

# Tepe Yönetici Ücretlerinin Firma Performansına Duyarlılığı: Türkiye'den Bulgular\*

## Öz

**Aylin ATAAY<sup>1</sup>**

Bu çalışma, tepe yönetici ücretlerinin firma performansına duyarlılığını, 2009-2013 yıllarını kapsayan bir panel veri modeli aracılığıyla belirlemeyi hedeflemiştir. Çalışmada ilgili yazına gelişen bir ülke bakış açısı getirilmekte ve kurumsal yönetim mekanizmalarının gelişmiş ülkelere göre farklılıklar gösterdiği Türkiye ortamında, tepe yönetici ücretlerinin performansa duyarlılığı konusunda bulgular sunulmaktadır. İncelememiz vekâlet kuramını destekler şekilde, tepe yönetici ücretleri ile şirketlerin aktif karlılığı arasında aynı yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Halka açık ve finansı şirketlerden oluşan örneklemimizde, tepe yönetici ücretlerinin firma performansına duyarlı olduğu, firm performansındaki artışların tepe yönetici ücretlerinde artışa neden olduğu belirlenmiştir. Bu bulgudan yola çıkarak, şirketlerin firma performansına dayalı özendiricileri içeren ücret sistemleri kullandıklarını söylemek mümkündür.

**Anahtar Kelimeler:** *tepe yönetici ücretleri, firma performansı, ücret-performans duyarlılığı, Türkiye*

## Performance Sensitivity of Top Management Team Compensation: Evidence from Turkey

### Abstract

This study aims to investigate the sensitivity of top management team compensation to firm performance through a panel data model covering the period of 2009-2013. The study brings a perspective of emerging economy in the current literature and aims to contribute to the field by presenting findings on performance sensitivity of top executive pay from Turkey where corporate governance mechanisms differ drastically from that of the developed countries. In line with the agency theory expectations, we found a positive relationship between firms' return on assets and executive compensation. In other words, in our sample which consists of publicly traded non-financial companies, we found that executive pay is sensitive to firm performance. Based on this finding, we conclude that listed public companies in Turkey adopt compensation systems that include incentives based on firm performance.

**Keywords:** *top management team compensation, executive compensation, firm performance, pay-performance sensitivity, Turkey*

<sup>1</sup> Doç. Dr., Galatasaray Üniversitesi İşletme Bölümü, aataay@gsu.edu.tr

ORCID ID: 0000-0001-5150-1946

\* Bu çalışma Galatasaray Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri Fonu tarafından 14.102.001 nolu proje kapsamında finansal olarak desteklenmiştir. Yazar bu fona teşekkürlerini sunmayı bir borç bilir.

## 1. Giriş

Tepe yönetici ücretleri, özellikle ABD ve İngiltere'de yoğun akademik ilgi çeken ve üzerinde oldukça fazla görgül araştırma yapılan bir İnsan Kaynakları Yönetimi (İKY) alanıdır. Tepe yönetici ücretlerinin firma performansına etkisinin incelenmesi, ilgili yazında önemli bir araştırma alanını oluştururken, firma performansının tepe yönetici ücretlerinin bir belirleyicisi olarak ele alındığı araştırmalar da bulunmaktadır (Devers vd., 2007; Tosi vd., 2000; Murphy, 1999; Barkema ve Gomez-Mejia, 1998; Gomez-Mejia ve Wiseman, 1997; Finkelstein ve Hambrick, 1988; 1989). Şirket çıktılarında dayalı özendirici ücret sistemleri şirketlere "en iyi kurumsal yönetim" uygulamalarından birisi olarak önerilen ve şirket yönetici ve hissedarları arasındaki çıkar çatışmalarının etkin olarak yönetilebilmesi için bir reçete olarak sunulan önemli bir İKY uygulamadır (Capezio vd., 2011). Vekalet kuramına göre, tepe yöneticilere firma performansına göre ücret ödenmesi ile şirket hissedarları ile yöneticilerinin maddi beklentilerini uyumlaştırılacağı varsayılmaktadır (Fama ve Jensen, 1983; Levinthal, 1988; Jensen ve Murphy, 1990; Abowd, 1990). Bu kapsamda, şirket performansına duyarlı yönetici ücretlerinin hem motive edici hem de etkinliği artırıcı bir mekanizma olduğunu söylemek mümkündür. Diğer taraftan özellikle gelişmiş ülkelerde artan tepe yönetici ücretleri hem ücretlerin düzeyinin hem de firma performansına duyarlılıklarının sorgulanmasına neden olmaktadır. Tepe yöneticilerin özellikle de şirket genel müdürlerinin bu yüksek kazançları hak edip hak etmedikleri tartışılmaktadır (Tosi vd. 2000). Bu alandaki çalışmaların büyük bir çoğunluğu ABD ve İngiltere'de gerçekleştirilmiş ve diğer gelişmiş ülkelerde ve özellikle de gelişen ülkelerde yapılan araştırmaların sayısı göreceli olarak daha sınırlı kalmıştır. Ayrıca bu araştırmaların bulguları firma performansı ve tepe yönetici ücretleri arasındaki ilişkinin boyutları ve yönü konusunda kesin bir yargıya ulaşabilmemize de imkân vermemektedir (Tosi vd., 2000). Bazı araştırmalar ücret ve performans arasında aynı yönlü ve güçlü ilişkiler belirlemişken, bazı araştırmalar tepe yönetici ücretlerinin performans duyarlılığının düşük olduğunu bulmuşlardır. Hatta daha az sayıda da olsa, bazı araştırma bulguları, böyle bir ilişki olmadığını veya ters yönlü bir ilişkinin söz konusu olduğunu öne sürmektedir.

Bu çalışmanın amacı tepe yönetici ücretlerini Türkiye'de inceleyerek mevcut yazına katkıda bulunmaktır. Araştırmanın temel varsayımı, vekâlet kuramı önermeleri kapsamında tepe yönetici ücretlerinin firma performansı ile aynı yönde değiştiğidir. Diğer bir deyişle, firma performansı arttıkça tepe yönetici ücretlerinin de artacağıdır. Ayrıca bu araştırma bilginiz dâhilinde firma performansı ve tepe yönetici ücretleri arasındaki ilişkiyi Türkiye'de ilk defa inceleyen bir çalışma özelliğini de taşımaktadır.

Çalışmada, firma performansı ve yönetici ücretlerini arasındaki ilişkiyi ortaya koymak 2009-2013 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (Borsa İstanbul) işlem gören şirketler incelenmiştir. Bu alandaki yazında sıklıkla kullanılan regresyon modellerinden yararlanılarak firma performansının tepe yönetici ücretlerine etkisi incelenmiştir. Bu çalışma tepe yönetici ücretleri yazınına farklı açılardan katkıda bulunmaktadır. Bu anlamda, öncelikle tepe yönetici ücretlerinin belirleyicileri konusunda farklı bir kurumsal bağlam ve ülke bakış açısı sağlamaktadır. İkinci olarak sadece genel müdür değil, tüm üst düzey yönetici takımına odaklanarak mevcut yazına, bu alanda da katkıda bulunmaktadır.

Çalışmada öncelikle ilgili yazın incelemesi yapılmış ve araştırma hipotezi belirlenmiştir. İkinci olarak, araştırma model ve yöntemleri hakkında bilgi verilmiş ve örneklem tanıtılmıştır. Üçüncü olarak inceleme bulguları sunulmuş, son olarak ise bulgular ortaya konularak inceleme hedefleri ışığında yorumlanmıştır.

## 2. Kuramsal Altyapı: Tepe Yönetici Ücretlerinin Firma Performansına Duyarlılığı

Tepe yönetici ücretleri ve bunları etkileyen unsurlar birçok akademik disiplinde ve farklı bakış açıları kullanılarak araştırılmıştır (Filatotchev ve Allcock, 2010; Bruce, Buck ve Main, 2005). Vekâlet kuramına göre, sahiplik ve yönetiminin birbirinden ayrıldığı modern şirketlerde, şirket sahip (asil) ve yöneticilerinin (vekil) şirkete özgü bilgilere erişim olanakları, çıkarları ve risk tercihleri birbirinden farklıdır (Fama ve Jensen, 1983). Bunun sonucu olarak yöneticiler, şirket sahiplerinin vekilleri olmalarına rağmen kendi çıkarları doğrultusunda davranarak hissedarların getiri maksimizasyonu hedeflerini olumsuz etkileyebilirler. Tepe yönetici

ücretleri ve özellikle şirket performansına dayalı ücret sistemleri, organizasyona nitelikli yöneticileri çekebilmenin yansıması, asil ve vekil arasındaki bu yönetsel fırsatçılık sorunlarını çözmeye, yöneticileri performanslarını arttırmaya ve hissedarların getirilerini maksimize etmeye teşvik etmek için önerilmektedir (Jensen ve Murphy, 1990; Perkins ve Hendry, 2005; Bruce vd., 2005; Sanchez-Marín vd., 2010; Wowak ve Hambrick, 2010). Yöneticilere yapılacak ödemelerin maliyetinin yöneticilerin fırsatçı davranışlarının örtük veya görünen olumsuz etkileri ve maliyetinden daha düşük olabileceği ve tepkisel denetim mekanizmalarıyla karşılaştırıldığında da ücretle özendirerek yönetsel davranışı yönlendirmenin ve tarafların çıkarlarını bir potada eritmenin daha etkisel bir yaklaşım olacağı varsayılmaktadır (Jensen ve Murphy 1990; Tosi vd., 2000). Tepe yönetici ücret paketlerinin, yöneticilerin bir önceki dönemdeki performanslarının bir ödülü ve bir sonraki dönemde de aynı veya daha yüksek performans göstermeleri için bir özendirici olarak kullanılması önerilmekte ve olumlu etkileri vurgulanmaktadır (Devers vd., 2007). Beklenen tepe yönetici ücretleri arttıkça, yöneticilerin motivasyon ve çabalarının artacağı, verimliliklerinin yükseleceği, bunun firma performansına olumlu yansıtacağı ve firma olumlu sonuçlarının tekrar tepe yönetici ücret paketlerine yansıtacağıdır (Bareket-Bojmel, Hochman ve Ariely, 2014).

Firma performansı ve yönetici ücretleri arasındaki bu ilişki, ilgili yazında tepe yönetici ücretlerinin performansa duyarlılığı olarak tanımlanmış ve birçok araştırmacı farklı operasyonel ya da piyasaya dayalı firma performansı göstergeleri ile tepe yönetici ücretleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Fakat bu araştırmalar, çelişkili bulgular sunmaktadır (Jensen ve Murphy, 1990; Gerhart ve Milkovich, 1990; Barkema ve Gomez-Mejia, 1998; Hall ve Liebman, 1998; Aggarwal ve Samwick, 1999a; b; Kraft ve Niederprum, 1999; Tosi vd., 2000; Aggarwal ve Samwick, 2003; Leone, Wu ve Zimmerman, 2006).

Birçok araştırma, tepe yönetici ücretlerinin firma performansına duyarlı olduğunu saptamış ve performans duyarlı sistemlerin ve özellikle hissedarlık planları gibi özendirici ücret uygulamalarını şirket performansı üzerinde de olumlu etkisi olduğunu ortaya koymaktadır (Wallace, 1998; Morgan ve Poulson, 2001; Core ve Larcker, 2002; Hanlon,

Rajgopal ve Shevlin, 2003; Hogan ve Lewis, 2005; Nyberg vd., 2010; Bruce vd., 2005; Filatotchev ve Allcock, 2010). Bu çalışmalarda, performans-ücret duyarlılığı arttıkça yönetici ve paydaş çıkarları arasındaki uyumun arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu alanda öncü çalışmayı gerçekleştiren Jensen ve Murphy (1990) ABD’de hisse getirilerindeki 1.000 dolarlık bir artışın şirket genel müdürünün kazancına 3,25 dolar olarak yansıdığını belirlemiştir. Bu araştırmaların büyük bir çoğunluğu ABD’de gerçekleştirilmiş (Murphy, 1999; Core vd. 2003) ve yöneticiler için hisse senedi sahipliği planları ve kâr paylaşım planları gibi şirket performansına dayalı özendirici ücret sistemlerinin kullanılmasını açıklayan ve teşvik eden bulgular sunmuşlardır (Hall ve Liebman, 1998). Şirket performansı ve yönetici ücretleri arasındaki pozitif ilişki ücret sistemlerinin şirket yönetici ve hissedarlarının çıkarlarını birleştirmedeki rolünü belirginleştirmektedir.

Diğer taraftan daha az sayıda da olsa bu iki unsur arasında pozitif ilişki bulunmayan araştırmalar da bulunmaktadır (Duffhues ve Kabir, 2008). Örneğin, Core ve arkadaşları (1999) hisse senedi getirileri ve operasyonel performans ile genel müdür maaşları arasında ters yönlü bir ilişki belirlemiştir. Brick ve diğerleri (2006) de aşırı yüksek yönetim kurulu üyesi ücretlerinin firma performansına bağlı olarak düzenlenmediğini ortaya koymuşlardır. Bu çalışmalar, elde ettikleri bu sonuçları yönetsel güç yaklaşımı ile açıklayarak, tepe yöneticilerin ve özellikle genel müdürlerin şirket yönetim kurulları ve ücret komitelerinin kararlarını etkileyecek kadar güçlü olmaları durumunda, yönetici ücretlerinin yüksek fakat performans ilişkilerinin gevşek olarak tasarlanabildiği yorumunu getirmişlerdir (Bertrand ve Mullainathan, 2001; Bebchuk ve Fried, 2004; 2006). ABD dışında diğer gelişmiş ülkelerde gerçekleştirilen çalışmalar da ise, söz konusu ülkelerde mevcut performans – ücret duyarlılığının, ABD ile karşılaştırıldığında daha zayıf olduğu gözlenmektedir. Örneğin, Conyon ve Murphy (2000) ve Buck ve arkadaşları (2003) İngiltere’de, Haid ve Yurtoğlu (2006) Almanya’da ve Zhou (2000) Kanada’da gerçekleştirdikleri araştırmalarında şirket performansı arttıkça bunun yönetici ücretlerine olumlu yansıdığını ama etkisinin göreceli olarak zayıf olduğunu bulmuşlardır.

Sonuçta bu alanda gerçekleştirilen çalışmaların büyük bir çoğunluğunun gelişmiş ülkelerde faali-

yet gösteren büyük ölçekli ve halka açık şirketlerde gerçekleştirildiğini (Devers vd., 2007; Tosi vd., 2000; Gomez-Mejia, 1994) ve özellikle gelişen ülkelerden elde edilen bulguların sınırlı olduğunu da söylemek gerekir. Bazı araştırmacılar, gelişen ülkelerde sahiplik ve kontrolün çok belirgin bir şekilde ayrılmamış olması nedeniyle vekâlet maliyetlerinin daha düşük olduğunu ve bu nedenle performansla dayalı ücret sistemlerinin gelişen ekonomiler için çok uygun ve gerekli olmadığını öne sürmektedir (Michiels vd., 2013). Fakat mevcut yazın, baskın ortaklık yapısı, sahip yönetimi ve baskın ve azınlık hissedarlar arasındaki çatışmalar gibi, gelişen ülke özelliklerinin vekâlet çatışma ve maliyetlerine, kendi kendini kontrol ve diğerkâmlık gibi sorunlara da neden olacağını savunmaktadır (Lubatkin vd., 2005; Schulze, Lubatkin, ve Dino, 2003; Schulze vd., 2001). Bu bağlamda, örneğin Firth ve arkadaşları (2006) borsaya açık ve özel sektörde faaliyet gösteren 549 Çin şirketinde pozitif; fakat zayıf bir şirket performansı – tepe yönetici ücreti duyarlılığı bulmuştur. Çin şirketleri üzerinde diğer incelemelerde de (Kato ve Long, 2006; Buck, Liu ve Skovoroda, 2008; Chen, Ezzamel ve Cai, 2011; Chen, Liu ve Li, 2010) şirket performansı ve yönetici ücretleri ilişkisini destekleyen sonuçlar elde etmişlerdir. Fakat kamu hisselerinin daha yüksek olduğu şirketlerde performans duyarlılığının daha düşük olduğunu, şirket ortaklık yapısının bu ilişkiyi etkilediğini bulmuşlardır (Kato ve Long, 2006).

Gelişen bir ekonomi olan Türkiye'de ise, bilindiği üzere, kurumsal yönetim ortamı azınlık hissedarların korunması, oy hakları, şirket sermaye yapıları ve yönetim kurulu özellikleri açısından Anglosakson ülkelerden önemli ölçüde ayrılmaktadır. Türkiye'de mevcut şirketlerin en temel özelliklerinden birisi, aile sahiplik ve yönetimidir. Ayrıca Türkiye'de finansal yapı daha zayıf ve sermaye piyasası daha sığ olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla dışsal kontrolün rolü düşüktür. Yoğunlaşmış ve piramit şeklindeki sahiplik yapısının baskın örgütlenme şekli olması, şirketlerin az sayıda baskın hissedar tarafından yönetilmesi, ikili yönetim kurulu yapısının olmaması ve azınlık hissedarların haklarının korunmasında zafiyetlerin söz konusu olması gibi genel özellikler (Nilsson, 2007; Oba, Tiğrel ve Şener, 2012) tepe yönetici ücretlerinin yöneticileri kontrol edici ve düzenleyici rolünü ön plana çıkarmaktadır. Bu kapsamda, çalışmanın amacı olan Türkiye'de halka açık şirketlerin

tepe yönetici ücretlerinin firma performansına duyarlılıklarını belirlemek için temel varsayımımız, Türkiye'de tepe yönetici ücretlerinin firma performansına daha duyarlı olacağı ve çok yönlü vekâlet problemlerinin performansla dayalı sistemler vasıtasıyla çözüleceği yönündedir. Bu varsayım kapsamın temel önermemiz aşağıdaki gibidir:

*H1: Türkiye'de şirket performansı tepe yönetici ücret düzeylerini olumlu etkilemektedir.*

### 3. Araştırma Modeli ve Tasarımı

Firma performansı ve tepe yönetici ücretleri arasındaki duyarlılığı test etmek için daha önceki araştırmalarda da sıklıkla kullanılan aşağıdaki regresyon modeli kullanılmıştır:

$$TYÜ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 PERF_{it} + \alpha_2 FB_{it} + \alpha_3 BK_{it} + \lambda_j + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

*Bağımlı değişkenimiz* olan tepe yönetici ücretleri ( $TYÜ_{it}$ )  $i$  şirketinin üst düzey yöneticilerine  $t$  döneminde verilen toplam ücretleri kapsamaktadır. Ücret dağılımındaki normal dışı durumları düzenleyebilmek için bu değişken doğal logaritma şeklinde hesaplanmış ve ifade edilmiştir.

*Bağımsız değişkenimiz*, firma performansı (PERF), muhasebe temelli bir performans göstergesi olan net aktif kârlılığı ile ölçülmüştür. Aktif Kârlılığı (AK) operasyon gelirlerinin toplam varlıklara oranı olarak tanımlanmıştır ve firma performansı yüksek olan şirketlerde yönetici ücretlerinin de yüksek olması durumunda tahmini regresyon katsayısının ( $\alpha_1$ ) pozitif olacağı varsayılmıştır.

Performans – ücret ilişkisinde etkili olabilecek iki *kontrol değişkeni* de modele dâhil edilmiştir. İlk kontrol değişkenimiz olan firma büyüklüğü (FB), şirket toplam yükümlülüklerin pazar değerinin doğal logaritması olarak tanımlanmıştır. Daha büyük ölçekli şirketlerin tepe yönetici ücretlerinin daha yüksek olacağı varsayımından yola çıkılarak bu değişkenin etkisi kontrol edilmeye çalışılmıştır. Firma borç kaldırıcı (BK), şirketin borçlanma yapısını gösteren ve modelde yer alan diğer bir kontrol değişkenidir. Toplam borçların toplam varlıklara oranı olarak hesaplanmış ve şirkete finansman sağlayanların yönetsel faaliyetleri yakından takip edecekleri ve yüksek maaş giderleri konusun-

da duyarlı olacakları varsayılarak kontrol edilmek istenmiştir. Diğer taraftan yüksek borçlanma oranlarının şirketi riski hale getireceği ve bunun da bu riski yüklenen yöneticilerin ücretlerini arttıracacağı da dikkate alınmıştır. Ayrıca faaliyette bulunan sektör ( $\lambda$ ) ve yıl ( $\delta$ ) kukla değişkenleri de ek kontrol değişkenleri olarak regresyon denklemine dâhil edilmiştir. Bu kukla değişkenler aracılığıyla sektörel ve genel olarak yıllara göre makroekonomik etkilerin kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Son olarak ise,  $\epsilon_{it}$  sıra dışı hata (*idiosyncratic error*) katsayısını göstermektedir.

Araştırmada birleştirilmiş regresyon (*pooled regression*) analiz yöntemi kullanılmıştır. Birleştirilmiş veri modelleri sabit (*fixed*) ya da tesadüfi (*random*) etki olmak üzere iki şekilde analize tabi tutulabildiği için, önce modelin hangi etkiyle ifade edileceğini belirleyebilmek için Hausman Testi gerçekleştirilmiş; sonuç olarak tesadüfi etki modelinin kullanılmasına karar verilmiştir ( $\chi^2 = 29.42$ ,  $P = 0.0172$ ).

Sonuçların duyarlılığını tahmin edebilmek adına araştırma regresyon denklemi için çeşitli sağlamlık (*robustness*) testleri gerçekleştirilmiştir. Ayrıca regresyon modelimiz, tepe yönetici ücretleri ile firma performansı arasında eşzamanlı bir ilişki olduğunu varsaymaktadır. Ayrıca, tepe yöneticilere ödenen ücretlerin ( $t$ ) bir önceki yılın firma performansından ( $t-1$ ) etkilendiği varsayılarak, gecikmeli performans göstergesi kullanılmış ve bu model de test edilmiştir. Hem aynı yıl hem de gecikmeli yıla ait performans değişkenleri bağımsız değişken olarak aynı modelde kullanılmış; diğer bir deyişle, bir başka sağlamlık testi daha gerçekleştirilmiştir. Bu testler sonucunda da çelişkili bulgulara ulaşılmamıştır. Yer kısıtlaması nedeniyle bu test ve modeller bu makaleye dâhil edilmemiştir.

## Örneklem ve Veriler

Araştırma, Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören şirketler üzerinde gerçekleştirilmiştir. Çalışmada 2009 – 2013 tarihleri arasında BIST'te işlem gören ve Kamu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) bilgileri bulunan şirketler yer almaktadır. Farklı muhasebe kurallarına ve kayıt sistemlerine sahip oldukları ve dolayısıyla finansal değişkenlerin

hesaplanmasında yanıtıcı sonuçlar verebilecekleri için finansal kuruluşlar (bankalar, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, finansal kiralama şirketleri, fonlar ve factoring şirketleri) örneklem dışı bırakılmıştır. Toplam 1.284 yıl – şirket incelenmiş; bu gözlemlerden 117 tanesi, yukarıda söz edilen nedenlerle, örneklem dışı bırakılmıştır. Bu şirketlerden bazıları, inceleme dönemi içerisinde BIST'den ayrıldıkları veya gözaltı gibi piyasalarda işlem görmeye başladıkları için tüm verilerine ulaşılamamıştır. Nihai örneklemimiz, 1.167 yıl – finans dışı firmadan oluşmaktadır.

Türkiye'de şirketlerin yasal olarak yönetici ücretlerini ayrıntılı biçimde açıklama yükümlülükleri bulunmamaktadır. Türkiye'de tüm diğer ücretler için olduğu gibi yönetici ücretleri için de bir gizlilik söz konusudur. Örneğin, ABD'de şirket genel müdürü dahil olmak üzere, en yüksek ücret alan 5 tepe yöneticinin ücretleri açıklanmaktadır; fakat özellikle gelişen ülkelerde böyle bir veri şeffaflığı bulunmamaktadır. Türkiye'de tüm tepe yöneticilere sağlanan faydalar adı altında firma finansal raporlarının dipnotlarında yer alan tutarlar ortalama olarak tepe yönetici ücretleri için gösterge olarak alınmış ve şirket satış hacimlerine göre uyarlanmıştır. Ayrıca, Türkiye'de yönetici ücretlerini sistematik olarak takip eden ve bir araya getiren bir veri bankası da bulunmamaktadır. İncelememiz kapsamında, şirketlerin tepe yönetici ücretleri ve performans göstergeleri ile ilgili bilgilere, KAP'da yer alan şirketlerin finansal raporları aracılığıyla tek tek ulaşılmış; analize sokulmak üzere el ile derlenmiştir. Tepe ücretleri ile ilgili verilerin yanısıra, firma performansı ve firma büyüklüğü ve borçlanma yapısı gibi kontrol değişkenlerine ait veriler de şirketlerin finansal tablolarında aynı yöntemlerle toplanmıştır.

## 4. Bulgular

Tablo 1'de araştırmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler sunulmaktadır. Aktif kârlılığ oranı 0.0012'dir. Toplam tepe yönetici ücretlerinin (TYÜ) ortalaması ise, yıllık 9.705.380 TL'dir. Firma performansı ile ilişkili kontrol değişkenlerine dair bulgular ise şöyledir: Toplam varlıklara göre ortalama firma büyüklüğü 956.095 milyon TL ve ortalama firma borç / kaldıraç oranı ise 0,49.

**Tablo 1.** 2009 - 2013 Yılları için Örnekleme Dahil Edilen Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri ve Korelasyon Katsayıları İlişkileri

	Ort. (SD)	1	2	3	4
1- AK	.0012 (.33)	1			
2- FB	9.10 (.76)	.150**	1		
3- BK	.496 (.509)	-.105**	.059*	1	
4- TYÜ	.83 (.760)	.092**	.563**	.037	1

Korelasyon \*,05; \*\*,01 düzeyinde anlamlıdır.

**Tablo 2.** Firma Performansının Yönetici Ücretlerine Etkileri: Regresyon Analizi

Değişkenler	Model 1	Model 2
Firma büyüklüğü (FB)	,566***	,580***
Firma borç kaldıracı (BK)	-,003	-,011
Aktif Karlılığı (AK)		,055***
N	1.172	1.172
Uyarlanmış R <sup>2</sup>	,319	,321
F	274.668***	185.275***
Durbin -Watson	1.929	1.921

Not: Standart hatalar parantez içinde verilmiştir.

\*  $p < 0,05$ ; \*\*  $p < 0,01$ ; \*\*\*  $p < 0,001$ .

Tablo 2’de tepe yönetici ücretlerinin firma performansına duyarlılığını test eden regresyon analizi sonuçları sunulmaktadır. Model 1, sadece kontrol değişkenlerinin tepe yönetici ücretleri üzerindeki etkilerini göstermektedir. Model 2 ise, hipotezimizle ilgili, diğer bir deyişle, firma performansı ile tepe yönetici ücretleri arasındaki ilişki ile ilgili bulguları sunmaktadır ve firma performansı ve firma büyüklüğü ile yönetici ücretleri arasında aynı yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Firma büyüklüğü ve firma performansının tepe yönetici ücretlerinin, önemli iki ekonomik belirleyicisi olduğu görülmektedir. Şirketlerin operasyonel performansı arttıkça ve ölçek olarak büyüdükçe yönetici ücretlerinin de arttığı belirlenmiştir. Diğer bir deyişle, Türkiye’de halka açık şirketlerde tepe yönetici ücretleri firma performansına duyarlıdır. Tablo 2’de özetlenen regresyon analizi sonuçları, hipotezimizin doğrulandığını göstermektedir. Bu sonuç, ayrıca aktif kârlılığında yüzde 1’lik bir artışın, diğer değişkenler sabit tutulduğunda toplam, tepe yönetici

ücretlerinde (log) % 5,5 civarında bir artışa neden olduğu sonucuna ulaşılmış ve yönetici ücretlerinin firma kârlılığına duyarlı olduğu belirlenmiştir.

## 5. Sonuç ve Tartışmalar

Tepe yönetici ücretleri ve tepe yönetici ücretlerinin firma performansına duyarlılığı bir taraftan akademik olarak merak uyandıran, hâlen araştırılan diğer taraftan ise, oldukça çelişkili sonuçlar sunan bir alandır. Bu çalışma, tepe yönetici ücretlerinin firma performansına duyarlılığını 2009 – 2013 yıllarını kapsayan bir panel veri modeli aracılığıyla belirlemeyi hedeflemiştir. Çalışma, ilgili yazına gelişen bir ülke bakış açısını getirmekte ve kurumsal yönetim mekanizmalarının gelişmiş ülkelere göre farklılıklar gösterdiği Türkiye ortamında, tepe yönetici ücretlerinin performansa duyarlılığı konusunda bulgular sunarak gelişmekte olan akademik bir inceleme alanına Türkiye’den bulgularla katkı yapmaktadır. Bu alanda gelişen ülkelerde yapılan çalışmalar, daha emekleme aşamasındadır.

Nitekim bilgimiz dâhilinde, yönetici ücretleri ve firma performansı ilişkisi, Türkiye’de ilk defa bu çalışma ile araştırılmaktadır.

Araştırmamızın temel amacı, firma performansının yönetici ücretlerinin bir belirleyicisi olup olmadığını ortaya koymaktır. Türkiye gibi kurumsal yönetim mekanizmalarının daha sınırlı uygulama alanı bulduğu bir ortamda, yönetici ücretlerinin incelenmesi daha da önemli hale gelmektedir. Bilindiği üzere, Türkiye’de kurumsal yönetim ortamı azınlık hissedarların korunması, oy hakları, şirket sermaye yapıları ve yönetim kurulu özellikleri açısından Anglosakson ülkelerden önemli ölçüde ayrılmaktadır. Yoğunlaşmış ve piramit şeklindeki sahiplik yapısının baskın örgütlenme şekli olması, şirketlerin az sayıda baskın hissedar tarafından yönetilmesi, ikili yönetim kurulu yapısının olmaması ve azınlık hissedarların haklarının korunmasında zafiyetlerin söz konusu olması gibi genel özellikler tepe yönetici ücretlerinin, yöneticileri kontrol edici ve düzenleyici rolünü daha da ön plana çıkarmaktadır. Vekâlet kuramına göre, ücret sistemleri, yöneticilere kendi çıkarları ile şirket sahip ve hissedarlarının çıkarlarını bir potada eritmelerini sağlayan önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır ve özellikle özendirici ücret sistemleri kullanımının firma performansına olumlu olarak yansıtacağı düşünülmektedir. İncelememiz vekâlet kuramını destekler şekilde, tepe yönetici ücretleri ile aktif kârlılığı arasında aynı yönlü bir ilişki belirlenmiştir. Halka açık ve finans dışı şirketlerden oluşan örneklemimizde, tepe yönetici ücretlerinin firma performansına duyarlı olduğu belirlenmiştir. Bu bulgudan yola çıkarak, şirketlerin firma performansına dayalı özendiricileri içeren ücret sistemleri kullandıklarını söylemek mümkündür. Ücretlerin tepe yönetici takımlarını motive eden bir mekanizma olduğunu, asil (şirket sahipleri) ve vekil (tepe yöneticiler) arasındaki çıkar çatışmalarını yumuşattığını ve bunun firma performansına da olumlu bir şekilde yansıtacağını varsaymak mümkündür. Takip eden araştırmalarda, tepe yönetici ücretlerinin firma performansına etkilerini incelemek bu nedenle yararlı olacaktır.

Diğer tarafta incelememiz sonucunda elde edilen bu bulgular, araştırmanın bazı sınırlılıkları dikkate alınarak ihtiyatla yorumlanmalıdır. Bu çalışmanın da tüm diğer çalışmalarda olduğu gibi bazı sınırlılıkları ve özellikle kullanılmak zorunda kalınan veriler nedeniyle bazı eksiklikleri bulunmaktadır.

Bunlardan ilki, tepe yönetici ücretleri ile ilgilidir. Bu incelemede, birçok araştırmada olduğu gibi, ücretin farklı bileşenlerini tam anlamıyla yansıtamayan bir ücret göstergesi kullanılmak zorunda kalmıştır. Türkiye’de yönetici ücretleri ile ilgili ayrıntılı veriler bulunmamaktadır. Bu nedenle, tüm tepe yöneticilere ödenen toplam tutarlar dikkate alınmış ve örneğin prim, ikramiye, kâr veya kazanç paylaşım planları, bonus gibi performansa dayalı ve özendirici ücret bileşenlerinin performans duyarlılıkları ayırt edilememiştir. Firma performansındaki artışın, tepe yönetici ücretlerinde artışla ilişkili olduğu belirlenmiştir. Fakat bu duyarlılıkta, yöneticilerin sabit maaşlarının ve değişen ödeme paketlerinin rolü ve oranı ayırdedilememiştir. Bu durum, şirketlerin kurumsal yönetim raporlarında özellikle yönetici ücretleri ve bileşenleri konusunda bilgi paylaşmaları ve şeffaf olmaları gerekliliğini bir kere daha ortaya çıkarmaktadır. İkinci olarak, tepe yönetici ücretleri diğer birçok örgütsel ve bireysel faktöre göre farklılaşabilmektedir. Tepe yöneticilerin özelliklerindeki farklılıklar (deneyim, yaş, kıdem vbg) ücretin performans üzerindeki etkilerinin farklılaştırdığını varsaymak mümkündür (Dowell vd., 2011; Carpenter vd., 2004; Wowak ve Hambrick, 2010; Hou, Priem ve Goranova, 2014). Son olarak ise araştırmamız borsa işlem gören büyük şirketlere ve tepe yöneticilere odaklanmaktadır. Bunun en önemli nedeni veri kısıtlarıdır. Takip eden araştırmalarda, ücret, kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisini daha büyük ve kapsayıcı örneklem üzerinde test etmek ve yöneticilerin ve yönetim kurullarının bireysel farklılıklarını da içerecek biçimde genişletmek daha yararlı ve genelleştirilebilen sonuçlar verecektir.

### Kaynakça

- ABOWD, John M.; (1990), "Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance?", *Industrial and Labor Relations Review*, 43(Special Issue), pp. 52S-73S.
- AGGARWAL, Rajesh K., ve Andrew A. SAMWICK; (1999a), *The Other Side of the Trade-Off: The Impact of Risk on Executive Compensation*, *Journal of Political Economy*, 107(1), pp. 65-105.
- AGGARWAL, Rajesh K., ve Andrew A. SAMWICK; (1999b), "Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, 54(6), pp. 1999-2043.
- AGGARWAL, Rajesh K., ve Andrew A. SAMWICK; (2003), "Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered", *The Journal of Finance*, 58(1), pp. 71-118.

- BAREKET-BOJMEL, Liad, Guy HOCHMAN ve Dan ARIELY; (2014), "It's (Not) All About the Jacksons: Testing Different Types of Short-Term Bonuses in the Field", *Journal of Management*, 43(2), pp. 534-554.
- BARKEMA, Harry G. ve Luis R. GOMEZ-MEJIA; (1998), "Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework", *Academy of Management Journal*, 41(2), pp. 135-145.
- BEBCHUK, Lucian A. ve Jesse M. FRIED; (2004), *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise Of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- BEBCHUK, Lucian A. ve Jesse M. FRIED; (2006), "Pay Without Performance: Overview of the Issues", *Academy of Management Perspective*, 20(1), pp. 5-24.
- BERTRAND, Marianne ve SENDHIL Mullainathan; (2001), "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are", *The Quarterly Journal of Economics*, 116(3), pp. 901-932.
- BRICK, Ivan E., Oded PALMON ve John K. WALD; (2006), "CEO Compensation, Director Compensation and Firm Performance: Evidence from Cronyism", *Journal of Corporate Finance*, 12(3), pp. 403-423.
- BRUCE, Alistair, Trevor BUCK, ve Brian G.M. MAIN; (2005), "Top Executive Remuneration: A View From Europe", *Journal of Management Studies*, 42(7), pp. 1493-1506.
- BUCK, Trevor, Alistair BRUCE, Brian G.M. MAIN ve UDUENI, Henry; (2003), "Long Term Incentive Plans, Executive Pay and UK Company Performance", *Journal of Management Studies*, 40(7), pp. 1709-1721.
- BUCK, Trevor, Xiaohui LIU ve Rodion SKOVORODA; (2008), "Top Executive Pay and Firm Performance in China", *Journal of International Business Studies*, 39(5), pp. 833-850.
- CARPENTER, Mason A., Marta A. GELETKANYCZ ve W. Gerard SANDERS; (2004), "Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition", *Journal of Management*, 30(6), pp. 749-778.
- CHEN, Jing, Mahmoud EZZAMEL, ve Ziming CAI; (2011), "Managerial Power Theory, Tournament Theory, and Executive Pay in China", *Journal of Corporate Finance*, 17 (4), pp. 1176-1199.
- CHEN, Jean J., Xuguang LIU ve Weian LI; (2010), "The Effect of Insider Control and Global Benchmarks on Chinese Executive Compensation", *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), pp107-123.
- CONYON, Martin ve Kevin J. MURPHY; (2000), "The Prince and the Pauper? CEO Pay in The United States and United Kingdom", *Economic Journal*, 110(467), pp. 640-671.
- CAPEZIO, Alessandra, John SHIELDS ve Michael O'DONNELL; (2011), "Too Good to be True: Board Structural Independence as a Moderator of CEO Pay-For-Firm-Performance", *Journal of Management Studies*, 48(3), pp. 487-513.
- CORE, John E., Robert W. HOLTHAUSEN ve David F. LARCKER; (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 51(3), pp. 371-406.
- CORE, John E. ve David F. LARCKER; (2002), "Performance Consequences of Mandatory Increases In Executive Stock Ownership", *Journal of Financial Economics*, 64(3), pp. 317-340.
- CORE, John E., R. Guay WAYNE ve David F. LARCKER; (2003), "Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey", *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), pp. 27-50.
- DEVERS, Cynthia E., Albert A. CANNELLA, Gregory P. REILLY ve Michele E. YODER; (2007), "Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments", *Journal of Management*, 33(6), pp. 1016-1072.
- DOWELL, Glen W., Margaret B. SHACKELL ve Nathan V. STUART; (2011), "Boards, CEOs and Surviving Financial Crisis", *Strategic Management Journal*, 32(10), pp. 1025- 1045.
- DUFFHUES, Pieter ve Rezaul KABIR; (2008), "Is the Pay-Performance Relationship Always Positive? Evidence from the Netherlands", *Journal of Multinational Financial Management*, 18, pp. 45-60.
- FAMA, Eugene F. ve Michael C. JENSEN; (1983), "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- FILATOTCHEV, Igor ve Deborah ALLCOCK; (2010), "Corporate Governance and Executive Remuneration: A Contingency Framework", *Academy of Management Perspectives*, 24(1), pp. 20-33.
- FINKELSTEIN, Sydney ve Donald C. HAMBRICK; (1988), "Chief Executive Compensation: A Synthesis and Reconciliation", *Strategic Management Journal*, 9(6), 543-558.
- FINKELSTEIN, Sydney ve Donald C. HAMBRICK; (1989), "Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes", *Strategic Management Journal*, 10(2), 121-134.
- FINKELSTEIN, Sydney, Donald C. HAMBRICK, D. C. ve Albert A. CANNELLA; (2009), *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*, Oxford University Press, USA.
- FIRTH, Michael, Peter M.Y. FUNG, ve Oliver RUI, (2006), "Corporate Performance and CEO Compensation in China", *Journal of Corporate Finance*, 12(4), pp. 693-714.
- GERHART, Barry A. ve George T. MILKOVICH; (1990), "Organizational differences in managerial compensation and financial performance", *Academy of Management Journal*, 33(4), pp. 663-691.
- GOMEZ-MEJIA, Luis R.; (1994), "Executive Compensation: A Reassessment and a Future Research Agenda". *Research in Personnel and Human Resources Management*, 12(2), pp. 161-222.
- GOMEZ-MEJIA, Luis R., Martin LARRAZA-KINTANA ve Marianna MAKRI; (2003), "The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations", *Academy of Management Journal*, 46(2), pp. 226-237.

- GOMEZ-MEJIA, Luis R. ve Robert M. WISEMAN; (1997), "Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook", *Journal of Management*, 23(3), pp. 291-374.
- GOMEZ-MEJIA, Luis R., Henry TOSI ve Timothy HINKIN; (1987), "Managerial Control, Performance, and Executive Compensation", *Academy of Management Journal*, 30(1), pp. 51-70.
- Haid, Alfred ve Burçin YURTOGLU; (2006), "The Impact of Ownership Structure on Executive Compensation in Germany", SSRN: <http://ssrn.com/abstract=948926>.
- HALL, Brian J. ve Jeffrey B. LIEBMAN; (1998), "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), pp. 653-691.
- HANLON, Michelle, Shivaram RAJGOPAL ve Terry SHEVLIN; (2003), "Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings?", *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), pp. 3-43.
- HOGAN, Chris E. ve Craig M LEWIS; (2005), "Long-Run Investment Decisions, Operating Performance and Shareholder Value Creation of Firm Adopting Compensation Plans Based on Economic Profit", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), pp. 721-745.
- HOU, W., PRIEM, R.L. ve GORANOVA, M. (2014), "Does One Size Fit All? Investigating Pay-Future Performance Relationship over the Seasons of CEO Tenure", *Journal of Management*, 20(10), 1-28.
- JENSEN, Michel C. ve Kevin J. MURPHY; (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 98(2), pp. 225-264.
- KATO, Takao ve Cheryl LONG; (2006), "Executive Compensation, Firm Performance, and Corporate Governance in China: Evidence from Firms Listed in the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges", *Economic Development and Cultural Change*, 54(4), pp. 945-83.
- KRAFT, Kornelius ve Antonia NIEDERPRUM; (1999), "Determinants of Management Compensation with Risk-Averse Agents and Dispersed Ownership of the Firm", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 40(1), pp. 17-27.
- LEONE, Andrew J., Joanna Shuang WU ve Jerold L. ZIMMERMAN; (2006), "Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns", *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), pp. 167-192.
- LEVINTHAL, Daniel; (1988), "A Survey of Agency Models of Organizations", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 9, pp. 153-185.
- LUBATKIN, Michael H., William S. SCHULZE, Yan LING ve Richard N. DINO; (2005), "The Effects of Parental Altruism on the Governance of Family-Managed Firms", *Journal of Organizational Behavior*, 26(3), pp. 313-330
- MICHIELS, Anneleen, Wim VOORDECKERS, Nadine LYBAERT ve Tensie STEIJVERS; (2013), "CEO Compensation in Private Family Firms: Pay-For-Performance and the Moderating Role of Ownership and Management", *Family Business Review*, 26(2), 140-160.
- MORGAN, Angela G. ve Annette B. POULSEN; (2001), "Linking Pay to Performance: Compensation Proposals in the S&P 500", *Journal of Financial Economics*, 62(3), pp. 489-523.
- MURPHY, Kevin J.; (1999), "Executive Compensation", ASHENFELTER, O. & CARD, D. (Eds.), *Handbook of Labor Economics*, Vol. 3, Elsevier, Amsterdam, pp. 2485-563.
- NILSSON, Gül Okutan, (2007), "Corporate Governance in Turkey", *European Business Organization Law Review*, 8(2), pp. 195-236.
- OBA, Beyza, Elvin TIGREL ve Pınar ŞENER; (2014), "Board structure in listed firms: Evidence from an emerging economy", *Corporate Governance*, 14(3), pp. 382-394.
- NYBERG, Anthony J., Ingrid Smithey FULMER, Barry GERHART, ve Mason A. CARPENTER; (2010), "Agency Theory Revisited: CEO Return and Shareholder Interest Alignment", *Academy of Management Journal*, 53(5), pp. 1029-1049.
- PERKINS, Stephen J. ve Chris HENDRY; (2005), "Ordering Top Pay: Interpreting the Signals", *Journal of Management Studies*, 42(7), pp. 1443-1468.
- RIAHİ BELKAOUI, A. (1992), "Executive Compensation, Organizational Effectiveness, Social Performance and Firm Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(1), pp. 25-38.
- SANCHEZ-MARIN, Gregorio, J. Samuel BAIXAULI-SOLER, ve M. Encarnacion LUCAS-PEREZ; (2010), "When Much is not Better? Top Management Compensation, Board Structure and Performance in Spanish Firms", *International Journal of Human Resource Management*, 21(15), pp. 2778-2797.
- SCHULZE, William S., Michael H. LUBATKIN ve Richard N. DINO (2003), "Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms", *Journal of Business Venturing*, 18(4), pp. 473-490.
- SCHULZE, William S., Michael H. LUBATKIN, Richard N. DINO ve Ann K. BUCHHOLTZ; (2001), "Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence", *Organization Science*, 12(2), pp. 99-116.
- TOSI, Henry L., Steve WERNER, Jeffrey P. KATZ ve Luis R. GOMEZ-MEJIA; (2000), "How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies", *Journal of Management*, 26(2), pp. 301-339.
- WALLACE, Jim S.; (1998), "Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For?", *Journal of Accounting & Economics*, 24(3), pp. 275-300.
- WOWAK, Adam J. ve Donald, C. HAMBRICK; (2010). "A Model of Person-Pay Interaction: How Executives Vary in their Responses to Compensation Arrangements", *Strategic Management Journal*, 31(8), pp. 803-821.
- ZHOU, Xianming; (2000), "CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence From Canada", *Canadian Journal of Economics*, 33(1), pp. 213-252.