

ARAŞTIRMA MAKALESİ

SAHİPLİK YAPISININ KURUMSAL YÖNETİM
DERECELENDİRME NOTUNA ETKİSİ: BİST’TE BİR UYGULAMA*THE EFFECT OF COMPANY OWNERSHIP STRUCTURES ON
CORPORATE GOVERNANCE RATING GRADE:
AN APPLICATION IN BIST*

Gökhan ÖZER*

Beylem ÇELİK**

ÖZ

Bu çalışmada, şirketlerin sahiplik yapıları (kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği) ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu kapsamda, 2007-2018 yılları arasında BİST’te kurumsal yönetim endeksinde işlem gören 47 şirket içerisinde finansal şirketler çıkarılmış olup finansal olmayan şirketlerden elde edilmiş 247 adet gözlem kullanılarak doğrusal regresyon analizi yapılmış ve şirketlerin sahiplik yapılarının şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile ilişkisi test edilmiştir. Bulgular, kurumsal sahipliğin ve şahıs sahipliğinin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Başka bir ifade ile şirketlerin sahiplik yapılarındaki şahıs sahiplik oranları ve kurumsal sahiplik oranları arttıkça kurumsal yönetim derecelendirme notları da artacaktır. Elde edilen bu sonuç ile şirketlerin sahiplik yapılarının kurumsal yönetim derecelendirme notu üzerinde etkili olduğu görülmektedir.

Anahtar Sözcükler: Sahiplik yapısı, Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu

* Gebze Teknik Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Kocaeli, Türkiye ozer@gtu.edu.tr ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3255-998X>

** İstanbul Gedik Üniversitesi, Dış Ticaret Programı, İstanbul, Türkiye beylem.akkus@hotmail.com ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4322-5907>

ABSTRACT

In this study, the relationship between the ownership structures of companies (corporate ownership and sole proprietorship) and corporate governance rating is examined. In this context, financial companies were excluded from 47 companies traded in the corporate governance index in BIST between 2007 and 2018, a linear regression analysis was made using 247 observations obtained from non-financial companies, and the relationship between the ownership structures of the companies and the corporate governance rating of the companies was tested. The findings show that corporate ownership and sole proprietorship are positively related to corporate governance rating. In other words, as the individual ownership rates and corporate ownership rates in the ownership structures of the companies increase, the corporate governance ratings will also increase. This result shows that the ownership structures of the companies have an effect on the corporate governance rating.

Keywords: Ownership structure, Corporate Governance, Corporate Governance Rating

1. GİRİŞ

Küreselleşme ile şirketler yoğun bir rekabet süreci içine girip bu rekabet ortamında sürekli gelişmeyi hedeflemektedirler. Bu hedefe ulaşabilmek için uluslararası düzeyde uyum çalışmaları yürütmek durumundadırlar. İyi bir kurumsal yönetim faaliyeti bu uyum çalışmalarının başında gelmekle birlikte, kısa vadede işletme uzun vadede ise ülke bazında fayda sağlayacaktır. İyi bir kurumsal yönetim işletmelerin daha şeffaf, daha adil ve sorumluluk sahibi olmalarını sağlayarak hesap verebilirliklerini arttırdığı için ayrı bir öneme sahiptir. Bu özelliği ile kurumsal yönetim bilgilerin tüm paydaşlarla eşit paylaşılması, devam ettirilen tüm faaliyetlerin hesap verilebilir olması, tüm paydaşlara eşit davranılması, toplumsal değerlere saygı gösterilmesi gibi prensipleri oluşturarak toplum refahına katkı sağlayacaktır (TKYD ve Deloitte, 2006). Kurumsal yönetim tüm paydaşlara eşit davranılması dolayısıyla menfaat sahiplerinin çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini sağlayarak gerekli kontrol ve dengenin kurulmasına yardımcı olur (Yenice ve Dölen, 2013, s.201). Tüm bu katkıların yanı sıra kurumsal yönetim firmaların finansman kaynaklarının ve nakit oranlarının artmasına ve sermaye maliyetlerinin düşmesine yardımcı olacaktır. Bu durum finansal piyasaların

gelişmesini sağlayarak şirketlere önemli bir rekabet gücü kazandıracaktır (Öztürk ve Demirgüneş, 2008, s.395).

Kurumsal Yönetim ilkeleri Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) bünyesinde oluşturulmuş olup ülkemizde kurumsal yönetim anlayışının tanınmasına ve gelişimine önemli katkı sağlamıştır. Güçlü bir kurumsal yönetim şirketlerin daha güçlü bir faaliyet yönetimi ve daha iyi piyasa değerine sahip olmasını sağlamakta ve firma performansına olumlu yönde etki etmektedir (Drobetz ve diğerleri., 2003, s.30). Kurumsal yönetimin şirketlere ve ülkelere sağlayacağı avantajlardan faydalanabilmek için kurumsal yönetim ilkelerinin eksiksiz uygulanması gerekmektedir (Sakarya, 2011, s.148). Firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarını ölçme, değerlendirme ve sınıflandırma işlemlerini kurumsal yönetim derecelendirme kurumları gerçekleştirmektedir (Önder ve Mutlucan Sayın, 2011, s.106). Türkiye’de kurumsal yönetim endeksi İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) bünyesinde 31.08.2007 tarihinde kurumsal yönetim ilkelerini tam anlamıyla etkin şekilde uygulamaya geçiren şirketlerin kamuoyuna duyurulmasını sağlamak amacıyla oluşturulmuştur (Dizgil ve Reis, 2020, s.83). İlgili endekste işlem gören şirketlere kurumsal yönetim ilkelerini uygulama derecelerini belirlemek adına 1 ila 10 puan arasında kurumsal yönetim derecelendirme notu hesaplanmaktadır. Şirket için hesaplanan puanın bir puana yakın olması şirketin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamada yetersiz olduğunu gösterirken, hesaplanan puanın on puana yakın olması ise şirketin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamada yeterli olduğunu gösterir. Endekse dahil olan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notlarının en az 7 olması gerekmektedir. Şirketlere verilen bu puanlar SPK tarafından yetkilendirilmiş kurumlar tarafından verilmektedir. (Dizgil ve Reis, 2020, s.83; www.borsaistanbul.com). SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi dört farklı bölümden oluşmakta ve her bölümün yüzdelik ağırlıkları farklılık göstermektedir. Bu yüzdelikler “Pay Sahipleri” için %25, “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık” için %25, “Menfaat Sahipleri” için %15 ve “Yönetim Kurulu” için %35 olarak dağılım göstermektedir (Daştan ve Bellikli, 2015, s.178; Dağlı, 2010, s.24)

Kurumsal yönetim, hesap verebilirliği ve sorumluluğu sağlamaya yardımcı olduğundan şirketler için büyük önem taşımaktadır (İmam ve Malik, 2007, s.90). Başarılı bir kurumsal yönetim, iyi faaliyet yönetimini ve iyi bir piyasa değerini beraberinde getirir (Karamustafa ve diğerleri, 2009, s.101). Dolayısıyla başarılı bir kurumsal yönetim şirketlerin performanslarının

yükselmesine yardımcı olacaktır. Şirketlerin performansı yükseldikçe yatırımcıların odak noktası olmaya başlayacaklarından hisse senetlerinin piyasa değeri de artacaktır (Gompers ve diğerleri, 2003, s.140; Yapa, 2017, s.437). Bu artış şirkete yapılan yatırım oranlarını arttıracığından bu döngü işletmeyi olumlu olarak etkileyecektir. İşletmelerin sermaye pay dağılımları işletmelerin sahiplik yapıları hakkında bilgi sahibi olmamızı sağlar. İşletme ortaklık payları bireyler, şirketler, yabancı yatırımcılar, devlet ve diğer yatırımcılar olarak dağılmaktadır. Bu dağılım ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bazı ülkelerde devlet kontrolü yoğunken bazılarında şirket egemen pay sahiplikleri görülmektedir. Sahiplik yapılarındaki bu dağılım şirketlerin kurumsal yönetim başarılarını da etkilediğinden ülkeler arası kurumsal yönetim anlayışları da farklılık göstermektedir. Örneğin Lemmon ve Lins (2003) Doğu Asya ülkelerindeki sahiplik yapısının aileler, yöneticiler ve çalışanlar arasında dağıldığını ve sahiplik yapısının kurumsal yönetim çerçevesinde firma performansı ile ilişkili olduğunu ifade ederken, Xiaonian ve Yan Wang (1999) ise Çin’de sahiplik yapılarının devlet, tüzel kişiler, bireyler, çalışanlar, yabancı yatırımcılar arasında dağıldığını ifade ederek Lemmon ve Lins (2003) ile paralel sonuçlar elde etmişlerdir.

Ülkemizde yapılan çalışmaları incelediğimizde Ayrıçay ve Eser (2017), ’in çalışmalarında kurumsal yönetim ile sermaye arasındaki ilişkiyi araştırdıklarını görmekteyiz. Yaptıkları araştırmada yönetim kurulu üye sayısının kaldıraç oranını pozitif yönde bağımsız üye oranını ise negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Dizgil ve Reis (2020), Borsa İstanbulda faaliyet gösteren şirketler üzerinde yaptıkları araştırmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye yapısı üzerindeki etkilerini araştırmış ve bağımsız üye oranı, aktif karlılık oranı, yabancı sahiplik ve firma büyüklüğü, kadın üye sayısı değişkenleri ile sermaye yapısı değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Düzer (2020), yaptığı çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi’nde bulunan işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yükselme eğilimi içinde olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ek olarak yerli sahipliğinin yüksek olduğu şirketler ile Sürdürülebilirlik Endeksi’ndeki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının diğer şirketlere oranla daha yüksek olduğunu vurgulamıştır. Gurarda ve diğerleri (2016), araştırmalarında şirket kazançlarının, finansal riskin ve firma büyüklüğünün Türk firmalarının aldığı kurumsal yönetim derecelendirme notlarını olumlu etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca çalışmalarında aile sahipliğinin

kurumsal derecelendirme notunu olumsuz ve yabancı sahipliği ise olumlu etkilediğine yönelik güçlü olmayan kanıtlar bulduklarını belirtmişlerdir. Yapılan çalışmaları incelediğimizde konuya ağırlıklı olarak kurumsal yönetim derecelendirme notunun firma performansı, finansal performans, faaliyet performansına vb. etkileri üzerinden yaklaşıldığını görmekteyiz. Literatürde kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliğinin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile ilişkisine yönelik çalışmalara rastlanmaması çalışmamızın önemli bir motivasyon kaynağıdır. Bu bağlamda çalışmamızın amacı diğer çalışmalara kıyasla daha geniş döneme ait verileri kullanıp konuya sahiplik yapısını dikkate alarak farklı bir bakış açısı kazandırmaktır.

Şirketlerin sahiplik yapısı birbirinden çok farklıdır. Sahiplik yapısı; kurumsal sahiplik, şahıs sahipliği, aile sahipliği, yabancı sahipliği, devlet sahipliği, çalışan sahipliği, yönetici sahipliği gibi farklı sahiplik yapıları ile ifade edilmektedir. Türkiye’de sahiplik yapısı ağırlıklı olarak aile şirketi şeklinde olup pramidal ve kompleks bir yapı sergilemektedir (Yurtoğlu, 2000, s.193). Sahiplik yapısı kurumsal yönetime etki eden önemli bir faktördür (Boubakri ve diğerleri, 2005, s.397) ve kurumsal yönetimin etkin bir aracı olarak kabul edilir (İmam ve Malik, 2007, s.92). Tüm bunlar dikkate alınarak bu çalışmada BİST’de faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan 47 şirketten finansal şirketler çıkarılarak finansal olmayan şirketlerin sermaye pay dağılımları, yönetim kurulu üye sayıları, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayıları, yönetim kurulundaki genel müdür (CEO) sayıları dikkate alınarak ülkemizde şirketlerin sahiplik yapılarının kurumsal yönetim derecelendirme notu üzerine etkisi araştırılmıştır. Ülkemizde konu ile ilgili yapılan çalışmaların azlığı ve bu çalışmanın diğer çalışmalardan farklı olarak kurumsal sahiplik ile şahıs sahipliğinin kurumsal yönetim derecelendirme notu üzerindeki etkisinin incelenmesi çalışmamızı diğer çalışmalardan farklı kılmakta ve kısıtlı literatüre katkı sağlamayı hedeflemektedir. Çalışmanın ikinci bölümünde kurumsal yönetim ve sahiplik yapısı ile ilgili literatür taraması ve kurulan hipotezlere yer verilecektir. Üçüncü bölümde kullanılan araştırma yöntemine, dördüncü bölümde örneklem ve araştırma bulgularına yer verilecek olup sonuç bölümü ile çalışmamız sonlandırılacaktır.

2. LİTERATÜR TARAMASI VE HİPOTEZ GELİŞTİRME

Kurumsal yönetimin kalitesi, işletmelerin finansal faaliyetlerinin sonuçlarını pozitif etkilediğinden etkin piyasa koşullarının sağlanmasına yardımcı olur. Bu durumun hisse senedi fiyatlarına yansıdığı düşünüldüğünde işletmelerin kurumsal yönetim genel ilkelerine uymalarının ne kadar önemli olduğu görülmektedir (Karamustafa ve diğerleri,2009, s.102). Dolayısıyla kurumsal yönetimi etkileyen unsurları belirlemek önem arz etmektedir. Sahiplik yapısı kurumsal yönetimi etkileyen unsurlardan bir tanesidir (Boubakri ve diğerleri, 2005, s.397). Bu bağlamda farklı ülkelerde sahiplik yapısı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiye yönelik yapılan araştırmaları incelediğimizde; Lemmon ve Lins (2003)'ın, sekiz Doğu Asya ülkesindeki 800 firmadan elde edilmiş 687 gözlem üzerinde yaptığı araştırmasında şirketlerin sahiplik yapılarının kurumsal yönetim çerçevesinde firma performansını etkilediği sonucuna vardığını görüyoruz. Xiaonian ve Yan Wang (1999) de Çin'deki şirket verilerinden elde edilmiş 673 gözlem üzerinde yaptığı araştırmasında sahiplik yapısının kurumsal yönetim çerçevesinde firma performansını etkilediği sonucunu vurgulamıştır.

İmam ve Malik (2007), Bangladeş Menkul Kıymetler borsasından 2000 ve 2003 yılına ait 201 firma verilerini kullandığı araştırmasında sahiplik yapısının şirketlerin performansını etkilediği sonucuna varmışlardır. Akimova ve Schwodiauer (2004), paralel sonuçlar elde ederek 1998-2000 yılları için Ukrayna'da faaliyet gösteren 202 şirket üzerinde yaptığı araştırmasında sahiplik yapısının şirket performansını etkilediğini vurgulamışlardır.

Hasan ve Butt (2009), Pakistan şirketleri üzerindeki araştırmalarında sahiplik yapıları ve kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların sermaye yapıları ile ilişkisini araştırmış ve şirketlerin sermaye yapılarının yönetsel sahiplik ile negatif ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ek olarak çalışmalarında kurumsal sahiplik ile şirketlerin sermaye yapıları arasında anlamlı bir ilişki tespit etmediklerini vurgulamışlardır.

Yurtoğlu (2000, s.216) Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık 305 şirkete ait veriler üzerinde yaptığı çalışmada aile sahipliği ile firmanın finansal performansı arasında bir ilişkinin olduğu sonucuna vurgulamıştır. Yine Gündüz ve Tatoğlu (2003, s.54) Türkiye'deki şirketler üzerinde yaptıkları çalışmalarında yabancı sahiplik yapısının finansal performansı etkilediği sonucuna varmışlardır.

Tükenmez ve diğerleri, (2017) çalışmalarında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan finansal olmayan 15 şirketin Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Derecelendirme notları ile finansal performansları arasındaki ilişkinin varlığını araştırmış ve işletmelerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile aktif karlılıkları arasında anlamlı ve negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca şirketlerin pay ve menfaat sahipleri puanlarının Tobin Q değişkenini olumlu yönde etkilediğini, Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile Tobin Q değişkeni arasında ise ters yönlü anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Yenice ve Dölen (2013), Kurumsal yönetim endeksinde yer alan Türk şirketler üzerinde yaptıkları çalışmalarında şirketlerin borsa değerleri ile kurumsal yönetim derecelendirme notları arasında anlamlı bir ilişki olduğunu göstermişlerdir. Berthelot ve diğerleri (2009), Kanada şirketleri üzerinde yaptıkları araştırmalarında kurumsal derecelendirme sıralamasının şirketlerin finansal performansları ile ilişkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ergin (2012), Türkiye şirketleri üzerinde yaptığı araştırmada bu sonuca paralel sonuçlar elde ederek kurumsal yönetim derecelendirme notunun finansal performans ile ilişkili olduğunu belirtmiştir. Ertugrul ve Hegde (2009) Amerika Birleşik Devletleri'nin en önemli üç derecelendirme şirketi tarafından sağlanan kurumsal yönetim derecelendirmelerini inceledikleri araştırmalarında özet puanların genellikle gelecekteki firma performansının birincil ve ikincil ölçümlerinin zayıf tahmin edicileri olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Epps ve Cereola (2008), yaptığı çalışmalarında firmaların faaliyet performanslarının kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilişkili olduğu sonucunu vurgulamışlardır.

Sahiplik yapısı şirketlerin kurumsal yönetimini etkileyen önemli bir kavramdır (Gillan ve Starks, 2003, s.4). Bu çalışmada, şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notuna etkisine göre kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği olarak iki tür sahiplik belirlenmiştir. Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde dahil olan şirketlerin sahiplik yapılarının kurumsal yönetim derecelendirme notlarını etkilemesi oldukça muhtemeldir. Çalışmanın hipotezleri bu doğrultuda oluşturulmuştur. Sahiplik yapılarını ise şirketlerin sermaye pay dağılımlarında kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği olarak ayırmış bulunmaktayız. Çalışmanın bağımlı değişkeni kurumsal yönetim derecelendirme notu, bağımsız değişkenleri şirketlerin sahiplik yapıları (kurumsal sahiplik, şahıs sahipliği), kontrol değişkenleri ise şirketlerin yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu bağımsız üye sayısı,

yönetim kurulunda yer alan genel müdür (CEO) sayısı olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda test edilmek üzere aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

H1: Kurumsal sahiplik ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasında bir ilişki vardır.

H2: Şahıs sahipliği ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasında bir ilişki vardır.

3. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

Bu çalışma, BİST’te faaliyet gösteren şirketlerin sahiplik yapılarının kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilişkisini incelemektedir. Bu kapsamda, 2007-2018 yılları arasında kurumsal yönetim endeksinde bulunan 47 şirket içerisinde finansal olmayan şirketlerden toplanmış 247 adet gözlem kullanılarak doğrusal regresyon analizi yapılmış ve sahiplik yapısı ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki ilişki araştırılmıştır. Veriler aşağıdaki kaynaklar kullanarak manuel olarak elde edilmiştir: (1) Kamuyu Aydınlatma Platformu, (2) Borsa İstanbul, (3) Şirket web sayfaları

3.1. Değişken Tanımı ve Ölçümü

Analizleri yürütmek için bir dizi bağımlı, bağımsız ve kontrol değişken kullanılmıştır. Değişkenler Tablo I’de listelenmiş ve tanımlanmıştır. Modelde bağımlı değişken olarak kurumsal yönetim derecelendirme notu, bağımsız değişken olarak kullanılan sahiplik yapısı ise kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği olarak ele alınmıştır. Analize dahil olan şirketlerin 2007-2018 yıllarına ait kurumsal yönetim derecelendirme notları Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve şirketlerin faaliyet raporlarından temin edilmiştir.

Kurumsal sahiplik, firmanın toplam sermayesindeki kurumsal sahiplik yüzdesi, şahıs sahipliği ise firmanın toplam sermayesindeki şahıs sahiplik yüzdesi ile ölçülmüştür. Yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu üyesi olan genel müdür (CEO) sayısı, yönetim kurulu bağımsız üyesi sayısı değişkenleri kontrol değişkenler olarak analize eklenmiştir. Yönetim kurulu üye sayısı yönetim kurulunda yer alan üye sayısı toplamı ile yönetim kurulu bağımsızlığı ise yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam yönetim kurulu üye sayısına bölünmesi ile elde edilmiştir. Genel müdür (CEO) yönetim kurulu üyesi ise 1, değil ise 0 şeklinde kategorik hale getirilmiştir.

Tablo 1. Değişkenlerin Açıklanması

Değişken Türü	Değişken açıklaması	Değişken Adı	Değişkenin hesaplanması
Bağımlı değişken	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu	KYDN	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu
Bağımsız değişken	Kurumsal Sahiplik	KURUMSAL	Sermaye paylarının şirketlere ait yüzdesi
Bağımsız değişken	Şahıs Sahipliği	ŞAHIS	Sermaye paylarının Şahıslara ait yüzdesi
Kontrol değişken	Yönetim Kurulu Üye Sayısı	YKÜS	Yönetim kurulundaki üyelerin toplam sayısı
Kontrol değişken	Yönetim Kurulu Üyesi Olan CEO Sayısı	CEO	CEO Yönetim kurulu üyesi ise CEO=1, değilse CEO=0
Kontrol değişken	Yönetim Kurulu Bağımsız Üye Sayısı	YKBÜS	Yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin yüzdesi

3.2. Araştırma Modeli

Bu çalışma, kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği bağımsız değişkenleri ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki ilişkiyi araştırmak için doğrusal regresyon analizini kullanır. Ampirik sonuçları sağlamak için Ordinary Least Squares (OLS) regresyon yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği bağımsız değişkenleri ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki ilişkiyi araştırmak için aşağıdaki model kurulmuştur.

$$KYDN: \beta_0 + \beta_1 KURUMSAL + \beta_2 \text{ŞAHIS} + \beta_3 YKÜS + \beta_4 CEO + \beta_5 YKBÜS + \varepsilon$$

4. ARAŞTIRMA BULGULARI

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Matrisi

Tablo II çalışmamızın regresyon modelinde kullanılan değişkenlere ait ortalama, standart sapma, maksimum ve minimum değerleri ile çarpıklık (Skewness) ve basıklık (Kurtosis) değerlerini göstermektedir. Tablo II incelendiğinde şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ortalamalarının 8,93 olduğu görülmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksinin, payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum puanının 10 üzerinden değerlendirilip şirketlerin performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulduğu göz önüne alındığında bu ortalamanın iyi olduğu yorumu yapılabilmektedir. Ayrıca Tablo II 'de şirketlerin genel müdürlerinin (CEO) %62'sini çalıştıkları şirketin yönetim kurulu üyesi oldukları, yönetim kurulu üyelerinin %26'sinin bağımsız üyeden oluştuğu, şirket sermaye pay dağılımında %66 ile tüzel kişi paylarının ağırlıklı olduğu görülmektedir. Çarpıklık ve basıklık değerleri eldeki verilerin normal dağılım eğrisinde nasıl konumlandıklarını görmek açısından araştırmacılara bilgi vermektedir. Çarpıklık ve basıklık değerlerinin %5 güven aralığı için istatistik değer aralığının ± 2.58 , %1 güven aralığı için de istatistik değer aralığının ± 1.96 olması beklenir(Liu et al., 2005). Tablo II de yer alan değişkenlere ait çarpıklık ve basıklık değerleri incelendiğinde şahıs sahipliği dışındaki değişkenlerin ilgili aralıkta olduğu görülmektedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken açıklaması	Değişken adı	Ortalama	Standart sapma	Minimum değer	Maksimum değer	Skewness değeri	Kurtosis değeri
Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu	KYDN	8,939	0,519	7,12	9,7	-1,004	0,324
Yönetim Kurulu Üye Sayısı	YKÜS	8,852	2,268	4	15	0,363	-0,252
Yönetim Kurulu Üyesi Olan CEO Sayısı	CEO	0,624	0,485	0	1	-0,488	-1,776
Yönetim Kurulu Bağımsız Üye Sayısı	YKBÜS	0,261	0,137	0	0,75	-0,495	0,790
Kurumsal Sahiplik	KURUMSAL	0,668	0,147	0,142	0,940	-1,320	2,384
Şahıs Sahiplik	ŞAHIS	0,016	0,060	0	0,399	5,188	28,703

Tablo III, tüm örneklem için pearson korelasyon matrisi sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlar, bağımsız değişkenin (kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği) bağımlı değişken ile (Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu) istatistiksel olarak ilişkili olduğunu göstermektedir. Değişkenler arasında yüksek korelasyon bulunmamaktadır. Tabloyu incelediğimizde yönetim kurulunda yer alan genel müdür (CEO) sayısı ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki pearson korelasyon katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olduğu görülmektedir. Bu değişken dışındaki değişkenler ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki pearson korelasyon katsayılarının istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğu görülmektedir.

Tablo 3. Değişkenler Korelasyon Matrisi

Değişkenler	KYE	KURUMSAL	ŞAHIS	YKÜS	CEOYKÜ	YKBÜS
KYE	1.000					
KURUMSAL	0.178*	1.000				
ŞAHIS	0.146**	-0,358*	1,000			
YKÜS	0,272*	0,095	-0,129**	1,000		
CEOYKÜ	-0,220*	0,034	-0,022	0,102	1,000	
YKBÜS	0,407*	-0,020	0,057	-0,175*	-0,247*	1,000

Not: I. *, **, *** simgeleri sırayla değişkenlerin %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Değişkenler arasında otokorelasyon problemi olup olmadığının tespiti için Durbin-Watson otokorelasyon testi gerçekleştirilmiştir. Durbin-Watson test istatistik değerlerinin 1,5 -2,5 aralığında olması otokorelasyon sorunun olmadığını gösterir (Küçüksille, 2016, s. 267). Tablo IV’de yer alan bilgilere bakıldığında Durbin-Watson test istatistik değerlerinin 0,819 olduğu görülmektedir.

Tablo 4. Model Özetleri

Model	R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,638	0,407	0,394	0,04667	0,819

Regresyon analizinin sağlıklı sonuçlar verebilmesi için çoklu doğrusallık sorununun olmaması gerekmektedir. Çoklu doğrusallık sorununun olup olmadığını tespit etmek için değişkenlere ait VIF (Variance Inflation Factor) değerleri hesaplanmıştır. VIF değerinin 5’den küçük olması gerekmektedir (O’Brien, 2007). Tablo V değişkenlerin VIF değerlerini göstermektedir. Tüm değişkenlerin VIF değerlerinin kabul edilen sınırın oldukça altında kaldığı ve dolayısıyla değişkenler arası çoklu doğrusallık sorununun olmadığı görülmektedir.

Tablo 5. VİF Değerleri

Değişken açıklaması	Değişkenler	VİF değeri
Yönetim Kurulu Üye Sayısı	YKÜS	1,05
Yönetim Kurulu Üyesi Olan CEO Sayısı	CEOYKÜ	1,07
Yönetim Kurulu Bağımsız Üye Sayısı	YKBÜS	1,09
Tüzel Kişi Sermaye Payı	KURUMSAL	1,15
Şahısların Sermaye Payı	ŞAHIS	1,16

4.2. Regresyon Sonuçları

Tablo VI, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile şirketlerin sahiplik yapıları arasındaki ilişkiyi gösteren doğrusal regresyon sonuçlarını göstermektedir.

Analiz sonuçları kurumsal sahiplik yapısının kurumsal yönetim derecelendirme notu ile istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla şirketlerin kurumsal sahiplik payları arttıkça kurumsal yönetim derecelendirme notlarının da artması beklenir. Bu bağlamda H1 hipotezi desteklenmiştir. Analiz sonuçları şahıs sermaye payının da kurumsal yönetim derecelendirme notu ile istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla şirketlerin şahıs sahiplik payları arttıkça kurumsal yönetim derecelendirme notlarının da artması beklenir. Bu sebeple H2 hipotezi de desteklenmiştir.

Tablo 6. Regresyon Sonuçları

Değişkenler	Beklenen İşaret	Katsayı	t değeri
KURUMSAL	?	0,858* (0,188)	4,55
ŞAHİS	?	2,160* (0,473)	4,57
YKÜS	+	0,084* (0.011)	7,19
CEOYKÜ	?	-0,163** (0.055)	-2,94
YKBÜS	+	1,591* (0.197)	8,07
F-Değeri	35,40		
Gözlem Sayısı	247		
R-Kare Değeri	0,643		

Not: I. Parantez içerisindeki değerler değişkenin standart sapmasını göstermektedir. II. Sonuçlar Stata 17 istatistiksel paket programı yardımıyla elde edilmiştir. III. *, **, *** sembelleri sırayla değişkenlerin %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir. IV. Beklenen işaretler kısmındaki + işareti bağımsız değişken ile bağımlı değişken arasındaki pozitif ilişki beklentisini ifade ederken, ? simgesi bağımsız değişken ile bağımlı değişken arasındaki ilişki beklentisinin belirsiz olduğunu ifade etmektedir.

Regresyon analizi sonuçlarına göre sahiplik yapısının kurumsal yönetim derecelendirme notuna etkisini gösteren regresyon eşitliği aşağıda verilmiştir.

$$KYE=7.268+0.858KURUMSAL+2.160ŞAHİS+0.084YKÜS-0.163CEOYKÜ+ 1.591YKBÜS$$

Kontrol değişkenlerinin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile ilişkisi incelendiğinde, kurumsal yönetim derecelendirme notunun, yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu bağımsız üye sayısı ile istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki, yönetim kurulunda olan genel müdür (CEO) sayısı ile istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki içinde olduğu görülmektedir. Bu durumda yönetim kurulundaki üye sayısı veya yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı arttıkça şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının artması beklenir. Diğer taraftan, şirketlerin yönetim kurulundaki genel müdür (CEO) sayısı arttıkça şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının azalması beklenir.

5. SONUÇ

Bu çalışmanın amacı, BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin sahiplik yapıları ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasında ilişki olup olmadığını araştırmaktır. Sonuçlar, 2007-2018 yılları arasında BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan 47 firma içerisinde finansal şirketler çıkarılarak elde edilen 247 gözlem sayısına doğrusal regresyon analizi uygulanarak elde edilmiştir. Analiz sonuçları kurumsal sahiplik ve kurumsal yönetim derecelendirme notu arasında pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Bu sonuç şirketlerin kurumsal sahiplik oranları arttıkça kurumsal yönetim derecelendirme notlarının da artacağı beklentisine girmemizi sağlamaktadır. Sonuçlar şahıs sermaye paylarının kurumsal yönetim derecelendirme notu ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu sonuç şirketlerin şahıs sahiplik oranları arttıkça kurumsal yönetim derecelendirme notlarının da artacağı beklentisine girmemizi sağlamaktadır. Ayrıca analiz sonuçları, kurumsal yönetim derecelendirme notunun, yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu bağımsız üye sayısı ile istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki, yönetim kurulunda olan genel müdür (CEO) sayısı ile istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki içinde olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla yönetim kurulundaki üye sayısı ya da yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı arttıkça şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının da artması beklenir. Diğer taraftan, şirketlerin yönetim kurulundaki genel müdür (CEO) sayısı arttıkça şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları azalmaktadır.

Bu çalışma kurumsal yönetim derecelendirme notu ile sahiplik arasındaki ilişkiyi, kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği kavramlarını dikkate alarak

konuya farklı bir açıdan yaklaşması ve geniş bir döneme ait şirket verilerini analize dahil etmesi dolayısıyla kısıtlı literatüre katkı sağlamaktadır. Kurumsal yönetim derecelendirme notları artan firmaların hisse senedi değerleri ve piyasa değerleri artış gösterecektir. Sonuçlar şirketler ve yatırımcılar için şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarını dolayısıyla hisse senedi ve piyasa değerlerini etkileyen unsurlar hakkında değerli bilgiler sağladığından bu kişilerin karar verme süreçlerinde onlara yardımcı olacaktır.

Ancak bu çalışma bazı sınırlamalara tabidir. İlk olarak, örnekleminin BİST’de işlem gören finansal olmayan şirketlerden oluşması sonuçların genellenebilirliğini sınırlamaktadır. Sonraki çalışmalarda aynı değişkenler kullanılarak BİST’de işlem gören ve sadece finans şirketlerini kapsayan bir araştırma yapılabilir. İkinci olarak çalışmamızda sahiplik yapısı kurumsal sahiplik ve şahıs sahipliği olarak ele alınmıştır. Literatürde sahipliği devlet sahipliği, yönetim sahipliği, aile sahipliği, en büyük hissedar sahipliği olarak ele alan çalışmalar mevcuttur. Gelecekte yapılacak çalışmalar sahiplik yapısının kurumsal yönetim derecelendirme notu ile ilişkisini incelerken çalışmamızdan farklı olarak bu sahiplik yapılarını da dikkate alabilirler. Ayrıca gelecekte yapılacak çalışmalarda, araştırma kapsamı genişletilerek sahiplik yapısı gibi diğer kurumsal yönetim mekanizmalarının da kurumsal yönetim derecelendirme notu ile ilişkisi incelenebilir.

KAYNAKÇA

Akımoova I. and Cerhard S. (2004), Ownership Structure, Corporate Governance, and Enterprise Performance: Empirical Results for Ukraine ,*AER*, 10 (1), 28-42

Ayrıçay, Y., ve Eser, A. (2017). Kurumsal Yönetim ve Sermeye Yapısı Arasındaki İlişki: BİST’de bir Çalışma. *International Journal of Academic Value Studies*, 220-232.

Berthelot S., Morris T. and Morrill C.(2009), Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study, *Corporate Governance*, 10(5), 635-646.

Boubakri Narjess , Cosset Jean-Claude and Guedham Omrane, (2005) Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection, *Journal of Financial Economics*, 76(2), 369-399

Dağlı H., Ayaydın H. Ve Eyüpoğlu K. (2010) Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği, *Muhasebe Finansman Dergisi*, 48, 18-31

Daştan, A. ve Bellikli, U. (2015). Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Muhasebe Etkileşimi: Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil İşletmelerde Bir Araştırma. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(1), 177- 208.

Dizgil E. ve Reis Ş. G. (2020),Kurumsal yönetimin sermaye yapısına etkisi: BİST kurumsal yönetim endeksi üzerine bir araştırma, *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 42, 82-96

Drobetz W., Schillhofer A.and Zimmermann H. (2003), Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany, 1-48 Erişim Adresi: <https://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf> Erişim Tarihi: 20.09.2022

Düzer, M. (2020). Kurumsal yönetim derecelendirmesi: BİST kurumsal yönetim endeksinde bir inceleme. *Kocatepe İİBF Dergisi*, 22(2), 149-168.

Epss R.W., and Cereola S.J. (2007), Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company’s operating performance?, *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135-1148.

Ergin E. (2012), Corporate Governance Ratings and Market-based Financial Performance: Evidence from Turkey, *International Journal of Economics and Finance*, 4(9), 61-68.

Ertuğrul M., ve Hegde S. (2009), Corporate Governance Ratings and Firm Performance, *Financial Management, Spring* 139-160

Gillan S.L and Starks L.T., (2003), Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective, *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper*, 2003(1), 4-22.

Gompers P.A., Ishii J.L. and Metrick A.(2003), Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 107-155

Gurarda S., Ozsoz E., ve Ateş A.(2016), Corporate Governance Rating and Ownership Structure in the Case of Turkey, *International Journal of Financial Studies*, 4(8), 1-16

Gündüz L. ve Tatoğlu E., (2003), A Comparison of the Financial Characteristics of Group Affiliated and Independent Firms in Turkey, *European Business Review*, 15(1), 48-54.

Hasan, A. ve Butt, S.A., 2009. Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies, *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50-57.

Imam M.O ve Malik M. (2007) Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market, *International Review of Business Research Papers* , 3(4), 88-110.

Karamustafa O., Varıcı İ, ve Er B.(2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (17) 2009 /1, 100-119

Kurumsal yönetim endeksi- Erişim adresi: www.borsaistanbul.com Erişim Tarihi: 14.09.2022

Küçüksille, E. (2016). *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*. Ankara: Asil Yayın.

Lemmon, Michael and Karlv. Lins,2003, Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *The Journal Of Finance*, 4, 1445-1468

LIU, C., Marchewka, J.T., Lu, J., and Yu, C.S. (2005), Beyond concern: a privacy-trustbehavioral intention model of electronic commerce, *Information & Management*, 42, 289- 304.

O'Brien, R. M. (2007), A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors, *Quality & Quantity*, 41, 673-690.

Önder F., ve Mutlucan Sayın, S., (2011) Kurumsal Yönetim Derecelendirme Şirketleri ve Türk Hukukundaki Yeri, *S.D.Ü. Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1(2), 105-133

Öztürk Mutlu Başaran ve Demirgüneş Kartal,(2009), Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entellektüel Sermaye *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19, 395-410

Sakarya Ş. (2011), İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (Event Study) yöntemi ile analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi* , 7(13), 147-162

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 2022, Mevzuat, www.spk.gov.tr

Tükenmez, N.M., Gençyürek A.G. ve Karakelleoğlu M.İ. (2017), Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1-18

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte (2006), Nedir Bu Kurumsal Yönetim?, İstanbul.

Xiaonian Xu, Ph.D., and Yan Wang, Ph.D. (1999) Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies, *China Economic Review* 10, 75–76

Yapa K.(2017), BİST kurumsal yönetim endeksi şirketlerinin derecelendirme notu ilanının hisse senedi getirileri üzerine etkisi, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 10(3), 437-458

Yenice, S., Dölen, T.(2013), İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-214.

Yurtoglu, B. B. (2000). Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms. *In Empirica* 27, 193-222