de dâhil olmak üzere müşteriler, borç verenler ve devlet gibi firma ile ilgili tüm çıkar gruplarını içine alan, tüm hissedarlara eşit davranılması, hissedarlar dışında firmayla ilgili diğer tarafların haklarının korunması, hesap verebilirlik, sorumluluk, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık gibi kavramlar üzerine kurulu olan ve firma ile ilgili tüm tarafların haklarını dikkate alacak şekilde taraflar arasındaki ilişkileri düzenleyen bir yönetim anlayışıdır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesinin firmaya sağlayacağı en önemli fayda; sermaye maliyetini azaltmasıdır. Ayrıca finansal piyasalardan daha kolay finansman sağlanabilmesine, karlılık ve rekabet gücünün artmasına, faaliyetlerde uzun dönem istikrarın sağlanmasına, yönetimde şeffaflık ve hesap verme sorumluluğu nedeniyle yolsuzlukların azalmasına, finansal krizlerin daha kolay atlatılmasına, keyfi yönetimin ortadan kaldırılmasına, firma ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin ve diyalogun artmasına ve böylece uzun vadeli sermaye girişinin hızlanmasına olanak sağlamaktadır (Aktan, 2006; 30). Ancak, yapılan ampirik çalışmalarda; yukarıda bahsedilen teorik beklentilerle elde edilen sonuçlar arasında uyumsuzluklar mevcuttur. Bugün gelinen aşamada, tartışmalar halen devam etmektedir.

Bu tartışmalara önemli katkılar sağlayan bir çok çalışma vardır. Kyereboah-Coleman, Adjasi ve Abor (2006) Ghana’da kurumsal yönetim yapısının firma performansını etkilediğini belirtmişlerdir. Kim ve Yoon (2007) Kore’de kurumsal yönetim ile firma karlılığı arasında pozitif ilişki olduğu hipotezini kısmen destekleyen bir sonuca ulaşmışlardır. Raja ve Kumar (2007) kurumsal yönetim ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bianco ve Casalova (1999) tarafından yapılan ve İtalya’da 1992-1997 döneminde 650 firmayı kapsayan çalışmada ise kurumsal yönetim ile firma performansı arasında çok açık ve tatminkâr bir sonuca ulaşılamamıştır. Gompers, Ishii ve Metrick (2003) ABD’de yaptıkları çalışmada kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri ile güçlü bir ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Zhaka (2006) Ukrayna’da firma performansı ile kurumsal yönetim kalitesi arasında pozitif yönlü nedensellik ilişkisi olduğuna dair çok güçlü de-

lillere ulaşmıştır. Klapper ve Love’un (2004) çalışmasında gelişmekte olan 14 ülkede, daha iyi bir kurumsal yönetimin, daha iyi bir faaliyet performansı ve piyasa değeri ile yüksek derecede ilişkili olduğu bulunmuştur. Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmerman (2006) da İsviçre’de kurumsal yönetim ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Black, Jang ve Kim (2003) Kore’de kurumsal yönetim ile firma değeri arasında pozitif yönde güçlü bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir. Drobetz, Schillhofer ve Zimmermann (2004) Almanya’da kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Variş ve ark. (2001) Türkiye’de 1998-1999 dönemi için yaptığı anket çalışmasında; kurumsal yönetim ilke ve standartlarını daha fazla uygulayan firmaların hem finansal hem de piyasa getirisi performansının daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Gürbüz ve Erginçan (2004), kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan firmaların, bu ilkeleri yeterince uygulamayan firmalara göre borsa performanslarının daha yüksek olduğunu, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan firmaların özsermaye karlılığının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Küçükçolak ve Özer (2007) Türkiye’de kurumsal yönetim prensipleri ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Durukan, Özkan ve Dalkılıç (2009) CEO devir hızı (CEO turnover) ve firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz ederek Türkiye’de kurumsal yönetimin etkinliğini araştırdıkları çalışmalarında, Türkiye’de kurumsal yönetim sisteminin etkin olmadığına dair deliller tespit etmişlerdir.

Bu tartışmalara katkı sağlamak amacıyla çalışmada, firma performansı ile kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki ilişkiler incelenmiştir. Gelişmiş ekonomilere nazaran Türkiye gibi gelişmekte olan bir ekonomi için verilerin panel formda ve ileri regresyon modeli olan lojistik regresyon analizi ile çözümlenmesi bu çalışmayı diğer çalışmalardan ayıran en önemli özelliktir. Ayrıca Türk ekonomisinde yer alan firmalar üzerine yapılan daha önceki çalışmalardaki özellikle kurumsal yönetim değişkenlerinin seçimiyle ilgili boşluklar doldurulmaya çalışılmıştır. Bu çalışma dört bölüme ayrılmıştır. Bölüm 2’de, veri seti ve analizde takip edilen metodolojiye, 3. bölümde ise uygulamaya yer verilmiştir. Son bölümde ise çalışmadan elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

2. Veri ve Yöntem

2.1. Örneklem ve Araştırma Modeli

Türkiye’de kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran bu çalışmada, 51 firma ve 1998-2007 dönemine ait 10 yıllık veri kullanılmıştır. Bu şekilde oluşturulan veri seti için araştırma kapsamında olan işletmelerin yıllık finansal tabloları ve İMKB’de yayınlanan şirket yıllıkları kullanılmıştır. Bankacılık ve finansal sektörde yer alan kuruluşlar çalışma kapsamına alınmamıştır. Araştırmada kullanılan firmaların hepsi İMKB-100’de işlem görmektedir. Veri seti oluşturulurken 2008’den günümüze kadar olan dönem için şirket yıllıkları yayınlanmadığından bu kapsamda kalan dönem analiz dışı bırakılmıştır. Ayrıca veri setinin hazırlanması aşamasında 2008 yılına ait şirket yıllıkları mevcut olmadığından 2007 yılından başlamak üzere geriye doğru gidilmiştir. Kesintisiz verisine ulaşılabilen firmalar çalışmaya dâhil edildiğinden İMKB-100’de yer alan 100 firmadan 49’u elenmiştir. Dolayısıyla oluşturulan veri matrisindeki gözlem sayısı 5610’dur. Bu çalışmada panel veri seti kullanılmıştır. Bilindiği gibi panel veri setleri hem zaman serisi hem de yatay kesit serisini birlikte kullanmaktadır. Panel veride gözlem sayısı zaman ve kesit serilerine göre daha fazladır. Dolayısıyla bu veri setini kullanan modellerden elde edilen parametre tahminleri daha güvenlidir. Çalışmada bu veri setine uygun olarak seçilen ekonometrik analiz yöntemi ise panel lojistik regresyon (panel logit regression) modelidir.

2.2. Analitik Çerçeve ve Model Spesifikasyonu

Lojistik regresyon; bağımlı değişkenin kategorik olarak, ikili, üçlü ve çoklu kategorilerde gözlenildiği durumlarda bağımsız değişkenlerle arasındaki ilişkiyi belirlemede yararlanılan bir regresyon yöntemidir (Hosmer ve Lemeshow, 2000; 33). Söz konusu bu yöntem bağımsız değişkenlere göre bağımlı değişkenin beklenen değerlerini olasılık olarak elde ederek, sınıflama ve atama işlemlerinin yapıldığı bir regresyon modelidir. Lojistik regresyon analizinde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkileri olasılık olarak hesaplandığından risk faktörlerinin de değerleri olasılık olarak hesaplanır. Regresyon analizinde parametre tahminleri yapmak amacıyla veri yapılarına göre kurulan iki değişkenli lojistik model aşağıda gösterilmiştir (Ben-Akiva ve Lerman, 1985; 88); İki

değişkenli lojistik regresyon fonksiyonu-modeli;

$$P_i = E(Y = 1 | X_i) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 X_i}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 X_i}} = \frac{1}{1 + e^{-\beta_0 + \beta_1 X_i}} \quad (1)$$

$$P_i = E(Y = 1 | X_i) = \frac{e^{Z_i}}{1 + e^{Z_i}}, P_i = E(Y = 1 | X_i) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} \quad (2)$$

1-Pi olayının olma ihtimali ise;

$$1 - P_i = \frac{e^{-Z_i}}{1 + e^{-Z_i}} \quad (3)$$

Burada bağımsız değişkenlerin doğrusal kombinasyonunu gösteren “Z_i” terimi şöyle hesaplanmaktadır:

$$Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_{i1} + \beta_2 X_{i2} + \dots + \beta_p X_{ip} \quad (4)$$

Burada; β_0 ve β_1, \dots, β_p lojistik regresyondaki katsayıları göstermektedir. Lojistik regresyon modelini oluşturabilmek için mutlak suretle β_0, β_1 gibi parametrelerin hesaplanması gerekmektedir. Fonksiyonda doğal logaritma tabanı $e=2.718$ olarak alınmaktadır. Sonuçta ulaşılan lojistik regresyon modeli ise şöyledir (Hosmer ve Lemeshow 2000; 36):

$$L_i = \ln\left(\frac{P_i}{1 - P_i}\right) = Z_i = \beta_0 + \beta_1 X_i \quad (5)$$

Modelde L_i; fark oranı logaritması olup, daha öncede ifade edildiği gibi hem X_p, hem de β_i parametrelerine göre doğrusaldır. Lojistik modelde Z_i değişkeni P_i ile doğrusal değildir.

Literatürde firma performansının göstergesi olarak daha çok finansal performans ölçütlerinin kullanıldığı, buna karşılık kullanılan veri seti ve modellerin ise, yatay kesit basit regresyon analizleri kapsamında analiz edildiği bilinmektedir. Diğer taraftan, literatürdeki çalışmaların bir kısmında kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişki ampirik olarak araştırılırken, bağımlı değişken olarak genellikle net kar marjı, aktif karlılığı, özkaynak karlılığı gibi muhasebe temelli performans ölçütleri ve Tobin-q gibi piyasa temelli performans ölçütleri kullanılmıştır. Bazı çalışmalarda ise, Tobin-q performans ölçütüne alternatif olarak piyasa değeri/defter değeri ölçütü baz alınmıştır. Buna karşın çalışmalarda açıklayıcı değişken olarak dikkate alınan kurumsal yönetim değişkenleri, çalışmaların amaçları doğrultusunda biribi-

rinden oldukça farklılıklar göstermektedir. Ancak kullanılan kurumsal yönetim değişkenleri genel olarak; sahiplik ve kontrol yapısı, yönetim kurulunun bağımsızlığı ve büyüklüğü gibi temel noktalarda birleşmektedir. Önceki çalışmalar dikkate alınarak bu çalışmada, İMKB’de kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmek için kurulacak modeller; veri seti yapısı itibariyle panel formda kurulmuştur. Ayrıca modeller, daha iyi sonuç alabilmek için lojistik model yapısında oluşturulmuştur. Çalışmada, firma performansını temsilen Tobin-q ve diğer çalışmalardan farklı olarak anormal hisse senedi getirisi bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bu çerçevede oluşturulan panel lojistik regresyon modellerinin fonksiyonel olarak genel yapısı aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta KYD_{it} + KD_{it} + e_{it} \quad (6)$$

Eşitlikte FP; firma performansı bağımlı değişkenini, β_0 ; model sabitini, KYD; kurumsal yönetim değişkenlerini, KD; kontrol değişkenlerini, e_{it} hata terimini simgelemektedir. Yukarıda genel yapısı verilen model kalıbının değişkenler eklenmiş hali ve firma performansını temsilen oluşturulan 2 farklı model aşağıda gösterilmiştir:

$$\text{Model-1: } FP(\text{Tobin-}q_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Dual-1}_{it} + \beta_2 \text{Dual-2}_{it} + \beta_3 \text{YKB}_{it} + \beta_4 \text{SY-10}_{it} + \beta_5 \text{Yön-S}_{it} + \beta_6 \text{Yab-S}_{it} + \beta_7 \text{DK}_{it} + \beta_8 \text{KO}_{it} + \beta_9 \text{F-büy}_{it} + e_{it} \quad (7)$$

$$\text{Model-2: } FP(AG_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Dual-1}_{it} + \beta_2 \text{Dual-2}_{it} + \beta_3 \text{YKB}_{it} + \beta_4 \text{SY-10}_{it} + \beta_5 \text{Yön-S}_{it} + \beta_6 \text{Yab-S}_{it} + \beta_7 \text{DK}_{it} + \beta_8 \text{KO}_{it} + \beta_9 \text{F-büy}_{it} + e_{it} \quad (8)$$

2.3. Değişken Tanımlamaları

2.3.1. Firma Performans Değişkenleri (Tobin-q, AG)

Tobin-q; firma üzerindeki finansal hakların piyasa değerini, firma varlıklarının yerine koyma maliyetine bölünerek elde edilmektedir. Literatürde Tobin-q oranının hesaplanmasında farklı yöntemler geliştirilmiştir (Kiefer, 2004; Mak ve Kusnadi, 2005; Orbay ve Yurtoglu, 2006). Bu çalışmada Tobin-q oranı, toplam pasif kaleminden özkaynaklar çıkarılarak firmanın piyasa değeri eklenmiş ve bu şekilde bulunan değer toplam aktife bölünerek

hesaplanmıştır (Maury, 2006; 333).

Anormal Getiri (AG); herhangi bir yatırımcının normal olarak alması gereken getirinin üzerindeki getiridir (Leone, Horn ve Wedig, 2005; 120). Normal olarak alınması beklenen getiri endeksi düzeyi veya sermaye varlıklarını fiyatla modeline (SVFM) göre olması gereken getiri olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla anormal getiri ise, olması gereken normal getiri üzerinde, yatırımcının elde ettiği getiridir (Kauffman, Spaulding ve Wood, 2009;10). Burada firma performansının başarı ölçüsü yatırımcısına ne kadar anormal getiri kazandırdığı ile ilişkilendirilebilir. Bu çalışmada, firmalara ait dolaşımda bulunan hisse senetlerinin yatırımcısına sağlamış olduğu anormal getirileri ölçmek üzere en çok kullanılan modellerden biri olan model kullanılmıştır. Bu model SVFM’ye göre olması gereken getirinin, anormal getiri olarak ele alındığı modeldir. Buna göre anormal getiri aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$AG_{it} = r_{it} - r_{fit} - ((r_{mt} - r_{fit})\beta_{it}) \quad (9)$$

Burada; r_{it} hisse senedinin yıllık getirisini, r_{fit} risksiz faiz oranını¹, r_{mt} İMKB endeksinin yıllık beklenen getirisini ve β_{it} beta² değerini göstermektedir.

2.3.2. Kurumsal Yönetim Değişkenleri

Literatürde kurumsal yönetim ölçütü olarak yönetici sahipliği, yönetim kurulunun yapısı ve büyüklüğü, sahiplik yapısı, sahiplik yoğunlaşması, yabancı sahipliği, denetim komitesinin varlığı ve yönetim kurulunun bağımsızlığı gibi birçok değişken kullanılmaktadır. Aşağıda bu çalışmada kullanılacak olanlar kısaca açıklanmıştır.

1 Literatürde risksiz faiz oranı olarak hazine bonusu faiz oranlarının kullanılması genel kabul görmektedir (Bruner; Eades; Harris ve Diğerleri 1998). Bu nedenle, denklemden kullanılacak risksiz faiz oranı ilgili dönemlere ait hazine bonoları dikkate alınmış ve basit faiz ortalamaları alınarak hesaplamalara katılmıştır. Risksiz faiz oranı olarak kullanılan bu veriler, Merkez Bankası’ndan temin edilmiştir.

2 Modelde β katsayısı hesaplamalarında İMKB-100 endeksi dikkate alınmıştır. Ayrıca beta hesaplamalarında ilgili analiz döneminde her bir hisse senedinin ve piyasa portföyünün beklenen getirisi olarak İMKB-100 endeksinin enflasyondan arındırılmış günlük getirileri kullanılmıştır.

CEO-Duality; teoride CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı (YKBşk.) olduğu ve CEO ve YKBşk.'nin farklı kişiler olduğu (bağımsız liderlik yapısı) iki farklı liderlik yapısı vardır. Teorik olarak hangi liderlik yapısının optimal olduğu açık değildir. Temsilcilik maliyeti açısından bakıldığında CEO ve yönetim kurulu başkanının rol ayrımının anahtar bir denetim mekanizması olduğu savunulur. Bu rol ayrımının olmaması yani CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olarak hizmet sunması "CEO duality" olarak bilinir (Judge, Naoumova ve Koutzevol, 2003; 390). Fama ve Jensen (1983) önemli kararlarda yönetim ve kontrolün ayrıldığı bir karar sistemi yapısıyla temsil problemlerinin kontrol edilebileceğini, üst yönetimin daha etkin denetlenebileceğini ve temsil maliyetinin azaltılabileceğini ileri sürmüşlerdir. Jensen (1993) yönetim kurulunun etkin olmasında CEO ve YKBşk. rol ayrımının önemli olduğunu belirtmiştir.

Literatürde CEO duality ile ilgili çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Kyereboah-Coleman ve ark. (2006) ve Bhagat ve Bolton (2008) bağımsız liderlik yapısını seçen firmaların CEO dualitynin olduğu firmalara göre daha iyi performans gösterdiğini bulmuşlardır. Sridharan and Marsinko (1997) CEO duality ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Chaganti, Mahajan ve Sharma (1985) ise CEO duality ile firma performansı arasında herhangi bir ilişki bulamamıştır. Kula (2005) Türkiye'de CEO ve YKBşk. rol ayrımının performans üzerine pozitif etkide bulunduğunu tespit etmiştir. Çalışmada CEO duality CEO duality-1 (Dual-1) ve CEO duality-2 (Dual-2) olmak üzere iki farklı şekilde modele alınmıştır.

Yönetim kurulunun büyüklüğü (YKB) ile firma performansı arasındaki ilişkide iki farklı yaklaşım vardır. Bazı yazarlar küçük yönetim kurullarını savunurken, bazı yazarlar da daha büyük yönetim kurullarını savunmaktadırlar. Lipton ve Lorsch (1992) ve Jensen (1993) yönetim kurulunun küçük tutulmasının, yönetim kurulunun performansının geliştirilmesine yardımcı olabileceğini ifade etmişlerdir. Ayrıca yönetim kurulunun 7 veya 8 kişiden fazla olması durumunda, yönetim kurulunun fonksiyonlarını etkin bir şekilde yerine getirmede ve CEO'yu denetlemede zorlanabileceğini ifade etmişlerdir. Bu düşüncenin altında yatan temel sebep, görev dağılımının ve karar alma-

da etkin davranmanın daha yüksek maliyetli ve zor olacaktır. Büyük yönetim kurullarını savunanlar ise, daha büyük yönetim kurullarının daha iyi kararlar almaya yardımcı olacak daha fazla uzmanlık ve yönetim becerisi getirdiğini ve CEO'ya daha kolay hâkim olduğu için firma performansını artıracaklarını ifade etmektedirler (Kyereboah-Coleman ve ark., 2006; 129).

Yönetim kurulunun büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda da çelişkili sonuçlara ulaşılmıştır. Örneğin Pearce ve Zahra (1992) yönetim kurulunun büyüklüğü ile firma performansı arasında pozitif ilişki, Mak ve Kusnadi (2005) ise negatif bir ilişki bulmuştur. Kaymak ve Bektaş (2008) Türkiye'de bankalar için büyük yönetim kurullarının firma performansını azalttığına dair bir delil bulamamıştır. Bu çalışmada YKB değişkeni yönetim kurulunda bulunan üye sayısının logaritması dikkate alınarak modele dâhil edilmiştir.

Sahiplik yoğunlaşması; literatürde büyük pay sahiplerinin yöneticileri daha etkin bir şekilde denetleme gücüne, faaliyetleri daha kolay koordine etme, oy hakkı gücü ile yöneticilere baskı yapabileme ve onları daha etkin bir şekilde denetleme olanağına sahip olmalarının, sahiplik ve yönetim ayrımından kaynaklanan temsil problemlerini azalttığı iddia edilmektedir (Shleifer ve Vishny, 1986; 470, Shleifer ve Vishny, 1997; 777). Ayrıca bu durum, varlık getiri oranının yükselmesini ve dolayısıyla firma performansının artmasını sağlayacağı da ifade edilmektedir.

Berle ve Means (1932) sahiplik yoğunlaşması ve firma karlılığı arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmüştür. Demsetz ve Lehn (1985) çalışmasında, sahiplik yoğunlaşması ile karlılık arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir. Buna Demsetz ve Villalonga (2001) da destek vermektedir. Yurtoğlu'nun (2000) İMKB'de işlem gören firmaları kapsayan çalışmasında; sahiplik yoğunlaşmasının firma performansı üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Çıtak (2007) ise sahiplik yoğunlaşması ile Piyasa Değeri/Defter Değeri arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Bu çalışmada sahiplik yoğunlaşmasının firma performansı ile ilişkisini ölçmek için SY-10 ölçütü kullanılmıştır.

Sahiplik yoğunlaşması değişkenine ek olarak yö-

netici sahipliği (Yön-S) ile yabancı sahipliğinin (Yab-S) de firma performansı üzerindeki etkisi araştırılmalıdır. Buradan hareketle modele yönetici sahipliği ve yabancı sahipliği değişkeni de dâhil edilmiştir. Firma yönetiminde hissedarların bakış açısı, yöneticilerin firma değerini maksimize ederek hissedarların çıkarlarını koruması şeklindedir. Bilindiği gibi bu durumun bir temsil maliyeti olacaktır. Jensen ve Meckling’e (1976) göre eğer yöneticilere firmadan pay hakkı verilirse yöneticiler hissedarların çıkarlarını daha iyi koruyabileceklerdir. Dolayısıyla yönetici sahipliğinin firma performansına olumlu etki yapacağı düşünülebilir. Ancak ampirik çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Yönetici sahipliği ile performans arasında pozitif ilişki bulan çalışmaların yanında (Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki ve Masuda, 2003) anlamlı bir ilişki bulamayan çalışmalar da mevcuttur (Himmelberg, Hubbard ve Palia 1999).

Sahiplik yoğunlaşması değişkenine ek olarak kullanılan bir başka değişken de yabancı sahipliğidir. Son yıllarda Türk firmalarına yabancı firmaların da ortak olduğu görülmektedir. Dolayısıyla Türk firmalarının sermaye yapısında yabancı payı da artmaktadır. Bu durumun performansa etkisini ortaya koymak için bu değişken de analize dâhil edilmiştir. Literatürde yabancı sahipliğinin gelişmiş ekonomilerdeki firmaların performansı-

nı olumlu şekilde etkileyeceği beklentisi hâkimdir. Ancak gelişmekte olan ekonomilerde bu beklenti her zaman gerçekleşmeyebilmektedir. Aydın, Sayim ve Yalama (2007) yabancı payına sahip olan firmaların performans düzeylerinin yabancı payına sahip olmayan firmalara oranla daha yüksek düzeylerde gerçekleştiğini tespit etmişlerdir.

Denetim Komitesi (DK); kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin ortaya konmasında kullanılabilecek bir diğer değişken de firmalardaki denetim komitesinin varlığıdır. Denetim komitesinin varlığı ve bağımsızlığı firmanın finansal raporlarının gerçeği yansıtmasında ve kontrol sistemlerinin etkili bir şekilde çalışmasında oldukça önemli bir role sahiptir. Ayrıca denetim komitesi, yatırımcılar ile yöneticiler arasındaki asimetrik bilgi sorununu da ortadan kaldırmaktadır (Kim ve Yoon, 2007; 12). Buna ilaveten denetim komitesinin varlığı kreditorler açısından olumlu karşılanarak, firmaların daha düşük maliyetli borçlanmalarını sağlayabilecektir (Anderson, Mansi ve Reeb, 2004; 330). Dolayısıyla teorik beklenti; bir firmada denetim komitesinin varlığı ve bağımsız bir şekilde çalışması firma performansını olumlu şekilde etkileyecektir. Çalışmada, denetim komitesinin varlığı kukla (dummy) değişkenler kullanılarak modele alınmıştır.

Tablo-1: Modelde Kullanılan Bağımlı, Bağımsız ve Kontrol Değişkenleri

Bağımlı Değişkenler (Tobin-q, AG)		
Tobin-q	(Toplam Pasif-Özkaynaklar+Piyasa Değeri)/ Toplam Aktif	Tobin-q
Anormal Getiriler	$r_{it} - r_{fit} - ((r_{mt} - r_{fit})\beta_{it})$	AG
Bağımsız Değişkenler (Dual-1, Dual-2, YKB, SY-10, Yön-S, Yab-S, DK)		
CEO-Duality-1	Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda 1, diğer durumda ise 0 (dummy değişken)	Dual-1
CEO-Duality-2	Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması durumunda 1, diğer durumda ise 0 (dummy değişken)	Dual-2
Y.K. Büyüklüğü	Yönetim kurulunda bulunan üye sayısının logaritması	YKB
Sahiplik Yoğunlaşması (%10)	Şirket sermayesinin %10’undan daha fazlasına sahip olan kişi veya kurumların toplam sahipliğinin toplam sermaye içindeki oranı (%)	SY-10
Yönetici Sahipliği	Genel müdür (CEO) ve yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu hisselerin yüzdesi (%)	Yön-S
Yabancı Sahipliği	Yabancı Sermaye Tutarı / Toplam Özkaynaklar	Yab-S
Denetim Komitesi	Denetim komitesi var olan firmalar için 1, denetim komitesine sahip olmayan firmalar için 0 (dummy değişken)	DK
Kontrol Değişkenleri (KO, F-büy)		
Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Varlık	KO
Firma Büyüklüğü	Toplam varlıkların logaritması	F-büy

2.3.3. Kontrol Değişkenleri

Kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarda kontrol değişkeni olarak farklı değişkenler kullanılmaktadır. Kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve firma yaşı sıklıkla kullanılan kontrol değişkenlerindedir. Örneğin Kim ve Yoon (2007), Kyereboah-Coleman ve Biekpe (2006) ve Moustafa (2007) kaldıraç oranı ve firma büyüklüğünü, Black ve ark. (2003) ve Drobetz ve ark. (2004) kaldıraç oranı, firma büyüklüğü ve firma yaşını kontrol değişkeni olarak kullanmışlardır. Bu çalışmada kontrol değişkenleri olarak kaldıraç oranı ve firma büyüklüğü kullanılmış-

tır. Çalışmada kullanılacak modellere ait tüm değişkenler Tablo-1'de gösterilmiştir.

3. Ampirik Sonuçlar

3.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Pearson Korelasyon Matrisi

Tablo-2'de, çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler verilmiştir. Tablodaki sonuçlar incelendiğinde, bağımlı ve bağımsız olarak kullanılan tüm değişkenlerin (F-büy değişkeni hariç) normal dağılım göstermediği gözlenmektedir.

Tablo-2: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum	Jargue-Bera	JB Prob.
Tobin-q	1.5998	0.9359	0.5095	6.6575	902.20	0.000
AG	0.1171	0.7535	-2.7651	3.8182	182.93	0.000
Dual-1	0.0481	0.2148	0.0000	1.0000	2219.29	0.000
Dual-2	0.6385	0.4818	0.0000	1.0000	28.43	0.000
YKB	7.2048	2.0106	4.0000	15.0000	106.19	0.000
SY-10	54.9104	19.1974	0.0000	96.4100	38.65	0.000
Yön-S	8.2738	17.5946	0.0000	83.6000	652.19	0.000
Yab-S	15.0047	18.9399	0.0000	79.0000	178.09	0.000
DK	0.1057	0.2048	0.0000	1.0000	176.98	0.000
KO	0.5296	0.2471	0.1112	0.9320	819.66	0.000
F-büy	8.2794	0.6121	6.9374	9.8147	3.19	0.202

Veri setine uygulanan Jargue-Bera testi sonuçlarına göre test istatistiklerinin %1 düzeyinde anlamlı olması, serilerin normal dağılmadığını ortaya koymaktadır. Dolayısıyla elde edilen bu sonuç, En Küçük Kareler (EKK) tahmincisini kullanan klasik doğrusal regresyon modeli yerine, normal dağılım varsayımına ihtiyaç duymayan Maximum Likelihood (ML) tekniğini kullanan lojistik regresyon modelinin kullanılmasını gerektirdiğini göstermektedir. Analizde dengeli panel veri seti kullanılmıştır.

Buna göre firma performansını temsil eden bağımlı değişkenlerden Tobin-q'nun ortalama değeri 1.60'dır. Firma performansını temsil eden bir başka değişken de AG'dir. Analiz kapsamında olan firmaların yıllık anormal hisse senedi getirilerine bakıldığında, bu getirilerin -2,77 ila 3,82 arasında değiştiği ve ortalama olarak 0,12 civarında gerçekleştiği görülmektedir.

Bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere bakıldığında ise, Dual-1 değişkeninin ortalama değerinin yaklaşık 0,05 Dual-2 değişkeninin ise yaklaşık 0,64 olduğu görülmektedir. Buna göre Türk firmaları için genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmadığı ancak, yönetim kurulu üyesi olduğu sonucuna ulaşılabilir. Bununla beraber analiz kapsamındaki firmaların ortalama yönetim kurulu üye sayısı 7'dir. Sahiplik yoğunlaşmasına bakıldığında, firmaların %10'undan daha fazlasına sahip olan kişi veya kurumların toplam sahipliğinin sermaye içindeki oranı ise %55 düzeyinde gerçekleşmiştir. Sahiplik yoğunlaşması değişkenine ilave olarak yönetici sahiplik yapısı değişkeninin ortalama değeri %8 civarındadır. Analiz kapsamındaki firmalarda yöneticilerin firmalara en fazla %83,6 oranında ortak olduğu söylenebilir. Ayrıca yabancı sahipliğine bakıldığında, sermayedeki yabancı payı ortalama %15 civarındadır ve maksimum %79'dur. İMKB'de işlem gören

ve analiz kapsamında olan 51 firmanın yaklaşık %11’inde denetim komitesi vardır. Türk firmalarının ortalama borç kullanım oranı %53 olarak tespit edilmiştir. Buna ilaveten firmaların büyüklüğünü gösteren toplam varlıkların logaritmasına bakıldığında ortalama değer 8’dir. Değişkenlere ait Pearson Korelasyon matrisi Tablo-3’de verilmiştir.

Matris incelendiğinde DK’nın varlığı modelde kullanılan tüm değişkenlerle pozitif ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. Ancak DK ile Tobin-q daha yüksek derecede ilişki halindeyken (0.09) AG ile daha düşük (0.02) ve istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki içerisindeydir. Ayrıca DK’nın kontrol değişkenleri ile olan ilişkilerine

bakıldığında da bu ilişkinin pozitif yönlü olduğu görülmektedir. Yab-S değişkeni Tobin-q ile pozitif, AG değişkeniyle negatif ilişki halindedir. Aynı durum Yön-S değişkeni için de geçerlidir. SY-10 değişkenine bakıldığında bu değişkenin pozitif olarak Tobin-q performans ölçütü ile daha yüksek bir ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. Yönetim kurulunun büyüklüğünü temsil eden YKB değişkeni Tobin-q ile anlamlı pozitif bir ilişkiye sahipken, AG ile ters yönlü ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki içerisindeydir. Dual-1 ve Dual-2 bağımsız değişkenleri bağımlı değişken olan Tobin-q ve AG ile aynı yönde bir ilişki içerisindedirler.

Tablo-3: Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	Tobin-q	AG	Dual-1	Dual-2	YKB	SY-10	Yön-S	Yab-S	DK	KO	F-büy
Tobin-q	1										
AG	0.13*	1									
Dual-1	0.04*	0.09	1								
Dual-2	0.10**	0.01	0.16*	1							
YKB	0.11**	-0.01	0.10	0.01	1						
SY-10	0.23**	0.13**	0.03*	-0.03	0.24	1					
Yön-S	0.11	-0.02	-0.05	0.25	-0.21*	0.07	1				
Yab-S	0.12**	-0.05*	-0.02	0.17**	-0.21*	0.02	0.01*	1			
DK	0.09*	0,02	0.01	0.23*	0.49	0.01	0.06	0,26	1		
KO	0.10*	0.03**	0.05	0.17	-0.27*	0.17	0.02*	-0.14	0.19*	1	
F-büy	-0.12	0.05	0.06	0.23	0.18	0.24*	-0.21	0.44*	0.44*	-0.03	1

*%1 düzeyinde, **%5 düzeyinde ve ***%10 düzeyinde anlamlılığı simgelemektedir.

Korelasyon matrisleri kontrol değişkenleri açısından incelendiğinde, büyük firmaların daha büyük denetim komitelerine sahip olma eğiliminde oldukları görülmektedir. Bunun yanında firmalar büyüdükçe sermayedeki yabancı payının da arttığı söylenebilir. Aynı zamanda firmalar büyüdükçe buna paralel olarak sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın da arttığı görülmektedir. Kaldıraç oranı ise her iki bağımlı değişken ile pozitif ilişkilidir. Genel olarak korelasyon matrisi sonuçlarına bakıldığında değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) sorunun olmadığı görülmektedir.

3.2. Regresyon Sonuçları

Kurumsal yönetim değişkenlerinin firma performansı üzerine etkilerinin araştırıldığı bu çalışmada; firma performansı 2 farklı değişkenle ölçülmüştür. Bunlar, Tobin-q ve AG’dir. Çalışmada bağımlı değişkenleri oluşturan performans ölçütleri baz alınarak oluşturulan 2 farklı modele ait çoklu panel lojistik regresyon sonuçları Tablo-4’de verilmiştir.

Tablo-4: Çoklu Panel Lojistik Modellerin Regresyon Analiz Sonuçları

Model-1 Bağımlı Değişken: Tobin-q Panel-A			Model-2 Bağımlı Değişken: AG Panel-B		
Değişken	Katsayı	P değeri	Değişken	Katsayı	P değeri
sabit	3.09836	0.024	sabit	0.44525	0.760
Dual-1	0.66666	0.020	Dual-1	0.19046	0.710
Dual-2	0.03046	0.080	Dual-2	0.04371	0.848
YKB	0.00989	0.085	YKB	-0.05020	0.435
SY-10	0.02209	0.027	SY-10	0.01825	0.052
Yön-S	0.00901	0.805	Yön-S	-0.20572	0.521
Yab-S	0.01995	0.056	Yab-S	-0.10422	0.074
DK	0.09223	0.468	DK	0.29104	0.633
KO	1.32042	0.004	KO	0.39453	0.035
F-büy	-0.13798	0.395	F-büy	0.00335	0.985
LR-Ki-Kare (10) : 14.74			LR-Ki-Kare (10) : 3.47		
Prob. LR : 0.0644			Prob. LR : 0.0916		
Pseudo R² : 0.286			Pseudo R² : 0.259		
Hausman T. İst. : 8.35			Hausman T. İst. : 3.82		
Hausman Prob. : 0.4000			Hausman Prob. : 0.8728		

*L.L: Log Likelihood değerini, P.LR ise LR değerinin p düzeyini simgelemektedir.

Tobin-q ve AG bağımlı değişkenlerin modellemesine ilişkin yapılan Hausman test sonuçlarına göre Model-1 için Hausman test istatistiği 8.35 ve buna ait p değeri ise 0.4000 olarak bulunmuştur. Model-2 için ise Hausman test istatistiği 3.82 ve buna ait p değeri 0.8728 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlara göre “tesadüfi etkiler mevcuttur” şeklindeki H₀ hipotezi kabul görmektedir. Dolayısıyla panel lojistik regresyon tahmininde her iki model için de tesadüfi etkiler yöntemi kullanılmıştır. İMKB’de işlem gören tüm firmalar modelde yer almadığı için ve çeşitli kısıtlamalardan sonra seçilmiş 51 firma analize dâhil edildiği için bu yöntemin kullanılması doğal karşılanabilir. Bu testin sonuçları baz alınarak seçilen modele ait panel lojistik regresyon analizleri yapılmıştır. Model-1 ve Model-2 kapsamında kurulan panel regresyon modelleri sırasıyla LR Ki-Kare (10): 14.74; Prob. LR<0.10 ve LR Ki-Kare (10): 3.47; Prob. LR<0.10 değerlerine sahip olduklarından %10 önem düzeyinde anlamlı oldukları ifade edilebilir.

Tablo-4 Panel-A ve Panel-B, performans ölçütleriyle (Tobin-q ve AG) kurumsal yönetim değişkenleri arasında karmaşık sonuçların olduğunu göstermektedir. Genel müdürün aynı zaman-

da yönetim kurulu başkanı veya üyesi olup olmaması durumunu temsil eden Dual-1 ve Dual-2 değişkenleri ile Tobin-q arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Analiz kapsamındaki Türk firmaları için CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmadığı ve dolayısıyla bağımsız liderlik yapısının var olduğu bu durumun firma performansını olumlu yönde etkilediği söylenebilir (Dual-1). Elde edilen bu sonuç Fama ve Jensen (1983) ve Jensen’in (1993) yaklaşımı ile tutarlıdır. Ayrıca Sanda, Mikailu ve Garba (2005), Sridharan ve Marsinko (1997) ve Bhagat ve Bolton (2008) da benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Bununla beraber CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının da Tobin-q temelinde firma performansını olumlu yönde etkilediği ifade edilebilir (Dual-2). Gelişmekte olan ekonomiler kapsamında Türk firmaları için Kula (2005) tarafından yapılan çalışmada da pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Anormal getirilerin firma performansı olarak dikkate alındığı Model-2 kapsamında, Dual-1 ve Dual-2 değişkenlerinin AR ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye sahip olmadığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle CEO’nun yönetim kurulu üyesi olması ancak yönetim kurulu başkanı olmamasının hisse senetlerinin anormal getirileri üzerinde

herhangi anlamlı bir etkisinin olmadığı söylenebilir (Panel-B).

Lipton ve Lorsch (1992), Jensen (1993) ve Yermack (1996) tarafından yapılan çalışmalarda belirlenenlerin tersine, yönetim kurulu üye sayısının büyüklüğü ile Tobin-q arasında pozitif yönlü ve %10 önem düzeyinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle yönetim kurulu büyüdükçe Tobin-q temelinde firmaların daha iyi bir performansla sahip olduğu söylenebilir. Çünkü daha büyük yönetim kurullarının daha iyi kararlar almaya yardımcı olacak daha fazla uzmanlık ve yönetim becerisini beraberinde getirdiğini ve CEO’ya daha kolay hâkim olduğu için firma performansını arttıracığı düşünülebilir (Kyereboah-Coleman ve ark., 2006). Elde edilen bu sonuç, Pearce ve Zahra (1992), Dalton, Daily, Ellstrand ve Johnson (1998) ve Kyereboah-Coleman ve Biekpe (2006) tarafından yapılan çalışmalarla uyumludur. Model-2’de ise Dual-1 ve Dual-2’dekine benzer şekilde YKB ile AG arasında negatif ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki vardır. Açık bir şekilde firmaların piyasa performansını gösteren anormal getiriler üzerinde yönetim kurulu üye sayısının anlamlı bir etkisi olmadığı ifade edilebilir.

Benzer şekilde yönetim kurullarının büyüklüğünün Tobin-q temelinde firma performansını olumlu etkilemesinin yanında, sahiplik yoğunlaşması da firma performansını olumlu yönde etkilemektedir. Firmalarda toplam sermayenin en az %5 ile %10 veya daha fazlasına sahip büyük hissedarların olmasının, hem Tobin-q ile hem de AG ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle SY-10 değişkeninin temsil ettiği mülkiyet yapısındaki sahiplik yoğunlaşmasının firma performansını yükselttiği söylenebilir. Bu sonuç Berle ve Means (1932), Shleifer ve Vishny’nin (1986, 1997) yaklaşımı ile tutarlıdır. Mitton (2002) sahiplik yoğunlaşması ile AR getiriler arasında Baik, Kang ve Park (2004) ve Mustafa (2007) da sahiplik yoğunlaşması ile Tobin-q arasında pozitif ilişki bulmuşlardır.

Teorik beklentiye göre Yön-S ile firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin olduğu kabul edilmektedir (Bhagat ve Bolton, 2008). Ancak analiz sonuçları, veri seti kapsamındaki Türk firmaları için bu beklentinin gerçekleşmediğini göstermektedir. Panel lojistik regresyon sonuçlarına göre Model-1’de pozitif, Model-2’de ise nega-

tif bir ilişki söz konusudur. Ancak her iki modelde de yer alan katsayıların anlamlı olmadığı görülmektedir. Sonuçlar Jensen ve Meckling’in (1976) tersine, Tobin-q ve AG’deki değişimleri açıklamada Yön-S kurumsal yönetim değişkeninin anlamlı bir açıklayıcı olmadığı sonucuna ulaşan Himmelberg ve ark. (1999), Demsetz ve Villalonga (2001) ve Kiefer’in (2004) çalışmalarıyla uyumludur. Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiye yabancı sahipliği açısından bakıldığında, regresyon sonuçları Model-1 ve Model-2’de anlamlı çıkmıştır. Literatürde yabancı sahipliğinin gelişmiş ekonomilerdeki firmaların performansını olumlu şekilde etkileyeceği beklentisi, gelişmekte olan Türk ekonomisinde Model-1 kapsamında gerçekleşmiştir. Ancak Model-2 kapsamında yabancı sahipliği ile AG arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Teorik beklenti, bir firmada denetim komitesinin varlığı ve bağımsız bir şekilde çalışması firma performansını olumlu etkiler şeklinde olmasına rağmen Model-1 ve Model-2 kapsamında yapılan regresyon analizleri sonucuna göre denetim komitesinin varlığı ile Tobin-q ve AG arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Diğer bir ifadeyle denetim komitesinin firma performansı üzerinde bir etkisinin olmadığı ortaya çıkmıştır. Benzer sonuçlar Kim ve Yoon (2007) tarafından da tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuçlar Anderson ve ark. (2004) ve Klein’in (2002) sonuçlarıyla uyumlu değildir. Her iki çalışmada da değişkenler arasında pozitif ilişkinin varlığından söz edilmektedir.

Çalışmada kullanılan KO kontrol değişkeni ile elde edilen sonuçlara bakıldığında, daha çok borç kullanan firmaların veya diğer bir ifadeyle kaldıraç oranı yüksek olan firmaların performanslarının daha yüksek olduğu görülmektedir. Model-1 kapsamında Tobin-q ile KO arasında anlamlı pozitif bir ilişki söz konusudur. Firmaların sermaye yapısındaki borç yüzdesi arttıkça bu firmaların piyasa temelli Tobin-q değerleri de artmaktadır. Bu sonuç, örneğin Black ve ark. (2003) ile Kyereboah-Coleman ve Biekpe (2006) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla tutarlı olarak, büyük oranda borç kullanan firmaların daha yüksek performans gösterdiğini ifade etmektedir. Model-2 kapsamında da KO ile AG arasında anlamlı pozitif bir ilişki söz konusudur. Kim ve Yoon (2007) da KO ile AR arasında benzer bir sonuç bulmuştur. Kal-

dıraç oranı yüksek olan firmalar daha riskli firmalardır. Risk ve getiri arasında pozitif ilişki olduğu varsayımıyla riskli firmalar daha yüksek hisse senedi getirisi sağlayabilirler.

Beklentilerin aksine Tobin-q ile firma büyüklüğü arasında negatif ancak anlamsız bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle Tobin-q temelinde firma büyüklüğünün firma performansı üzerinde anlamlı bir etkisi yoktur. Bu durum varlıkların etkin bir şekilde kullanılmaması durumunda, varlıklar esas alınarak ölçülen firma büyüklüğünün performans üzerinde açıklayıcı olamayacağı şeklinde yorumlanabilir. Drobetz ve ark. (2004) varlık toplamı ile Tobin-q arasında negatif ancak anlamlı bir ilişki bulmuştur. Model-2’de de F-büy ile AG arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Dolayısıyla bu sonuçlara göre firmaların daha yüksek veya düşük oranda hisse senedi getirisi sağlamanında büyüklüğün önemli bir etkisinin olduğu söylenemez.

4. Sonuç ve Değerlendirme

Bu çalışmada firma performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki iki bağımlı değişken (Tobin-q ve AG) ve yedi açıklayıcı değişken (Dual-1, Dual-2, YKB, SY-10, Yön-S, Yab-S, DK) kullanılarak analiz edilmiştir. Bu değişkenlere ilaveten modellerin anlamlılığını arttırmak için KO ve F-büy olarak iki kontrol değişkeni kullanılmıştır. İMKB-100 endeksinde işlem gören 51 firmanın 10 yıllık verileri dikkate alınarak toplam 5610 gözlem üzerinden analizler gerçekleştirilmiştir. İleri bir regresyon yöntemi olan lojistik regresyon yönteminin kullanıldığı bu çalışmada, daha sağlıklı analizler yapabilmek için panel veri seti kullanılmıştır. Hausman test istatistiği kullanılarak analizler tesadüfi etki yöntemine göre yapılmıştır.

Bu çalışmanın sonuçları yüksek bir oranda teorik beklentileri desteklemektedir. Panel lojistik regresyon sonuçlarına göre CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya yönetim kurulu başkanını olmaması durumu Tobin-q değerini arttırmaktadır. Bu değişkenin AG üzerinde bir anlamlılığı yoktur. Yönetim kurulu üye sayısının büyüklüğü Tobin-q değerini yükseltmektedir. Sahiplik yapısındaki yoğunlaşmanın firma performansını olumlu yönde arttıracığı söylenebilir. Bununla beraber teorik beklentiye ters olarak yönetici sahipliğinin firma performansını arttırmada önemli bir değiş-

ken olmadığı tespit edilmiştir. Ancak yabancı sahipliğinin Tobin-q temelinde firma performansını arttırırken, hisse senedi getirilerini azalttığı belirlenmiştir. Firmalarda denetim komitesinin varlığının performansı arttıracığı beklentisi gerçekleşmemiştir.

Yapılan bu analizde kullanılan firma sayısının azlığının verdiği dezavantaj panel veri seti kullanılarak giderilmeye çalışılsa da, elde edilen sonuçlara ihtiyatla yaklaşılmalıdır. Gelecekte yapılacak olan çalışmalarda, incelenen firma sayısının artırılması analiz sonuçlarının doğruluğunu arttıracaktır. Firma büyüklüğü varlıkların logaritması yerine duran varlıklar/toplam varlık oranı şeklinde ölçülerek F-büy ile Tobin-q arasındaki ilişki daha farklı bir platformda araştırılabilir. Hisse senedi getirilerini etkileyen birçok değişkenin olduğu düşünülmüşse, tek başına bir değişkenin getirileri (AG) açıklamada başarılı olamayabileceği ve bu sonucun doğal karşılanabileceği söylenebilir. Diğer taraftan firma performansı üzerinde kurumsal yönetim değişkenlerinin etkisini incelemek için yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı veya oranı, kurumsal sahiplik yapısı, hissedar hakları, CEO devir hızı gibi bazı değişkenler eklenerek de analizler gerçekleştirilebilir. Ayrıca performans değişkenleri olarak Tobin-q ve AG dışında, Defter Değeri / Piyasa Değeri, ekonomik katma değer, piyasa katma değeri gibi ölçütler de kullanılabilir.

Kaynakça

- AKTAN, C. Can; (2006), *Kurumsal Şirket Yönetimi*, SPK, Yayın No: 196.
- ANDERSON, Ronald C.; Sattar A. MANSI and Reeb DAVID M; (2004), “Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt”, *Journal of Accounting and Economics*, 37 (3), pp.315-342.
- AYDIN, Nurhan, Mustafa SAYIM ve Abdullah YALAMA; (2007), “Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 11, pp.103-111.
- BAEK, Jae-Seung; Jun-Koo KANG and Kyung Suh PARK; (2004), “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, 71(2), pp.265-313.
- BEINER, Stefan; Wolfgang DROBETZ; Marcus M SCHMID and Zimmermann, HEINZ; (2006), “An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation”, *European Financial Management*, 12(2), pp.249-283.
- BEN-AKIVA, Moshe and, R. Lerman STEVEN; (1985), *Discrete Choice Analysis: Theory and Application to Travel Demand*,

- The Massachusetts Institute of Technology Press, England.
- BERLE, Adolf A. and Gardiner C. MEANS; (1932), *the Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- BHAGAT, Sanjai and Brian BOLTON; (2008), “Corporate Governance and Firm Performance”, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), pp.257-273.
- BIANCO, Magda and Paola CASAVOLA; (1999), “Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance”, *European Economic Review*, 43(4-6), pp.1057-1069.
- BLACK, Bernard S.; Hasung JANG and Woochan KIM; (2003), “Does Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence from Korea”, *Stanford Law School Working Paper*, No: 237. <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/black.pdf>, 11.09.2010.
- BRUNER, Robert F.; Kenneth M. EADES; Robert S. HARRIS; Robert C. HIGGINS; (1998), “Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis”, *Financial Practice and Education*, 8(1), pp.20-33.
- CHAGANTI, Rajeswararao S.; Vijay MAHAJAN and Subhash SHARMA; (1985), “Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry”, *Journal of Management Studies*, 22(4), pp.400-417.
- ÇITAK, Levent; (2007), “The Impact of Ownership Structure on Company Performance: A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 9, ss.107-119.
- DALTON, Dan R.; Catherine M. DAILY; Alan E. ELLSTRAND and Jonathan L. JOHNSON; (1998), “Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance”, *Strategic Management Journal*, 19(3), pp.269-290.
- DEMSETZ, Harold and Kenneth LEHN; (1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 93(6), pp.1155-1177.
- DEMSETZ, Harold and Belen VILLALONGA; (2001), “Ownership Structure and Corporate Performance”, *Journal of Corporate Finance*, 7(3), pp. 209–233.
- DROBETZ, Wolfgang; Andreas SCHILLHOFER and Heinz ZIMMERMANN; (2004), “Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany”, *European Financial Management*, 10(2), pp.267-293.
- DURUKAN, M. Banu; Serdar ÖZKAN and A. Fatih DALKILIÇ; (2009), “The Effectiveness of the Turkish Corporate Governance System: CEO Changes and Performance Measures”, *SSRN Working Paper Series 1405251*, <http://ssrn.com/abstract=1405251>.
- FAMA, Eugene F. and Michael C. JENSEN; (1983), “Agency Problems and Residual Claims”, *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 327-349.
- GOMPERS, Paul A.; Joy L. ISHII and Andrew METICK; (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), pp.107-155.
- GÜRBÜZ, A. Osman ve Yakup ERGİNCAN; (2004), “Dünyada ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Düzeyinin ve Şirket Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi”, *Geleneksel Finans Sempozyumu-2004*, Marmara Üniv. BSYO, İstanbul, Türkiye.
- HIMMELBERG, Charles P.; R. Glenn HUBBARD and Darius PALIA; (1999), “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, 53(3), pp. 353-384.
- HIRAKI, Takato; Hideaki INOUE; Akitoshi ITO; Fumiaki KUROKI; Hiroyuki MASUDA; (2003), “Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3), pp.239-265.
- HOSMER, David; W. Stanley LEMESHOW; (2000), *Applied Logistic Regression*, Second Edition, Wiley Series in Probability and Statistics, Canada.
- JENSEN, Michael C.; (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *The Journal of Finance*, 48(3), pp.831-880.
- JENSEN, Michael C. and William H. MECKLING; (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- JUDGE, William Q.; Irina NAOUMOVA and Nadejda KOUTZEVOL; (2003), “Corporate Governance and Firm Performance in Russia: An Empirical Study”, *Journal of World Business*, 38(4), pp. 385-396.
- KAUFFMAN, Robert J.; Trent J. SPAULDING and Charles A. WOOD; (2009), “Are Online Auction Markets Efficient? An Empirical Study of Market Liquidity and Abnormal Returns”, *Decision Support Systems*, 48(1), pp.3-13.
- KAYMAK, Turhan and Eralp BEKTAS; (2008), “East Meets West? Board Characteristics in an Emerging Market: Evidence from Turkish Banks”, *Corporate Governance*, 16(6), pp.550-561.
- KIEFER, Dean B.; (2004), “The Nonlinear Relationship between Insider Ownership and Firm Performance”, *Journal of Accounting and Finance Research Summer II*, pp.122-130.
- KIM, Hyo Jin and Soon Suk YOON; (2007), “Corporate Governance and Firm Performance in Korea”, *Malaysian Accounting Review*, 6(2), pp.1-17.
- KLAPPER, Leora F. and Inessa LOVE; (2004), “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, *Journal of Corporate Finance*, 10(3), pp. 703-728.
- KLEIN, April; (2002), “Audit Committee, Board of Director Characteristics and, Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), pp. 375- 400.
- KÜÇÜKÇOLAK, Ali and Levent ÖZER; (2007), “Do Corporate Governance, Independent Boards, and Auditors Affect Market and Financial Performance? An Application to the Istanbul Stock Exchange”, *Review of Business*, 28(1), pp.18-31.
- KULA, Veysel; (2005), “The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: evidence from Turkey”, *Corporate Governance*, 13(2), pp.165-176.
- KYERBOAH-COLEMAN, Anthony and BIEKPE, Nicholas; (2006), “The Relationship between Board Size, Board Com-

position, CEO Duality and Firm Performance: Experience from Ghana", *Corporate Ownership & Control*, 4(2), pp.114-122.

KYEREBDAH-COLEMAN, Anthony; Charles K.D. ADJASI and Joshua ABOR; (2006), "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence From Ghanaian Listed Companies", *Corporate Ownership & Control*, 4(2), pp.123-132.

LEONE, Andrew J.; R. Lawrence Van, HORN and Gerard J. WEDING; (2005), "Abnormal Returns and the Regulation of Nonprofit Hospital Sales and Conversions", *Journal of Health Economics*, 24(1), pp.113-135.

MAK, Y.T. and Yuanto KUSNADI; (2005), "Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value", *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), pp.301-318.

MAURY, Benjamin; (2006), "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations", *Journal of Corporate Finance*, 12(2), pp.321-341.

MITTON, Todd; (2002), "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 64(2), pp.215-241.

MOUSTAFA, M.A.; (2007), "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Egypt". CBE-7, The Seventh Annual U.A.E. University Research Conference.

ORBAY, Hakan and B. Burçin YURTOĞLU; (2006), "The Impact of Corporate Governance Structures on the Corporate Investment Performance in Turkey", *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), pp.349-363.

PEARCE II, John A. and Shaker A. ZAHRA; (1992), "Board Composition from a Strategic Contingency Perspective", *Journal of Management Studies*, 29(4), pp.411-438.

RAJA, J. and A. S. KUMAR; (2007), "SME Entrepreneurship, Firm Performance, and Corporate Governance Practices in Indian Service Firms", *Journal of Services Research*, 7(2), pp.99-113.

SANDA, Ahmadu; Aminu S. MIKAILU and Tukur GARBA; (2005), "Corporate Governance Mechanisms and Firm Financial Performance in Nigeria", AERC Research Paper No:149, Nairobi.

SHLEIFER, Andrei and Robert W. VISHNY; (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *The Journal of Political Economy*, 94(3), pp.461-488.

SHLEIFER, Andrei and Robert W. VISHNY; (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, 52(2), pp.737-783.

SPK (2005). Kurumsal Yönetim İlkeleri. Şubat 2005.

SRIDHARAN, Uma V. and Allan MARSINKO; (1997), "CEO Duality in the Paper and Forest Products Industry", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 10(1), pp.59-65.

TANRIÖVEN, Cihan; İlhan KÜÇÜKKAPLAN ve E. Savaş BAŞÇI; (2006), "Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik ve Kontrol Yapısı İle Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB'de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, 21(241), pp.87-104.

VARIŞ, Meral; Ali KÜÇÜKÇOLAK; Oral ERDOĞAN ve Levent ÖZER; (2001), "Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri", *İMKB Dergisi*, Yıl: 5, Sayı: 19 (Özel Sayı), ss.129-168.

YERMACK, David Larry; (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp.185-221.

YURTOĞLU, B. Burçin; (2000), "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", *Empirica*, 27(2), pp.193-222.

ZHEKA, Vitaly (2006). *Corporate Governance and Firm Performance in Ukraine*. CERT Discussion Papers, 2006/05, No: 605. [http://www.sml.hw.ac.uk/cert Discussion Paper 2006/5](http://www.sml.hw.ac.uk/cert/Discussion%20Paper%202006/5).

