

***YÖNETİM KURULU ÖZELLİKLERİ VE ŞİRKET PERFORMANSLARI:
İMKB KURUMSAL YÖNETİM VE İMKB 50 ENDEKSLERİNDEKİ İŞLETMELERİN
KARŞILAŞTIRILMASI***

Zeynep Gökçen

Istanbul Üniversitesi, Sağlık, Kültür ve Spor Daire Başkanlığı

Aytuğ Sözüer

Beykent Üniversitesi, İ.İ.B.F., Uluslararası Ticaret Bölümü

Cem Cüneyt Arslantaş

Istanbul Üniversitesi, İşletme Fakültesi,
Yönetim ve Organizasyon Anabilim Dalı

ÖZET

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim uygulamalarının en önemli unsurlarından biri olan yönetim kurulu özelliklerini, İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 Endekslerindeki işletmeler kapsamında incelemektir. Çalışmada önce 2010 yılı boyunca İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almış 24 işletme ile 2010 yılı süresince İMKB 50 Endeksinde bulunan ve birinci gruba dâhil olmayan 29 şirketin yönetim kurulu özellikleri karşılaştırılmıştır. Ayrıca, gruplar arasında ilgili dönemdeki şirket performanslarında fark olup olmadığı ve gruplar ile şirket performansları arasındaki ilişkiler de istatistikî olarak test edilmiştir. Yönetim kurulu özellikleri açısından İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 Endekslerindeki şirketler arasında önemli farklar ortaya çıkmazken, kurumsal yönetim endeksinde yer almanın, bir şirket performans ölçütü olarak, piyasa değeri artışıyla anlamlı ilişkisi tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, yönetim kurulu, İMKB, şirket performansı

**BOARD OF DIRECTORS' CHARACTERISTICS AND FIRM PERFORMANCES:
A COMPARISON OF COMPANIES LISTED ON THE ISTANBUL STOCK
EXCHANGE CORPORATE GOVERNANCE AND ISE 50 INDICES**

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze board of directors' characteristics, as being one of the most important elements of corporate governance, within a span of firms listed on the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporate Governance and ISE 50 Indices. At first, certain board of directors' characteristics are compared between 24 firms, which are listed on ISE Corporate Governance Index throughout the year 2010 and 29 firms, which are listed on the ISE 50 Index for the same term and not included in the first group. Besides, statistical tests are applied to figure out whether there are differences between groups in terms of firm performance and if there are relationships between groups and performance. In regard

to board of directors' characteristics, it didn't reveal obvious differences between ISE Corporate Governance and ISE 50 Indices; however, there appeared a significant relationship between being listed on the corporate governance index and the increase in market value, as a firm performance variable.

Keywords: Corporate governance, board of directors, ISE, firm performance

GİRİŞ

Kurumsal yönetim, şirketlerin eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde faaliyet göstermelerini sağlamaya yönelik bir yaklaşımdır. Bu kavram geniş anlamda, bir işletmenin hissedarları, yönetimi ve diğer paydaşları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi şeklinde ifade edilebilir (Ararat ve Uğur, 2003, s:59). Kurumsal yönetimin Avrupa'da gündeme gelmesi 1992 yılında Cadbury Raporu ile olmuştur. 1997 yılındaki Asya Krizi, 2000'li yıllarda ABD'de gerçekleşen Enron ve WorldCom gibi skandallar, birçok ülkenin kurumsal yönetim anlayışıyla bazı işletmecilik ilkeleri yayınlamasına sebep olmuştur. ABD'de 2002 yılında çıkan Sarbanes-Oxley yasası bunun örneklerinden biridir. Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), OECD tarafından ilk kez 1999 yılında yayınlanan ve 2004 yılında revize edilen Kurumsal Yönetim İlkelerini temel almış ve bunları 2003 yılında yayınladıktan sonra 2005 yılında güncellemiştir (SPK, 2005). Dolayısıyla, SPK bu tarihlerden itibaren Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ve Türk sermaye piyasalarını dünya pazarlarıyla uyumlaştırmak için çaba sarf etmektedir. Bu çalışmalardan bir diğeri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) oluşturulan kurumsal yönetim endeksidir. Bu endekse İMKB pazarlarında kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketler dâhil edilmektedir. Bağımsız denetim kuruluşlarının derecelendirmeye tabi tuttuğu ve ilkelere uyum açısından 10 üzerinden 7 alan şirketler bu endekste yer alabilmektedir.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri “pay sahipleri”, “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık”, “menfaat sahipleri” ve “yönetim kurulu” olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır. Pay sahipleriyle ilgili bölüm, işletmede hissesi olanların haklarının güvence altına alınmasına ilişkin düzenlemeleri içerir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi işletmenin tüm faaliyetleri ve finansal durumu hakkında kamunun doğru ve zamanında bilgilendirilmesi esasına dayanır. Menfaat sahipleri bölümü, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, sivil toplum örgütleri, devlet vb. gibi işletmeyle doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide bulunan tüm çıkar gruplarıyla işletme arasındaki ilişkileri düzenleyici prensiplerinden oluşur. Yönetim kurulu kısmında ise yönetim kurulu seçimine ilişkin ve üyelerinin şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlayacak, ayrıca şirketi iyi niyetli, özenli ve objektif bir şekilde yönetmesini temin edecek ilkeler yer almaktadır.

Yönetim kurulu, sermaye şirketlerinde pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki bağı oluşturan en önemli unsurdur (Gürbüz, 2005, s:1). İşletmenin hayatını sürdürebilmesi için gözetimi yönetim kurulunun sorumluluğundadır. Yönetim kurulu, şirkete rehberlik edecek genel stratejileri belirlerken, şirketteki uygulamaları ve yürütmeyi de denetler. Bu kritik rol

sebebiyle, işletme pay sahiplerinin yönetim kurulu seçimi, şirketin başarısını büyük oranda etkileyen bir faktördür.

Bu çalışmada kurumsal yönetiminin en etkili araçlarından biri olan yönetim kurulu yapılanmaları, İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 endekslerindeki işletmeler kapsamında incelenecektir. Değerlendirme için iki gruba ayrılan işletmelerden ilk grubu tüm 2010 yılı boyunca İMKB Kurumsal Yönetim endeksinde yer almış 24 şirket, ikincisini ise 2010 yılı süresince İMKB 50 Endeksinde bulunan ve birinci gruba dâhil olmayan 29 işletme oluşturmuştur. Bu incelemeye ek olarak, aynı dönem için şirket performanslarında gruplar arası fark olup olmadığı ve gruplar ile şirket performansları arasındaki ilişkiler de istatistikî olarak test edilmiştir.

Raporda öncelikle konuyla ilgili yapılmış çalışmalara değinilecek, ardından araştırma ve bulgular aktarılacak ve son olarak tamamlayıcı yorumlara yer verilecektir.

1. İLGİLİ ÇALIŞMALAR

Yönetim kurullarının, işletmenin genel başarısına etkisini inceleyen birçok çalışma mevcuttur (ör. O'sullivan ve Diakon, 2003; Kiel ve Nicholson, 2003; Dulewicz ve Herbert, 2004; Brown, 2005; Wan ve Ong, 2005; Perry ve Shivdasani, 2005; Ghosh, 2006).

Yapılan ampirik çalışmalarda kurumsal yönetim kriteri olarak “yönetici-hissedarlık yapısı”, “yönetim kurulu kompozisyonu”, “şirket sahipliğindeki yoğunlaşma derecesi”, “yönetim kurullarında bağımsız yönetici yapısı”, “yönetim kurulu üyelerinin çeşitliliği”, “yönetim kurullarınca oluşturulan komiteler” vb. ölçütler kullanılmış ve mevcut örnekleriyle “kurumsal yönetim endeksi” de belirgin değerlendirme kriteri olarak dikkate alınmıştır (Aktan, 2005; Ararat, 2006; Kula, 2006; Finegold vd., 2007). Türk sermaye şirketleri üzerinde yapılan ve bahsedilen ölçütleri dikkate alan bazı çalışmalar da, işletmelerin yönetim kurulu yapılanmaları açısından kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlama yolunda gelişmesi gereken noktaları tespit etmiştir (ör. İyi Şirket Danışmanlık, 2006; Üsdiken ve Öktem, 2008; Heidrick & Struggles, 2009; Arslantaş ve Fındıklı, 2010).

Araştırmaların sağlıklı şekilde yorumlanması için yönetim kurullarıyla ilgili kriterlerle ilişki kurulacak performans ölçütleri ise literatürde temel olarak iki kategoride sınıflandırılmıştır:

- i) Muhasebe kaynaklı (geleneksel) ölçütler
- ii) Piyasa kaynaklı ölçütler

Kurumsal yönetim ve yönetim kurulu özellikleri ile performans ilişkisini araştıran yurtdışı ve yurtiçi araştırmalarda genelde bu sınıflandırmaya uygun bir yol izlendiği gözlemlenmiştir. İncelediğimiz araştırmalarda sıkça kullanılan bazı temel performans ölçütleri “Defter Değeri/Piyasa Değeri”, “Tobin’in Q’su”, “Kârlılık”, “Aktif Kârlılığı”, “Özkaynak Kârlılığı”, “EVA”, “MVA”, “Hisse senedi getirisi” ve diğerleridir.

Dünyadaki ve Türkiye’deki araştırmaların sonuçları, söz konusu değişkenler ile performans arasında kısmen pozitif ve anlamlı ilişkilerin bulunduğunu göstermişse de

çalışmaların tümünde ortak ve kesin sonuçlar mevcut değildir. Bu araştırmalar farklı ülkelerde, farklı koşullarda, farklı zaman aralıklarında ve farklı örnek kütleleri dikkate alınarak yapıldığından ölçütler aynı bile olsa, ülkelerdeki yönetim anlayışları ve uygulamalarının değişken sonuçlar üretmesi doğal karşılanmalıdır. Öte yandan, birçok araştırmada kurumsal yönetim ve yönetim kurulu ile performans ilişkisinin, piyasa temelli ölçütlerde (genellikle hisse senedi fiyat değişimleriyle hesaplanır) geleneksel (firma performansını temel alır) ölçütlere göre daha yüksek ve anlamlı çıktığı söylenebilir (Gürbüz, 2005, s:3).

2. ARAŞTIRMA TASARIMI

2.1. Araştırmanın Amacı, Kapsamı ve Önemi

Araştırmanın amacı aşağıda belirtilen tespitleri yapmak üzere, 2010 yılı boyunca İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almış 24 şirket (KURY) ile İMKB 50 Endeksinde bulunan ve ilk gruba dâhil olmayan diğer 29 işletmenin (DGR50) yönetim kurulu özellikleri ve şirket performanslarını incelemektir.

- A. Yönetim kurulu özellikleri açısından KURY ile DGR50 şirketlerinin karşılaştırılması
- B. KURY ile DGR50 şirketlerinin performanslarının karşılaştırılması

Bu tespitlerin kurumsal yönetim çalışmaları adına iki açıdan katkısı olabilir. Birincisi, kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş olmanın (diğer bir ifadeyle İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almanın), aynı piyasa içinde bulunan diğer istikrarlı şirketlere (İMKB 50) kıyasla, yönetim kurulu yapılanmalarında belirgin farklar yaratıp yaratmadığını anlamaktır. İkincisi de, bu iki kategorinin, şirketlerin performansı ile ilişkisi olup olmadığını belirlemektir. Bulunacak olumlu ilişkiler kurumsal yönetimin şirketlerin başarısına katkısı olduğu varsayımını güçlendirecektir.

2.2. Araştırmanın Değişkenleri ve Kısıtları

Bu incelemede kullanılan yönetim kurulları ölçütleri SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde bahsedilen yönetim kurulunun oluşumu ve yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin yapısına dair özelliklerdir. Bunlara ek olarak, literatürde sıkça rastlanan, yönetim kurulu üyelerinin işletmedeki hisse payı değişkeni de değerlendirilmeye alınmıştır.

1. Yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün aynı kişi olmaması
2. Yönetim kurulundaki bağımsız üyeler
3. Yönetim kurulundaki icracı üyeler
4. Denetim komitesindeki bağımsız üyeler
5. Kurumsal yönetim komitesi
6. Yönetim kurulundaki üye sayısı
7. Yönetim kurulu üyelerinin işletmedeki hisse payı

Bu ölçütlerden ilk beşinin nasıl olması gerektiği SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde nicel olarak tanımlanmıştır.

Şirket performansına ilişkin olarak da aşağıdaki ölçütler değerlendirilmiştir:

1. Varlıkların getirisi (Dönem net kârının toplam varlıklara oranı)
2. Net kârdaki değişim (Önceki dönem net kârından son dönem net kârına oransal değişim)
3. Piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı (İMKB’de hesaplanan toplam piyasa değerindeki değişimin İMKB 100 endeksindeki değişimden farkı).

Tüm değişkenlere ait veriler işletmelerin 2010 yılı için beyan ettikleri faaliyet raporları, mali tablolar ve İMKB verilerinden yararlanılarak hesaplanmıştır.

Literatürdeki birçok şirket performansı ölçütü arasından yukarıdakilerin seçilmesinde; i) kârlılık ve piyasa değeri gibi en temel göstergelerin dikkate alınması ve ii) işletmelerin içinde bulunduğu sektörlerden kaynaklanacak farklılıkları en aza indirme amacı gerekçe olarak gösterilebilir.

2010 yılı boyunca kurumsal yönetim endeksinde 24 şirket bulunması dolayısıyla, bu grupla karşılaştırılmak üzere benzer sayıda şirket örneklenmesi tercih edilmiştir. Bu yüzden diğer grupta yer alacak işletmeler, sermaye piyasalarındaki büyük ve istikrarlı şirketleri içermesi sebebiyle İMKB 50 endeksinden seçilmiştir. Sonuçta ilk gruba dâhil olmayan İMKB 50 endeksindeki şirket sayısı 29 olarak belirlenmiştir. Öte yandan, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin yeni olması ve işletmelerin katılımının henüz sınırlı seviyede kalmasıyla, inceleme sadece bir yıllık süreci kapsamıştır.

2.3. Araştırmada Kullanılan Analiz Teknikleri

Değerlendirmede temel frekans analizlerinin yanında SPSS 17 paket programı yardımıyla tanımlayıcı istatistikler, Pearson Korelasyon ve tek yönlü ANOVA testleri yapılmıştır. Bu istatistikî analizlerin yapılabilmesi için gerekli varsayımlardan biri olan verilerin normal dağılıma uygunluğu da öncelikle tespit edilmiştir.

2.4. Araştırmanın Hipotezleri

2010 yılı boyunca İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer almış 24 şirket (KURY) ile İMKB 50 Endeksinde bulunan ve ilk gruba dâhil olmayan 29 işletmenin (DGR50) şirket performanslarının karşılaştırılması için bazı hipotezler test edilmiştir.

Öncelikle KURY grubunda yer almak ile şirket performansı ölçütleri arasındaki ilişkilere bakılmıştır. Bunun için Pearson Korelasyon analizleri yapılan hipotezler şunlardır:

1. H_1 : KURY grubunda yer almak ile varlıkların getirisi arasında anlamlı bir ilişki vardır.
2. H_1 : KURY grubunda yer almak ile net kârlılığın değişimi arasında anlamlı bir ilişki vardır.
3. H_1 : KURY grubunda yer almak ile piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Ardından KURY ile DGR grubundaki işletmeler aynı performans ölçütlerine göre karşılaştırılmıştır. Bunun için yapılan tek yönlü ANOVA testlerine dair hipotezler şunlardır:

4. H₁: KURY ile DGR grupları arasında varlıkların getirisi açısından anlamlı bir fark vardır.
5. H₁: KURY ile DGR grupları arasında net karlılığın değişimi açısından anlamlı bir fark vardır.
6. H₁: KURY ile DGR grupları arasında piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı açısından anlamlı bir fark vardır.

3. BULGULAR VE YORUMLAR

Yönetim kurulu özelliklerine dair yedi ölçütü ilgili frekans dağılımları Tablo 1, Tablo 2, Tablo 3 ve Grafik 1'de özetlenmiştir. Aşağıda bu ölçütler hakkında açıklamalar yapılmıştır.

3.1. Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdürün Aynı Kişi Olmaması

SPK'ya göre ideal durum, kurumsal yönetim ilkelerinde yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı/genel müdürün aynı kişi olmamasıdır (SPK, 2005, s:48).

Bu araştırmada, KURY grubundaki yönetim endeksinde olan 24 şirketin hiçbirinde yönetim kurulu başkanının genel müdür olmadığı ve SPK ilkelerine %100 uygun olduğu, DGR50 grubundaki 29 şirketten 3'ünde (~%10) ise şirkette yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün aynı kişi olduğu saptanmıştır.

3.2. Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Sayısı

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine göre ideal durum, yönetim kurulunda, sayısı ikiden az olmamak üzere, toplamın en az üçte birinin bağımsız üyelerden oluşmasıdır (SPK, 2005, s:48).

Bu araştırmanın örneklemini yönetim kurullarındaki bağımsız üye sayısı açısından incelendiğinde; KURY grubundaki 24 şirketin 15'inin (~%63) yönetim kurullarında bağımsız üye bulunmadığı, 7'sinde (~%29) bulunduğu ama sayısının ilkelere kıyasla yetersiz kaldığı ve sadece 2 şirkette (~%8) ilkelere uygun oranda bulunduğu saptanmıştır. Diğer kategori olan DGR50 grubundaki 29 şirketten 18'inin (~%62) yönetim kurulunda bağımsız üye bulunmadığı, 5'inde (~%17) bulunduğu ama yetersiz olduğu ve kalan 6 şirkette (~%21) ilkelere uygun oranda olduğu tespit edilmiştir.

3.3. İcracı Üyelerin Yönetim Kurulu Üye Sayısına Oranı

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde yönetim kurulunun üye sayısının yarısından fazlasının icrada görev almamasını tavsiye edilmektedir (SPK, 2005, s:48).

Bu araştırmada KURY grubundaki 24 şirketin 2'sinde (~%8) icracı üyelerin yönetim kurulu üye sayısının yarısından fazla olduğu ve kalan 22'sinde (~%92) ilkelere uygun olduğu, DGR50 kategorisindeki 29 şirketin 7'sinde (~%24) icracı üyelerin yönetim kurulu üye sayısının yarısından fazla olduğu ve kalan 22'sininin (~%76) ilkelere uygun olduğu tespit edilmiştir.

3.4. Denetim Komitesindeki Bağımsız Üyeler

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, yönetim kurullarının yetki verdiği denetim komitesi başkanlığının bağımsız yönetim kurulu üyeleri tarafından yürütülmesini tavsiye etmektedir (SPK, 2005, s:51).

Bu araştırmada KURY grubundaki 24 şirketten 1'inde denetim komitesindeki bağımsız üyenin varlığının belirtilmediği, 23 şirketin 18'inde (~%75) denetim komitesinde bağımsız üye olmadığı, 2 şirketin (~%8) komitedeki bağımsız üyenin komite başkanı olmadığı ve sadece 3 şirketin (~%13) ilkelere uyum sağladığı saptanmıştır. DGR50 kategorisindeki 29 şirketin 2'sinde denetim komitesinde bağımsız üyenin varlığının belirtilmediği, 27 şirketten 17'sinde (~%63) denetim komitesinde bağımsız üye olmadığı, 3 şirkette (~%11) komitedeki bağımsız üyenin komite başkanı olmadığı ve sadece 7 şirketin (~%26) ilkelere uyum sağladığı tespit edilmiştir.

3.5. Kurumsal Yönetim Komitesinin Varlığı

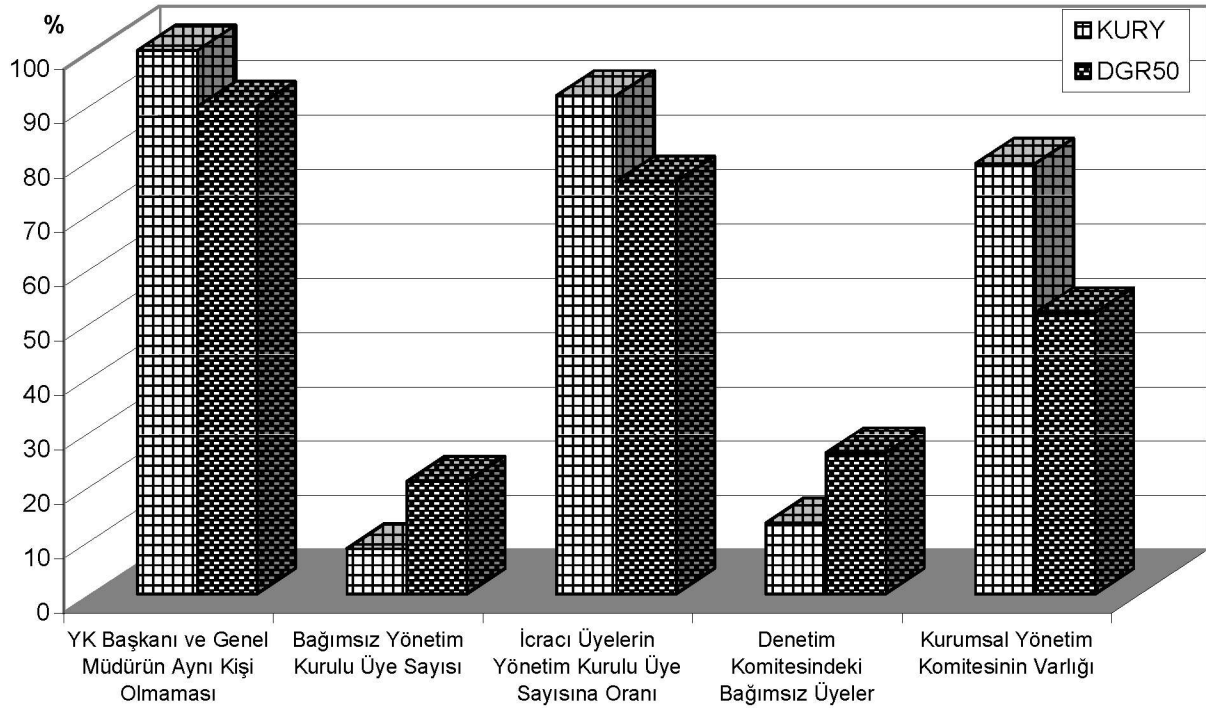
SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, şirketin içinde bulunduğu durum ve gereksinimlere uygun olarak, yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı bir biçimde yerine getirmesini temin edecek kurumsal yönetim komitesinin oluşturulmasını tavsiye etmektedir (SPK, 2005, s:51).

İncelenen işletmelerde KURY grubunda yer alan 19 şirkette (~%79), DGR50 grubunda ise 15 işletmede (~%52) kurumsal yönetim komitesinin var olduğu saptanmıştır.

Tablo 1. Yönetim Kurulu Yapılanmaları

İlkeler	Açıklayan Şirket Sayısı	İlkelere Uyan Şirket Sayısı		İlkelere Uymayan Şirket Sayısı	
		KURY	DGR50	KURY	DGR50
YK Başkanı ve Genel Müdürün Aynı Kişi Olmaması	53	24	26	0	3
Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Sayısı	53	2	6	22	23
İcracı Üyelerin Yönetim Kurulu Üye Sayısına Oranı	53	22	22	2	7
Denetim Komitesindeki Bağımsız Üyeler	50	3	7	20	20
Kurumsal Yönetim Komitesinin Varlığı	53	19	15	5	14

Grafik 1'de KURY ile DGR50 gruplarındaki işletmelerin yönetim kurulu özellikleri açısından bu noktaya kadar açıklanan beş ölçüte uyum oranları gösterilmektedir.

Grafik 1. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Oranları

Yukarıdaki özet tablo ve grafikten anlaşılacağı üzere, KURY ve DGR50 gruplarındaki işletmeler arasında ilgili beş yönetim kurulu özelliğine göre belirgin farklar ortaya çıkmamıştır.

3.6. Yönetim Kurulu Üye Sayısı

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri yönetim kurulu üye sayısının, yönetim kurulu üyelerinin verimli ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, hızlı ve rasyonel kararlar almalarına ve komitelerin oluşumu ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmelerine olanak sağlayacak şekilde belirlenmesini tavsiye etmektedir (SPK, 2005, s:48). Öte yandan bu ilkelere yönetim kurulu üye sayısı ile ilgili sayısal bir ifade bulunmamaktadır.

Bu araştırmada KURY grubu şirketlerinin yönetim kurullarındaki üye sayıları 4 şirkette (~%17) 6 ve aşağısı; 13 şirkette (~%54) 7 ile 9 arası; 7 şirkette (~%29) 10 ve üzeri olarak tespit edilmiştir. DGR50 grubundaki durum ise sırasıyla 5 şirkette (~%17) 6 ve aşağısı; 20 şirkette (~%69) 7 ile 9 arası; 4 şirkette (~%14) 10 ve üzeri olarak görülmüştür. Üye sayılarına dair kategoriler, verilerin özetlenmesi amacıyla yargısal olarak gerçekleştirilmiştir.

Tablo 6. Varyansların Homojenliği Testi

	Levene İstatistiği	sd 1	sd2	İstatistiksel Anlamlılık
Varlıkların getirisi	,252	1	51	,617
Net kârdaki değişim	1,986	1	50	,165
Piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı	3,008	1	51	,089

Tablo 7. Tek Yönlü Varyans Testi

		Kareler Toplamı	sd	Ortalama Kare	F	İstatistiksel Anlamlılık
Varlıkların getirisi	Gruplar arası	14,810	1	14,810	,309	,581
	Grup içi	2446,583	51	47,972		
	Toplam	2461,393	52			
Net kârdaki değişim	Gruplar arası	17534,083	1	17534,083	,355	,554
	Grup içi	2469116,608	50	49382,332		
	Toplam	2486650,691	51			
Piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı	Gruplar arası	12538,171	1	12538,171	8,269	,006
	Grup içi	77329,075	51	1516,256		
	Toplam	89867,245	52			

SONUÇ

Kurumsal yönetim başta şirket hissedarları olmak üzere doğrudan ve dolaylı tüm menfaat sahiplerinin beklentilerinin yerine getirilmesini gözetten bir yaklaşımdır. Bu anlayışta işletme hedeflerine ulaşılabilmesi için bütün paydaşların işleyişe dâhil edilmesi esastır.

Kurumsal yönetimin hayata geçmesini sağlayacak en önemli unsurlardan biri yönetim kurullarıdır. Sağlıklı bir yönetim kurulu yapısının, şirketin devamlılığı ve finansal performansında önemli rol oynadığı kabul edilebilir. Öte yandan, kurumsal yönetim ve yönetim kurulu ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen akademik çalışmalar, bu değişkenler arasında birbirinden farklı bağlantılar kurmuşlardır. Çalışmaların farklı koşullarda ve kapsamlarda yapıldığı göz önüne alındığında, ilişkilerin değişkenlik göstermesi doğal karşılanabilir.

Bu çalışmada, Türk sermaye piyasalarında işlem gören elli üç şirketin yönetim kurulu özellikleri ve finansal performansları karşılaştırılmıştır. İşletmeler iki gruba ayrılmış; birinci grubu 2010 yılında İMKB Kurumsal Yönetim endeksinde yer alan 24 şirket, ikinci grubu ise 2010 yılı boyunca İMKB 50 Endeksinde yer alan ve birinci gruba dâhil olmayan 29 şirket oluşturmuştur. Bu şirketlerin 2010 yılındaki yönetim kurulu özellikleri ve belli başlı finansal göstergelerindeki değişiklikler incelenmiştir. Buradaki amaç, kurumsal yönetim ilkelerine kısmen de olsa uyduğunu ispatlayan şirketlerin yönetim kurulu düzenlemelerinin diğer şirketlere kıyasla ilkelere daha yakın olup olmadığını tespit etmektir.

Tablo 2. Yönetim Kurulu Üye Sayıları

Yönetim Kurulu Üye Sayısı	KURY	~%	DGR50	~%
6 ve aşağısı	4	17	5	17
7 ile 9 arası	13	54	20	69
10 ve üzeri	7	29	4	14
Açıklayan Toplam	24	100	29	100

3.7. Yönetim Kurulu Üyelerinin İşletmedeki Hisse Oranı

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde yönetim kurulu üyelerinin işletme üzerindeki mülkiyet oranının ne olması gerektiği hakkında bir ifade yer almamaktadır. Öte yandan, yönetim kurullarının en az 1/3'ünü bağımsız üyelerin oluşturmaları ve bağımsız üyelerin ortaklıktaki hisselerinin %1'i geçemeyeceği bu ilkelerde belirtildiğinden, yönetim kurulundaki üyelerin hisse yoğunluğunun dolaylı olarak düşük olması prensibinin öne çıktığı varsayılabilir.

Araştırmadaki toplam 53 şirketin 9'u yönetim kurulu üyelerinin hisse oranını açıklamamıştır. KURY grubunda, yönetim kurulu üyelerinin hissesi bulunmadığı işletme sayısı 6 (~%32), üyelerinin toplam hisse oranı %20'ye kadar olan 10 (~%52), yüzde 20 ile 50 arasında olan 1 (~%5) ve yüzde 50'den fazla olan 2 şirket (~%10) tespit edilmiştir. DGR50 grubunda ise yönetim kurulu üyelerinin hissesi bulunmadığı işletme sayısı 11 (~%44), üyelerinin toplam hisse oranı %20'ye kadar olan 8 (~%32), yüzde 20 ile 50 olan 5 (~%20) ve yönetim kurulu üyelerinin toplam hissesi yüzde 50'den fazla olan 1 şirket (~%4) tespit edilmiştir. Hisse oranlarıyla ilgili kategoriler, yine verilerin özetlenmesi amacıyla yargısal olarak yapılmıştır.

Tablo 3. Yönetim Kurulu Üyelerinin İşletmedeki Hisse Oranları

Yönetim Kurulu Üyelerinin Hisse Oranı	KURY	~%	DGR50	~%
Yüzde 0	6	32	11	44
Yüzde 0 ile 20 arası	10	52	8	32
Yüzde 20 ile 50 arası	1	5	5	20
Yüzde 50'den fazla	2	10	1	4
Açıklayan Toplam	19	100	25	100

Bu veriler dikkate alındığında, yönetim kurulu üye sayısı ve üyelerin işletmedeki hisse oranları ölçütlerine göre, KURY ve DGR50 grupları arasında belirgin farklar görülmemektedir.

3.8. Şirketlerin Performansı

1., 2. ve 3. hipotezler için yapılan Pearson Korelasyon analizleri sonucunda kurumsal yönetim endeksinde yer almanın geleneksel performans ölçütleriyle belirgin bir ilişkisi gözlemlenmemekle beraber, piyasa temelli ölçütte anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit

edilmiştir (Tablo 4 ve Tablo 5). Dolayısıyla “KURY grubunda yer almak ile piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı arasında anlamlı bir ilişki vardır” hipotezi kabul edilmiştir. Bu sonuç, çalışmanın ikinci kısmının sonunda ifade edilen diğer araştırma bulgularıyla paralellik göstermektedir.

Tablo 4. Kurumsal Yönetim Endeksi ve Şirket Performansı

		KURY
Varlıkların getirisi	Pearson Korelasyon	,078
	İstatistiksel Anlamlılık (p)	,581
	N	53
Net kârdaki değişim	Pearson Korelasyon	,084
	İstatistiksel Anlamlılık (p)	,554
	N	52
Piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı	Pearson Korelasyon	-,374(**)
	İstatistiksel Anlamlılık (p)	,006
	N	53

** Korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlıdır (2-uçlu).

Tablo 5. Tanımlayıcı İstatistikler

		N	Ortalama	Std. Sapma	Std. Hata	En düşük değer	En yüksek değer
Varlıkların getirisi	KURY	24	4,3546	5,77389	1,17859	-6,08	20,28
	DGR50	29	5,4166	7,74554	1,43831	-2,56	36,13
	Toplam	53	4,9357	6,88001	,94504	-6,08	36,13
Net kârdaki değişim	KURY	24	60,0788	176,46985	36,02176	-57,19	675,05
	DGR50	28	96,9136	254,79546	48,15182	-212,58	980,43
	Toplam	52	79,9129	220,81181	30,62109	-212,58	980,43
Piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı	KURY	24	25,4167	48,08138	9,81457	-43,00	155,00
	DGR50	29	-5,4828	29,37275	5,45438	-81,00	52,00
	Toplam	53	8,5094	41,57182	5,71033	-81,00	155,00

Şirket performanslarıyla ilgili olan 4.,5. ve 6. hipotezler için tek yönlü ANOVA testleri yapılmıştır. Yukarıda belirtildiği üzere, bu testten önce verilerin normal dağılıma uygun olduğu da tespit edilmiştir. ANOVA testinin bir diğer varsayımı olan “Varyansların Homojenliği” Levene İstatistiği ile analiz edildiğinde tüm anlamlılık değerlerinin (sig.) >0,05 olduğu görülmektedir (Tablo 6). Buna göre varyanslar homojendir ve ANOVA analizi yapılabilir. Tablo 7’de görüleceği üzere anlamlılık derecesi 0,05’den küçük olan bir değişken vardır. Dolayısıyla “KURY ile DGR grupları arasında piyasa değerindeki değişimin ortalama değişimden farkı açısından anlamlı bir fark vardır” hipotezi kabul edilmiştir. Bu bulgudan çıkarılabilecek yorum, kurumsal yönetim ilkelerini benimsediğini sermaye piyasalarına yansıtan işletmelerin piyasa içindeki algısı olumlu olmakta ve işletmeler daha çok yatırımcı çekerek değerlerini yükseltebilmektedir.

İnceleme sonucunda, iki grup şirket arasında yönetim kurulu özellikleri açısından belirgin fark gözlenmemiştir. Bu noktadan, kurumsal yönetim anlayışını benimseyen şirketlerde bile, yönetim kurulu oluşumunda iyileştirilecek alanlar olduğu yorumu yapılabilir.

İki grupla yapılan istatistikî analizlerde, piyasa temelli getiri ölçütünde kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerle diğer İMKB 50 şirketleri arasında anlamlı bir fark olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, kurumsal yönetim endeksinde yer almak ile işletmenin piyasa değerinin ortalamasının üstünde artışı arasında orta derecede olumlu bir ilişki bulunmuştur.

Bu çalışma bulgularını sınamak için ileride daha kapsamlı araştırmalar da tasarlanabilir. Yakın dönemde İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dâhil olacak işletme sayısının artması beklenmektedir. Bu sayede örneklem grubu genişletilebilir. Bununla birlikte, analizler daha uzun vadeleri kapsayabileceği gibi, kullanılan ölçütler de çeşitlendirilebilir. Bağlantıların farklı açılardan ve ampirik olarak incelenmesi, konunun teorik açıdan zenginleşmesine katkıda bulunacaktır.

Sonuç olarak, kurumsal yönetim ve yönetim kurulu özellikleri ile şirket performansı ilişkisi araştırmaya açık bir konu olmaya devam etmektedir. Bu çalışma dâhil olmak üzere tüm araştırmalar kendine özgü koşulları yansıtsa bile, kurumsal yönetimin üzerine kurulduğu şeffaflık, adaletlilik, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri evrenseldir. İşletmecilik anlayışında kurumsal yönetimin yaygınlaşmasına yönelik çabaların sürmesi, sağlıklı bir iş çevresi için olumlu işarettir.

KAYNAKÇA

AKTAN, C. C., 2005, “Kurumsal Yönetim İle Şirket Performansı Arasındaki İlişki: Ampirik Çalışmaların Özeti”, <http://www.sobiadacademy.net/sobem/e-vonetim/kurumsal-yonetim/sirket-performansi.htm>, Erişim Tarihi: 06.06.2011.

ARARAT, M. ve Uğur, M., 2003, “Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations”, **Corporate Governance**, Vol:III, No:1, s: 58-75.

ARARAT, M., 2006, “Yönetişim ve Şirket Değeri İlişkisi Üzerine Ne Biliyoruz?”, Kurumsal Yönetim Konferansı, 9 Mayıs 2006, İstanbul.

ARGÜDEN, Y., 2007, **Yönetim Kurulu Sırları, Yaşam Kalitesi İçin Kurumsal Yönetişim**, İstanbul, Rota Yayın.

ARSLANTAŞ, C. C. ve Fındıklı, M. A., 2010, “İMKB-50’de Yer Alan Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapılanmaları”, **İstanbul University Journal of the School of Business Administration**, Vol:XXXIX, No:2, s:258-275.

GHOSH, S., 2006, “Do Characteristics Affect Corporate Performance? Firm-Level Evidence for India”, **Applied Economics Letters**, Vol:XIII, s:435-443.

GÜRBÜZ, A. O., 2005, “*Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler*”, archive.ismmmo.org.tr/docs/02-OSMAN%20GÜRBÜZ.doc, Erişim Tarihi: 06.06.2011.

HEIDRICK & STRUGGLES, 2009, “*Corporate Governance Report 2009, Boards in turbulent times Turkey*”
<http://www.heidrick.com/PublicationsReports/PublicationsReports/CorpGovEurope2009.pdf>, Erişim Tarihi: 10.06.2011.

İYİ ŞİRKET DANIŞMANLIK, 2006, “*İMKB 100 Şirketleri Kurumsal Yönetim Araştırması*”,
<http://www.iyisirket.com/Rapor/İMKB100%20KY%20Ara%C5%9Ft%C4%B1rmas%C4%B1.pdf>, Erişim Tarihi: 10.06.2011.

KIEL, G.C. ve Nicholson, G.J., 2003, “*Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance*”, **Corporate Governance**, Vol:X1, No:3, s:189-205.

KULA, V., 2006, **Kurumsal Yönetim**, İstanbul, Papatya Yayınları.

FINEGOLD, D. Benson, G. S. ve Hechyt, D., 2007, “*Corporate Boards and Company Performance: Review of Research in Light of Recent Reforms*”, **Corporate Governance**, Vol:XV, No:5, s:865-878.

PERRY, T. ve Shivsdasani, A., 2005, “*Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring*”, **Journal of Business**, Vol:LXXVIII, No:4, s:1403-1431.

SERMAYE PİYASASI KURULU (SPK), 2005, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**,
<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=10&pid=0>, Erişim Tarihi: 10.06.20011.

SULLIVANT, N. O. ve Diacont, S. R., 2003, “*Board Composition and Performance in Life Insurance Companies*”, **British Journal of Management**, Vol:XIV, s:115-129.

ÜSDİKEN, B. ve Öktem, Ö. Y., 2008, “*Kurumsal Ortamda Değişim ve Büyük Aile Holdingleri Bünyesindeki Şirketlerin Yönetim Kurullarında İcrada Görevli Olmayan ve ‘Bağımsız’ Üyeler*”, **Amme İdaresi Dergisi**, Vol:XLI, No:1, s:43-71.

WAN, D. ve Ong, C. H., 2005, “*Board Structure, Process and Performance: Evidence from Public Listed Companies in Singapore*”. **Corporate Governance**, Vol:XIII, No:2, s:277-290.

WILLIAM, A. B., 2005, “*Exploring the Association Between Board and Organizational Performance in Nonprofit Organizations*”. **Nonprofit Management & Leadership**, Vol:XV, No:3, s:317-339.