

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İŞLETME ANABİLİM DALI
YÖNETİM VE ORGANİZASYON PROGRAMI**

**GÜÇLENDİRİLMİŞ CEO'NUN FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ
ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ayşegül ÇARKCI

MART-2014

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**İŞLETME ANABİLİM DALI
YÖNETİM VE ORGANİZASYON PROGRAMI**

**GÜÇLENDİRİLMİŞ CEO'NUN FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ
ETKİSİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Ayşegül ÇARKCI

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Tülay İLHAN NAS

MART-2014

TRABZON

ONAY

Ayşegül ÇARKCI tarafından hazırlanan “Güçlendirilmiş CEO’nun Finansal Performans Üzerindeki Etkisi” adlı bu çalışma .../.../2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği /oyçokluğu ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

[i m z a]

.....

Doç. Dr. Tülay İLHAN NAS (Başkan/Danışman)

.....

[i m z a]

.....

[Unvanı Adı ve Soyadı]

.....

[i m z a]

.....

[Unvanı Adı ve Soyadı]

.....

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. ... / ... /

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY

Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

Ayşegül ÇARKCI

.../.../ 2014

ÖNSÖZ

Kurumsal yönetim genel olarak organizasyonların, toplum çıkarlarını gözeterek yönetilmesi ve işletme performansının toplum çıkarlarına zarar vermeden artırılması gerektiğini savunan bir kavramdır. İşletmenin tepe yönetimi olan yönetim kurulu ve onun bir altında bulunan İcra Kurulu Başkanı (CEO) ya da genel müdür kurumsal yönetimin gerçekleştirilmesindeki en önemli araçlardan birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca güçlendirilmiş CEO'nun firmaların finansal performansını ne yönde etkilediği önemli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye'de Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yer alan işletmelerin 2010-2013 yılları verilerini kullanarak büyük bir kısmı "İmalat Sanayi Sektörü"nde faaliyet göstermekte olan şirketlerin güçlendirilmiş CEO'larının firmaların finansal performanslarını nasıl etkilediğini vekâlet ve temsil teorisi ile ilişkilendirerek tespit etmektir. Bu amaca yönelik olarak gerçekleştirilen çalışmada, söz konusu ilişkinin var olup olmadığını tespit etmek amacıyla basit ve hiyerarşik regresyon analizleri kullanılarak araştırma modeli test edilmiştir.

Bu çalışmanın ortaya çıkışında ve yürütülmesinde fazlasıyla emeği geçen değerli hocam Doç. Dr. Tülay İLHAN NAS'a ve muhasebe tabanlı hesaplamaların yapılması kısmında çalışmaya verdiği destek ve yardımları için Yrd. Doç. Dr. Ahmet KURTARAN'a teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca, her zaman yanımda olup beni destekleyen ve maddi manevi desteğini benden esirgemeyen aileme ve arkadaşlarıma sonsuz şükranlarımı sunarım.

Mart-2014

Ayşegül ÇARKCI

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	IV
İÇİNDEKİLER.....	V
ÖZET	VIII
ABSTRACT	IX
TABLolar LİSTESİ	X
ŞEKİLLER LİSTESİ	XI
KISALTMALAR LİSTESİ	XII
GİRİŞ.....	1-3

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KURUMSAL YÖNETİŞİM	4-45
1.1. Vekalet Teorisi.....	5
1.1.1. Vekâlet Teorisi Yaklaşımları	7
1.1.1.1. Pozitivist Yaklaşım.....	7
1.1.1.2. Yetki Veren - Vekil Yaklaşımı	8
1.1.2. Vekâlet Problemleri.....	8
1.1.3. Vekâlet Maliyetleri.....	9
1.1.3.1. İzleme Maliyetleri.....	10
1.1.3.2. Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri.....	11
1.1.3.3. Önlenemeyen Kayıplar/Artık Zarar	11
1.1.4. Temsil Teorisi	11
1.2. Kurumsal Yönetişim Kavramının Gelişimi	13
1.3. Kurumsal Yönetişim İlkeleri	15
1.3.1. Şeffaflık.....	16
1.3.2. Hesap Verilebilirlik.....	16
1.3.3. Sorumluluk.....	17

1.3.4. Adillik.....	18
1.4. Kurumsal Yönetişim Modelleri	18
1.4.1. Anglo-Saxon Modeli	18
1.4.2. Kıta Avrupa'sı Modeli	19
1.5. Kurumsal Yönetişim Yapısı Mekanizmaları	22
1.5.1. Şirket İçi Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları	22
1.5.1.1. Yönetim Kurulları.....	22
1.5.1.2. Yönetici Ücretleri ve Teşvik Sistemleri	24
1.5.1.3. Hâkim Hissedar	25
1.5.1.4. En İyi Uygulama Kodları.....	26
1.5.1.5. Yatırımcı İlişkileri	26
1.5.2. Şirket Dışı Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları	26
1.5.2.1. Kontrolü Ele Geçirme.....	27
1.5.2.2. Yasal/ Düzenleyici Uygulamalar	27
1.5.2.3. Yönetici İş Gücü (Emek) Piyasası	28
1.5.2.4. Aktif Hissedarlık.....	28
1.5.2.5. Ürün Piyasası	28
1.6. Kurumsal Yönetişim Yaklaşımları	29
1.6.1. Pay Sahipleri Yaklaşımı	29
1.6.2. Menfaat Sahipleri Yaklaşımı.....	29
1.7. Türkiye'de Kurumsal Yönetişim	30
1.8. İcra Kurulu Başkanı	33
1.9. Güçlendirilmiş CEO	35
1.9.1. CEO İkiliği	37
1.9.2. CEO sahiplik Oranı ve CEO Hissedarlığı	41
1.9.3. CEO'nun Kurucu Aileden Olup Olmama Durumu.....	43

İKİNCİ BÖLÜM

2. GÜÇLENDİRİLMİŞ CEO'NUN FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ	46-63
2.1. Araştırmanın Amacı.....	46
2.2. Örneklem	46

2.3. Araştırmanın Yöntemi	48
2.4. Bulgular	49
SONUÇ VE ÖNERİLER	64
YARARLANILAN KAYNAKLAR	68
ÖZGEÇMİŞ	84

ÖZET

Bu çalışmanın temel amacını, güçlendirilmiş CEO'ların firmaların finansal performansını ne yönde etkilediği sorusunu Türkiye bağlamında araştırmak ve Türk firmalarında vekâlet ya da temsil teorilerinden hangisinin daha baskın olduğunu belirlemek oluşturmaktadır. Bu amaca yönelik olarak gerçekleştirilen çalışmada, vekâlet ve temsil teorileri göz önünde tutularak söz konusu ilişkinin var olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmaktadır. Sonuç olarak, literatürde incelenen birçok çalışmanın sonucuna göre CEO ikiliğinin CEO güçlendirmenin potansiyelini arttıran bir uygulama olarak ele alınmasına rağmen Türk firmaları üzerinde yaptığımız bu çalışmanın sonucu bu düşüncüyü desteklememektedir. Çalışmanın sonucuna göre, Türk firmalarında ikilik ile firma performansı arasında vekâlet teorisi ile tutarlı bir biçimde negatif ilişki elde edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, ikiliğin Türk firmalarının performansını olumsuz yönde etkilediği söylenebilmektedir. Literatürde CEO sahiplik oranının ve CEO hissedarlığının firma performansını arttırdığı yönündeki bulgular daha baskındır. Literatürü destekler biçimde çalışmanın sonucuna göre, Türk firmalarında CEO'nun hissedar olması durumunda ve CEO sahiplik oranı arttıkça firmaların finansal performanslarının da arttığı görülmektedir. Ayrıca, CEO'nun kurucu aileden ya da profesyonel yönetici olması durumlarının firma performansı üzerinde herhangi bir farklı etki yaratmadığı elde edilmiştir. Sonuçlar bütün olarak değerlendirildiğinde, Türkiye bağlamında CEO güçlendirme ile finansal performans arasındaki ilişkiyi açıklamada vekâlet teorisinin, temsil teorisine kıyasla, daha baskın olduğu görülmektedir.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal yönetim, Vekâlet teorisi, Temsil teorisi, Güçlendirilmiş CEO, Finansal performans

ABSTRACT

The main purpose of this study is to find out in what way entrenchment CEO's impact on the financial performance of firms within Turkey and to determine which one is more dominant, agency theory or stewardship theory. Thus, the research has been carried out for the purpose to determine the claimed relationship actually exists or not. As a result, according to the studies done in this field, even though CEO duality is accepted as the method that increases the potential of CEO, the result of this research including Turkish firms does not support this view. The study reveals that the relationship between the duality and the performance of Turkish firms proves to be negative. In other words, the impact of the duality on the performance of the Turkish firms may prove to be negative. The findings that support the view that CEO ownership ratio and CEO shareholding increase the performances of the firms are dominant. According to the research, when CEOs become the shareholder, the more the rate of CEO ownership increases the more the financial performances of the firms increase. Moreover, that CEO is a member of the founding family or a professional executive does not have a different impact upon the financial performances of the firms. The agency theory proves to be more influential compared to the stewardship theory in order to explain the relationship between CEO's reinforcement and financial performance within the Turkish context.

Key Words: Corporate governance, Agency theory, Stewardship theory, Financial performance, Entrenchment CEO's

TABLolar LİSTESİ

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Anglo-Saxon Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması..	20
2	CEO'nun Özellikleri	34
3	Açıklayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi	50
4	CEO Güçlendirmenin Finansal Performansa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları	53
5	CEO İkililiğinin Firmanın Finansal Performansına Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları.....	55
6	CEO Sahiplik Oranının Firmanın Finansal Performansına Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları.....	57
7	CEO Hissedarlığının Firmanın Finansal Performansına Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları.....	59
8	CEO'nun Kurucu Aileden Olup Olmamasının Firmanın Finansal Performansına Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları.....	61

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Vekâlet İlişkileri	7
2	Vekâlet Teorisi Modeli	9
3	Yöneticilerin İzlenmesi	10
4	Hissedarları Koruma Açısından Farklı Hukuk Sistemleri	19
5	Anglo-Saxon ve Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemlerindeki Temel Farklılık	21
6	Yönetim Kurulu'nun Organizasyon Şeması Üzerindeki Yeri	24
7	Şirketlerin Menfaat Sahipleri	30
8	Araştırmanın Modeli	37

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AKO	: Aktif Karlılığı Oranı
CEO	: Chief Executive Officer-İcra Kurulu Başkanı
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
ÖSK	: Özsermaye Karlılığı Oranı
SBO	: Satışlardaki Büyüme Oranı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SRI	: Standfor Araştırma Enstitüsü
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development - Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
VIF	: Varyans Şişirme Faktörleri

GİRİŞ

İşletmeler kurumsal yönetim ilkelerine uyduğu sürece, işletme daha iyi yönetilecek ve kaynaklar daha etkin kullanılacaktır. Kurumsal yönetim şirkette şeffaflığın sağlanması ile başlamaktadır. Şeffaflık, işletmenin daha adil yönetilmesini sağlamaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri içinde bir diğer önemli ilke olarak karşımıza hesap verilebilirlik çıkmaktadır. Kurumlarda şeffaflık ve hesap verilebilirliğin sağlanması yöneticilerin daha sorumlu davranmasını ve işletmelerin faaliyetlerinin daha etkin sürdürülmesini sağlamaktadır.

Kurumsal yönetimin dünya genelinde Anglo-Saxon pay sahipleri ile Kıta Avrupa'sı paydaş yaklaşımı olmak üzere iki farklı sistemde incelendiği görülmektedir. Anglo-Saxon Modeli, pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması amacını güderken, Kıta Avrupa'sı Modeli, firmada ne kadar paydaş varsa hepsinin haklarının korunması gerektiğini ileri sürmektedir. Türkiye, birbirinden farklı olan bu iki yaklaşım içerisinde Kıta Avrupa'sı Modeli içerisinde yer almakta ve bu modelin özelliklerini yansıtmaktadır (Demirağ ve Serter, 2003: 42). Kıta Avrupa'sı Modeli'ne göre sahiplik ya da kontrol birden fazla kişide toplanabilmekte ve pay sahipliği daha blok bir yapı gösterebilmektedir. Bu modelde ailelerin sahipliği baskın olmakta ve kontrol büyük hissedarlarda toplanmaktadır. OECD'nin 1999 yılında yayınladığı ve 2004 yılında revize ettiği kurumsal yönetim ilkelerini geliştirmiş ve geliştirmekte olan ülkelerin her ülkenin kendi kurumsal bağlamına göre alıp bu ilkeleri yorumladığı görülmektedir.

CEO güçlendirme, CEO'nun yetki alanının genişletilmesi olarak tanımlanmaktadır. Literatür incelendiğinde genel olarak güçlendirilmiş CEO'nun dört alt boyutunun incelendiği görülmektedir. Bunlar, CEO ikililiği, CEO sahipliği, CEO hissedarlığı ve CEO'nun kurucu aileden olup olmaması durumudur. Güçlendirilmiş CEO'ların firma performansını ne yönde etkileyeceği literatürde tartışılan bir konudur. Bu çalışmada güçlendirilmiş CEO'nun firma performansına etkisi incelenirken vekâlet ve temsil teorisi olmak üzere birbirinden farklı iki teori dikkate alınmıştır.

Vekâlet teorisinin temelleri Adam Smith tarafından atılmış daha sonra detaylı olarak Berle ve Means tarafından ele alınmıştır. Temsil teorisi ise, vekâlet teorisinin varsayımlarını yetersiz bulmuş ve vekâlet teorisine alternatif ve tamamlayıcı bir teori olarak geliştirilmiştir.

Yönetim kurulunun önemli görevlerini CEO'yu yani üst düzey yöneticiyi tayin etmek, ödüllendirmek, izlemek ve şirketle ilgili önemli konularda oy kullanmak vb. faaliyetler oluşturmaktadır (Denis ve McConnell, 2001). CEO'ların en önemli görevi ise, yönetim kurulunun belirlediği şirket politika ve stratejilerini hayata geçirmektir (www.businessdictionary.com). İcra Kurulu Başkanı, yönetim kuruluna bağlı olarak görev yapmakta ve yaptığı faaliyetlerden ötürü yönetim kuruluna hesap vermektedir (TÜSİAD, 2002). Literatürde CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişiden olmasının finansal performansı arttırdığı ya da azalttığı yönünde farklı çalışmalar yer almaktadır. CEO sahipliği, firmada CEO olarak görev yapan kişinin sahip olduğu hisse senedi yüzdesi olarak tanımlanabilmektedir. CEO hissedarlığı ise, CEO'nun firmada bir payı olması anlamına gelmektedir. Literatürde CEO sahipliği ve CEO hissedarlığının firma performansını arttırdığı yönünde ki bulgular daha baskındır. CEO'nun kurucu aileden olması, firmanın kuruluşunda yer alan bireylerden birinin CEO olması olarak tanımlanmaktadır. Literatürde kurucu CEO'ların firma performansını olumlu yönde etkilediği, olumsuz yönde etkilediği ve hiç etkisi olmadığına dair farklı bulgular bulunmaktadır.

Bu bağlamda vekâlet ve temsil teorisinin varsayımları birbirinden farklılaşmaktadır. Vekâlet teorisi genel olarak güçlendirilmiş CEO'ların firma performansını olumsuz etkileyeceğini savunmakta iken temsil teorisi, CEO'nun yetki alanının genişletilmesinin firma performansını arttıracaklarını ileri sürmektedir.

Sonuç olarak, bu çalışmadaki temel amaç, Türk firmalarında güçlendirilmiş CEO'ların firma performansını ne yönde etkileyeceğini vekâlet ve temsil teorisi ile ilişkili olarak araştırmak ve hangi teorisinin daha baskın olduğunu ortaya çıkarmaktır.

Bu çalışmanın en önemli katkısı güçlendirilmiş CEO'ların firma performansını geliştirmekte olan ülke olan Türkiye bağlamında incelemektir. Çünkü literatürde geliştirmekte olan ülke bağlamını ele alan çalışma sayısı oldukça azdır.

Bu çalışma amaç ve kapsamına göre iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kurumsal yönetişim ve kurumsal yönetişim ilkeleri ve kurumsal yönetişimle ilgili konular

temel olarak ele alınmakta, kurumsal yaklaşım ve mekanizmalarından bahsedilmekte, kurumsal yönetim modelleri arasındaki farklılıklara değinilerek, Türkiye'nin hangi modelde yer aldığı belirtilmektedir. Ayrıca, vekâlet ve temsil teorilerinin ne olduğu, vekâlet teorisi yaklaşımları, vekâlet problemleri ve vekâlet maliyetleri açıklanmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise, araştırmanın amacı, örnekleme, yöntemi açıklanmakta, güçlendirilmiş CEO ile finansal performans arasındaki ilişki için hiyerarşik regresyon yönteminin kullanıldığına dair bilgilere yer verilmektedir. Bu bölümün bulgular kısmında ise, araştırmanın sonuçları açıklanarak sonuç ve öneriler kısmında çalışma genel anlamda değerlendirilmekte, çalışmanın kısıtları ve gelecek çalışmalara yönelik olarak önerilere yer verilerek çalışma sonlandırılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KURUMSAL YÖNETİŞİM

Yapılan bu çalışmada, şirketlerin devamlılığının bir güvencesi olarak kabul edilen kurumsal yönetişimin tanımı konusunda bir fikir birliği bulunmadığı görülmektedir. Ancak farklı kaynaklarda birbirine benzer tanımlar yer almaktadır. Shleifer ve Vishny (1997) kurumsal yönetişimi, şirketlere finansal kaynak sağlayanların, yatırımlarına bir getiri elde etmelerini güvenceye alma görevi olarak tanımlamaktadırlar. Kula (2006) kurumsal yönetişimi, şirketin fon sağlayıcılarının yatırımlarının korunmasına yönelik gerçekleştirilen uygulamalar olarak tanımlamaktadır. Kula (2006)'ya göre kurumsal yönetişim şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistemdir. Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD, 2002) kurumsal yönetişimi, modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi olarak tanımlamaktadır. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD, 2004) Kurumsal Yönetim Komitesi, kurumsal yönetişimi yatırımcı güveninin sağlamanın yanında ekonomik verimlilik ve ekonomik büyümeyi sağlayan temel bir öge olarak tanımlamaktadır. Mitton (2002) kurumsal yönetişimi, azınlık hissedarlarının, şirket yöneticileri ve kontrolü elinde tutan hissedarların sömürsünden korunmasını sağlayan bir araç olarak ele almaktadır.

İngiltere'de kurulan "Kurumsal Yönetimin Finansal Yönleri Komitesi'nin (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance) Başkanı Adrian Cadbury'nin ismiyle "Cadbury Raporu" olarak anılan raporda, kurumsal yönetişim anonim ortaklıklarda yönetim ve denetime ilişkin bir sistem olarak tanımlanmaktadır (The Cadbury Report, 1992: 14). Suto (2000: 9) kurumsal yönetişimi, çeşitli paydaşlar arasındaki menfaat çatışmalarını çözerek kurumu denetleyen ve kontrol eden bir sistem olarak ele almaktadır.

Denis ve McConnell (2001: 1) kurumsal yönetişimi, bir şirketin faaliyetine devam edebilmesi için kararlar alan ve kendi çıkarlarını gözetmeye meyilli olan yöneticileri, şirketin pay sahipleri için şirket değerini maksimize edecek kararlar almaya teşvik eden, kurumsal ve piyasa bazlı mekanizmalar seti olarak tanımlamaktadır.

Tuna (2009: 3)'ya göre şirketlerde kurumsal yönetim, hissedarlar, yönetim kurulu, üst düzey yönetim ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkilerin kurallarını belirleyen bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

Burada verilmeye çalışılan literatür ışığında, kurumsal yönetim; şeffaflık, hesap verilebilirlik, sorumluluk ve adillik ilkeleri doğrultusunda hissedarların ve diğer çıkar gruplarının ihtiyaçlarına hizmet eden, onlar için firma değerini maksimum edecek kararlar almaya yönlendiren, firma faaliyetlerini yöneten ve kontrol eden bir mekanizmalar seti olarak tanımlanabilmektedir.

1.1. Vekâlet Teorisi

Vekâlet teorisinin ilk temelleri Adam Smith (1776) tarafından atılmış; teori detaylı olarak Berle ve Means (1932) tarafından ortaya konulmuştur. Berle ve Means'in ortaya koyduğu teori sonrasında Jensen ve Meckling'in 1976 tarihinde yayınladıkları makale ile teori geliştirilmiştir (Özdoğan-Yılmaz, 2009: 12).

İşletme alanında sahiplik yapısının değişmesi ve pay sahiplerinin çoğalmasıyla birlikte "işletme ortaklıkları" oluşmaya başlamış, yönetim ve kontrol pay sahiplerinin elinden çıkmıştır. Kontrolün işletme ortaklarından çıkmasıyla beraber ortaya bazı sorunlar çıkmaya başlamıştır. Bu sorunların giderilmesi için vekâlet teorisinin geliştirildiği görülmektedir. Vekâlet teorisi ile ilgili görüşler ve tanımlamalar şu şekilde sıralanmaktadır;

Kökalan (t.y), vekâlet yaklaşımını amaçları ve çıkarları farklı iki tarafın birbirleri ile yardımlaşmaları sonucu ortaya çıkan sorunları inceleyen bir teori olarak tanımlamaktadır. Kökalan'a göre vekâlet yaklaşımı aşağıdaki sorulara cevap bulmaya çalışmaktadır (Kökalan, t.y.):

- Arzu ve çıkarları farklı ve çıkar çatışması içinde olan tarafların birbirini nasıl kontrol edeceği,
- Taraflar arasındaki bilgi akışının nasıl düzenleneceği,
- Bilgi avantajına sahip vekil ile vekâlet veren arasında en etkin ilişkinin hangi yolla sağlanabileceği.

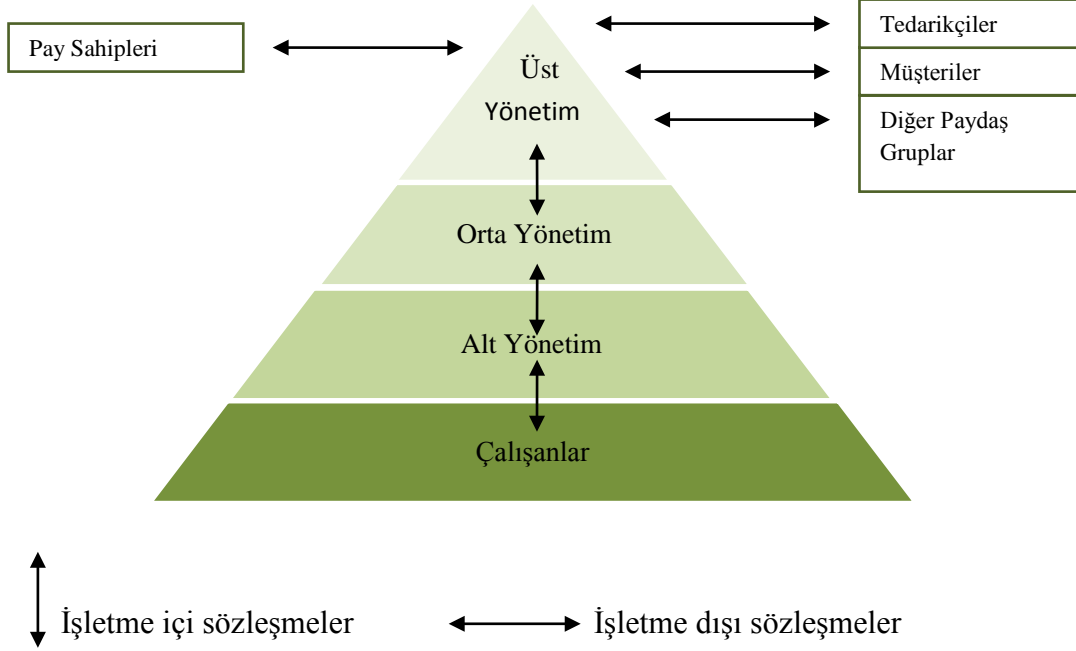
Vekâlet teorisini geniş bir biçimde araştıran Jensen ve Meckling (1976: 308) vekâlet ilişkisini, bir veya daha fazla kişinin (vekâlet veren), bir başka kişiyi veya grubu (vekili), bazı kararları alabilmesi için yetkilendirerek kendi faydasına bazı görevleri yerine getirmek üzere yönlendirmesi olarak tanımlamaktadır. Jensen ve Meckling (1976)'e göre firma bir sözleşmeler bütünüdür.

Eisenhardt (1989: 58) vekâlet teorisinin, vekâlet ilişkisinde oluşabilecek iki tür problemin çözülmesiyle alakalı olduğunu özetlemektedir. Bu iki vekâlet probleminden birincisini vekil ile vekâlet verenin istek ve amaçlarının birbiriyle ters düşmesi, ikincisini ise vekilin gerçekte yaptığı işten asilin emin olmadığı durumlar oluşturmaktadır. Burada sorunu asilin, vekilin kendi adına yaptığı davranışın vereceği sonuçtan emin olmaması oluşturmaktadır. Eisenhart (1989)'a göre diğer önemli bir problem asil ve vekilin risk karşısında farklı tutumlara sahip olmasıdır.

Yapılan literatür taraması sonucunda vekâlet teorisi, işletme pay sahibinin (asil), bizzat kendisinin iş başında olamadığı durumlarda kendisi yerine işleri yürütmek üzere görevini başkasına (vekil) devretmesi sonucu iki taraf arasında çıkabilecek problemleri inceleyen teori olarak tanımlanabilmektedir. Vekil (agent), asilin menfaati doğrultusunda asilin verdiği yetkiyle çalışan kişidir. Vekile menfaati doğrultusunda hareket etmesi için yetki veren kişi ise asil (principal) olarak tanımlanmaktadır. Vekâlet teorisi yaklaşımına göre işletme; pay sahipleri, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler vb. olmak üzere farklı kesimlerdeki paydaşlar arasındaki sözleşmelerden oluşmaktadır. Bu durumun doğal sonucu olarak sözleşmeye taraf olan her pay sahibi öncelikle kendi çıkarlarına odaklanmakta ve kendi çıkarlarını arttırmaya öncelik vermektedir.

Şekil 1'de Ülgen ve Mirze vekâlet ilişkilerini özetlemektedir.

Şekil 1: Vekâlet İlişkileri



Kaynak: Ülgen ve Mirze, 2010: 467'den uyarlanmıştır.

Cramton'un vekâlet teorisine ilişkin olarak ileri sürdüğü yaklaşımda hem vekil hem de işletme sahibi mümkün olan en az harcamayla en çok faydayı elde etmeye çalışmaktadırlar. (Cramton 2003'ten aktaran: Akın, 2004: 131).

1.1.1. Vekâlet Teorisi Yaklaşımları

Vekâlet teorisi bütüncül yaklaşıma sahip olmakla beraber, pozitif vekâlet teorisi ve yetki veren-vekil teorisi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Kurt, 2012: 9).

1.1.1.1. Pozitivist Yaklaşım

Pozitivist yaklaşım, yetki veren ile vekilin amaçları arasındaki farklılıklara ve vekilin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesini sınırlayan kontrol mekanizmalarına yoğunlaşmaktadır. Pozitivist yaklaşım, vekâlet problemlerine çözüm üretmekle ilgilenmektedir. Bu noktada vekilin çıkar odaklı davranmasını önlemek için gelir odaklı sözleşmeler yapılmaktadır. Bu sözleşme ile yetki veren ve vekil arasındaki çıkar çatışması, çıkar birliğine dönüştürülerek problem ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır.

1.1.1.2. Yetki Veren - Vekil Yaklaşımı

Bu yaklaşım, vekil ile yetki veren arasında davranış merkezli en uygun sözleşme sisteminin oluşturulmasını savunmaktadır. Bu noktada davranış ve davranış sonucu elde edilen gelir eşleştirilmeye çalışılmaktadır. Performans kriterine bağlı olarak vekil ödüllendirilmektedir.

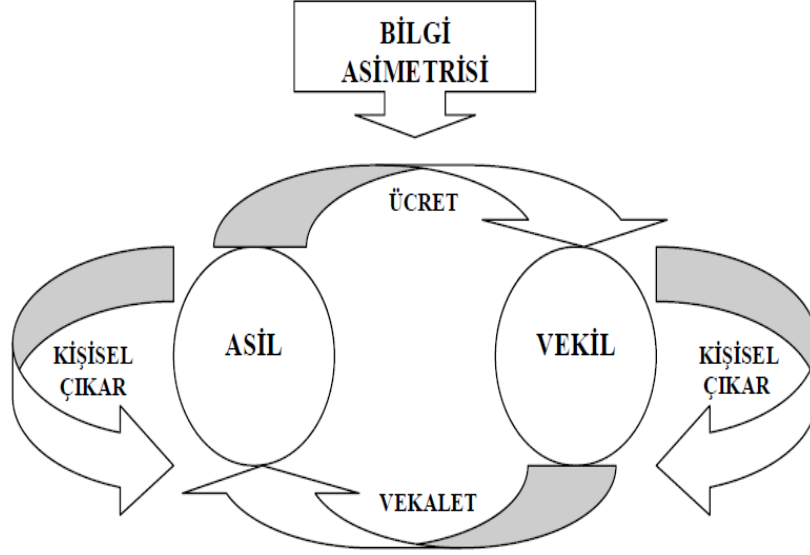
Eisenhardt (1989: 68-69) pozitif vekâlet teorisinin sözleşme alternatiflerini tanımladığını, yetki veren-vekil teorisinin; belirsiz sonuçlar, riskten kaçınma ve bilgi farklılıkları olduğu durumlarda hangi tür sözleşmenin daha etkin olacağı üzerine yoğunlaştığını anlatmaktadır.

1.1.2. Vekâlet Problemleri

Jensen ve diğerleri (2004: 21-22) yöneticilerin kendileri sahip olmadıkları varlıkları yönettikleri için, sahiplerin aleyhine ancak kendi çıkarlarına hareket edebileceklerini ve bu nedenle yöneticilerin, pay sahiplerinin menfaati gereği hareket etmelerini sağlayacak teşvik mekanizmalarına ihtiyaç olduğunu ileri sürmektedirler. İşletme sahipleri yöneticilerden kendi çıkarlarını maksimize etmesini beklerken, yöneticiler de kendi çıkarları ile ilgilenmektedir. Yöneticiler, daha yüksek bir maaş ve ikramiye arzu etmektedir. Bu durumda şirket içinde çıkar çatışmalarına bağlı olarak pay sahipleri ile yöneticiler arasında “vekâlet problemi” diye adlandırdığımız bir sorun oluşmaktadır.

Vekâlet veren ile vekil arasındaki “asimetrik bilgi” ve “kişisel çıkar” vekâlet problemlerinin temelini oluşturmaktadır. Bilgi asimetrisi, yöneticilerin hissedarlara göre işletme ile ilgili daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Farklı ortamlar bilgi simetrisinin optimal gerçekleşmesini önlemekte, bilgiye ulaşma imkanı fazla olanlar (vekil) ile bilgiye ulaşma imkanı az olanlar (asil) arasındaki bilgi simetrisini bozmaktadır. Bu durum vekilin çıkarına bir fırsat yaratmaktadır. Vekil, asilin sahip olmadığı bilgiyi fırsat bilerek zaman zaman pay sahibinin çıkarı için değil kendi çıkarı için kullanabilmektedir. Böyle bir durumda bilgi asimetrisi önemli bir sorun oluşturmaktadır. Vekilin bu bilgi avantajını pay sahibinin menfaatleri doğrultusunda kullanıp kullanmadığını araştırması oldukça zor ve maliyetli olmaktadır. Vekâlet ilişkisine giren her iki tarafı da motive eden kendi çıkarlarıdır ve her iki tarafta kendi çıkarlarını maksimize etmeye çalışmaktadır. Dolayısıyla, bu çıkar farklılığı asil ile vekil arasında bir problem oluşturmaktadır.

Şekil 2: Vekâlet Teorisi Modeli



Kaynak: Kahveci, 2008: 26'dan uyarlanmıştır.

1.1.3. Vekâlet Maliyetleri

Jensen ve Meckling (1976)' e göre vekâlet teorisi kelimesi içerisinde yer alan sahipler asil, yöneticiler ise vekildirler. Ayrıca, yöneticilerin kendi çıkarlarını şirket sahiplerinin çıkarlarından daha ön planda tutmaları şirketin değerini düşürmektedir. Bu etkinin yarattığı maliyete "vekâlet maliyeti" denilmektedir. Jensen ve Meckling vekâlet maliyetlerini şu şekilde özetlemektedirler (Jensen ve Meckling, 1976: 308):

- Asil tarafından katlanılan izleme maliyetleri,
- Vekil tarafından yüklenilen sözleşme maliyetleri,
- Önlenebilen kayıplar.

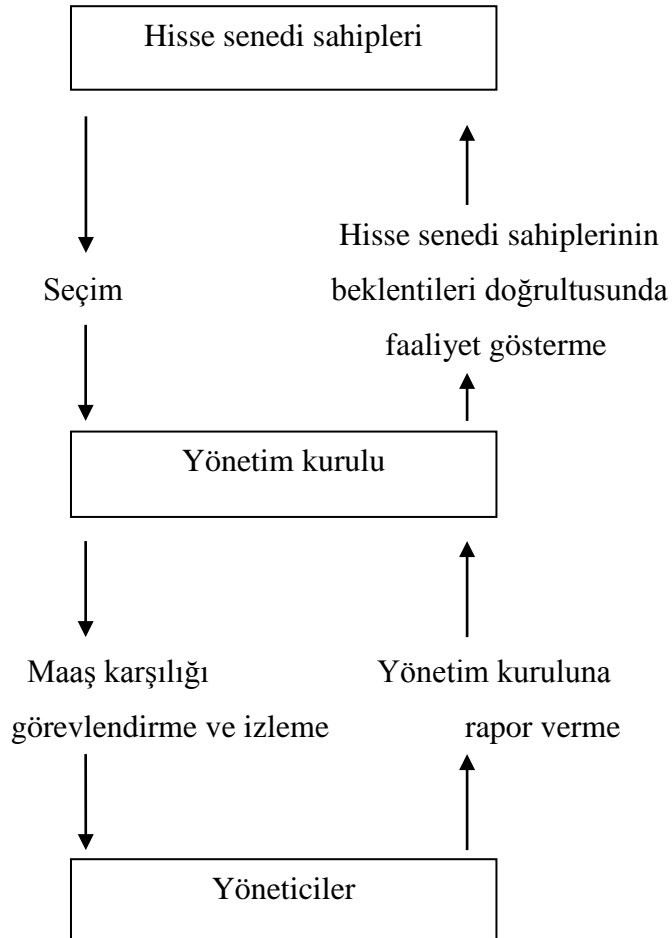
Vekâlet maliyeti, asilin kendi işlerini yürütemediği ve işlerle ilgili kendisi karar veremediği durumlarda ortaya çıkacak sonuç ile vekilin işleri yapması ve kararları alması sonucu çıkacak sonuç arasındaki maliyet farkı olarak tanımlanabilmektedir.

1.1.3.1. İzleme Maliyetleri

İzleme maliyetleri, vekilin yaptığı iş ve eylemleri asilin çıkarları doğrultusunda yapıp yapmadığının denetimi için katlanılan maliyettir. Jensen ve Meckling (1976: 308) pay sahiplerinin kendilerini vekilin aşırı ölçüde imtiyaz kullanımını da dâhil olmak üzere ahlaki rizikoya karşı nasıl koruyacakları sorusunun cevabı olarak yöneticilerin izlenmesi gerektiği önerisini sunmaktadırlar.

Yöneticileri izlemek için kullanılan en temel uygulamayı yöneticilerin kendi performanslarını gösteren raporlar hazırlaması oluşturmaktadır. Çoğunlukla pay sahipleri finansal içerikli olan bu raporları değerlendirecek teknik bilgiye sahip olmamakta ve bu nedenle denetçileri görevlendirmektedirler. Yöneticilerin bu raporları hazırlamak için harcadıkları zaman ve denetçilerin görevlendirilmesi izleme maliyetini oluşturmaktadır.

Şekil 3: Yöneticilerin izlenmesi



Kaynak: Turaboğlu, 2002: 49'dan uyarlanmıştır.

1.1.3.2. Tazmin Edici-Garanti Sağlayıcı Anlaşma Maliyetleri

Vekiller, yetki verenleri zarara uğratacak faaliyette buldukları takdirde, ortaya çıkacak olan zararın tazminine yönelik güvence verdiklerine dair bir sözleşme imzalamaktadır. Burada oluşan maliyet, garanti sağlayıcı anlaşma maliyetleri olarak adlandırılmaktadır.

“Yöneticinin, işten ayrılmayacağını (firma el değiştirmesi vb. durumlarda) veya ayrıldığı takdirde ortaya çıkabilecek zararları üstleneceğini belirtmesi tazmin edici bir anlaşma maliyetine örnek gösterilebilir” (Kurt, 2012: 21).

Vekâlet problemlerinin çözümünde teşvik edici sözleşmeler vekâlet maliyetlerini azaltmaktadır. Eğer vekiller tazmin edici-garanti sağlayıcı sorumlulukları üstlenirlerse vekâlet verenler, yöneticileri daha az izleme gereği duyacak ve dolayısıyla vekâlet maliyetleri azalacaktır.

1.1.3.3. Önlenemeyen Kayıplar (Artık Zarar)

Vekâlet problemlerinin azaltılması için belirli bir maliyete katlanılmakta ve bunun önüne geçilememektedir. Önlenemeyen kayıplar (artık zarar), vekil ile asil arasında çıkar çatışması sonucu oluşan ve asilin katlanmak zorunda olduğu maliyetler olarak tanımlanabilmektedir. Ayrıca, yöneticilerin hissedarın çıkarını en üst düzeye çıkarmak için aldığı kararlar, hissedar adına verilecek en uygun karar arasında oluşan fark vekâlet maliyetinin bir unsuru olan önlenemeyen kayıplar olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.1.4. Temsil Teorisi

Vekâlet teorisinin kişisel çıkar odaklı olduğu düşünülmüş ve yönetici davranışlarını açıklamak için temsil teorisi geliştirilmiştir (Yıldız ve Doğan, 2012). Temsil teorisi vekâlet teorisine hem alternatif hem de tamamlayıcı olarak düşünülmektedir.

Temsil teorisine göre, yöneticiliğin doğasında güvenilirlik vardır. Teori, yöneticilerin firma kaynaklarını en etkin şekilde kullandıklarını öne sürmektedir (Aygün ve İç, 2010). Bu yaklaşıma göre, yöneticilerin kendi bireysel menfaatleri ön planda olmamakla birlikte, yöneticiler, şirketin sahipleri gibi çalışmakta dolayısıyla şirket sahiplerinin çıkarları için çalışmakta ve işletmeyi titizlikle yönetmektedirler.

Vekâlet teorisinin tersine, temsil teorisi yönetici ve sahipler arasında çıkar çatışmasına yer vermemekte, hatta yönetici ve sahip arasında küçük çatışmalar olması durumunda dahi yöneticilerin hissedarlar adına iyi hizmet etmeye meyilli olduklarını öne sürmekte ve bu iki taraf arasında en etkin uyum mekanizmalarını araştırmaktadır. Temsil teorisine göre, yöneticiler kendi çıkarları için motive olmamakla beraber, yöneticilerin çıkarları ile uyumlu bir şekilde faaliyette bulunmaktadırlar.

Temsil teorisyenleri yöneticilerin hizmet rolünü vurgulamakta ve yöneticiler ile sahipler arasındaki içsel bir çatışmanın varlığını reddetmektedirler. Temsil teorisyenlerine göre, içeridekiler firma operasyonları, teknik uzmanlık ile ilgili derinlemesine bilgiye sahip oldukları için ve firmaya olan bağlılıkları sayesinde dışarıdakilerden daha iyi firmaya hizmet etmektedirler. Diğer bir ifadeyle temsil teorisyenleri iç üyeleri desteklemekte buna karşılık vekâlet teorisyenleri dışarıdan bağımsız üyeyi desteklemektedirler. Vekâlet teorisi yöneticilere karşı pay sahiplerinin haklarını korumak için yapısal mekanizmalar olarak yönetim kurulunu kavramsallaştırmakta ve kontrol rolü üzerine odaklanmaktadır. Vekâlet teorisyenlerine göre, yönetim kurulunun esas görevi yöneticileri izlemek ve kendi çıkarları için hizmet etmelerine engel olmaktır (Selekler-Gökşen ve Karataş, 2008: 134).

Donaldson ve Davis (1991: 51)'e göre temsil teorisi adı altında yönetici fırsatçı bir kaytarıcı olmaktan uzaktır. Aslında yöneticiler kurumsal varlıkları iyi bir şekilde temsil etmek için verimli çalışan kişilerdir. Böylece yöneticilerin motive edilmesiyle ilgili herhangi bir problem temsil teorisinin doğasında bulunmamaktadır. Temsil teorisine göre, yöneticiler aslında güvenilir bireylerdir ve bu nedenle kendilerine emanet edilen kaynakları en iyi şekilde temsil etmektedirler. Temsil teorisyenleri, etkili ve verimli kararların alınabilmesi için yönetim kurulu üyelerinin önemli bir kısmının iç yöneticilerden oluşması gerektiğini savunmaktadır.

Vekâlet teorisine göre yönetim kurulunun temel görevi, yöneticiler kendi çıkarlarını maksimize etmek için çalışacaklarından dolayı yöneticileri gözetlemek ve kendi çıkarları için faaliyette bulunmalarını önlemek iken temsil teorisine göre, yöneticilerin pay sahipleri adına dışarıdaki yöneticilerden daha iyi çalışacakları varsayılmaktadır.

1.2. Kurumsal Yönetişim Kavramının Gelişimi

Kurumsal yönetişim ilk olarak 1930'lerden sonra ABD'de ilgi görmeye başlamıştır. İlk zamanlar kurumsal yönetişimin öncelikli konularını, içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemek, hissedarları korumayı amaç edinmek, borsada işlem görmekte olan şirketlerin ileri düzeyde bilgi açıklamalarını sağlamak oluşturmaktaydı. 1980'lerde kötü ve yanlış yönetim uygulamaları sonucunda birçok büyük şirketin çöküşü İngiltere'de kurumsal yönetişim sisteminde yetersizlikler olduğunu ortaya çıkarmıştır. Yatırımcıların bu konuda harekete geçmelerinin ardından kurumsal yönetişim uygulamalarını güvence altına almak amacıyla hükümetlerin yasal düzenlemeler yapması yerine gönüllülük esası benimsenmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2006).

Kurumsal yönetişim ABD ve İngiltere'den sonra 1990'larda Kıta Avrupa'sında ve tüm dünyada, özelliklede Asya'da önemli bir tartışma konusu olmuştur. 20'nci yüzyılın sonlarında Almanya'nın ve Japonya'nın ekonomileri hızlı bir büyümeden bir anda durgunluğa geçtiği sırada ABD'nin iyi bir ekonomik performans göstermesi kurumsal yönetişim düzeyinin yüksekliğine kanıt olarak algılanmıştır (Kahraman, 2008).

Son yıllarda şirket yönetimlerinde ciddi başarısızlıkların gözlemlenmesi, finansal krizler, kurumsal yatırımcı riskleri, gelişmekte olan piyasalardaki riskler, uluslararası düzenlemeler, ülkelerin birbirine olan bağılıklarının artması ve içinde bulunulan rekabet şartları kurumsal yönetişimi önemli kılan gelişmeler arasında sayılmaktadır. Geçmişte sadece hissedarların çıkarlarını düşünen şirket yapısı, günümüzde tüm ilgili tarafların çıkarlarını düşünen şirket yapısına dönüşmektedir. İş dünyasında yaşanan işletme skandallarının, yönetim sistemleri üzerinde daha fazla düşünmeye yol açtığını ve çözüm yolu olarak "kurumsal yönetişim" konusunun gündeme getirildiğini görmekteyiz.

Kurumsal yönetişim, çeşitli paydaşlar arasındaki ilişkileri düzenleyerek; işletme faaliyetlerinin paydaşlarının aleyhine veya belirli grupların yararına kullanımını engelleyerek, işletme faaliyetlerinin ve ortak amaçların devamlılığını sağlamaktadır. Kurumsal yönetişimin işlevleri şu başlıklar halinde özetlenmektedir (Tuna, 2009: 10):

- Finansman imkânlarının artması,
- Sermaye maliyetinin azalması,
- Performansta iyileşme,

- Paydaşlarla ilişkilerin güçlenmesi,
- Risklerin azalması.

Ahlak, iş ahlakı, yönetsel ahlak ve sosyal sorumluluk kavramları kurumsal yönetim kavramının temelini oluşturan ve gelişmesine katkıda bulunan kavramlardır.

“Ayn Rand’a göre ahlak, insanın tercih ve davranışlarına rehberlik eden değerler sistemidir” (Yılmaz, 2010: 28). Değer ise, elde edilmesi veya korunması için çaba gösterilen bir şeydir. Değerler, ancak onlara ulaşmak için farklı alternatifler arasında seçim yapan ve çaba gösteren varlıklar için geçerlidir.

Ahlak, birey veya grubun, eylemlerinin doğruluğunu veya yanlışlığını gösteren ve insanların bir arada yaşayabilmeleri için gerekli olan davranış kalıpları olarak tanımlanmaktadır. Ahlak ilkesine göre, birey diğer toplumsal düzen kurallarının etkisi olmadan kendini denetleyebilmeli ve bir tür kendine hâkim olabilmelidir. Ahlak, iradeye ve vicdana bağlı olarak insanları iyiliğe götüren içten gelen bir kuvvettir. Birey kendi kendini yargılayabilme gücüne sahiptir. Bu anlamda ahlak şahsın kendi kendine yasakladığı veya kabul ettirdiği her şeyden oluşmaktadır (Usta, 2011: 42).

İş ahlakı, iş hayatıyla ilgili olan tüm davranışların ahlak kuralına göre değerlendirilmesi ya da iş hayatında nasıl davranılması gerektiğini belirleyen değerler olarak tanımlanabilmektedir. İş ahlakı ilişkilerde dürüstlük, güven, saygı ve haksızlıklara karşı olmayı gerektiren bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır (Menteş, 2008). İş ahlakı ilkelerinin işletme içi ilişkilerde uygulanması işletmede çalışanların motivasyonunu arttırmaktadır.

“İş ahlakı sosyo-ekonomik süreçte etkileşen tüm sosyal aktörler arası karşılıklı ilişkiler sistemini düzenleyici normlara sahip olduğundan, firma çalışan ilişkisinde yalnızca firmaya değil çalışanlara da belli sorumluluklar yükler” (İlhan, t.y. : 265).

Çalışanların sözleşmeye sadakat göstermeleri, disiplinli ve dürüst çalışmaları, firmayla ilgili sırları dışarıya sızdırmamaları, bencillikten uzak durmaları, yüz kızartıcı vb. hareketlerden uzak durmaları gerekmektedir. Firmanın emekle olan ilişkilerini iş ahlakı ilkelerine dayandırmasının sonucu olarak emeğe sadece maksimum kâr güdüsüyle

yaklaşmadığını görmekteyiz. Çalışanlara sadece kâr güdüsüyle yaklaşmak onların verimlerinin düşmesine sebep olacak bu da firmaya olumsuz yönde yansiyacaktır.

Thompson (1985) yönetsel ahlakı, yönetsel eylemlerde uyulması gereken ilkeler veya davranış kalıpları olarak tanımlamaktadır. Yönetsel ahlak, işlerin başarılması için yöneticiler veya şirketlerin uygulaması gereken ahlaki yargıları içermektedir.

Sosyal sorumluluğun en çok kabul gören tanımı Avrupa Birliği (AB) Komisyonu tarafından 2001 yılında yapılmıştır. Bu tanıma göre sosyal sorumluluk, şirketlerin ekonomik faaliyetlerine ve şirket pay sahipleri ile olan ilişkilerine, gönüllülük esası çerçevesinde birtakım sosyal ve çevresel beklentileri/unsurları dâhil etmeleri durumunu ifade eden bir kavram olarak tanımlanmaktadır (European Commission, 2001'den aktaran: Menteş, 2008: 12).

1.3. Kurumsal Yönetişim İlkeleri

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK, 2011) Kurumsal Yönetişim İlkelerini pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört gruba ayırmaktadır. Pay sahipleri bölümünde pay sahiplerinin haklarının kullanımının kolaylaştırılması, bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurula katılma hakları, oy hakları, azlık hakları, kâr payı ve payların devri konuları; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümünde kamuyu aydınlatma esasları ve araçları, internet sitesi ve faaliyet raporları; menfaat sahipleri bölümünde menfaat sahipleri ile ilgili şirket politikaları, menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi ve şirketin insan kaynakları politikası: yönetim kurulu bölümünde ise yönetim kurulunun işlevi ve faaliyet esasları, yönetim kurulu yapısı ve yönetim kurulu toplantılarının şekli, yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler ve yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar ele alınmaktadır.

Kurumsal yönetişim alanında yapılan çalışmalar, her ülkeyi kapsayacak tek bir kurumsal yönetim ilkeleri olmadığını göstermektedir (İpek, 2009). Çünkü şirketler içinde buldukları toplumun yasal düzenlemelerinden, politik, hukuki, sosyal ve kültürel koşullarından etkilenmektedir. Bu nedenle her ülke kendi koşullarını dikkate alarak kendine özgü kurumsal yönetişim ilkeleri oluşturmaktadır. Ancak tüm dünyada genel kabul gören kurumsal yönetişim ilkeleri bulunmaktadır. Bu kurumsal yönetişim ilkeleri; şeffaflık, hesap verilebilirlik, sorumluluk ve adilliktir.

1.3.1. Şeffaflık

Şeffaflık; işletme içinde ticari sır niteliğinde olan bilgilerin diğeri bir ifadeyle, işletmenin rakipleri tarafından öğrenilmemesi gereken bilgiler dışındaki işletme ile ilgili bilgilerin kamuya duyurulması olarak tanımlanmaktadır (SPK, 2003). Şeffaflık kurum içindeki paydaşlar için olduğu kadar kurum dışındaki paydaşlar içinde önemlidir (Akdemir-Ömür, 2010).

Şeffaflık ilkesine göre, şirket yönetim kurulu üyeleri ve diğeri yöneticilerin sahip oldukları hisse senetlerinin açıklanması, yönetim kurulu üyeleri ve diğeri tüm yöneticilerin şirketle olan çıkar ilişkilerinin gerçek boyutlarının ortaya konulması gerekmektedir. Şeffaflık ilkesi uyarınca, şirketlerin kamuyu bilgilendirmesinin sağlanması ve şirket pay sahiplerine bilgi akışının hızlandırılması gerekmektedir (TÜSİAD, 2002).

Şirketlerin şeffaflık ilkesini yerine getirmesinin en önemli nedenlerinden birini finansal durumlarını zamanında ve gerçeğe uygun bir şekilde paylaşmaları oluşturmaktadır. Şirket pay sahiplerinin şirket hakkında doğru değerlendirmeler yapabilmesi için şirketin finansal durumu hakkında bilgiye ihtiyaçları vardır (Menteş 2008).

Şeffaflığın sağlanabilmesi için bilginin taşınması gereken özellikler şunlardır (Kurt, 2008: 66):

- Bilginin ulaşılabilirliği,
- Bilginin uygunluğu ve kapsamı,
- Bilginin nitelikli ve güvenilir olması.

1.3.2. Hesap Verilebilirlik

Hesap verilebilirlik, yönetim kurullarının aldığı kararları ve yaptığı işlerin nedenlerini ve sonuçlarını pay sahiplerine açıklaması olarak bilinmektedir. Diğeri bir ifadeyle, bu ilke yönetimin pay sahiplerine karşı olan sorumluluklarını yerine getirmesi ve sorumluluklarının sonuçlarını pay sahiplerine açıklama zorunluluğu olarak da tanımlanabilmektedir.

Hesap verilebilirlik, bir görevi yerine getirmek üzere kendine emanet edilen kaynakları kullanan kişilerin emanet edenlere karşı, kaynakları kullanma şeklini ve görevi nasıl yerine getirdiğine dair açıklamada bulunma sorumluluğunu oluşturmaktadır (Baş, 2007).

SPK'nın yaptığı tanıma göre hesap verebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibariyle anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan yükümlülüğüdür (SPK, 2003).

Yönetimde görev alan kişilerin sorumluluklarının açık bir şekilde düzenlenmesi, pay sahipleri ile olan ilişkilerin belirli kurallara bağlanması ve işletmede oluşan bu sistemin nesnel şartlar altında denetlenmesi gerekmektedir. Yöneticilerin her faaliyetlerinden dolayı hesap vermesi şirket faaliyetlerinin düzenli bir şekilde yürütülmesi açısından önem arz etmektedir.

1.3.3. Sorumluluk

Sorumluluk kavramı, şirket yönetiminin gerçekleştirdiği tüm faaliyetlerinin mevcut kanunlara, esas sözleşmeye ve toplumsal değerlere uygunluğu ve denetimidir. Ayrıca bu kavram şirket yönetiminin tüm paydaşlarına karşı sorumluluğunu ifade etmektedir.

Şirketin yönetim kurulu, pay sahiplerine uzun vadede sürekli kazanç sağlamak amacıyla şirketi yönetmektedir. Etkin kurumsal yönetim için sorumluluk ilkesi uyarınca, şirket tepe yönetimi ve yönetim kurulunun sorumluluklarının açık ve net bir şekilde tarif edilmesi gerekmektedir. Yönetim kurulunun en önemli sorumluluğu şirket faaliyetlerini yürütmek için tepe yönetimine liderlik edecek bir tepe yöneticisi seçmektir. Yönetim kurulu, şirketi hissedarları için denetlemekle sorumludur. Şirket tepe yönetimi, tepe yöneticisi öncülüğünde şirket faaliyetlerini yürütmek ve faaliyetlerin sonuçları ile yönetim kurulunu bilgilendirmekle sorumludur (TÜSİAD, 2002).

Sorumluluk ilkesi eğitim, çevre kirliliği, insan hakları gibi şirketlerin sosyal yönüyle de ilgilidir.

1.3.4. Adillik

Adillik, işletmenin tüm faaliyetlerinde tüm pay sahiplerinin eşit ölçüde düşünülmesi ve sadece belirli çıkar gruplarının değil şirketin varlığını sürdürebilmesi için gerekli olan tüm tarafların haklarının korunmasıdır (Esen, t.y.). Burada hissedarlara ait mülkiyet miktarları önemli değildir. Önemli olan şirketin varlığını sürdürmesine yardımcı olacak herkese yabancılar ve azınlık hissedarları da dâhil eşit davranılması ve her kesimin haklarının korunmasıdır.

SPK tarafından hazırlanan ilkelerde eşitlik kavramı; şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranılması ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi olarak tanımlanmaktadır. (SPK, 2003).

Adillik ilkesi uyarınca, şirket yönetiminin aldığı kararlarda sadece sahiplik hakkı bulunan hissedarlar değil, ayrıca şirketin uzun dönemde kârlılığını ve varlığını sürdürmesine yardımcı olacak tüm taraflara eşit davranılmalıdır (Tuzcu, 2003).

Adillik kavramı, şirket çalışanları açısından da geçerlidir. Bu ilke, şirket çalışanları açısından işe alma, ücret, ödüllendirme, iş güvenliği, sosyal güvenlik gibi konularda şirket çalışanları arasında ayırım yapılmasını önlemektedir. Şirketlerde adillik kavramı şirket için önem taşımaktadır (Menteş, 2008).

1.4. Kurumsal Yönetişim Modelleri

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, farklı kurumsal yönetişim düzenlemeleri olmasına rağmen, dünyada kurumsal yönetişim modelleri genel olarak iki grupta incelenmektedir. Bunlar, Anglo-Saxon ve Kıta Avrupa'sı yaklaşımlardır.

1.4.1. Anglo-Saxon Modeli

Anglo-Saxon (piyasa temelli) model, Amerika ve İngiltere'de şekillenmiş ve kurumsal yönetimde hissedar temelli bir bakış açısını benimsemektedir. Şirketlerin kuruluş aşamasında sermaye riskini üstlenen pay sahiplerinin beklentilerine odaklanılmaktadır. Bu yaklaşıma göre, yönetim hissedarların çıkarlarına hizmet etmek zorundadır.

Gelter (2008: 21) Anglo-Saxon sisteminde şirket paylarının bir pay sahibinin veya grubunun tek başına ortaklığı kontrol edemeyeceğini ileri sürmektedir. Bu nedenle

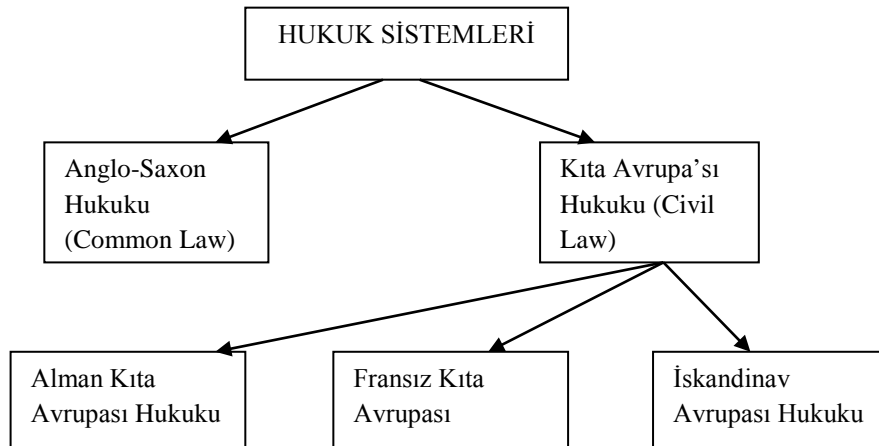
ortaklığın çok sayıda pay sahibine dağıtıldığını ileri sürmekte ve dolayısıyla pay sahiplerinin şirket işlerini kontrol etme gücünün düşük olduğu için, pay sahipliği mevkiinin değerinin artırılması amacını ön plana çıkardığını vurgulamaktadır.

1.4.2. Kıta Avrupa'sı Modeli

Kurumsal yönetim anlayışında yer bulan bir diğer sistem ise, hissedar ve yöneticiler de dahil olmak üzere ne kadar paydaş varsa hepsinin haklarının korunması ve beklentilerinin karşılanmasını ifade eden (şirket grubu temelli) Kıta Avrupası Modeli 'dir. Bu modele göre, şirketlerin varlık nedeninin doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide bulunduğu tüm pay sahiplerinin beklentilerinin karşılanması öncelikli konuyu oluşturmaktadır. Sahiplik ya da kontrol birkaç kişide toplanabilmektedir. Gelter (2008:21) Kıta Avrupa'sı modelinde pay sahipliğinin yaygın olmaktan ziyade daha blok bir yapıda olduğu ve büyük pay sahiplerinin yönetimde daha güçlü ve etkili olduğunu vurgulamaktadır. Türkiye'de ki kurumsal yönetim sistemi ise, Kıta Avrupa'sı sisteminin özelliklerini yansıtmaktadır (Demirağ ve Serter, 2003: 42).

Kıta Avrupası hukuku geleneğinden kaynaklanan üç ayrı ticaret yasası vardır. Bunlar, Alman, Fransız ve İskandinav ticaret yasalarıdır.

Şekil 4: Hissedarları Koruma Açısından Farklı Hukuk Sistemleri



Kaynak: Kula, 2006: 69'dan uyarlanmıştır.

Fransız Kıta Avrupa'sı Hukukundaki Ticaret Kanunu Napolyon zamanında 1807'de yazılmakla birlikte ordularca Belçika'ya, Hollanda'ya, Polonya'nın bir kısmına, İtalya ve Almanya'nın batı kısımlarına getirilmiştir. Alman Kıta Avrupası hukukunun Ticaret Kanunu ise Bismark'ın Almanya'yı birleştirmesinden sonra 1897'de yazılmış olup Fransız

Kıta Avrupası hukuku kadar yaygın değildir. Avusturya, Çekoslovakya, Macaristan, İtalya, İsviçre, Yugoslavya, Japonya ve Kore’de yasal teori ve doktrine etkisi vardır. Kıta Avrupa’sı hukukunun son ayağı olan İskandinav hukuk sistemi ise Fransız ve Alman sistemlerine göre Roma hukukunun daha az türevi olarak görülmektedir (La Porta ve diğerleri, 1996’dan aktaran: Kula, 2006: 69).

Tablo 1. Anglo-Saxon ve Kıta Avrupa’sı sistemleri arasındaki farklılıkları özetlemektedir.

Tablo 1: Anglo-Saxon ve Kıta Avrupa’sı Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması

Kriter	Anglo-Saxon Sistemi (Piyasa kontrolü)	Kıta Avrupası Sistemi (Büyük hissedar kontrolü)
Ortaklık	Dağınık	Yoğunlaşmış
Ortak kimliği	Kurumsal yatırımcılar	Aileler, özel şirketler ve finansal kurumlar
Kontrol	Yönetim kurulunda	Büyük hissedarlarda
Yönetim kurulu	Dış üyeler etkin	İç üyeler ve büyük ortaklarla bağlantılı dış üyeler
Sermaye piyasaları	Likit	Göreceli olarak likit değil
Kurumsal kontrol piyasaları	Gelişmiş	Kısıtlı
Karşılıklı Hissedarlık	Kısıtlı	Yaygın
Koteli şirket sayısı	Çok	Az
Hissedar-yönetici ilişkisi	Kısıtlı, kişisel değil	Yoğun
Yatırımcı ilişkisi	Yaygın	Yaygın değil
Şirket sahipleri ile grup içi şirketlerin uzun süreli ilişkisi	Yaygın değil	Yaygın
Yönetim faaliyeti açıklanması	Yaygın	Yaygın değil
Hissedar aktivizmi	Yaygın	Yaygın değil
En iyi uygulama kodu uygulaması	Etkin	Etkin değil

Kaynak: Kula, 2006: 44’den uyarlanmıştır.

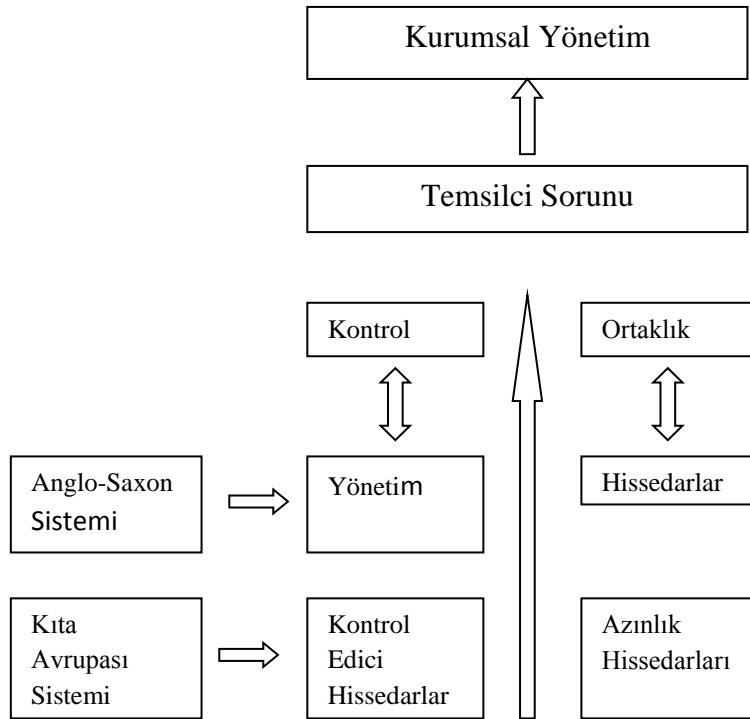
Weimer ve Pape (1998) ise, kurumsal yönetim sistemlerini dört gruba ayırmaktadır. Bunlar: Anglo-Saxon Sistemler, Alman Sistemleri, Latin Sistemleri ve Japon Sistemleridir. Weimer ve Pape bu ayrımı yaparken sekiz adet kriteri esas almaktadır (Weimer ve Pape 1998: 2):

- Geçerli olan işletme kavramı,
- Kurul sistemi,
- Yönetimsel karar alma üzerinde etki yapabilen önemli paydaşlar,
- Ulusal ekonomide menkul kıymet borsalarının önemi,

- İşletmenin denetimi için gerekli olan etkin piyasa mekanizmasının olup olmaması,
- Sahiplik yapısı,
- Yöneticilerin, işletme performansına bağlı olarak ödüllendirilme düzeyi,
- Ekonomik ilişkilerde zaman ufku.

Weimer ve Pape (1998)'ye göre Alman Sistemleri, Latin Sistemleri ve Japon Sistemleri “ağ (network) yönelimli” olarak tanımlanmaktadır. Piyasa yönelimli olan Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D), İngiltere, Kanada ve Avustralya gibi ülkelerle ağ yönelimli kurumsal yönetim sistemleri arasındaki fark, Weimer ve Pape (1998)'ye göre bu bahsettiğimiz 8 kriterden kaynaklanmaktadır.

Şekil 5: Anglo-Saxon ve Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemlerindeki Temel Farklılık



Kaynak: Kula, 2006: 41'den uyarlanmıştır.

Anglo-Saxon ülkelerindeki şirketlerin çoğunun halka açık olması nedeniyle pay sahipleri kendi paralarını daha çok şirkete yayabilmektedir. Bu nedenle, Anglo-Saxon ülkeleri Kıta Avrupa'sı ülkelere kıyasla daha düşük bir hissedar yoğunlaşmasına sahiptir.

Anglo-Saxon ülkeleri arasında yer alan ABD gibi ülkelerde hisselerin büyük bir kısmı finansal kurumların ve aracılardan elindedir. Kıta Avrupa'sı ülkesi olan Belçika'da, özel şirketler halka açık şirketlerin en önemli hissedarlarını oluşturmaktadır.

1.5. Kurumsal Yönetişim Yapısı Mekanizmaları

Kıyılar ve Belen (2006) şirket olgusunun ortaya çıktığı ilk dönemlerde şirketlerin varlık nedeninin hissedarların refahını maksimize etmek olduğunu, günümüzde ise şirketlerle ilişki içerisinde olan hissedar ve paydaş gruplarının çıkarlarının tatmin edilmesi sorununun ortaya çıktığını vurgulamaktadır.

İşletmelerde hak sahibi olduğunu düşünen yatırımcıların söz sahibi olanlar üzerindeki kontrolünü sağlayacak mekanizmalar bulunmaktadır. Bu mekanizmalar aracılığıyla hak sahibi olan kişiler söz sahibi olan kişileri kontrol edebilmektedir. Bu mekanizmaların amacı, yöneticilerin şirket amaçlarıyla örtüşmeyen davranışlarda bulunmasını engellemek ve şirketin etkin ve verimli bir şekilde faaliyetine devam etmesini sağlamaktır.

1.5.1. Şirket İçi Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları

Şirket içi mekanizmaların başında yönetim kurulları, hakim hissedarlar ve yönetici ücretleri gelmektedir. Ayrıca yatırımcı ilişkileri ve en iyi uygulama kodları da bu grupta incelenmektedir.

1.5.1.1. Yönetim Kurulları

İşletmelerde hisse senedi sahipliği gittikçe artmaktadır. Ancak her hisse senedi sahibinin yönetimde bulunmasının söz konusu olmaması nedeniyle hissedarların haklarının korunması için yönetim kurulu görevlendirilmektedir. Yönetim kurulu, her ülkede var olan ve firmada tüm yetkilere sahip olan bir organdır. Yönetim kurullarının öncelikli görevi, hissedarların değerini maksimize etmek amacıyla yöneticileri kiralamak, işten çıkarmak, davranışlarını gözetlemek ve onlara ödeme yapmaktır.

Carati ve Rad, yönetim kurulunun en iyi kurumsal kontrol mekanizması olduğunu ve yönetim kurulunun, şirketi düşmanca satın alma mekanizması ile hakim hissedarlar

tarafından kontrol mekanizmasının avantajlarını birleştirdiğini belirtmektedirler. (Carati ve Rad, 2000'den aktaran: Bolat, 2011: 33).

McColgan (2001: 18) yönetim kurullarının iç yöneticiler arasında oluşan anlaşmazlıkları gözlemlemekle ve vekalet problemleriyle ilgili yönetici ödemeleri, işe alma ve işten çıkarmayla ilgili görevleri yerine getirmekle yükümlü olduklarını belirtmektedir.

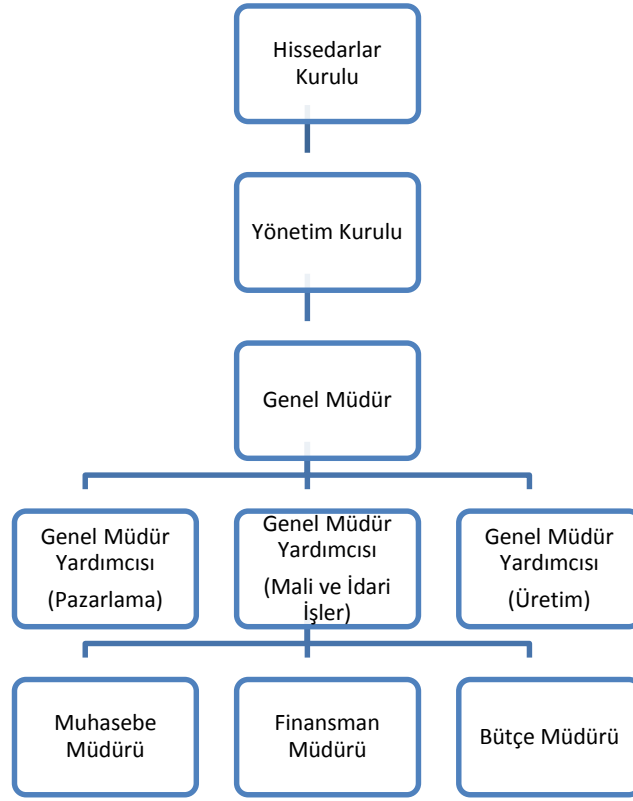
Kurumsal yönetim söyleminin, yönetim kurullarıyla ilgili daha fazla önemsedığı konu bağımsız üye sayısıdır. Bağımsız üye bulundurmanın önemli gerekçesi, küçük hissedarların büyük ortağa karşı korunması sorunu ve bunun çaresi olarak yönetim kurullarında bağımsız üye bulundurulması olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurumsal yönetim yazını, şirketin yönetim kurullarına birbirleriyle iç içe geçmiş üç ana işlev sunmaktadır (Üsdiken ve Öktem, 2008):

- Denetleme,
- Danışmanlık,
- Kaynak sağlama.

Yönetim kurulları işletme üst yönetimini hissedarlar adına kontrol etmenin yanı sıra strateji oluşturulması, üst yönetimi yönlendirme ve işletme için kritik kaynakları temin etme görevlerini de yerine getirmektedir (Johnson ve diğerleri, 1996'dan aktaran: Kula ve Mühsürler, 2003: 18).

Hemen hemen her ülkede şirketler yönetim kuruluna sahiptir. Çoğu şirketlerin tüzüğü pay sahiplerinin yönetim kurulunu seçmesini istemektedir. Seçilen yönetim kurulunun görevi, Chief Executive Officer-İcra Kurulu Başkanı/genel müdür yani üst yöneticiyi tayin etmek, CEO'yu ödüllendirmek, yöneticileri izlemek, şirketle ilgili önemli hususlarda oy kullanmak vb. eylemleri gerçekleştirmektir. Tüm bu eylemler hissedar değerini maksimum yapmak için gerekli olmaktadır (Denis ve McConnell, 2001: 2).

Şekil 6: Yönetim Kurulu'nun Organizasyon Şeması Üzerindeki Yeri



Kaynak: Karpuzoğlu, 2010: 75'ten uyarlanmıştır.

Şekil 6'da yönetim kurulunun organizasyon şemasında bulunduğu yer gösterilmektedir. Yönetim Kurulu, Hissedarlar Kurulu'na bağlı olarak görev yapmakta, Genel Müdür'ün, dolayısıyla şirketteki tüm pozisyonların üstünde yer almaktadır.

1.5.1.2. Yönetici Ücretleri ve Teşvik Sistemleri

Pay sahipleri yöneticilerden kendi gelirlerini maksimize edecek faaliyetler beklerken aynı zamanda yöneticiler de kendi gelirlerini artıracak faaliyetler arayışına girmektedir. Bu nedenle pay sahibinin istekleri ile yöneticilerin isteklerini bağdaştıracak teşvik sistemleri oluşturulmaktadır.

Pay sahipleri, yöneticilerden işletme kaynaklarını verimli kullanmalarını ve tatmin edici bir kâr sağlamalarını beklemektedir. Buna karşılık olarak, yöneticiler de işletme sahiplerinden tatminkâr bir ücret ve performanslarını ödüllendirecek bir teşvik sistemi beklemektedir. Hissedar ve yöneticiler arasında tatmin edici bir ücret ve teşvik mekanizması sağlanması işletmede oluşması muhtemel olan çıkar çatışmalarını

önleyecektir. Bu ücret ve teşviklerin etkin bir şekilde kullanılması üst yönetimin kararlarını istedikleri şekilde kullanmasına yol açmaktadır. Kısaca, yöneticilerin ücret ve teşvik sistemleri pay sahiplerinin amaç ve çıkarlarına hizmet edecek faaliyetlerle ilgili olursa üst yönetimde kendi çıkarlarını gerçekleştirmeyi sağlayacak bu faaliyetleri ve kararları kolaylıkla verebilecek ve bu durumda pay sahiplerinin çıkarlarına uygun hizmet vermiş olacaklardır.

Jensen ve Murphy (1990:4)'ye göre yönetim kurulunun en kritik rollerinden biri pay sahiplerinin isteklerini CEO/genel müdürün istekleriyle bağdaştıracak teşvik sistemleri oluşturmalarıdır. Ancak bu zor bir iş değildir. Yönetim kurulu uygulayacağı üç temel politika ile CEO'nun şirket gelirini maksimize etmesini sağlayabilmektedir (Jensen ve Murphy (1990:4):

- Yönetim kurulu, CEO'ların şirket hisselerinin önemli bir kısmına sahip olmalarını sağlayabilir.
- Maaş, prim ve hissedenden verilen paylar üstün performansa bağlı olarak ödüllendirilebilir, kötü performansa bağlı olarak da büyük cezalar uygulanabilir.
- Kötü performanstan kaynaklanan işten çıkarma tehditleri gerçeğe dönüştürülebilir.

Bunun yanı sıra yönetici ücretlerinin performansa bağlı olarak değerlendirilmesini yöneticiler bir risk olarak algılayabilmektedir.

1.5.1.3. Hâkim Hissedar

Şirket içi kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri de sahiplik yapısıdır. Sahiplik yapıları farklı açılardan ele alınabilmektedir. Kıyılar ve Belen (2006) bu ayrımı halka açık veya kapalı, devlet sahipliği veya özel sahiplik, yerli ve yabancı sahiplik, yönetsel sahiplik, kurumsal sahiplik ve blok sahipliği şeklinde yapmaktadır.

Ferrarini ve diğerleri (2003) pay sahipliğinin dağınık olduğu diğer bir ifadeyle kontrolün bir ya da birkaç pay sahibinin elinde olmadığı ortaklıklarda hakim hissedar grubundan söz etmenin zor olduğunu ve bu noktada pay sahiplerinin denetim eksikliğinin ortaya çıktığını, denetim eksikliğinin olduğu bu firmalarda ise yöneticilerin alınacak

kararlarda kendi menfaatlerini ön plana çıkarabildiğini öne sürmektedirler. Bu nedenle pay sahipliğinin dağılık olduğu ortaklıklarda yöneticileri, kendi menfaatlerinden ziyade pay sahiplerinin menfaatleri için hareket etmeye yöneltecek teşvik mekanizmalarına ihtiyaç olduğunu ileri sürmektedirler.

Blok pay sahipliğinin bulunduğu diğer bir ifadeyle, ortaklıkta kontrolün bir ya da birkaç hakim ortağın elinde olduğu ortaklık yapılarında pay sahiplerinin yöneticiler üzerindeki hakimiyeti daha etkin olmaktadır. Bu ortaklık yapısında, hakim ortak yöneticilerin işletmeyle ilgili faaliyetlerinin denetimini daha istekli yapmaktadır. Bu da ileride bahsedeceğimiz vekalet maliyetlerini azaltmaktadır. Dağılık pay sahipliğinin olduğu ortaklıklarda, böyle bir durum söz konusu olmayıp yöneticileri pay sahiplerinin menfaatleri gereği harekete geçirmek için teşvik mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır.

1.5.1.4. En İyi Uygulama Kodları

En iyi uygulama kodları, yakın zamanlarda ortaya çıkmış bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. “Fremond ve Capaul’a göre en iyi uygulama kodları mevcut yasal mevzuata ilişkin ve kurumsal çatıyı tamamlayan yararlı bir araçtır. Bu kodlar, kurumsal sorumluluk anlamında kendilerini rakiplerinden ayırt etmek isteyen şirketlerce yayımlanır” (Kula, 2006: 39).

1.5.1.5. Yatırımcı İlişkileri

“Şirketle ilgili bilgilerin şirketten finansal çevreye, analistlere, yatırımcılara ve potansiyel yatırımcılara iletilmesidir” (Tortu ve Yeşilören, t.y: 11).

Yatırımcı ilişkilerinde, yatırımcı toplantıları önemli bir rol oynamaktadır. Ancak toplantılardaki bilginin tüm yatırımcılara duyurulması vasıtasıyla, kimsenin bu bilgiyi kullanıp haksız kazanç elde etmesine müsaade edilmemesi önemli bir nokta olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.5.2. Şirket Dışı Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları

Şirket dışı kurumsal yönetişim mekanizmaları, kaynağı firma dışında olan ancak işletmeyi etkileyebilecek güce sahip, işletmenin kendi iradesi dışında gelişen yönetim mekanizmaları olarak tanımlanmaktadır.

1.5.2.1. Kontrolü Ele Geçirme

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde işletmeler arası birleşmeler ve satın almalar yaygın olarak görülmektedir. İşletmelerin satın alınmasında alıcıları teşvik eden en önemli neden finansal zorluklar içinde faaliyetine devam etmek zorunda olan işletmelerin satın alınması ve yeniden yapılandırılarak, belli bir zaman sonra iyi bir fiyata satılması olarak görülmektedir. Bu şekilde alınan bir işletme belli bir zaman sonra daha iyi bir fiyata satılarak iyi bir kâr getirebilmektedir.

Farinha (2003: 14-15) küçük yatırımcıların işletme yönetimini zaman zaman denetleme eğiliminde olmayabileceğini ve bu problemin şirket alma tehditleriyle giderilebileceğini açıklamaktadır. Farinha (2003)'ya göre yönetimin verimsiz olması ve düzgün çalışmaması durumunda, başka bir firma o işletmeyi düşük bir fiyattan alıp, iyi bir şekilde yönetip, yüksek fiyattan satabilmektedir.

İçsel mekanizmalar yeterince verimli çalışmadığında, yani firmanın piyasa değeri ile potansiyel değeri arasında önemli derecede negatif fark oluştuğunda dışarıdaki kesimler için firmanın kontrolünü ele geçirmeye yönelik bir teşvik oluşmaktadır (Öztürkçü, 2012).

Firmaların kontrolünün el değiştirmesi, yöneticilerin işlerini kaybetmeleriyle sonuçlanabilmektedir. İşletmenin üst düzey yöneticileri böyle bir durumla karşılaşmak istememektedir. Bu durumu önlemenin en iyi yolu işletmede uzun dönem rekabet üstünlüğü elde ederek işletmenin yaşamını devam ettirebilmesini sağlamaktır. Bu noktada üst düzey yöneticilere düşen görev ise işletmeyi iyi bir şekilde yönetmektir. Bu şekilde, satın alma tehditleri azalmakta ve üst düzey yöneticilerin de işini kaybetme riski daha düşük olmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2010).

1.5.2.2. Yasal/ Düzenleyici Uygulamalar

Shleifer ve Vishny (1997) bir ülkenin yasalarının yatırımcı haklarını ne kadar korumakta olduğu ve bu yasaların ne kadar güçlendirildiğinin, o ülkedeki kurumsal yönetim ve firma finansmanının geliştirilmesinde en önemli belirleyici olduğunu söylemektedirler. Bu nedenle, bir ülkede var olan yasaların yatırımcıların haklarını ne kadar koruduğu önemli bir noktadır. Şirket sözleşmelerinde sadece kurucu kişinin kendi haklarını gözetip diğer çıkar gruplarını kendi haklarından sonra şekillendirmesine, diğer

paydaşların haklarını görmezden gelmesine yasalar izin vermemektedir. Her işletme, şirket sözleşmesini yasaların öngördüğü şekilde düzenlemek zorundadır.

1.5.2.3. Yönetici İş Gücü (Emek) Piyasası

Yönetici iş gücü (emek) piyasasında temel fikir, her yöneticinin hizmetlerini sunacağı bir pazar olduğudur. Bu pazarda, başarılı yöneticiler hiçbir zaman işsiz kalmamakta, başarısız yöneticilere ise talep olmamakta ve iş bulmakta zorluk çekmektedirler. Yöneticilerin bu pazarda talebini canlı tutmalarının tek koşulu geçmişte gösterdiği yüksek performans olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle, yöneticiler buldukları işletmeyi iyi yönetmek ve yüksek performans göstermek zorunda kalmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2010).

Üst düzey yöneticilerin çevredeki değişiklikleri algılayıp kararlarını bu değişikliklere uygun olarak almaları önemlidir. Pfeffer (1997: 86)'e göre işletmelerin değişen çevre koşullarına uyum sağlayamamalarındaki sebep işe alım ve terfi politikaları gibi ödüllendirme sistemleridir. Bunlar, yöneticilerin sorumluluklarını artırmakla beraber önemli kararları alma süreçlerine yeni bakış açıları katabilecekleri yüksek pozisyonlara ilerlemeleri konusunda önemli gecikmelere neden olabilmektedir.

1.5.2.4. Aktif Hissedarlık

Aktif hissedarlığın temel amacı portföylerinde bulunan performansı zayıf olan şirketlere odaklanmak ve bu şirketlerin yönetimine daha yüksek performans elde etmeleri için baskı yapmak ve hissedar değerini arttırmaktır. Hissedar aktivizminin merkezi önemi ise hissedar önerilerinin hissedar-yönetici temsilci çatışmasını azaltması ve yöneticileri değer-arttırıcı politika izlemeye değer baskı uygulamasıdır (Karpoff ve diğerleri, 1996'dan aktaran: Kula,2006: 37).

1.5.2.5. Ürün Piyasası

“Eğer kurumsal yönetim yok ise; yönetsel israf ve etkin olmayan üretim, ürün piyasasına kötü performans olarak yansır. Kötü performans da en uç noktada iflasa neden olabilir” (Tortu ve Yeşilören, t.y: 12). Dolayısıyla bu mekanizma da ürün kalitesi ve verimlilik için büyük önem taşımaktadır.

1.6. Kurumsal Yönetişim Yaklaşımları

Şirket içinde veya dışında menfaat sahiplerinin şirketlerden beklentileri olduğu kadar bu beklentiler doğrultusunda ilişkiler kurulmakta ve şirket faaliyetlerine yön verilmektedir. Şirketlerde hangi menfaat sahibinin çıkarlarına öncelik verilmesi gerektiğine dair iki yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar, pay sahipleri yaklaşımı ve menfaat sahipleri yaklaşımıdır.

1.6.1. Pay Sahipleri Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, yöneticiler sadece şirketin pay sahiplerine karşı sorumlu olmakla beraber yöneticilerin temel amacı, şirketin kârlılığını ve pay sahiplerinin gelirlerini arttırmaktır.

Bu yaklaşıma göre, şirketi kuran, şirkete sermaye sağlayan ve kâr elde etmek için riske giren pay sahipleri olduğu için öncelikli olarak pay sahiplerinin çıkarının gözetilmesi gerekmektedir. Yöneticilerin, pay sahiplerine karşı sorumlu olduğu ve bu sorumluluklarını da pay sahiplerinin istediği şekilde şirketlerini yönetmek olarak yerine getirmesi gerektiği pay sahipleri yaklaşımının temelini oluşturmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2010).

1.6.2. Menfaat Sahipleri Yaklaşımı

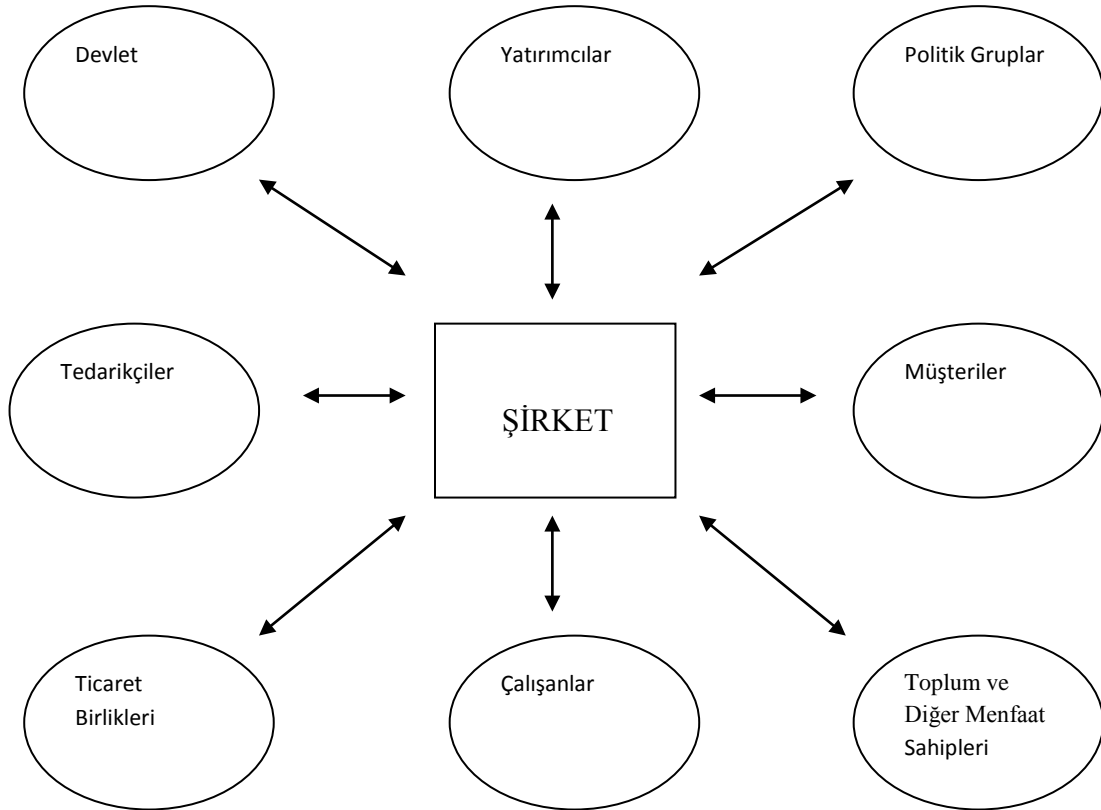
Bu yaklaşıma göre, işletmeler toplum içinde yer aldıkları için sadece pay sahiplerinin çıkarlarına odaklanmamalı aynı zamanda işletmenin topluma fayda sağlayacak amaçlar edinmesi gerekmektedir (Saint, 2005: 28). Saint (2005)'e göre pay sahipleri yaklaşımı sadece kâr düşüncesinden hareketle kâr maksimizasyonunu amaçlarken, sosyal sorumluluğun gelişmesi ve desteklenmesi de menfaat sahipleri yaklaşımında yer almaktadır.

Menfaat sahipleri yaklaşımı ilk defa 1963 yılında Standford Araştırma Enstitüsü (SRI) tarafından “organizasyonların oluşturulmasını ve yaratılmasını sağlayan gruplar” olarak tanımlanmıştır. SRI'nın araştırma sonucuna göre, menfaat sahipleri kavramının içerisinde pay sahipleri, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, kredi veren kuruluşlar ve toplum yer almaktadır. Bu çalışmanın iddiasına göre, şirketlerin uzun süre hayatta kalabilmeleri ve hedeflerine ulaşabilmeleri için bu grupların desteğinin alınması gerekmektedir. Daha sonra R. Edward Freeman menfaat sahiplerini “organizasyonun

amaçlarına ulaşabilmesi için etkilediği veya etkilendiği grup veya bireyler” olarak daha geniş bir tanım getirmiştir (Lepineux, 2004: 2).

Şirketlerin faaliyetleri birçok kesimi etkilemekte ve kendileri dışında diğer sektörlerin de gelişmesine katkı sağlamaktadır. Bu yaklaşım sadece pay sahiplerinin değil, tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarına hizmet edilmesi gerektiğini savunmaktadır. Pay sahipleri yaklaşımında, şirkete sermaye sağlayanların çıkarları öncelikli konuyu oluştururken, menfaat sahipleri yaklaşımında tüm menfaat sahiplerinin çıkarları gözetilmekte ve topluma fayda sağlanması amaç edinilmektedir. Şekil 7’ de şirketin menfaat sahipleri herhangi bir sıra gözetilmeksizin gösterilmektedir.

Şekil 7: Şirketlerin Menfaat Sahipleri



Kaynak: Donaldson ve Preston, 1995: 69’ dan uyarlanmıştır.

1.7. Türkiye’de Kurumsal Yönetişim

Erdönmez (2003: 44) Türkiye’de kurumsal yönetişim alanında uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizler ile Amerika’da meydana gelen firma iflasları

sonrasında dünyadaki gelişmelerin dışında kalmamak ve sermaye piyasalarının, ekonomik kalkınmaya olan katkısının artırılmasını sağlamak amacıyla bir takım düzenlemelerin gerçekleştirildiğinden bahsetmektedir.

Menteş (2008: 117) Türkiye’de kurumsal yönetişimin gelişimini yabancı yatırıma olan ihtiyaç, bankacılık sisteminde yapılan reformlar sayesinde kamu veya grup şirket bankalarından kolay kredi imkânlarının kısıtlanması, kırılan makroekonomik yapının krizlere açık olması gibi faktörlere bağlamaktadır.

Türkiye’nin kurumsal yönetişim alanında erken davranan ülkeler arasında yer aldığı görülmektedir. TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından hazırlanan en iyi uygulama kodu 2002 yılında yayınlanmıştır. Ardından 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır. Aynı yıl TÜSİAD’ın öncülüğüyle Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) kurulmuştur.

Türkiye’yi kurumsal yönetişim açısından farklı kılan özelliklerden biri şirketlerin mülkiyet yapılarıdır. Türkiye’de şirketlerin büyük bir çoğunluğu aile şirketlerinden oluşmaktadır ve bu şirketlerin halka açıklık oranları düşüktür. Ayrıca Türkiye’de şirketler her ne kadar halka açık olsa da şirketlerdeki çoğu gelişme hakkında kamu bilgilendirilmemektedir. Ayrıca Türk yasalarının, hissedar haklarını ve azınlık hissedarlarının haklarının korunması açısından yetersiz olduğu düşünülmektedir (Menteş, 2008).

TÜSİAD, Türkiye’de kurumsal yönetişimin gelişmesine katkısı olan öncü kuruluşlardan birisidir. Bu doğrultuda OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini 2000 yılında Türkçeye çevirmiştir. 2002 yılında “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”ni yayınlamıştır. Bu çalışma, “kurumsal anayasa” anlayışı çerçevesinde, kurumsal yönetimin şirketlerde oluşması için gerekli olan ana ilkeler ışığında, kurumsal yönetim yerleşmesi ve iyi bir şekilde uygulanması için en büyük sorumluluğa sahip olan yönetim kurullarının oluşumu, bağımsızlığı ve gündemleri gibi konular üzerine odaklanmaktadır.

Yaşanan uluslararası finansal krizlerin ve şirket skandallarının arkasında yatan en önemli nedenlerden birinin, kamunun ve özel sektörün kurumsal yönetim politikalarının yetersiz olduğu görüşüne dikkat çeken SPK, 2003 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerini

yayınlanmıştır. 2004 yılında SPK'nın Uyum Beyanı düzenlemesi ile halka açık şirketler, bu ilkelere ne ölçüde uydukları veya uymadıkları konusunda gerekçelerinin neler olduğunu faaliyet raporlarında açıklamakla yükümlü tutulmuşlardır. “Uy ya da açıkla” olarak adlandırılan bu yaklaşım, halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama konusunda teşviki açısından önemli bir gelişme olarak algılanmaktadır (Cefakar, 2010: 36).

SPK, 2005 yılında ilkelerinde bir değişiklik yapmış ve firmada bulunan üst düzey yöneticilerin ücret vb. adlar altında firmadan aldıkları menfaatleri açıklamalarının gerekliliğinin yanı sıra, firma ortaklarına genel kurulda bu konu hakkında öneride bulunma hakkı getirmiştir. Bunlara ilave olarak kurumsal yönetim ilkelerinin tamamen yerleştirilmesi amacıyla SPK tarafından çıkarılmış olan Lisanslama Tebliği mucibince 2006 tarihine kadar tüm sermaye piyasası çalışanlarının ilgili sınavlara girerek lisanslanması sürecinde Lisanslama Sınavlarına İlişkin Alt Konu Başlıklarına bir de “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı” ilave edilmiştir (Berezneak, 2007).

SPK, 2008 yılında “Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ” yayınlamıştır. Bu tebliğe göre, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi, ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi'nde yer alan ilkelere uyumun derecelendirilmesi faaliyetleri olarak tanımlanmaktadır. Aynı zamanda SPK, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekte olan firmaların kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili uygulamalarını “Kurumsal Yönetim Raporu”yla açıklamaktadır. Bu amaçla SPK, kurumsal yönetim uygulamalarının hangi safhada olduğunu öğrenebilmek için kurumsal yönetim uygulama anketi yapmaktadır (Karabıyık, 2011).

SPK, 2011 yılında kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine ve uygulanmasına ilişkin bir tebliğ yayınlamıştır. Söz konusu tebliğ ile Kurumsal Yönetim İlkeleri Kurul İlke Kararı niteliğinde bir düzenleme olmaktan çıkarılmıştır. Ayrıca tebliğ ile payları İMKB'de işlem gören şirketlerden İMKB 30 Endeksine dâhil olan, ancak bankacılık konusunda faaliyet göstermeyen halka açık anonim ortaklıklar için seçilmiş belirli ilkelere uyma zorunluluğu getirilmiştir. Payları İMKB'de işlem gören şirketlerden İMKB 30 Endeksine dâhil olmayan ortaklıklar için ise “uygula-uygulayamıyorsan açıkla” yönündeki yaklaşım Tebliğ'de korunmuştur (SPK, 2011).

TKYD, Kurumsal Yönetim anlayışının Türkiye’de şirketler arasında yaygınlaşmasını sağlamak, gelişimine katkıda bulunmak ve en iyi uygulamaları hayata geçirmek için 2003 yılında kurulmuş ve faaliyetlerine hala devam etmektedir. Derneğin amacı, Türkiye Cumhuriyeti Anayasasının ve kanunların öngördüğü esaslara uygun olarak kamu ve özel kuruluşlara Kurumsal Yönetim konusundaki çalışmalarını aktarmak, ülkemizdeki kurumların Kurumsal Yönetim İlkelerine uygun olarak yönetilmelerini sağlamaktır.

1.8. İcra Kurulu Başkanı

Uluslararası yönetim sistemleri anlamında Chief Executive Officer olarak adlandırılan CEO, Türkçeye İcra Kurulu Başkanı olarak çevrilmiştir. CEO’lar şirket ana sözleşmesinde belirtilen uygulamanın en üst noktasında sorumlu olan kişilerdir. Şirket yapısında CEO yoksa aynı görevi genel müdür yerine getirmektedir. İcra Kurulu Başkanı, yönetim kuruluna bağlı olarak görev yapmakta ve yaptığı faaliyetlerden ötürü yönetim kuruluna hesap vermektedir (TÜSİAD, 2002).

Firmanın başarı veya başarısızlıklarından sorumlu tutulan kişiler CEO’lardır. CEO’ların başarı ve başarısızlıkları firmaların başarı ve başarısızlıkları olarak yorumlanmaktadır. CEO’lar firmada tam yetkiye sahip son kararı veren kişilerdir (Büker, 2006).

Avrupalı ve ABD’li şirketler CEO’ları genel müdürün üstü, yönetim kurulunun altı bir yönetici olarak tanımlamaktadırlar. “CEO vizyon ve strateji geliştirme sorumluluğu taşıyan, başka bir deyişle “insan-strateji-değerler” den oluşan üçgeni en iyi şekilde kuran ve yönetmesi beklenen bir mercidir” (Bilaloğlu, 2008: 17).

CEO’nun tek işi firmanın kârını arttırmak olarak görülmektedir. Oysaki CEO aynı zamanda kuruluşun itibarını yüklenen ve yükselten kişidir. CEO’lar sadece yönetim kuruluna karşı sorumlu değildir. Aynı zamanda hissedarlara, çalışanlara, müşterilere, sendikalara, basına, tedarikçilere, kamuoyuna, sivil toplum örgütlerine, devlete, bakanlıklara vs. sorumludurlar. CEO’nun en önemli görevlerinden biri de iç ve dış iletişimi doğru kurmak, mesajları zamanında, yerinde ve akılda kalacak şekilde ulaştırılması gereken yere iletmektir. CEO’nun bir diğer görevi de kaynak yaratmak, yaratılan bu kaynakları doğru kullanmak ve kullanılmasını sağlamaktır (Yenimol, 2014).

CEO, şirketin geleceğini planlarken her türlü kaynağı akılcı ve verimli bir şekilde kullanan, şirketini gelişmelere göre şekillendiren ve şirketin başarı ve başarısızlıklarından birinci derece sorumlu olan kişi olarak tanımlanabilmektedir.

Tablo 2: CEO'nun Özellikleri

CEO'nun Özellikleri	
1. Kendilerine duydukları güven	12. Gerektiğinde tiyatral olmak
2. Davranışlarını kontrol altında tutmak	13. Ayrıntılara odaklanmış olmak
3. Azimli olmak	14. İşinde iyi ve liderliğe istekli olmak
4. Sürekli olarak kendini geliştirmek	15. Ekip insanları için savaşçı olmak
5. Dürüst ve etik olmak	16. Hataları kabul etmek
6. Konuşmadan önce düşünmek	17. Dosdoğru olmak
7. Özgün olmak	18. Kibar olmak
8. Alçakgönüllü olmak	19. Meraklı olmak
9. Tarzının farkında olmak	20. Rekabetçi olmak
10. Cesur olmak	21. Esnek olmak
11. Mizah duygusuna sahip olmak	22. İyi bir öykü anlatıcısı olmak

Kaynak: Bilaloğlu, 2008'den uyarlanmıştır.

CEO görevinin mevzuat ve yetki, görev ve sorumlulukları belirtilmiş bir görev olmadığı, bu kavramın uygulamanın getirdiği bir kavram olarak kabul edildiği ve kavramın hukuki karşılığının “murahhas üye” (managing director) olarak ele alındığı görülmektedir.

Murahhas üye kavramı ise, yönetim kurulu üyeliği ile yöneticilik kavramını birleştiren bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Yönetim kurulu kendi içinden bir üyeyi murahhas üye olarak görevlendirmekte ve istediği zaman bu yetkiyi geri alabilmektedir. Yönetim kurulu, murahhas üyenin görevine son verse dahi murahhas üye aynı zamanda bir yönetici olarak da görev yapmakta ise bu görev son bulmamaktadır (Özdoğan-Yılmaz, 2009).

Murahhas üye, bir işletmeyi bir bütün olarak veya belli konularda temsil edebilen, işletmenin yönetiminde daha aktif rol oynayan yönetim kurulu üyesi olarak tanımlanmaktadır (muhasabaturk.org). Dolayısıyla murahhas üye de aslında bir yönetim kurulu üyesidir.

CEO'nun organizasyon üzerinde önemli bir etkisi olduğu düşünülmektedir. CEO, üstlendiği rol ve sergilediği davranışlar ile şirkette çalışanları etkilemektedir.

Hart ve Quinn'e göre CEO vizyon kurucu, motivasyonu sağlayan, analiz yapabilen ve görevinin üstesinden başarıyla gelen kişidir (Hart and Quinn, 1993'den aktaran: Bilaloğlu, 2008: 20).

CEO'nun temel görevi strateji ve vizyon oluşturmak, işletmenin gideceği yönü belirlemektir. Pazarlama, satış, finans, insan kaynakları, strateji belirleme gibi birçok görev CEO'lar tarafından yerine getirilmektedir. CEO'lar işletmenin gideceği yönü belirleyen kişilerdir (Bilaloğlu, 2008).

FTI Yatırım Danışmanlık tarafından 37 ülkede 358 portföy yöneticisi ve analist üzerinde yapılan bir çalışmanın sonuçlarına göre yatırımcıların da en çok CEO'dan etkilendiği ortaya konulmaktadır. Katılımcıların %39'u CEO'nun itibarına bakarak hisselerini satma kararı almakta, %15'i CEO itibarına bakarak hisse senedi almaya karar vermektedir. Özer'e göre yatırımcılar, %63 oranında CEO'nun geçmiş performans ve siciline, %18 sektör tecrübesine, %10'u şöhretine, %4'ü şirketteki tecrübesine, %3'ü benzer bir başka şirketteki tecrübesine bakmaktadır. (Özer, t.y). Amerika'da yapılan bir araştırmanın sonucuna göre, bir CEO'nun itibarı, şirketin kamuoyunda ve iş çevrelerinde hatta borsadaki itibarının %47 – 49'unu oluşturmaktadır (Yenimol, 2014).

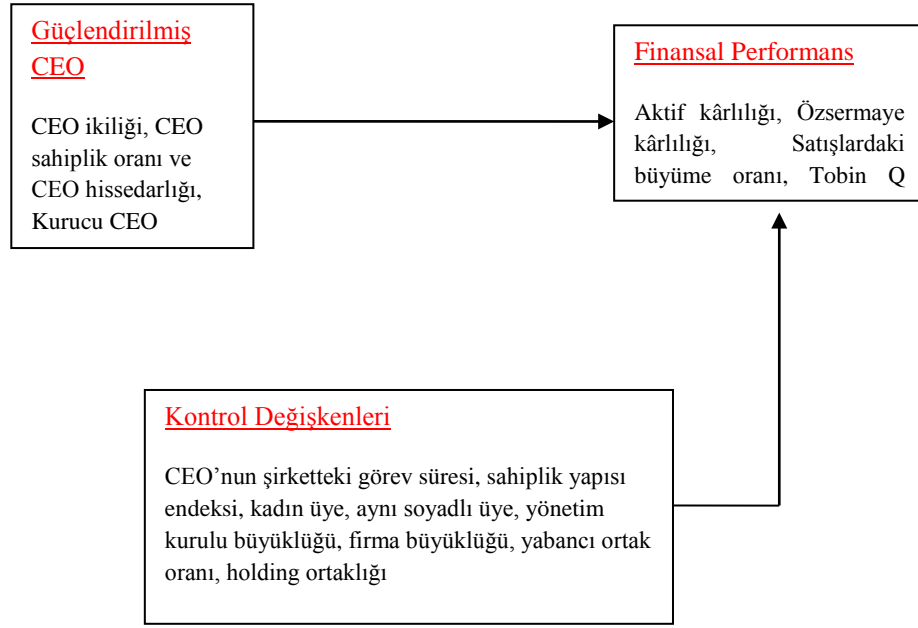
1.9. Güçlendirilmiş CEO

CEO güçlendirme CEO'ya sunulan hakların artırılması, yetki alanının genişletilmesi olarak tanımlanabilmektedir. CEO güçlendirmeye ilgili temsil ve vekâlet teorisi olmak üzere iki teori karşımıza çıkmaktadır. Kim ve Lu (2010)'ya göre temsil kuramı CEO güçlendirmeyi desteklemektedir. Temsil teorisine göre, yöneticiler hissedarlar adına onların çıkarlarını arttırmak için kendi çıkarlarını düşünmeden çalışmaktadırlar. Güçlendirmenin CEO'lara daha fazla yetki verilerek onların görevlerini kötüye kullanmalarını engellediğini ve bu şekilde vekâlet maliyetlerinin de azalacağını vurgulanmaktadır (Janson ve Rao, 1997). Diğer bir ifadeyle, temsil teorisi daha az CEO güçlendirmesinin vekâlet maliyetlerini arttırdığını savunmaktadır. Temsil teorisine karşılık vekâlet teorisi CEO güçlendirmeyi desteklememektedir. Bu teoriye göre yöneticilerin görevlerini bağımsız bir şekilde yerine getirebilmesi için yetki alanının genişletilmemesi gerekmektedir (Nicholson ve Kiel, 2003). Araştırmaların büyük bir kısmı CEO güçlendirmesinin kurumsal verimlilik ve CEO sahipliği arasında olumlu bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir (Chafik ve Younes, 2012: 56).

Feng ve diğeri (t.y.) CEO güçlendirmesi ile kurumsal karar alma arasındaki ilişkiyi araştırmış ve güçlendirilmiş CEO'nun kurumsal politikaların önemli bir belirleyicisi olduğu sonucuna varmışlardır.

Taleb ve El Ghourabi (2013), 2008 yılı için 45 Tunus firması üzerinde pay sahiplerinin güçlendirilmiş CEO'lar ile ilişkisini değerlendirmişler ve güçlendirme konusunu dikkate alan CEO'ların çalışanlara daha uygun koşullar sağlayabileceğini, çalışanların memnun olmasına fayda sağlayacağını ve pay sahiplerinin çıkarları için güçlendirilmiş CEO'ların daha fazla hizmet edeceğini özetlemektedirler. Berger ve diğeri (1997), güçlendirilmiş yöneticiler ile firmaların sermaye yapıları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Güçlendirilmiş CEO'ların daha az sermaye kaldıraç yapılarını kullandıklarını bulmuşlardır. Shivdasani (1993), dışarıdan büyük pay sahibi olan yöneticilerin ve dışarıdan hissedarların CEO'nun güçlendirilmesini azaltacağını vurgulamaktadır. Conyon ve He (2004), süpervizörlerin (tazminat komitesi üyeleri) pay sahibi olmasının vekâlet çerçevesinde potansiyel CEO güçlendirmesini azaltacağını vurgulamaktadır. Bu varsayımına göre CEO tazminatı, tazminat komitesi üyelerinin hisselerinin azalan bir fonksiyonudur. CEO'lar tazminat riskini azaltmak için daha düşük teşvikler istemektedirler. Önemli hissedarlığı olan tazminat komiteleri güçlendirmeyi azaltabilmek için daha fazla çaba gösterecektir. Bu nedenle Conyon ve He (2004), CEO teşviklerinin daha fazla olmasını beklemektedirler. Yazarlar, çalışmalarında yönetsel güç için çok az destek bulmuşlardır. Özellikle tazminat komitesinin üyeleri olan diğer şirketlerin CEO'ları ve yöneticilerinin CEO tazminat düzeyi veya sermaye teşvikleri yapısı üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığını bulmuşlardır.

Adams ve diğeri (2005), güçlü CEO'ların kurumsal performans üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bunu yaparken kararları şekillendiren CEO yeteneklerinin firma performansını nasıl etkileyeceğine odaklanmışlardır. Güçlü CEO'lar tarafından yönetilen hisse senedi getirilerinin firma için daha değerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Onların bulgularına göre güçlendirilmiş CEO'lar firmanın finansal performansını iyileştirmektedir. Yapılan literatür taraması sonucu Şekil 8'deki araştırma modeli geliştirilmiştir.



Şekil 8: Araştırmanın Modeli

1.9.1. CEO İkiliği

Yönetim kurulu liderliği, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmaması ile tanımlanmaktadır. Bu anlamda ikilik (duality), bir yöneticinin hem CEO/ Genel Müdür (Chief Executive Officer/General Manager) hem de yönetim kurulu başkanlığı (chairperson) pozisyonlarını aynı ayda bulundurması olarak tanımlanabilmektedir.

Yönetim kurulunun bağımsızlığı için temel bir endişe CEO ve yönetim kurulu başkanlığı görevinin nasıl yapılandırılacağıdır. İlk seçenek, CEO ve yönetim kurulu başkanlığı görevi tek bir kişinin elinde toplanmaktadır. İkinci seçenek ise, CEO ve yönetim kurulu başkanı bir CEO ve bir de yönetim kurulu başkanı olmak üzere farklı kişilerden oluşmaktadır (Dalton ve Dalton, 2011: 407). Jensen ve Meckling (1976)'e göre CEO ikiliği CEO güçlendirme potansiyelini arttıran bir uygulamadır. Dedman (2000)'a göre CEO ve başkanlık rollerinin ayrılması CEO'nun güçlenmesini azaltmaktadır.

Yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO/genel müdür olması ile ilgili yapılmış olan çalışmalara baktığımızda vekâlet ve temsil teorisi olmak üzere iki teori karşımıza çıkmaktadır. Vekâlet teorisine göre, CEO ikiliği kurumsal güç dağılımında dengesizlik yaratmaktadır (Eisenhardt, 1989). Vekâlet teorisi, firmada ikilik uygulamasının

varlığının, CEO'yu ya da genel müdürü denetlemenin daha zor hale getireceğini ve dolayısıyla firma performansını olumsuz yönde etkileyeceğini savunmaktadır.

Vekâlet teorisinin tam tersi olarak temsil teorisi, ikiliği firma performansını arttıran bir uygulama olarak görmektedir. Temsil teorisine göre ikiliğin varlığı güçlü bir liderlik yapısı sağlamakta ve böylece daha etkili ve hızlı karar alma süreçlerinin sağlanmış olacağını öne sürmektedir (Donaldson ve Davis, 1991).

Dalton ve Kesner (1987)'a göre CEO ikiliği, CEO'nun yetki alanını arttırmaktadır. Yetki alanı artınca da yönetim kurulunun izleme etkinliğini azaltmaktadır. TÜSİAD (2002)'a göre icra başkanı yönetim kuruluna bağlı olarak görev yapmaktadır ve şirketin faaliyetleriyle ilgili olarak yönetim kuruluna hesap vermektedir. Şirketin ve bireylerin performanslarının objektif olarak değerlendirilebilmesi için yönetim kurulu başkanı ve icra başkanının mutlaka ayrı kişilerden oluşması gerekmektedir. Ancak bu şekilde olası çıkar çatışmaları önlenemekte ve şirketin ihtiyacı olan bağımsızlık görüşü getirilebilmektedir. İkilik ile ilgili olarak literatürde birbirinden farklı sonuçlar yer almaktadır. (Kaymak ve Bektaş, 2008: 552).

Donaldson ve Davis (1991), 337 ABD firmasını incelemiş, temsil teorisi ile tutarlı bir biçimde ikilik ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Jensen (1997: 48-49), Amerika'da şirketlerde CEO'ların aynı zamanda yönetim kurulu başkanlığı görevini yerine getirdiğini, yönetim kurulu başkanının esas görevinin yönetim kurulu toplantılarını yönetmek, işe alma, işten çıkarma ve değerlendirme sürecini denetlemek olduğunu özetlemektedir. Jensen (1997)'a göre CEO'ların bu görevleri kendi kişisel çıkarlarından bağımsız olarak yapmadığı açıkça görülmektedir ve bağımsız bir liderin yönetimi olmadan, yönetim kurulunun kritik fonksiyonları yerine getirmesi daha zor görünmektedir. Bu nedenle, yönetim kurulunun görevini etkin bir biçimde yerine getirmesi için CEO ve yönetim kurulu başkanının ayrı kişilerden oluşması gerekmektedir. Dolayısıyla vekâlet teorisinin varsayımları desteklenmektedir.

Kuan-Tan ve diğerleri (2001), CEO sahipliği ile firma performansını araştırdıkları çalışmalarında CEO ikilik yapısının karışık çevre şartları altında faydalı olabileceğini vurgulamaktadırlar. Fama ve Jensen (1983), çalışmalarında sahiplik ve kontrolün ayrı olduğu şirketlerin nasıl hayatta kaldığını araştırmakta ve ikilik uygulamasını

desteklememektedirler. Fama ve Jensen (1983)'a göre vekâlet teorisinin varsaydığı gibi ikilik durumu yönetim kurulunun CEO'yu bağımsız bir şekilde izlemesini tehlikeye sokmaktadır. Nicholson ve Kiel (2003), halka açık 348 Avustralya şirketleri üzerinde yaptığı çalışmalarında ikilik ve Tobin Q oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki elde etmişler ve temsil ya da vekâlet teorisinin tek başına kurumsal yönetim ile kurumsal performans arasındaki ilişkiyi açıklamada yetersiz kaldığını her bir teorisinin farklı koşullarda uygun olabileceğini savunmuşlardır.

Chen ve diğerleri (2008), Amerika firmalarını Avrupa'daki firmalarla karşılaştırdıklarında, Amerika'daki firmalarda ikilik uygulamasının (yaklaşık %80 oranında) daha çok var olduğunu ve çalışmalarının sonucu olarak firmaların ikilik uygulamasından ikilik olmayan yapıya döndüklerini ve sonuçların liderlik yapısında bir değişiklik yapıldıktan sonra CEO ikiliği ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki elde edemediklerini ayrıca çalışmalarının sonucunda ikilik uygulamasının olduğu firmalarda olmayanlara göre vekâlet maliyetlerinin daha fazla olmadığı sonucunu elde etmişlerdir.

Ujunwa ve diğerleri (2013), Nijerya'da yaptıkları araştırmalarının sonucuna göre, firmanın sahiplik yapısına bakılmaksızın vekâlet teorisi ile tutarlı bir biçimde CEO ikiliği ile firma performansı arasında olumsuz ilişki elde etmişlerdir.

Brickley ve diğerleri (1997), Amerika'da verisine ulaşabildikleri 661 şirketin liderlik yapısını araştırmış, ikiliğin faydasından daha çok maliyetinin olduğunu ve vekâlet teorisi ile tutarlı bir biçimde firma performansı ile ikilik arasında olumsuz bir ilişki bulduklarını özetlemektedirler.

Rechner ve Dalton Fortune 500'e kayıtlı 141 firma üzerinde yaptıkları çalışmanın sonuçlarına göre ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlar ve vekâlet teorisi ile tutarlı bir biçimde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir (Rechner ve Dalton, 1991'den aktaran: Yıldız ve Doğan, 2012: 355).

Rashid (2010), 825 Bangladeş firmasını incelemiş ve vekâlet teorisi ile tutarlı bir biçimde CEO ikiliği ve firma performansı arasında negatif sonuçlar elde etmiştir.

Aygün ve İç (2010), İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören 183 firmayı incelemiş ve yapılan analiz sonucunda vekâlet teorisi ile tutarlı biçimde ikiliğin olması halinde firmanın finansal performansının olumsuz etkileneceği sonucuna varmıştır.

Tian ve Lau (2001), Anglo-Amerikan Kurumsal Yönetim modelinden etkilenen halka açık 113 Çin şirketleri üzerinde yaptıkları araştırmada CEO ikiliği ve firma performansı arasında temsil teorisini destekler biçimde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

Braun ve Sharma (2007), aile kontrolü altında olan halk firmaları üzerinde firma performansı ve CEO ikiliği arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Firma performansı ve CEO ikiliği arasında anlamlı olmayan bir ilişki elde etmişlerdir. Çalışmalarının sonucuna göre, CEO ve başkanlık rollerinin tek kişide birleştirilmesi veya ayrılması firma performansını etkilememektedir. Ancak aile sahipliği düşük olduğunda CEO ve yönetim kurulu başkanlığı rollerinin ayrılması hissedar getirisi açısından faydalı olabilmektedir.

Moscu ve Moscu (2013), borsaya kayıtlı 62 Romen firmasını CEO ikiliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi anlayabilmek için incelemişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre, regresyon katsayılarının anlamsız çıkmasından dolayı CEO ikiliği ile firma performansı arasında hem pozitif hem de negatif ilişkinin olabileceğini bulmuşlardır.

Peng ve diğerleri (2007), Çin firmalarında CEO ikiliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve çalışmalarının sonucu olarak temsil teorisinin varsayımları desteklenmiştir. Diğer bir ifadeyle, CEO ikiliği ile firma performansı arasında pozitif ilişki elde etmişlerdir. Wu ve diğerleri (t.y.), vekâlet teorisi ile tutarlı bir biçimde CEO ikiliği ile firma performansı arasında negatif ve anlamlı ilişki elde etmişlerdir.

Yıldız ve Doğan (2012), 27 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarını incelemiş ve temsil teorisini ile tutarlı bir biçimde; yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda genel müdür olması halinin Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı firmalarının finansal performansını olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Kaymak ve Bektaş (2008)'a göre CEO ikiliği karar alma hızını arttırmakta ve dolayısıyla vekâlet maliyetlerini azaltmaktadır. Kaymak ve Bektaş (2008), 27 Türk bankasını inceledikleri çalışmada ikiliğin olduğu firmaların ikilik uygulamasının olmadığı

firmalara göre daha yüksek performans sergilediklerini ortaya koymaktadırlar. Onlara göre ikilik temsil teorisi ile tutarlı biçimde firma performansını olumlu yönde etkilemektedir.

Kula (2005), Türkiye bağlamında yaptığı araştırmasında yönetim kurulu başkanının ve CEO'nun iki ayrı kişi olduğu firmaların, bu iki rolün aynı kişide bulunduğu firmalara kıyasla daha yüksek performans sergilediklerini ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla vekâlet teorisinin varsayımları desteklenmektedir.

Selekler-Gökşen ve Karataş (2008), gelişmekte olan ülke Türkiye bağlamında yaptıkları çalışmalarında yöneticilerin en iyi şekilde firmaya hizmet etmek için çaba gösterdiklerini ifade ederek temsil teorisinin varsayımlarını desteklemektedirler.

12 farklı endüstride yer alan toplam 192 ABD verisini kullandığı çalışmasında Boyd hem vekâlet hem de temsil teorisini destekler sonuçlara ulaşmıştır. (Aygün ve İç, 2010). Adams ve diğerleri (2005), güçlü CEO'ların firma performansına etkisini inceledikleri araştırmalarında CEO ikilik durumunu dikkate almışlardır. CEO ikiliğinin firma kararları üzerinde daha etkin kararlar alınmasına yardımcı olacağını, bu nedenle temsil teorisi ile tutarlı bir biçimde performansı artıracığı sonucuna ulaşmışlardır.

Türkiye'de CEO ve yönetim kurulu başkanının görevlerinin birbirinden ayrıldığı görülmektedir. Bu çalışmadaki örneklem içerisinde yer alan bazı firmalarda tıpkı Anglo-Saxon modelinde olduğu gibi CEO'nun hem yönetim kuruluna başkanlık ettiği hem de icradan sorumlu olduğu görülmektedir. Bu çalışmada CEO ikiliği literatürde olduğu gibi CEO ve yönetim kurulu başkanlığı pozisyonlarının bir kişide bulunması olarak tanımlanmaktadır ve Türk firmalarında ikilik uygulamasının fazla olmaması göz önünde bulundurularak ilk hipotez geliştirilmiştir.

Hipotez 1: Türk firmalarında ikilik firma performansını olumsuz yönde etkilemektedir.

1.9.2. CEO Sahiplik Oranı ve CEO Hissedarlığı

Chafik ve Younes (2012: 57) CEO sahipliğini bir firmada CEO'ların sahip olduğu hisse yüzdesi olarak tanımlamaktadır. Sahiplik yapısının firmanın finansal performansı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu düşünülmektedir. Jensen ve Meckling (1976) firma değerinin sahiplik yapısının bir fonksiyonu olduğunu ve vekâlet teorisine göre CEO

sahipliğinin firma performansını arttırdığını vurgulamaktadır. Lin ve Fu (2009: 3) CEO sahiplik seviyesi sadece yönetici çabalarını etkilemediğini aynı zamanda firma performansı ve hisse senedi fiyatını da etkilediğini ileri sürmektedirler.

CEO sahiplik oranı ile CEO hissedarlığı, CEO'yu güçlendiren önemli mekanizmalar olarak görülmektedir. Temsil teorisine göre, CEO'nun hissedarlardan biri olması durumunda, CEO'nun şahsi zenginliğinin artması firma değeriyle ilişkilidir. Bu nedenle, CEO sahipliğinin firma performansını olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir (Coles ve diğerleri, 2001: 28). Diğer bir ifadeyle, hem vekâlet teorisi hem de temsil teorisi CEO sahipliğinin firma performansını olumlu yönde etkilediğini savunmaktadır.

Literatürde, CEO sahiplik oranının firmanın performansını arttırdığı yönünde daha fazla bulgular yer almaktadır. Griffith (1999), CEO sahiplik oranının firma performansı üzerinde önemli olduğu tezini incelemiş, CEO sahiplik oranının %0-15 arasında olduğunda Tobin Q'nun arttığını, %50' ye kadar arttığında azaldığını ve %50'nin üzerinde yeniden artmaya başladığını özetlemektedir. Diğer bir ifadeyle, çalışmanın sonucu olarak CEO sahipliğinin firma performansı üzerinde monoton olmayan önemli bir etkisi olduğunu gözlemlemiştir. Farooque ve diğerleri (2007), 660 Bangladeş firmasında sahiplik ve performans arasındaki ilişkiyi incelemişler ve CEO sahipliğinin firmanın performansı üzerinde olumlu etkisi olduğunu ancak CEO'nun görev süresi arttıkça performansın olumsuz etkilendiğini bulmuşlardır. Kuan-Tan ve diğerleri (2001), CEO sahipliğinin firma performansı üzerindeki etkisini araştırmışlar ve firma performansı ile CEO sahipliğinin karşılıklı olarak birbirini pozitif yönde etkilediği sonucuna varmışlardır.

Himmelberg ve diğerleri (1999), CEO sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Performans ölçüsü olarak Tobin Q'yu kullandıkları çalışmanın sonucuna göre Tobin Q ile CEO sahipliği arasında herhangi bir anlamlı ilişki elde edememişlerdir.

Tong (2007), firma performansı ve CEO sahiplik yüzdesini incelediği araştırmada optimalın aşağısında ve yukarısındaki sapmaların CEO sahipliğinin firma performansını önemli derecede azaltacağı sonucuna ulaşmıştır.

Bulan ve diğerleri (2007), 1992-2003 periyodu boyunca faaliyet gösteren 917 Amerika imalat firmalarını incelemiş ve CEO hisse sahipliğinin firma verimliliğini

arttırdığını ve bu firma verimliliğinin de kurumun finansal performansını arttırdığını bulmuşlardır.

Hallak (2011), CEO sahipliğinin firma üzerindeki etkisini Griffith'in bulgularını tekrar inceleyerek CEO sahipliği ile firma performansı arasında pozitif ve monoton bir ilişki bulmuştur. Lilienfeld-Toal ve Ruenzi (2013), CEO sahipliği ile borsa performansı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve yüksek CEO sahiplik oranının firmaya daha fazla getiri sağladığını ve daha güçlü performans sağladığını bulmuşlardır.

Griffith ve diğerleri (2002), CEO sahipliği ile banka performansı arasındaki ilişkiyi incelemişler, CEO sahipliğinin performansı ilk olarak arttırdığını, sonra azalttığını ve daha sonra tekrar arttığını ve CEO sahipliği ile performans arasında performans ölçüsü olarak MVA ve Q'yu kullandıklarında olumsuz bir ilişki, EVA'yı kullandıklarında ise doğrusal olmayan olumlu bir ilişki bulduklarını özetlemektedirler.

Pokharel (t.y.), Nepal firmaları üzerinde yaptığı araştırmada yönetici güçlendirmesi ve sermaye yapısı kararlarını incelemiştir. Özellikle, farklı CEO sahiplik seviyelerinde güçlendirme seviyesine odaklanmıştır ve CEO sahiplik oranının CEO güçlendirmesi üzerinde pozitif etkisinin olduğu sonucuna varmıştır.

Türkiye bağlamında sahip CEO'ların çoğunluğunun kurucu aileden olduğu görülmektedir. Kurucu aileden oluşan CEO sahipliğinin ise firma performansını artırması beklenildiğinden dolayı aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir.

Hipotez 2a: Türk firmalarında CEO sahiplik oranı firmanın finansal performansını arttırmaktadır.

Hipotez 2b: Türk firmalarında CEO'nun hissedarlığı firmanın finansal performansını arttırmaktadır.

1.9.3. CEO'nun Kurucu Aileden Olup Olmama Durumu

Selekler-Gökşen ve Karataş (2008: 136) Türkiye'de çoğu şirkette aile sahipliğinin baskın olduğunu, CEO'nun kurucu aileden olması durumunun CEO'nun firmadaki yerini daha da sağlamlaştırdığını ifade etmektedir. Literatürde CEO'nun firmayı kuran aileden olmasının firmanın performansını arttıracığı yönünde düşünceler bulunmaktadır.

Soriano ve Castrogiovanni CEO'ların bilgi ve tecrübelerinin firmaların performansı için çok önemli olduğunu ayrıca CEO'ların şirketin kurucusu olması halinde küçük firmalar için bu CEO'ların bilgi ve tecrübelerinin büyük firmalara oranla daha önemli olduğunu vurgulamaktadır. (Soriano ve Castrogiovanni 2012'den aktaran: Mattsson, 2013: 3).

Mattsson (2013), kurucu CEO'ların insan kaynaklarının KOBİ'ler üzerindeki etkisini ve bunun firma performansına yansımaları araştırmış ve kurucu CEO'ların iş tecrübeleri ve eğitimleri arasında bir fark olmaksızın firmalarının performansını negatif bir açıdan etkilemeyeceği ve firmanın devamlılığını sürdürmesi açısından önemli olduğu sonucuna ulaşmıştır. Anderson ve Reeb (2003), 500 Amerikan şirketinde aile üyelerinin kurucu olduğu firmalarla firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve aile firmalarının performansa olumlu etkisi olduğunu ayrıca kurucu aile üyesinin CEO olarak görev yapması ile aile dışından bir CEO'nun görev yapması durumunu karşılaştırmışlar ve kurucunun CEO olması durumunda performansın daha da iyi olacağını belirtmişlerdir.

Kongmanila ve Kimbara (2008), 146 ticari KOBİ'yi incelemişler ve firma performansına etki açısından kurucu CEO ile profesyonel CEO arasında bir fark olmadığını bulmuşlardır. Adams ve diğerleri (2003), kurucu CEO'nun kurumsal performans üzerinde pozitif etkisi olduğunu bulmuşlardır. Fahlenbrach (2004), kurucu CEO'ların, kurucu olmayan CEO'lara göre daha yüksek muhasebe performansı gösterdiğini ve kurucu CEO'ların firmaya daha yüksek değer sağladığını özetlemektedir. Kuan-Tan ve diğerleri (2001), kurucu CEO'lar tarafından yürütülen firmaların daha iyi bir performans gösterdiğini vurgulamaktadır.

Adams ve diğerleri (2005), güçlü CEO'ların firma performansına etkisini inceledikleri araştırmalarında gücün bir ölçüsü olarak CEO'nun kurucu aileden olmasını araştırmışlardır ve firma performansının olumlu etkilendiği sonucuna ulaşmışlardır. Sabancı-Özer (2012), finansal performansın aile işletmelerinin devamlılığı için en önemli göstergelerden biri olduğunu savunduğu çalışmasında Türkiye'de aile işletmelerinin finansal performansı üzerinde aile kontrolünü incelemiştir. Aileden olan CEO ile aileden olmayan CEO arasında performans açısından hiçbir fark bulamamıştır.

Yapılan literatür taraması sonucunda kurucu CEO'nun firma performansı üzerinde daha fazla olumlu etkisi olduğunu görmekteyiz (Selekler-Gökşen ve Karataş, 2008;

Mattsson, 2013; Anderson ve Reeb, 2003; Adams ve diğerleri, 2003; Fahlenbrach, 2004; Kuan-Tan ve diğerleri, 2001; Adams ve diğerleri, 2005). Buna bağlı olarak geliştirilen hipotez:

Hipotez 3: CEO'nun kurucu aileden olması firmanın finansal performansını arttırmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

2. GÜÇLENDİRİLMİŞ CEO'NUN FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

2.1. Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın temel amacı Türk firmalarında güçlendirilmiş CEO'nun finansal performans üzerindeki etkisini araştırmak ve Türkiye bağlamında vekâlet ya da temsil teorilerinden hangisinin daha baskın olduğunu ortaya koymaktır. Bu amaçla CEO sahiplik oranı ve CEO hissedarlığı, CEO ikiliği ve CEO'nun kurucu aileden olup olmama durumları araştırılmıştır.

2.2. Örneklem

Bu çalışmanın örneklemini 28.12.2013 ile 30.01.2014 tarihleri arasında Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yer alan büyük bir kısmı imalat sanayi sektöründe olmak üzere, geri kalan kısmı da teknoloji vb. alanlarda faaliyet gösteren işletmeler oluşturmaktadır. Bu çalışmada ikincil verilerden yararlanılmıştır. Araştırma örneklemini tesadüfî ve sistematik hataları önlemek amacıyla kasıtlı örneklem ile belirlenmiştir. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ile bilgilerin büyük bir kısmı, KAP (www.kap.gov.tr), Borsa İstanbul (www.borsaistanbul.com) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nde (www.tkyd.org/tr) yayınlanan faaliyet raporlarından ve kurumsal yönetim ilkelerinden elde edilmiştir. Finansal oranların hesaplanmasında ise burada belirtilen ikincil kaynakların yanı sıra özellikle Tobin Q oranı için gerekli olan hisse senedi piyasa fiyatını hesaplamak için www.gedik.com, www.bigpara.com ve www.isyatirim.com.tr veri kaynaklarından yararlanılmıştır.

28.12.2013 tarihinde KAP veritabanında kayıtlı 482 adet firma bulunmaktadır. KAP'ta bulunan bu 482 firma arasında yer alan finansal kuruluşlar örneklem dışında bırakılmıştır. Çalışmada bankalar, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, finansal kiralamalar, leasingler, fonlar ve faktöring şirketleri farklı muhasebe kurallarına ve kayıt

sistemlerine tabii oldukları ve dolayısıyla finansal değişkenleri hesaplamada yanıtıcı sonuçlar verebileceği için bu çalışmada dikkate alınmamıştır. Burada belirtilen kriterler göz önüne alındığında toplam 380 firma incelenmiş, bu şirketlerden 44 tanesi hakkında veriye ulaşılamadığı için çalışma örnekleme 336 firmaya düşmüştür. Örneklem yılı olarak 2010, 2011 ve 2012 yılları dikkate alınmış hesaplamalar bu yıllar için yapılmıştır.

Çalışmanın bağımsız değişkenleri güçlendirilmiş CEO, CEO ikiliği, CEO sahiplik oranı ve CEO hissedarlığı, CEO'nun kurucu aileden olup olmamasından oluşmaktadır.

- Güçlendirilmiş CEO: CEO'nun yetki alanının genişletilmesi, daha fazla yetkiye sahip olması olarak tanımlanmaktadır.
- CEO ikiliği: Yönetim kurulu başkanının ve icra kurulu başkanının/genel müdürün aynı kişi olması olarak tanımlanmaktadır. Eğer yönetim kurulu başkanı ve CEO/genel müdür aynı kişi ise 1, değilse 0 olarak kodlanmıştır.
- CEO sahiplik oranı ve CEO hissedarlığı: CEO sahiplik oranı, CEO'ların bir firmada sahip oldukları hisse senedi yüzdesi olarak tanımlanmaktadır. CEO hissedarlığı ise, CEO'nun hissedarlığı var ise 1, yok ise 0 olarak kodlanmıştır.
- CEO'nun kurucu aileden olup olmaması: Firmada CEO olarak görev yapan kişinin firmayı kuran aile üyelerinden birinin olup olmaması olarak tanımlanmaktadır. CEO kurucu aileden ise 1, profesyonel yönetici ise 0 olarak kodlanmıştır.

Çalışmada finansal performans bağımlı değişken olarak ele alınmaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak ele alınan finansal performans göstergeleri dört değişkenden oluşmaktadır. Bu değişkenler literatürde güçlendirilmiş CEO ile firmanın finansal performansı ile olan ilişkisinin araştırılmasında en çok yararlanılan oranlar olan aktif kârlılığı oranı (AKO), özsermaye kârlılığı oranı (ÖSK), satışlardaki büyüme oranı (SBO) ve TOBİN Q oranıdır. Aktif kârlılığı, firmanın toplam yatırımlarının kârlılığını ölçen bir orandır ve net kârın toplam aktiflere oranlanması ile hesaplanmaktadır. Özsermaye kârlılığı, pay sahiplerinin firmaya koyduğu özsermaye üzerinden ne kadar kâr elde edildiğini göstermekte ve net kârın özsermayeye oranlanması yoluyla hesaplanmaktadır. Satışlardaki büyüme oranı, bir önceki yıla göre satışlarda meydana gelen artışı ifade etmektedir ve bir sonraki yıldan bir önceki yılın çıkarılmasıyla elde edilen

sonucun önceki yıla oranlanmasıyla elde edilmektedir. Tobin Q oranı ise, şirketlerin yatırım kararlarını incelemek amacıyla kullanılan bir orandır ve toplam piyasa değerinin toplam borca eklenmesi ile ortaya çıkan sonucun toplam aktiflere oranlanmasıyla hesaplanmaktadır. Toplam borç, toplam kaynakların özkaynaklardan çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Toplam piyasa değeri, hisse senedi sayısının hisse senedi piyasa fiyatıyla çarpılmasıyla elde edilmektedir.

Çalışmada kontrol değişkenleri; CEO'nun şirketteki görev süresi, sahiplik yapısı endeksi, kadın üye oranı, aynı soyadlı üye oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, firma büyüklüğü, yabancı ortak oranı ve holding ortaklığından oluşmaktadır.

CEO'nun şirketteki görev süresi, CEO'nun göreve başladığı ilk tarihin görevde bulunduğu son tarihten çıkarılmasıyla elde edilen sonucun on ikiye oranlanmasıyla bulunmaktadır. Sahiplik yapısı endeksi, CEO dışındaki iç üyelerin şirketteki toplam payları, CEO'nun şirketteki payı, en büyük hissedarın payı ve kurumsal yatırımcıların payı olarak incelenmiştir. Bütün değerler yüzde ile ifade edilmiş olmakta ve 0 ile 1 arasında yer almaktadır. Bu bağlamda bütün endeks 0-4 arasında yer almaktadır. Kadın üye oranı, kadın üye sayısının yönetim kurulu üye sayısına oranlanmasıyla, aynı soyadlı üye oranı aynı soyadlı üye sayısının yönetim kurulu üye sayısına oranlanmasıyla elde edilmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğü ise, yönetim kurulundaki toplam üye sayısını oluşturmaktadır. Firma büyüklüğü, firmada çalışan sayısı olarak ele alınmıştır. Yabancı ortak oranı, yabancı ortak payının yüze oranlanmasıyla elde edilmiştir. Holding ortaklığı ise, kukla değişken olarak kullanılmış ve holding ortaklığı varsa 1, yoksa 0 olarak kodlanmıştır.

2.3. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada araştırma yöntemi olarak basit ve hiyerarşik regresyon analizleri kullanılmaktadır. Hipotezler test edilirken önce sadece bağımsız değişkenler basit regresyon analizine tabi tutulmakta daha sonra kontrol değişkenleri de hesaplama dâhil edilerek hiyerarşik regresyon analizi uygulanmaktadır.

Çalışmada bağımsız değişkenler olan güçlendirilmiş CEO ve onun alt boyutları CEO ikiliği, CEO sahiplik oranı ve CEO hissedarlığı ile CEO'nun kurucu aileden olup olmaması durumları için basit regresyon analizi ilk aşamada uygulanmıştır. Daha sonra kontrol değişkenlerimiz de hesaplama dâhil edilerek hiyerarşik regresyon analizi

kullanılmıştır. Regresyon analizi için örneklem sayısının yeterli olup olmadığı, değişkenler arası çoklu bağlantı probleminin var olup olmadığı, normallik ve doğrusallık varsayımları incelenmiş ve normallik dışında varsayımların ihlal edilmediği gözlenmiştir. Normalliğe uygunluğu ölçmek için Kolmogorov-Smirnov testi uygulanmış ve bu test sonucunda bazı değişkenlerin p-değerlerinin normal dağılıma uygun olmadıkları görülmüştür. Normal dağılmayan veriler için SPSS programı aracılığıyla normal dağılım problemini çözebilmek için verilerin bir kısmında Ln ve Ln(p/(1-p)) dönüşümleri uygulanmıştır. Bağımsız değişkenler de ise kukla değişkene dönüşüm gerçekleştirilmiştir. Güçlendirilmiş CEO için ise normal dağılım problemini çözmek için 2 ve 2'den daha düşük değerler 0, yukarı olan değerler ise 1 olarak kodlanmıştır.

Literatürde birçok çalışma CEO ikiliği konusunda kodlama yöntemini kullanmaktadır. Bu çalışmada da CEO ikiliği olan firmalar için 1, olmayanlar için ise 0 olarak kodlama yöntemi kullanılmıştır. Aynı şekilde CEO hissedarlığı, CEO'nun kurucu aileden olması ya da profesyonel kişi olması konusu da kodlanmıştır. CEO hissedarlığının olma durumu ve CEO'nun kurucu aileden olması durumu 1, profesyonel yönetici olması durumu ise 0 olarak kodlanmıştır.

2.4. Bulgular

Açıklayıcı istatistikler ve bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri arasındaki korelasyon katsayıları Tablo 3'de sunulmaktadır. Tabloda görüldüğü üzere, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında çok güçlü bir korelasyon bulunmamaktadır. Ancak kontrol değişkenleri ile hem bağımlı hem de bağımsız değişkenler arasında güçlü ilişkilerin olduğu görülmektedir. Korelasyon analizi sonuçları, CEO sahiplik oranı ve CEO hissedarlığı ile onların da yer aldığı güçlendirilmiş CEO değişkeni arasındaki ilişki dışında bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının üst sınır olan 0.80'den aşağı olduğu görülmektedir. Regresyon denkleminde bu değişkenler de aynı anda analize dahil edilmeyerek bu sorun ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Diğer bir ifadeyle, korelasyon katsayıları bir bütün olarak değerlendirildiğinde, regresyon sonuçlarını yorumlamada ciddi bir sorun olarak karşılaşılan çoklu doğrusal bağlantı sorununun bu çalışmada ortaya çıkmadığı görülmektedir. Ayrıca regresyon denklemlerine ait dâhil edilen değişkenlere ait Varyans Şişirme Faktörleri (VIF) hesap edilmiştir. VIF sonuçları Tablo 4-8'de verilmiştir.

Bu değerlerin 10'dan kck olması değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin ortaya çıkmadığını göstermektedir.

Tablo 3: Açıklayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi

Değişkenler	Ort.	St. Sap.	En küçük	En büyük	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<i>1.Güçlendirilmiş CEO</i>	0.87	1.32	0	4																		
2.CEO ikiliği	0.21	0.41	0	1	.76**																	
3.CEO sahiplik oranı	0.17	0.35	0	1	.86**	.55**																
4.CEO'nun hissedarlığı	0.32	0.47	0	1	.87**	.53**	.72**															
5.CEO kurucu aile/prof.	0.18	0.38	0	1	.79**	.43**	.59**	.60**														
6.AKO	0.02	0.11	-0.88	0.70	.02	.03	.02	.00	.09													
7.ÖSK	0.06	0.30	-2.86	1.63	-.05	.00	-.05	-.05	-.08	.31**												
8.SBO	0.21	0.36	0.99	2.97	.06	-.01	.12*	.09	.03	.07	.13*											
9.Tobin Q oranı	1.32	0.99	0.11	6.95	-.07	.01	-.05	-.13*	-.05	-.05	.10	-.06										
10.CEO'nun cinsiyeti	0.04	0.19	0	1	-.06	-.10	-.06	-.03	-.01	-.00	.04	-.00	.02									
11.CEO'nun şir. gör. sür.	0.65	0.72	0.08	3.58	.52**	.41**	.47**	.37**	.48**	.11*	-.11	-.03	.01	-.04								
12.Sahiplik Yapısı End.	1.04	0.48	0	2.72	-.06	.00	-.11*	-.10	-.01	.12*	.19**	-.01	.22**	.08	.03							
13.Kadın üye oranı	0.13	0.14	0	0.75	.21**	.13*	.18**	.17**	.20**	-.00	-.09	-.05	-.09	.16**	.11*	.08						
14.Aynı soyadlı üye ora.	0.21	0.25	0	1	.38**	.21**	.37**	.35**	.34**	.03	-.07	.10	-.15**	-.00	.22*	-.03	.27**					
15.Yön. kur. Büyüklüğü	6.82	2.06	3	15	-.26**	-.17**	-.21**	-.26**	-.23**	.14**	.10	-.03	.08	.04	-.10	.06	-.13*	-.18**				
16.Firm.büy. (log-serm.)	8.15	0.65	5.32	9.85	-.25**	-.16*	-.21**	-.25**	-.20**	.08	.04	-.01	-.07	-.00	-.15*	.05	-.06	-.13*	.39**			
17.Yabancı ortak oranı	9.10	22.9	0.00	99.4	-.12*	-.02	-.16**	-.14**	-.09	.08	.03	-.05	.21**	.02	-.02	.29**	-.07	-.24**	.13*	-.01		
18.Holding ortaklığı	0.38	0.49	0	1	-.30**	-.16**	-.30**	-.32**	-.22**	.12*	.02	-.01	-.01	.02	-.07	.01	-.03	-.15**	.21**	.22**	.09	

N=336 AKO: Aktif kârlılığı oranı, ÖSK: Özsermaye kârlılığı oranı, SBO: Satışlardaki büyüme oranı.

* p < .05, ** p < .01.

Tablo 3’de görüldüğü gibi, çalışmada kullanılan değişkenlerin ortalama değerleri minimum 0.02 değeri ile maksimum 9.10 değerleri arasında değişmekte iken, değişkenlerin standart sapmaları minimum 0.11 değeri ile maksimum 22.9 değerleri arasında değişmektedir. Güçlendirilmiş CEO ile kontrol değişkenlerinden CEO’nun şirketteki görev süresi, kadın üye oranı ve aynı soyadlı üye oranı arasında pozitif, yönetim kurulu büyüklüğü, firma büyüklüğü, yabancı ortak oranı ve holding ortaklığı arasında negatif yönlü ilişkiler bulunmaktadır. CEO ikiliği ile kontrol değişkenlerinden CEO’nun şirketteki görev süresi, kadın üye oranı ve aynı soyadlı üye oranı arasında pozitif yönlü ilişkiler bulunurken, yönetim kurulu büyüklüğü, firma büyüklüğü ve holding ortaklığı arasında negatif yönlü ilişkiler söz konusudur. CEO sahiplik oranı ile kontrol değişkenlerinden CEO’nun şirketteki görev süresi, kadın üye oranı, aynı soyadlı üye oranı ve finansal performans göstergelerinden satışlardaki büyüme oranı arasında pozitif, sahiplik yapısı endeksi, yönetim kurulu büyüklüğü, firma büyüklüğü, yabancı ortak oranı ve holding ortaklığı arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. CEO hissedarlığı ile kontrol değişkenlerinden CEO’nun şirketteki görev süresi, kadın üye oranı ve aynı soyadlı üye oranı arasında pozitif, yönetim kurulu büyüklüğü, firma büyüklüğü, yabancı ortak oranı, holding ortaklığı ve finansal performans göstergelerinden Tobin Q oranı arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. CEO’nun kurucu aileden olması ile kontrol değişkenlerinden CEO’nun şirketteki görev süresi, kadın üye oranı ve aynı soyadlı üye oranı arasında pozitif, yönetim kurulu büyüklüğü, firma büyüklüğü ve holding ortaklığı arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur.

Finansal performans göstergelerinden AKO, ÖSK, CEO’nun şirketteki görev süresi, sahiplik yapısı endeksi, yönetim kurulu büyüklüğü ve holding ortaklığı ile pozitif yönde ilişkili göstermektedir. Finansal performans göstergelerinden ÖSK, SBO ve sahiplik yapısı endeksi ile pozitif yönlü bir ilişki sergilemektedir. Finansal performans göstergelerinden Tobin Q oranı ise, sahiplik yapısı endeksi ve yabancı ortak oranı ile pozitif yönlü bir ilişki gösterirken, aynı soyadlı üye oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Kontrol değişkenlerinden CEO cinsiyeti ile kadın üye oranı arasında ve CEO’nun şirketteki görev süresi ile kadın üye oranı ve aynı soyadlı üye oranı arasında pozitif bir ilişki söz konusu iken CEO’nun şirketteki görev süresi ile firma büyüklüğü arasındaki ilişki ters yönlüdür. Sahiplik yapısı endeksi ile yabancı ortak oranı arasındaki ilişki doğru orantılıdır. Kadın üye oranı ile aynı soyadlı üye oranı arasında doğru orantılı

bir ilişki söz konusu iken, yönetim kurulu büyüklüğü arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Aynı soyadlı ye oranı ile yönetim kurulu büyüklüğü, firma büyüklüğü, yabancı ortak oranı ve holding ortaklığı arasında ters yönlü ilişkiler söz konusudur. Yönetim kurulu büyüklüğü ile firma büyüklüğü, yabancı ortak oranı ve holding ortaklığı arasında pozitif yönlü ilişkiler söz konusudur. Firma büyüklüğü ile holding ortaklığı arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur.

Tablo 4: CEO Güçlendirmenin Finansal Performansa Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans											
	Aktif Kârlılığı Oranı (AKO)			Özsermaye Kârlılığı Oranı (ÖSK)			Satışlardaki Büyüme Oranı (SBO)			Tobin Q Oranı		
	Model.1a	Model.1b	Model.1c	Model.2a	Model.2b	Model.2c	Model.3a	Model.3b	Model.3c	Model.4a	Model.4b	Model.4c
Sabit	-3.159***	.010	.791	-2.236***	-1.077	-1.540**	-1.325***	.563	.179	.008	.037	-.071
Güçlendirilmiş CEO	-.340*	-1.684*	-2.230***	-.419**	-.261		.465**	.440**	.401**	-.073	-.062	
<u>Kontrol değişkenleri</u>												
CEO'nun şirk. grv. süresi		1.408**	1.668***		-.110			-.150			.087*	.076*
Sahiplik Yapısı Endeksi		-2.166**	-2.315***		.620***	.550***		-.002			-.000	
Kadın üye oranı		-5.545**	-5.282***		-1.325**	-1.296**		-.982*	-.876*		-.029	
Aynı soyadlı üye oranı		-1.657	-1.966*		.323			.175			-.219	-.246**
Yönetim kurulu büyü.		-.206*	-.255**		-.006			-.033			.004	
Yabancı ortak oranı		.526**	.583***		-.004			-.004	-.005*		.004***	.004***
Firmanın büyüklüğü		.191			.062			.000			-.003	
Holding ortaklığı					-.053			-.280*	-.308*		-.050	
VIF değerleri	1.02-1.08	2.02-6.46	1.67-5.55	1.02-1.09	1.03-1.29	1.011	1.004-1.07	1.049-1.43	1.032-1.20	1.009-1.073	1.050-1.49	1.059-1.09
Adjusted R ²	.013	.940	.897	.015	.045	.048	.056	.072	.081	.021	.061	.076
F-value	3.700*	19.738**	14.008**	4.505**	1.934**	6.494***	6.314***	2.837***	4.825***	3.270**	2.830***	7.438***
Durbin-Watson	2.034	1.751	1.751	2.068	2.050	2.050	1.999	2.047	2.047	1.874	1.876	1.876
Number of observations,N	322	271	271	321	225	225	313	269	269	322	321	321

*** p<.01; ** p<.05; * p<.10

Tablo 4’de güçlendirilmiş CEO ile finansal performans arasındaki ilişkiyi test eden model sonuçları gösterilmektedir. Katsayılar incelendiğinde, güçlendirilmiş CEO ile finansal performans göstergelerinden SBO ($\beta=.401$; $p<.05$) arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki gözlenmektedir. Ancak güçlendirilmiş CEO ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta=-2.230$; $p<.01$) ve ÖSK ($\beta= -.419$; $p<.05$) boyutları arasında beklenenin tersine negatif yönlü bir ilişki oluşmaktadır. Güçlendirilmiş CEO ile Tobin Q oranı arasındaki ilişkiler ise istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Kontrol değişkenlerinden CEO’nun şirketteki görev süresi ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta=1.668$; $p<.01$) ve Tobin Q oranı ($\beta=0.076$; $p<.10$) arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki gözlenmektedir. Ancak CEO’nun şirketteki görev süresi ile finansal performans göstergelerinden ÖSK ve SBO arasındaki ilişkiler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Sahiplik yapısı endeksi ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta=-2.315$; $p<.01$) boyutu arasında negatif yönlü, ÖSK ($\beta=.550$; $P<.01$) boyutu arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki gözlenmektedir. Sahiplik yapısı endeksi ile SBO ve Tobin Q oranı arasındaki ilişkiler ise istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kadın üye oranı ile AKO ($\beta=-5.282$; $p<.01$), ÖSK ($\beta=-1.325$; $p<.05$) ve SBO ($\beta=.982$; $p.10$) boyutları arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki gözlenmektedir. Kadın üye sayısı ile Tobin Q oranı boyutu arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. Aynı soyadlı üye oranı ile AKO ($\beta=-1.966$; $p<.10$) ve Tobin Q oranı ($\beta=-.246$; $p<.05$) boyutları arasında negatif yönlü ve anlamlı ilişkiler gözlemlenirken ÖSK ve SBO arasındaki ilişkiler istatistiksel olarak anlamlı değildir. Yönetim kurulu büyüklüğü boyutu ile finansal performans göstergelerinden sadece AKO ($\beta=-.255$; $p<.05$) boyutu arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler gözlemlenmektedir. Yabancı ortak oranı ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta=.583$; $p<.01$) ve Tobin Q oranı ($\beta=.004$; $p<.01$) boyutları arasında pozitif yönlü ve anlamlı ilişki gözlemlenmekte iken, SBO ($\beta=-.005$; $p<.10$) boyutu arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki gözlenmektedir. Firmanın büyüklüğü ile hiçbir finansal performans göstergesi arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Holding ortaklığı ile finansal performans göstergelerinden ise sadece SBO boyutu arasında ($\beta=-.308$; $p<.10$) negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki görülmektedir.

Tablo 5: CEO İkiliğinin Firmanın Finansal Performansına Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi

Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans							
	Aktif Kârlılığı Oranı (AKO)		Özsermaye Kârlılığı Oranı (ÖSK)		Satışlardaki Büyüme Oranı (SBO)		Tobin Q Oranı	
	Model.1a	Model.1b	Model.2a	Model.2b	Model.3a	Model.3b	Model.4a	Model.4b
Sabit	-,853	.123	3,052*	2,166*	-,452	-,170	-,062	-,071
<i>Güçlendirilmiş CEO</i>								
CEO ikiliği	-,835	-1,048**	-,917**	-,957***	-,625*	-,594*	,067	
CEO sahiplik oranı								
CEO'nun hissedarlığı								
CEO kur. aile.prof. yön.								
<u>Kontrol değişkenleri</u>								
CEO'nun şirk. grv. süresi	,818*	,796***	,615**	,638***	,284		,065	,076*
Sahiplik Yapısı Endeksi	,007		,155		-,061		-,002	
Kadın üye oranı	-2,760*	-2,442*	-4,07***	-3,499***	,499		-,048	
Aynı soyadlı üye oranı	-,135		1,243		-,325		-,251*	-,246**
Yönetim kurulu büy.	,018		-,025		-,045		,005	
Firmanın büyüklüğü	-,005		-,065		,051		-,003	
Yabancı ortak oranı	,128		-,034		-,098		,004***	,004***
Holding ortaklığı	,157		-,084		-,208		-,034	
VIF değerleri	1.2-2,65	1.03-1.281	1.21-3,2	1.03-1,29	1.13-2,2	1.12-1,4	1.1-1.36	1.1-1.08
Adjusted R ²	.05	.16	.15	.23	.10	.12	.06	.08
F-value	1.242	4.121**	1.800*	6.151***	1.573	3.206**	2.838***	7.438***
Durbin-Watson	1.950	1.950	1.915	1.915	1.982	1.982	1.876	1.876
Number of observ.,N	213	213	225	225	269	269	321	321

Tablo 5 CEO ikiliği ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. CEO ikililiği ile firmanın finansal performans göstergelerinden AKO($\beta=-1.048$; $p<.05$), ÖSK ($\beta=-.957$; $p<.01$)ve SBO ($\beta=-.594$; $p<.10$) arasında negatif yönde ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Kontrol değişkenlerinden CEO'nun şirketteki görev süresi ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta=.796$; $p<.01$), ÖSK ($\beta=.638$; $p<.01$) ve Tobin Q oranı ($\beta=.076$; $p<.10$) boyutları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. SBO boyutunda ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Sahiplik yapısı endeksi ve finansal performans boyutları arasında anlamlı ilişki yoktur. Kadın üye oranı ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta= -2.760$; $p<.10$) ve ÖSK ($\beta=-4.07$; $p<.01$) boyutları arasında negatif ve anlamlı sonuçlar bulunmaktadır. Ancak SBO ve Tobin Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Aynı soyadlı üye oranı ile finansal performans göstergeleri boyutlarından sadece Tobin Q oranı ($\beta=-.246$; $p<.05$) negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki göstermektedir. Yönetim kurulu büyüklüğü, holding ortaklığı ve firmanın büyüklüğü ile hiçbir finansal performans göstergesi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Yabancı ortak oranı ile finansal performans göstergelerinden sadece Tobin Q oranı ($\beta=.004$; $p<.01$) arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu çalışmada CEO ikiliği ile firma performansı arasında geliştirilen hipoteze göre Türk firmalarında ikilik firma performansını olumsuz yönde etkilemektedir. Bu çalışmanın sonucuna göre bu hipotez desteklenmiştir.

Tablo 6: CEO Sahiplik Oranının Firmanın Finansal Performansına Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon

Analizi Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans							
	Aktif Kârlılığı Oranı (AKO)		Özsermaye Kârlılığı Oranı (ÖSK)		Satışlardaki Büyüme Oranı (SBO)		Tobin Q Oranı	
	Model.1a	Model.1b	Model.2a	Model.2b	Model.3a	Model.3b	Model.4a	Model.4b
Sabit	-3.38***	-3.19***	-1.114	-1.540**	.648	-.184	.022	-.071
<u>Güçlendirilmiş CEO</u>								
CEO ikiliği								
CEO sahiplik oranı	-.006		.031		.184**	.206***	.008	
CEO'nun hissedarlığı								
CEO kur. aile.prof. yön.								
<u>Kontrol değişkenleri</u>								
CEO'nun şirk. grv. süresi	.116		-.183		-.179		.071	.076*
Sahiplik Yapısı Endeksi	.468**	.437***	.640***	.550***	-.000		-2.4E-5	
Kadın üye oranı	-.430		-1.44**	-1.296**	-1.130**	-1.036*	-.047	
Aynı soyadlı üye oranı	-.052		.195		.133		-.251*	-.246*
Yönetim kurulu büyü.	.035		.002		-.027		.005	
Firmanın büyüklüğü	-.086**	-.090**	-.057		-.001		-.003	
Yabancı ortak oranı	-.001		-.004		-.004		.004***	.004***
Holding ortaklığı	.237		.116		-.254		-.035	
VIF değerleri	1.03-1.8	1.00-1.00	1.02-1.66		1.05-1.7	1.01-1.2	1.04-1.8	1.06-.09
Adjusted R ²	.03	.05	.04		.07	.07	.06	0.7
F-value	1.623*	6.625***	1.822*		2.976***	6.312***	2.781***	7.438***
Durbin-Watson	2.114	2.114	2.050		2.056	2.056	1.876	1.876
Number of observ.,N	207	207	225		269	269	321	321

CEO sahiplik oranı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi gösteren Tablo 6'da görüldüğü gibi, CEO sahiplik oranı ile SBO ($\beta=.206$; $p<.01$) arasında pozitif yönlü bir ilişki gözlenmektedir. Kontrol değişkenlerinden CEO'nun şirketteki görev süresi ile finansal performans göstergelerinden sadece Tobin Q oranı ($\beta=.076$; $p<.10$) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki görülmektedir. Yönetim kurulu büyüklüğü ve holding ortaklığı boyutu ile finansal performans göstergelerinden hiçbiri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Sahiplik yapısı endeksi ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta=.437$; $p<.01$) ve ÖSK ($\beta=.550$; $p<.01$) boyutları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunurken, SBO ve Tobin Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Kadın üye oranı ile ÖSK ($\beta=-1.44$; $p<.05$) ve SBO ($\beta=-1.130$; $p<.05$) boyutları arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Finansal performans göstergelerinden AKO ve Tobin Q oranı boyutları ile kadın üye oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Aynı soyadlı üye oranı ile finansal performans göstergelerinden sadece Tobin Q oranı ($\beta=-.251$; $p<.10$) arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Firmanın büyüklüğü ile finansal performans göstergelerinden sadece AKO ($\beta=-.090$; $p<.05$) arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki görülmektedir. Yabancı ortak oranı ile finansal performans göstergelerinden sadece Tobin Q oranı ($\beta=.004$; $p<.01$) arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu çalışmada Türk firmalarında CEO sahiplik oranının firmanın finansal performansını arttırdığı yönünde bir hipotez geliştirilmiş ve çalışma sonucuna göre bu hipotez desteklenmiştir.

Tablo 7: CEO Hissedarlığının Firmanın Finansal Performansına Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi

Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans							
	Aktif Kârlılığı Oranı (AKO)		Özsermaye Kârlılığı Oranı (ÖSK)		Satışlardaki Büyüme Oranı (SBO)		Tobin Q Oranı	
	Model.1a	Model.1b	Model.2a	Model.2b	Model.3a	Model.3b	Model.4a	Model.4b
Sabit	-2,85***	-3,191***	-,600	-1,540**	-,368	-2,35***	,340	,195
<u>Güçlendirilmiş CEO</u>								
CEO ikiliği								
CEO sahiplik oranı								
CEO'nun hissedarlığı	-,200		-,201		,407**	,498***	-,126*	-,136**
CEO kur. aile.prof. yön.₂								
<u>Kontrol değişkenleri</u>								
CEO'nun şirk. grv. süresi	,143		-,124		-,133		,098**	,090**
Sahiplik Yapısı Endeksi	,445**	,437***	,626***	,550***	-1,72E-5		-2,17E-5	
Kadın üye oranı	-,401		-1,379**	-1,296**	-,968*		-,026	
Aynı soyadlı üye oranı	,017		,308		,177		-,196	
Yönetim kurulu büyü.	,028		-,007		-,028		,001	
Firmanın büyüklüğü	-,083**	-,090**	-,054		-,002		-,001	
Yabancı ortak oranı	-,001		-,004		-,004		,004***	,005***
Holding ortaklığı	,194		,060		-,254		-,070	
VIF değerleri	1.03-1.4	1.00-1.00	1.03-1.38	1.01-1.01	1.05-1.5	1.01-1.1	1.05-1.5	1.02-1.19
Adjusted R ²	.037	.052	.044	.048	.072	.069	.067	.077
F-value	1.727*	6.625***	1.905**	6.494***	2.849***	7.464***	3.051***	7.471***
Durbin-Watson	2.114	2.114	2.050	2.050	2.033	2.033	1.889	1.889
Number of observ.,N	207	207	225	225	269	269	322	322

Tablo 7 CEO hissedarlığı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. CEO hissedarlığı firmanın finansal performans göstergelerinden SBO'nu ($\beta=.498$; $p<.01$) pozitif ve Tobin Q oranını ($\beta=-.136$; $p<.05$) negatif ve anlamlı olarak etkilemektedir. Kontrol değişkenlerinden CEO'nun şirketteki görev süresi ile finansal performans göstergelerinden sadece Tobin Q oranı ($\beta=.090$; $p<.05$) arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Sahiplik yapısı endeksi ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta=.437$; $p<.01$) ve ÖSK ($\beta=.550$; $p<.01$) boyutları arasında pozitif yönlü bir ilişki varken, SBO ve Tobin Q oranı boyutları ile sahiplik yapısı endeksi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Kadın üye oranı ile ÖSK ($\beta=-1.379$; $p<.05$) ve SBO ($\beta=-.968$; $p<.10$) ile negatif yönlü anlamlı bir ilişki görülmektedir. AKO ve Tobin Q oranı ile kadın üye oranı arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Firmanın büyüklüğü ile finansal performans göstergelerinden sadece AKO ($\beta=-.090$; $p<.05$) boyutu arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Yabancı ortak oranı ile finansal performans göstergelerinden sadece Tobin Q oranı ($\beta=.004$; $p<.01$) arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Kontrol değişkenlerinden aynı soyadlı üye oranı, yönetim kurulu büyüklüğü ve holding ortaklığı değişkenlerinin hiçbir performans boyutu ile anlamlı bir ilişkisi bulunmamaktadır. Çalışmada Türk firmalarında CEO hissedarlığının firmanın finansal performansını arttırdığı yönünde bir hipotez geliştirilmiş ve çalışma sonucuna göre bu hipotez kabul edilmiştir.

Tablo 8: CEO'nun Kurucu Aileden Olup Olmamasının Firmanın Finansal Performansına Etkisini Ortaya Koymak için Yapılan Hiyerarşik Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Finansal Performans							
	Aktif Kârlılığı Oranı (AKO)		Özsermaye Kârlılığı Oranı (ÖSK)		Satışlardaki Büyüme Oranı (SBO)		Tobin Q Oranı	
	Model.1a	Model.1b	Model.2a	Model.2b	Model.3a	Model.3b	Model.4a	Model.4b
Sabit	-3.22***	-3.191***	-1.176	-1.540**	.379	-.550**	.070	-.071
<i>Güçlendirilmiş CEO</i>								
CEO ikiliği								
CEO sahiplik oranı								
CEO'nun hissedarlığı								
CEO kur. aile.prof. yön.	-.148		.071		.283		-.043	
<u>Kontrol değişkenleri</u>								
CEO'nun şirk. grv. süresi	.142		-.175		-.132		.084*	.076*
Sahiplik Yapısı Endeksi	.461**	.437***	.642***	.550***	-2.88E-5		-2.04E-5	
Kadın üye oranı	-.403		-1.432**	-1.296**	-.946*		-.034	
Aynı soyadlı üye oranı	-.024		.212		.240		-.230*	-.246*
Yönetim kurulu büyü.	.031		.001		-.034		.004	
Firmanın büyüklüğü	-.084**	-.090**	-.057		.000		-.003	
Yabancı ortak oranı	-.001		-.004		-.005	-.006*	.004***	.004***
Holding ortaklığı	.226		.107		-.333**	-.392**	-.043	
VIF değerleri	1.03-1.4	1.00-1.00	1.03-1.4	1.01-1.01	1.05-1.4	1.00-1.02	1.05-1.5	1.06-1.09
Adjusted R ²	.034	.052	.040	.048	.062	.066	.060	.076
F-value	1.660*	6625***	1.816*	6.494***	2.563***	5641***	2.796***	7.438***
Durbin-Watson	2.114	2.114	2.050	2.050	2.044	2.044	1.876	1.876
Number of observ.,N	207	207	225	225	269	269	321	321

Tablo 8'den de görüldüğü gibi CEO'nun kurucu aileden olması önemli olmamakta, CEO ya da genel müdürün kurucu aileden olması ya da profesyonel yönetici olması bu çalışmada beklenen etkiyi yaratmamaktadır. Kontrol değişkenlerinden CEO'nun şirketteki görev süresi ile finansal performans göstergeleri boyutundan sadece Tobin Q oranı ($\beta=.076$; $p<.10$) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Sahiplik yapısı endeksi ile finansal performans göstergelerinden AKO ($\beta=.437$; $p<.01$) ve ÖSK($\beta=.550$; $p<.01$) boyutu arasında pozitif yönlü ve anlamlı bir ilişki vardır. SBO ve Tobin Q oranı arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Kadın üye oranı ile ÖSK ($\beta=-1.432$; $p<.05$) ve SBO ($\beta=-.946$; $p<.10$) boyutları arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. AKO ve Tobin Q oranı boyutlarında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki gözlenmemektedir. Aynı soyadlı üye oranı ile finansal performans göstergelerinden sadece Tobin Q oranı ($\beta=-.246$; $p<.10$) boyutu arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Firmanın büyüklüğü ile finansal performans göstergelerinden sadece AKO ($\beta=-.090$; $p<.05$) boyutu arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Yabancı ortak oranı ile SBO ($\beta=-.006$; $p<.10$) ile negatif ve Tobin Q oranı ($\beta=.004$; $p<.01$) ile pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Finansal performans göstergelerinden AKO ve ÖSK boyutunda ise anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Holding ortaklığı ile finansal performans göstergelerinden sadece SBO ($\beta=-.392$; $p<.05$) boyutu arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Kontrol değişkenlerinden yönetim kurulu büyüklüğü için ise hiçbir finansal performans göstergesi arasında anlamlı bir ilişki görülmemektedir. Bu çalışmada CEO'nun kurucu aileden olmasının firmanın finansal performansını arttıracak yönünde bir hipotez geliştirilmiş ve bu hipotez reddedilmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmanın temel amacı, Türk firmalarında güçlendirilmiş CEO'nun firma performansına etkisini incelemek ve vekâlet ya da temsil kuramlarından hangisinin Türk firmalarında daha baskın olduğunu ortaya koymaktır.

Bu çalışmada güçlendirilmiş CEO'ların finansal performansa etkisi araştırılmıştır. Bu bağlamda güçlendirilmiş CEO'nun alt boyutları olan CEO ikiliği, CEO sahiplik oranı ve CEO hissedarlığı ile CEO'nun kurucu aileden veya profesyonel yönetici olması durumları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemek için aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, satışlardaki büyüme ve Tobin Q oranları hesaplanmıştır. Bu çalışmanın sonucunda elde ettiğimiz temel bulgular, güçlendirilmiş CEO'ların firmanın finansal performansını farklı düzeylerde ve farklı yönlerde etkilediğine işaret etmektedir. Bulgular bütün olarak değerlendirildiğinde, Türkiye bağlamında CEO güçlendirme ile finansal performans arasındaki ilişkiyi açıklamada vekâlet kuramı bakış açısının daha baskın olduğu görülmektedir. CEO güçlendirme satışlardaki büyüme oranı dışında diğer finans göstergeleri üzerinde genelde olumsuz bir etki sergilemektedir. CEO'nun yetki alanının genişletilmesi diğer bir ifadeyle, CEO güçlendirme aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı düzeyinde finansal performansı olumsuz yönde etkilerken, satışlardaki büyüme oranını ise olumlu yönde etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle, CEO güçlendirme ile aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı oranları arasındaki ilişki vekâlet kuramının bakış açısını yansıtırken, satışlardaki büyüme oranı ise temsil teorisinin varsayımlarını desteklemektedir.

Literatürde ikilik ile firma performansı arasındaki ilişkiye dair farklı düşünceler yer almaktadır. Bu bağlamda vekâlet ve temsil teorisi olmak üzere iki teori karşımıza çıkmaktadır. Vekâlet teorisine göre CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması halinde CEO'yu ya da genel müdürü denetlemek daha zor olacağı için firma performansı olumsuz etkilenmektedir. Vekâlet teorisine alternatif olarak geliştirilen temsil teorisi ise, CEO ya da genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda güçlü bir liderlik sağlandığı için firma performansının arttığını savunmaktadır.

Jensen (1997), CEO'ların görevlerini yerine getirirken kendi kişisel çıkarlarını düşündüklerini ve bağımsız bir liderin yönetimi olmaksızın yönetim kurulunun önemli fonksiyonlarını yerine getirmesinin zor olduğunu ileri sürmekte ve bu nedenle CEO ve yönetim kurulu başkanının farklı kişilerden oluşması gerektiğini savunmaktadır. Fama ve Jensen (1983), ikilik uygulamasının yönetim kurulunun CEO'yu bağımsız bir şekilde izlemesini tehlikeye soktuğunu ve bu nedenle CEO ve yönetim kurulu başkanlığı pozisyonlarının ayrılması gerektiğini savunmaktadır. Ujunwa ve diğerleri (2013), Nijerya firmalarını inceledikleri çalışmalarında firmanın sahiplik yapısı olmaksızın CEO ikiliğinin firmanın performansını olumsuz etkileyeceğini savunmaktadır. Brickley ve diğerleri (1997), Amerika şirketleri üzerinde yaptıkları çalışmaya göre, ikiliğin faydasından daha çok maliyeti olduğunu ve bu nedenle performansı olumsuz etkileyeceğini savunmuşlardır. Aygün ve İç (2010) Türkiye'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaları incelemiş ikiliğin firma performansını olumsuz etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Bahsettiğimiz bu çalışmaları destekler biçimde bu çalışma da CEO ikiliğinin Tobin Q oranı dışında tüm finansal performans göstergelerini olumsuz yönde etkilediğini ve vekâlet kuramının varsayımlarının desteklediğini ortaya koymaktadır. Diğer bir ifadeyle, Türkiye'de CEO ya da genel müdür ile icra başkanının farklı kişilerden oluştuğu işletmelerin, bu iki rolü aynı kişinin elinde bulundurduğu işletmelere kıyasla daha yüksek finansal performans gösterdiği ortaya çıkmaktadır.

Literatürde CEO sahiplik oranının firmanın finansal performansını olumlu yönde etkileyeceğine dair daha fazla çalışma bulunmaktadır. Jensen ve Meckling (1976), sahipliğin firma performansı için önemli olduğunu ve CEO sahipliğinin firma performansını arttıracaklarını ileri sürmektedir. Farooque ve diğerleri (2007), Bangladeş firmaları üzerinde yaptıkları çalışmada CEO sahipliğinin firma performansını incelemişler ve performansı olumlu etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ancak CEO'nun görev süresi uzadıkça performansın olumsuz etkileneceğini ileri sürmüşlerdir. Lilienfeld- Toal ve Ruenzi (2013), CEO sahipliğinin firmaya daha fazla getiri sağlayacağını ve bu nedenle performansın artacağını ileri sürmektedirler. Hallak (2011) ve Pokharel (t.y.) de bahsedilen çalışmalar gibi CEO sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve CEO sahipliğinin firma performansını olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bu

çalışmanın sonucu da bahsettiğimiz bu çalışmaları desteklemekte ve CEO sahiplik oranının firma performansını arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu çalışmada CEO sahiplik oranı ile aktif kârlılığı ve Tobin Q oranları arasında herhangi bir ilişkiye rastlanılmamıştır. Finansal performans düzeyinde sadece satışlardaki büyüme oranı düzeyinde olumlu etki olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle Türk firmalarında CEO sahiplik oranının firmanın finansal performansını olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Türk firmalarında CEO sahiplik oranının firmanın finansal performansını olumlu yönde etkilediğini ileri süren hipotez 2a desteklenmektedir.

Coles ve diğerleri (2001), CEO'nun hissedarlar arasında yer alması durumunda CEO'nun şahsi zenginliğinde ancak firma değerinin artması sonucunda bir artış meydana geleceğini bu nedenle CEO hissedarlığının firma performansını olumlu yönde etkileyeceğini ileri sürmektedir. Coles ve diğerlerini (2001) destekler biçimde bu çalışmada da CEO hissedarlığının firma performansını arttıracığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'de aile baskın yönetim olduğu görülmektedir. Aile baskın yönetimlerde ise CEO'nun kurucu aileden olup olmaması önemli bir konu olarak karşımıza çıkarken bu çalışmada beklenen etkinin ortaya çıkmadığı görülmektedir.

Literatürde CEO'nun firmayı kuran aileden olması ile profesyonel yönetici olarak görev yapmasının firma performansı üzerindeki etkisine dair herhangi bir fark olmadığını belirtilen çalışmalara karşılık kurucu CEO'ların firma performansını arttıracığı yönündeki düşünceler daha baskın olarak karşımıza çıkmaktadır. Çalışmada oluşturduğumuz hipoteze göre CEO'nun kurucu aileden olması firmanın finansal performansını olumlu yönde etkilemektedir. Tablo 8'de CEO'nun kurucu aileden olup olmamasına dair hiyerarşik regresyon analizi sonuçları gösterilmektedir. Beklenilenin aksine, Türkiye gibi aile yönetiminin baskın olduğu gelişmekte olan ülkelerde CEO'nun kurucu aileden olup olmaması önemli bir gösterge olarak algılanırken bu çalışmada beklenen etkiyi yaratmamaktadır.

Çalışmanın sonucu Kongmanila ve Kimbara (2008) çalışma sonucunu destekler biçimde firma performansına etki açısından kurucu CEO ile profesyonel CEO arasında bir fark olmadığı bulunmuştur. Bu durumda Hipotez 3 reddedilmiştir. Bu sonuç çalışma örnekleminde de kaynaklanabilmektedir. Araştırılan 336 firmanın sadece 59'unda CEO ya da genel müdür aile içerisinde yer almaktadır.

Bulgular değerlendirildiğinde, Türkiye bağlamında CEO güçlendirme ile finansal performans arasındaki ilişkiyi açıklamada vekâlet kuramı bakış açısının, temsil teorisi kuramı bakış açısına göre, daha baskın olduğu görülmektedir.

Bu çalışmanın en önemli katkısı Türkiye bağlamında güçlendirilmiş CEO'nun (CEO sahiplik oranı ve CEO hissedarlığı, CEO ikiliği, kurucu CEO) firma performansına etkisi olup olmadığını araştırmasıdır. Çünkü literatürde gelişmekte olan ülke bağlamını ele alan çalışma sayısı oldukça azdır.

Araştırmada CEO'nun kurucu aileden olması ya da profesyonel yönetici olması durumu örneklem açısından araştırmanın kısıtını oluşturmaktadır. Çünkü örnekleme yer alan çok az firmada CEO'nun kurucu aile içerisinde yer aldığı görülmektedir. Çalışmanın bir diğer kısıtı sahiplik yapısı endeksinin sadece bir kontrol değişkeni olarak ele alınmasıdır. Türkiye gibi sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu ülkelerde yönetim kurulunun yanı sıra sahiplik yoğunlaşmasının da ele alınmasının daha faydalı olacağı düşünülmektedir.

Gelecek çalışmalarda Türkiye durumunu araştırmak için vekâlet teorisi ve temsil teorisinin dışında farklı kuramlardan yararlanılarak araştırma tekrar yapılabilir. Ayrıca bu çalışmada kontrol değişkenlerinin açıklayıcılık gücü yüksek çıkmıştır. Bundan sonraki çalışmalar da bu değişkenler daha detaylı bir biçimde ele alınabilir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Adams, Renee ve diğerleri (2003), “Understanding the relationship between founder–CEOs and firm performance”, **Journal of Empirical Finance**, 16, 1-24.
- Adams, Renee B. ve diğerleri (2005), “Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance” **The Review of Financial Studies**, 18 (4), 1403-1430.
- Ak, Akın (2010), **Türk Kamu Yönetiminde Yetki Devri ve Karşılaşılan Sorunlar**, Başbakanlık Uzmanlık Tezi, Başbakanlık.
- Akın, Adnan (2004), “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 22, 131-132.
- Akdemir-Ömür, Gökçe (2010), “İş Ahlakı Perspektifinde Yatırımcı İçin Kurumsal Yönetişimin Şeffaflık İlkesinin Önemi”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, 43, 164.
- Akıncı, Gizem Sayan (2013), “Kurumsal Yönetişim İlkeleri Doğrultusunda Yönetim Kurulu İşleyişinin Dünya ve Türkiye Açısından İncelenmesi”, **Akademik Bakış Dergisi**, 34, 2.
- Akıncı, Vural ve diğerleri (2011), “21. Yüzyılın Yükselen Değerleri: İş Ahlâkı ve Kurumsal Yönetişim”, **Paradoks Ekonomi, Sosyoloji ve Politika Dergisi**, 7 (1), 32-36.
- Anderson, Ronald C. ve Reeb, David M. (2003), “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, **The Journal of Finance**, 58 (3), 1301-1324.

- Ata, H. Ali ve Ağ, Yusuf (2010), “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, 11, 47.
- Ataay, Aylin (2006), “Aile Şirketlerinde Başkacılık ve Koruma: Vekâlet Maliyetleri”, **TC İstanbul Kültür Üniversitesi Aile İşletmeleri ve Girişimcilik Uygulama ve Araştırma Merkezi**, 66-67.
- Ataman Erdönmez, Pelin (2003), “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, **Bankacılar Dergisi**, 47, 44.
- Aygün, Mehmet ve İç, Süleyman (2010), “Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 47, 192-201.
- Baş, Hasan (2007), “Hesap Verme Sorumluluğu ve Kamu Mali Yönetimi Ve Kontrol Kanunu”, <http://murattuncel.net/hasanbas.pdf> (07.03.2014).
- Berezneak, Elena (2007), **Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi: Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Berger, Philip G. ve diğerleri (1997), “Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions”, **The Journal of Finance**, 52 (4), 1411-1437.
- Bilaloğlu, Eda (2008), **Üst Düzey Yönetim Değişikliklerinin Finansal Performansa Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Bolat, Ufuk (2011), **Kurumsal Yönetim İlkelerine ve Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Olmanın İşletmenin Piyasa Değerine Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Braun, Michael ve Sharma, Anurag (2007), “Should the CEO Also Be Chair of the Board? An Empirical Examination of Family- Controlled Public Firms”, **Family Business Review**, 20 (2), 111-124.

- Brickley, James A. ve diğeri (1997), “Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board”, **Journal of Corporate Finance**, 3, 189-219.
- Bulan, Laarni ve diğeri (2007), “CEO Incentives and Firm Productivity”, http://people.brandeis.edu/~psanyal/Productivity_CeoPay.pdf (09.03.2014).
- Büker, Yeşim (2006), **The Attributes of CEO Succession in Turkish Banking Sector**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Cefakâr, Kadir (2010), **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetimin Firma Değerine Etkisi: İMKB’ye Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Chafik, Kammoun ve Younes, Boujelbene (2012), “Relationship between C.E.O Ownership and the Debt”, **International Journal of Business and Social Science**, 3 (6), 56.
- Chen, Chia-Wei ve diğeri (2008), “CEO Duality and Firm Performance- An Endogenous Issue”, **Corporate Ownership & Control**, 6 (1), 58-65.
- Coles, Jerilyn ve diğeri (2001), “An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance”, **Journal of Management**, 27, 28.
- Canyon, Martin J. ve He, Lerong (2004), “Compensation Committees and CEO Compensation Incentives in US Entrepreneurial Firms”, 1-33, <http://leeds-faculty.colorado.edu/Bhagat/CompensationEntrepreneurialFirms.pdf> (21.02.2014).
- Dalton, Dan R. ve Dalton, Catherine M. (2011), “Integration of Micro and Macro Studies in Governance Research: CEO Duality, Board Composition, and Financial Performance”, **Journal of Management**, 37 (2), 405-409.
- Dalton, Dan R. ve Kesner, Idalene F. (1987), “Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective”, **Journal of International Business Studies**, 33-41.

- Dedman, Elisabeth (2000), "Executive Turnover in UK Firms: the impact of Cadbury", 2, http://www.efm.bris.ac.uk/economics/working_papers/pdffiles/dp00497.pdf (20.02.2014).
- Demirağ, İstemi ve Serter, Mehmet (2003), "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", **Corporate Governance: An International Review**, 11 (1), 42.
- Demirel, Demokaan (t.y.), "Kamusal Retorikte Moda Trend: Yeni Kamu Yönetimi", **Sayıştay Dergisi**, 58, 108-109.
- Demir, Emine Seda (2010), **Corporate Governance, Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Istanbul Stock Exchange**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demir, Yeter (t.y.), "Kurumsal Verimliliğin Artırılmasına Yönelik Bir Anlayış: Kurumsal Yönetişim" 2-5, www.gumrukkontrolor.org.tr/Yayinlar/Dergiler/63/08.pdf (25.02.2014).
- Denis, David J. ve diğerleri (1997), "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification", **The Journal of Finance**, 52 (1), 1073.
- Denis, Diane K. ve McConnell John J. (2001), "International Corporate Governance", **Purdue Ciber Working Papers**, 2, <http://docs.lib.purdue.edu/ciberwp/17/> (11.03.2014).
- Dinç, Engin ve Abdioğlu, Hasan (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), 159-161.
- Donaldson, Lex ve Davis, James H. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", **Australian Journal of Management**, 16 (1), 49-62.

- Donaldson, T. ve Preston, L. (1995), “The Stakeholder Theory of The Modern Corporation: Concepts, Evidence and Implications”, **Academy of Management Review**, 20 (1), 69.
- Düzaş, Sinan (2008), **Corporate Governance: The Effects of Board Characteristics, Information Technology Maturity and Transparency on Company Performance**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Eisenhardt, Kathleen H. (1989), “Agency Theory: An Assessment and Review”, **Academy of Management Review**, 14 (1), 57-74.
- Erensoy, Müjde (2011), **Corporate Governance Compliance: A Study Of The Publicly Traded Companies On İstanbul Stock Exchange**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Orta Doğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Esen, Şaban (t.y.), **Kurumsal Yönetim (Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim)**, http://adem.bartın.edu.tr/upload/4_Kurumsal_Yonetim.pdf (11.03.2014).
- Fahlenbrach, Rüdiger (2004), “Founder-CEOs and Stock Market Performance”, 1-36, <http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/fahlenbrach.pdf> (09.02.2014).
- Fama, Eugene F. ve Jensen, Michael J. (1983), “Seperation of ownership and control”, **Journal of Law & Economics**, 26, 1-30.
- Farinha, Jorge (2003), “Corporate Governance: A Survey Of The Literature”, 14-15, <http://www.fep.up.pt/estigacao/cete/papers/dp0306.pdf> (12.02.2014).
- Farooque, Omar Al ve diğerleri (2007), “Ownership Structure and Corporate Performance: Evidence from Bangladesh”, **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, 14, 127-149.
- Feng; Zhilan ve diğerleri (t.y.), “CEO Involvement in Director Selection: Implications for REIT Dividend Policy”, 1-17, <http://www.business.uconn.edu/realestate/publications/pdf%20documents/368%20ceo%20and%20reit%20dividends.pdf> (01.03.2014).

- Ferrarini, Guido ve diğeri (2003), “Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice”, **European Corporate Governance Institute**, 9, 2-3.
- Gelter, Martin (2008), “The Dark Side of Shareholder Influence: Toward A Holdup Theory of Stakeholders in Comparative Corporate Governance”, **European Corporate Governance Institute**, 21.
- Griffith, John M. (1999), “CEO Ownership and Firm Value” **Managerial and Decision Economics**, 20, 1-8.
- Griffith, John M. ve diğeri (2002), “CEO Ownership, Corporate Control, and Bank Performance”, **Journal of Economics and Finance**, 26 (2), 170-182.
- Gürbüz, A. Osman ve Ergincan, Yakup (2006), **Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, 1.Baskı, İstanbul: Literatür Yayınları.
- Hallak, Waddah (2011), **The Effect of CEO Ownership and CEO Entrenchment on Firm Value**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Lebanese American University School of Business.
- Himmelberg, Charles P. ve diğeri (1999), “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance”, **Journal of Financial Economics**, 53, s. 353-383.
- İlhan, Süleyman (t.y.), “İş Ahlakı: Kurumsal Bir Yaklaşım”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 264-265.
- İpek, Ahmet Gençer (2009), **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Örnek Olaylarla İncelenmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İsmayılov, Muzaffer (2007), **Kurumsal Yönetim: Azerbaycan’daki Anonim Şirketlerin Kurumsal Yönetim Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- İşcan, Ömer Faruk ve Kaygın, Erdoğan (2009), “Kurumsal Yönetişim Sürecinin Gelişimi Üzerine Bir Araştırma”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 13 (2), 214-216.
- İşeri, Müge (2002), “Anonim Şirketlerde Vekâlet Sorunu ve Bu Sorunun Çözümlemesinde Kullanılan Teknikler”, **Journal of Istanbul Kultur University**, 2, 79-80.
- Jensen, Michael C. (1997), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems”, **Social Science Research Network**, http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=93988 (15.02.2014).
- Jensen, Michael C. ve diğerleri (2004), “Where we’ve been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them”, **European Corporate Governance Institute**, 44, 21-22.
- Jensen, Michael J. ve Meckling, William H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 3, 305-357.
- Jensen, Michael C. ve Murphy, Kevin J. (1990), “CEO Incentives- It’s Not How Much You Pay, But How”, **Harward Business Review**, 3, 4.
- Johnson, Mark S. ve Rao, Ramesh (1997), “Does Antitakeover Protection Reduce Myopic Managerial Investment Behavior?”, **Journal of Managerial Issues**, 9 (4), 497-511.
- Kahraman, Cüneyt (2008), **Kurumsal Yönetim Anlayışının Özel Sermayeli Bankaların Yapısı ve İşleyişi Üzerine Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kahveci, Caner (2008), **İç Denetimin Vekâlet Teorisindeki Yeri ve Önemi “Bir Bankada Yapılan Araştırma”**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karabıyık, Hilal (2011), **Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB’de Sektörel**

Karşılaştırma, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karayel, Mete (2006), **Türkiye’de İşletmelerde Kurumsal Yönetişim Bilincinin Ölçülmesine İlişkin Batı Akdeniz Bölgesi’nde Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Karpuzoğlu, Ebru (2010), **Kurumsal Yönetişimde Yönetim Kurulu**, 1. Baskı, İstanbul: Hayat Yayınları.

Kaymak, Turhan ve Bektaş, Eralp (2008), “East Meets West? Board Characteristics in an Emerging Market: Evidence from Turkish Banks”, **The Authers Journal Compilation**, 16 (6), 550-560.

Kılıç, Metin (2009), **Kurumsal Yönetim ve Derecelendirmesi: Halka Açık Şirketler İçin Talepsiz Kurumsal Yönetim Derecelendirme Model Önerisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kıyılar, Murat ve Belen, Muhammet (2006), “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, 3-13, <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07sempozyum/10-murat%20k%C4%B1y%C4%B1lar%20muhammed%20belen.doc> (25.02.2014).

Kiel, Geoffrey C. (2003), “Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance”, **An International Review**, 11 (3), 2-15.

Kiel, Geoffrey C. ve Nicholson, Gavin J. (2003), “Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance”, **Corporate Governance: An International Review**, 11 (3), 2-15.

Kim, E. Han ve Lu, Yao (2010), “CEO Ownership and Valuation”, 1-48, <http://ssrn.com/abstract=1572602> (08.03.2014).

Kongmanila, Xayphone ve Kimbara, Tatsuo (2008), “Financial Performance of Founder-Managed and Professionally-Managed SMEs: An Empirical Investigation of Lao Trading Firms”, **Journal of International Development and Coopertaion**, 14 (1), 13-22.

Kökalan, Engin (t.y.), **Yönetimin Evrimsel Gelişimi**, obs.iszu.edu.tr/dosyalar/DersAkisIcerik/mba9.pptx.

Kuan-Tan ve diğerleri (2001), “CEO Ownership and Firm Value”, **Asia Pacific Journal of Management**, 18, 355-370.

Kula, Veysel (2006), **Kurumsal Yönetim-Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, 1. Baskı, İstanbul: Papatya Yayınları.

Kula, Veysel (2005), “The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey”, **Corporate Governance: An International Review**, 13 (2), 265-276.

Kula, Veysel ve Mühsürler, Letife (2003), “İşletmelerde Yönetim Kurulu Üye Özellikleri ile Yönetim Kurulu Etkinliği İlişkisi Üzerine Bir Araştırma”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, 1, 18.

Kurt, Duygu (2012), **Vekâlet Teorisi Çerçevesinde Hisse Senedi Maaş Yapılarının Risk Alma Davranışı Ve Finansal Performansa Etkisi: S&P 500 Firmaları Üzerine Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kurt, Emine Serap (2008), **Kurumsal Yönetimin Halka Açık İşletmelerde Mevzuat Ve Uygulama Yönünden İncelenmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kutlu Furtuna, Özlem (2013), **The Impact of Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure on Agency Costs: Evidence from Turkey**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Lei, Gao ve Shunlin, Song (2008), “Management ownership and firm performance- Empirical evidence from the panel data of Chinese listed firms between 2000 and 2004”, **Front. Bus. Res. China**, 2 (3), 372-384.
- Lepineux, François (2004), “Stakeholder Theory, Society and Social Cohesion”, **Corporate Governance: The International Journal of Business and Society**, 2.
- Lilienfeld-Toal, Ulf Von ve Ruenzi, Stefan (2013), “CEO ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion”, 1-39, <http://ssrn.com/abstract=1343179> (20.02.2014).
- Lin, Mei-Lun ve Fu, Chung-Jen (2009), “The Effects of CEO Ownership and Corporate Governance on Executive Compensation Contracts”, **Oxford Business & Economics Conference Program**, 3.
- Mattsson, Christina (2013), “The Influence of Founder-CEOs Human Capital on SME Performance: Founder Perceptions in the Video Game Industry”, **University of Gothenburg**, 2-16.
- McColgan, Patrick (2001), “Agency Theory and Corporate Governance: A Review of The Literature from A UK Perspective”, 18, <http://www.ppge.ufrgs.br/GIACOMO/arquivos/gov-corp/mccolgan-2001.pdf> (18.02.2014).
- Menteş, Süleyman Ahmet (2008), **Kurumsal Yönetişim Etkinlik Ölçüm Aracı Olarak Tepe Yöneticisi Değişimi: Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Mitton, Todd (2002), “A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis”, **Journal of Financial Economics**, 64, 216.
- Moscu, Raluca-Georgiana (2013), “Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance?”, **International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences**, 2 (1), 156-165.
- Mueller, Elisabeth ve Spitz-Oener, Alexandra (2001), “Managerial Ownership And Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises”, **Centre for**

European Economic Research, [ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0172.pdf](http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp0172.pdf)
(16.02.2014).

Nemli Çalışkan, Esra ve Turan İçke, Başak (t.y.), “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Türk Bankacılık Sektöründeki Durumu”, **İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü**, 123-125.

Nicholson, Gavin J. ve Kiel, Geoff C. (2003), “Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance”, **Corporate Governance: An International Review**, 11 (3), 189-205.

Okuyan, Hasan Aydın (2009), **İşletmelerde Sahiplik Yapısı ile Kaynak Bileşimi Arasındaki İlişki: İMKB’de Ampirik Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Organisation for Economic Co-operation and Development (2004), **OECD Principles of Corporate Governance**, <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>,
(10.02.2014).

Özcan, Nazlı (2011), **Mobbingin Örgütsel Vatandaşlık Davranışı Üzerine Etkisi ve Örgütsel Sessizlik: Karaman İl Özel İdaresinde Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Özer, Yaprak, “CEO’nun Karakaşı Karagözü”, http://www.tuyid.org/files/makaleler/CEOnun_kara_kasi_kara_gozu.pdf
(13.01.2014).

Özdoğan-Yılmaz, Ayşegül (2009), **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi.

Özilhan, Tuncay (2002), “Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim”, **Görüş Dergisi**, 7.

- Özsalih, Aygün (2009), **Yönetim Kurulu Yapısının İşletmelerin Finansal ve Sosyal Sorumluluk Performansı Üzerindeki Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Öztürkçü, Aysel (2012), **Sermaye Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yüzüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Peng, Mike W. ve diğerleri (2007), “CEO Duality and Firm Performance during China’s Institutional Transitions”, **Management and Organization Review**, 3 (2), 205-225.
- Pfeffer, Jeffrey (1997), “New Directions for Organization Theory: Problems and Prospects”, **New York Oxford University Press**, 86.
- Pokharel, Post Raj (t.y), “Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision: A Case of Nepal”, 79-87, http://www.nrb.org.np/ecorev/pdf/vol25-2_art5.pdf (12.02.2014).
- Pou, Boey Tang ve diğerleri (2013), “Financial Worldwide Crisis: The Anti-Counter Cycle of Australia”, **Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 3 (2), 262.
- Rashid, Afzalur (2010), “CEO Duality and Firm Performance: Evidence From A Developing Country”, **Corporate Ownership & Control**, 8 (1), 163-172.
- Sabancı-Özer (2012), “The Role of Family Control on Financial Performance of Family Business in Gebze”, **International Review of Management and Marketing**, 2 (2), 75-81.
- Saint, Daniel K. (2005), “The Firm as a Nexus of Relationships: Toward a New Story of Corporate Purpose”, **Dissertation, Benedicttine University**, 28.
- Sayılar, Yücel (2004), “İnsan Kaynakları Yönetimi Alanında Kuram Ve Araştırmanın Gelişimi: Stratejik Olan ve Olmayan Perspektiflerden Bir İnceleme”, **Yönetim Bilimleri Dergisi**, 3 (1), 59-60.

Saylı, Halil ve Kızıldağ, Duygu (t.y.), “Yönetmel Etik Ve Yönetmel Etiğın Oluşmasında İnsan Kaynakları Yönetiminin Rolünü Belirlemeye Yönelik Bir Analiz”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 233.

Sayman, Yahya (2012), **Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Selekler-Gökşen, Nisan ve Karataş, Abdülmecit (2008), “Board Structure and Performance in an Emerging Economy: Turkey”, **Int. J. Business Governance and Ethics**, 4 (2), 134-136.

Sermaye Piyasası Kurulu (2003), Kurumsal Yönetim İlkeleri, 1-54 http://www.ecgi.org/codes/documents/kyy_tr.pdf (10.01.2014).

Sermaye Piyasası Kurulu (2011), **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ**, No.56, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=> (13.03.2014).

Sermaye Piyasası Kurulu (2011), **Kurumsal Yönetim İlkeleri Değişiklik Taslağı**, <http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20111104&subid=1&ct=c>

Shivdasani, Anil (1993), “Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers”, **Journal of Accounting and Economics**, 16, 167-196.

Shleifer, Andrei ve Vishny, Robert W. (1997), “A Survey of Corporate Governance”, **The Journal of Finance**, 52 (2), 737-783.

Sönmez, Asuman ve Toksoy, Andaç (2011), “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye’deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliği”, **Maliye Finans Yazıları**, 25 (92), 62-66.

Söylemez, Caner (2007), **İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Ampirik Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- Suto, Megumi (2000), “New Development in the Japanese Corporate Governance in the 1990s- The Role of Corporate Pension Funds”, **World Economy**, 9.
- Taleb, By Dorsaf Ben ve El Ghourabi (2013), “Managerial Entrenchment and Stakeholder Satisfaction Tunisian Listed Companies Case”, **Global Journal of Management and Business Research Administration and Management**, 13 (7), 25-29.
- Tevfik, Arman T. (t.y.), “Sermaye Yapısı Kararları ve Etkif Vergi Oranın Sıfır Olduğu Firmalarda Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi”, **Kırgızistan-Türkiye Manas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 124.
- The Cadbury Report (1992), **The Financial Aspects of Corporate Governance**, <http://www.kantakji.com/media/9517/file737.pdf> (01.03.2014)
- Thompson, Dennis F. (1985), “The Possibility of Administrative Ethics”, **Public Administration**, 45 (5), 555.
- Tian, Jenny J. ve Lau, Chung-Ming (2001), “Board Composition, Leadership Structure and Performance in Chinese Shareholding Companies”, **Asia Pacific Journal of Management**, 18, 245-263.
- Tong, Zhenxu (2007), “Deviation from optimal CEO ownership and firm value”, **Xfi Centre for Finance & Investment**, 1-28.
- Tortu, Gizem ve Yeşilören, Göksel (t.y.), **Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları**, <http://www.slideshare.net/ilkerserdar/kurumsal-ynetiim-mekanizmalar>, (13.02.2014).
- Tuna, Kadir (2009), **Bankalarda Kurumsal Yönetim**, http://www.kadirtuna.com/attachments/File/Banka_Kurumsal_Y_netim.pdf (09.03.2014).
- Turaboğlu, Tuncay Turan (2002), **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Tuzcu, Arcan (2003), **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (2002), **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, No.336, İstanbul: Lebin Yayınları.

URL, <http://muhasebeturk.org/ecopedia/396-m/26616-murahhas-uye-nedir-ne-demek.html> (08.03.2014).

URL, <https://www.gedik.com>, (25.12.2013).

URL, <http://www.isyatirim.com.tr/>, (25.12.2013).

URL, <http://www.tkyd.org/tr/>, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, (25.12.2013).

URL, www.bigpara.com, (28.12.2013).

URL, www.borsaistanbul.com, Borsa İstanbul, (25.12.2013).

URL, www.kap.gov.tr, (28.12.2013).

Usta, Aydın (2011), “Kuramdan Uygulamaya Kamu Yönetiminde Etik ve Ahlak”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 1 (2), 42.

Ujunwa, A. ve diğerleri (2013), “CEO Duality and Firm Performance: An Integration of Institutional Perceptive with Agency Theory”, **World Academy of Science, Engineering and Technology**, 73, 860-866.

Uzun, Ali Kamil (t.y.), “Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve İç Denetimin Rolü” **Deloitte**, 1.

Ülgen, Hayri ve Mirze, S. Kadri (2010), **İşletmelerde Stratejik Yönetim**, 5.Baskı, İstanbul: Beta Yayınları.

Üsdiken, Behlül ve Yıldırım Öktem, Özlem (2008), “Changes in the Institutional Environment and “Non-Executive” and “Independent” Members of the Boards of

Directors of Firms Affiliated to Large Family Business Groups”, **Amme İdaresi Dergisi**, 41 (1), 44-57.

Weimer, Jeroen ve Pape, Joost C. (1998), “A Taxonomy of Systems of Corporate Governance”, **Corporate Governance: An International Review**, 2-8.

Wu ,Ming-Cheng (t.y.), “The Effects of Corporate Governance on Firm Performance”, <http://120.107.180.177/1832/9901/099-2-06p.pdf> (09.03.2014).

Yenimol, Soner (2014), **CEO’lar ve Liderlik**, <http://www.soneryenimol.com.tr/ceo-kavrami/100-CEOlur-ve-Liderlik.html> (08.03.2014).

Yıldırım Saatçi, Ezgi (2011), **Corporate Governance: The Effect Of Board Governance Roles On Company Performance**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Yeditepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yıldız, Feyyaz ve Doğan, Mesut (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), 353-363.

Yılmaz, İlkay (2010), **Ayn Rand**, http://yilmaz.mersin.edu.tr/derslerdir/materiyaller/KIS/rand_ay.pdf (03.03.2014).

ÖZGEÇMİŞ

Ayşegül ÇARKCI, 1989 yılında İstanbul'da doğdu. İlkokulu ve Ortaokulu Yenibosna İlköğretim Okulu'nda ve Lise öğrenimini Necip Fazıl Kısakürek Lisesi'nde tamamladı. 2007 yılında başladığı Hitit Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nü 2011 yılında tamamladı. Aynı yıl Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yönetim ve Organizasyon Bilim Dalı'nda Yüksek Lisans Programına başladı.