

KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLERİN
KURUMSAL YÖNETİM PUANIYLA ŞİRKET DEĞERİ
ARASINDAKİ İLİŞKİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü

TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi

RIFAT UÇKUN

Yüksek Lisans

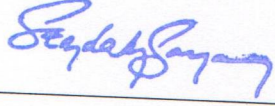
İŞLETME ANABİLİM DALI

TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ

ANKARA

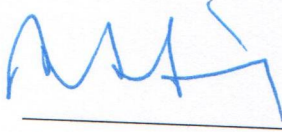
OCAK 2014

Bu tezin yüksek lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.

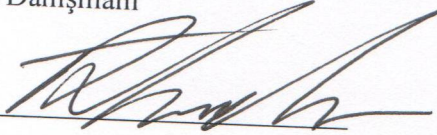


Prof. Dr. Serdar SAYAN
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

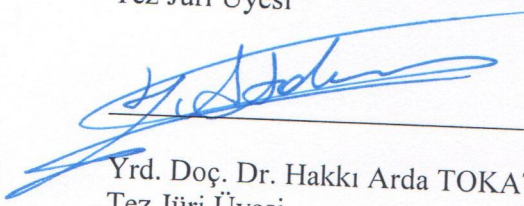
Bu tezi okuduğumu ve kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda bir yüksek lisans tezi olabilecek yeterlikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.



Prof. Dr. Ali ALP
Tez Danışmanı

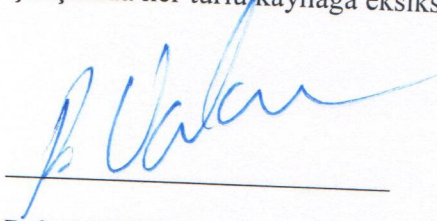


Yrd. Doç. Dr. Atılım MURAT
Tez Jüri Üyesi



Yrd. Doç. Dr. Hakkı Arda TOKAT
Tez Jüri Üyesi

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.



Rifat UÇKUN

ÖZET

KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNDEKİ ŞİRKETLERİN KURUMSAL YÖNETİM PUANIYLA ŞİRKET DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

UÇKUN, Rıfat

Yüksek Lisans, İşletme Bölümü

Tez Yöneticisi: Prof. Dr. Ali ALP

Ocak, 2014

Bu tez küreselleşen dünyada değeri daha iyi anlaşılan kurumsal yönetim hakkında bilgi vermeyi, kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi açıklamayı amaçlamaktadır.

İlk olarak kurumsal yönetimin tanımı yapılacak, kurumsal yönetim ile ilgili teorilere yer verilecektir. Daha sonra kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi araştıran literatür bilgisi sunulacaktır. Son olarak da Borsa İstanbul'da bulunan Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) yer alan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasındaki ilişki incelenecektir.

Yapılan inceleme sonucunda Borsa İstanbul'da yer alan Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim puanları ile şirket değeri arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

Anahtar Sözcükler: kurumsal yönetim, şirket değerlemesi, XKURY

ABSTRACT

RELATION BETWEEN VALUATION OF COMPANIES IN THE CORPORATE GOVERNANCE INDEX (XKURY) AND CORPORATE GOVERNANCE SCORES

UÇKUN, Rıfat

Master of Business Administration

Supervisor: Prof. Dr. Ali ALP

January, 2014

After the globalization spread all around the world, corporate governance has become very popular. This study aims to explain the concepts of corporate governance and the relationship between corporate governance implementations and company valuation.

Firstly, corporate governance will be defined and related theories about corporate governance will be explained. Then literature between corporate governance and company value will be given. And the relation between firm value, which are listed in Corporate Governance Index in Borsa Istanbul and corporate governance implementations will be explained.

According to results, corporate governance scores of companies that listed in Borsa İstanbul Corporate Governance Index (XKURY) are positively related to firm valuations.

Keywords: corporate governance, firm valuation, XKURY

TEŞEKKÜR

Lisans ve Lisans üstü eğitimim süresince bana kattığı vizyon ve gerek tez yazım süresince, gerekse meslek seçiminde destek ve yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım Prof. Dr. Ali ALP'e, beraber asistanlık yaptığım arkadaşlarıma, her sıkıntıda içtenlikle yardım eden Senem UÇBUDAK'a, sağladığı burs imkanı için TUBİTAK BİDEB'e, bana her zaman inanan aileme ve desteğiyle daima yanımda olan Esra AKDOĞAN'a teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	ix

BİRİNCİ BÖLÜM GİRİŞ..... 1

İKİNCİ BÖLÜM LİTERATÜR ÇALIŞMASI..... 4

2.1 Kurumsal Yönetim Tanımı	4
2.2 Kurumsal Yönetimin Kavramsal Boyutları	5
2.2.1 Vekalet Problemi ve Kontrat Teorisi	6
2.2.1.1 Hissedarlar ile Yöneticiler Arasındaki Vekalet Problemi.....	8
2.2.1.2 Ana ve Azınlık Paylar Arasındaki Vekalet Problemi	11
2.2.2 Paydaş (Stakeholder) Teorisi	12
2.2.3 Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri	15
2.2.3.1 Eşitlik.....	15
2.2.3.2 Şeffaflık	15
2.2.3.3 Hesap Verebilirlik.....	16
2.2.3.4 Sorumluluk.....	16
2.2.4 Kıta Avrupası ve Anglosakson Sistemi.....	16
2.3 Kurumsal Yönetimin Maliyeti ve Gereklilikleri	19
2.3.1 Pay Sahipliği ve Elektronik Genel Kurul.....	19
2.3.2 Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	20
2.3.3 Yönetim Kurulu	22
2.3.4 Menfaat Sahipleri	24
2.4 Kurumsal Yönetimin Faydaları.....	24
2.4.1 Dış Baskıyla Yüzleşmek ve Cevap Vermek	25
2.4.2 Şirket Derecelendirme Notunu İyileştirme Çabası	25
2.4.3 Birleşme ve Devralmaların Artması.....	25
2.4.4 Düşük Sermaye Maliyeti.....	26

2.4.5	Pay Sahiplerinin İsteklerini Dengelemek.....	27
2.4.6	Diğer Faydalar.....	27
2.5	Türkiye’de Kurumsal Yönetim	28
2.5.1	Kurumsal Yönetim ve SPK İlkeleri	28
2.5.2	Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi	29
2.6	Şirket Değeri ve Kurumsal Yönetim.....	30
2.6.1	İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi	31
2.6.2	Net Aktif Değeri.....	33
2.6.3	Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi	33
2.6.4	Tobin’s Q	35
2.7	Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Şirket Değeri Arasında İlişkiyi Araştıran Daha Önceki Araştırmalar.....	35
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM METODOLOJİ		40
3.1	Araştırmanın Amacı	40
3.2	Hipotez	41
3.3	Yöntem.....	41
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM BULGULAR		45
4.1	Kurumsal Yönetim Endeksindeki Tüm Şirketlerin Dahil Edildiği Modeller	47
4.1.1	Kurumsal Yönetimin Alt Başlıklarının Şirket Değeri ile Korelasyonları	53
4.2	Kurumsal Yönetim Endeksindeki Belirli Firmaların Dahil Edildiği Modellemeler	55
4.2.1	Kurumsal Yönetimin Şirket Değerine Etkisini Ölçen Modellemeler ..	57
4.2.2	Kurumsal Yönetimin Alt Başlıklarının Şirket Değeri ile Korelasyonları	64
BEŞİNCİ BÖLÜM SONUÇ		66
ALTINCI BÖLÜM KAYNAKÇA.....		68

SİMGELER VE KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
BF	Borsa Fiyatı
BİST	Borsa İstanbul
CLSA	Credit Lyonnais Securities Asia
DD	Defter Değeri
EGKS	Elektronik Genel Kurul Sistemi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KYP	Kurumsal Yönetim Puanı
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
OECD	Organisation For Economic Co-Operation And Development
PD	Piyasa Değeri
SEC	U.S. Securities And Exchange Commission
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
ŞB	Şirket Büyüklüğü
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TV	Toplam Varlık
YK	Yönetim Kurulu

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1 Ana Kütlenin Tanımlayıcı İstatistikleri	45
Tablo 2 KYP ve Kontrol Değişkenlerinin Tobin's Q ile Korelasyonları	46
Tablo 3 Model 1'in Sonuçları	47
Tablo 4 Model 2'nin Sonuçları	48
Tablo 5 Model 3'ün Sonuçları	49
Tablo 6 Model 4'ün Sonuçları	51
Tablo 7 Model 5'in Sonuçları	52
Tablo 8 Ana Kütlenin Tanımlayıcı İstatistikleri	53
Tablo 9 Tobin's Q ile Kurumsal Yönetimin Alt Dalları Arasındaki Korelasyonlar ..	54
Tablo 10 Örneklemin Tanımlayıcı İstatistikleri	56
Tablo 11 KYP ile Kontrol Değişkenlerinin Tobin's Q ile Korelasyonları	57
Tablo 12 Model 6'nın Sonuçları	58
Tablo 13 Model 7'nin Sonuçları	59
Tablo 14 Model 8'in Sonuçları	60
Tablo 15 Model 9'un Sonuçları	61
Tablo 16 Model 10'in Sonuçları	62
Tablo 17 Örneklemin Tanımlayıcı İstatistikleri	64
Tablo 18 KYP'nin Alt Dallarının Tobin's Q ile Korelasyonları	65

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Kurumsal yönetimle ilgili farkındalık son yıllarda oldukça artmıştır. 1999 yılında OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlaması ile birlikte dünyada kurumsal yönetim ile ilgili standartlar oluşmaya başlamıştır. Ancak kurumsal yönetime olan ilginin artmasına asıl neden olan olayların başında 2000'li yılların başlarında yaşanan Enron, Worldcom gibi büyük şirket skandalları sonucu şirketlerin iflas etmesi sonucu yatırımcıların ve diğer menfaat sahiplerinin bu olaydan oldukça zarar görmesi, kurumsal yönetime olan ihtiyacı gözler önüne sermiştir. Gelişmiş piyasalarda yaşanan bu skandallar sadece gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş ülkelerde de kurumsal yönetime olan ihtiyaç olduğunun farkına varılmıştır. Özellikle küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte sermayenin önündeki engeller kalkmış ve yatırımcılar dünyanın her yanında yatırım yapmaya başlamışlardır. İyi kurumsal yönetim uygulamaları olan ülkeler bu sermaye akımlarından daha öncelikli olarak yararlanmaktadır. Yabancı yatırımcılar daha iyi kurumsal yönetim uygulaması olan şirketlere daha az maliyetle fon sağlamaktadır.

Ülkemizde de son 10 yılda kurumsal yönetime olan ilgi artmaktadır. Türkiye’de OECD ilkelerinden sonra 2003 yılında SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri yayınlanmış ve halka açık şirketler için uygula ya da açıkla zorunluluğu getirilmiştir. Şirketler her yıl açıklayacakları kurumsal yönetim uygulamalarına uyum raporunda ilkelere uyup uymadıklarını uymadılarsa neden uymadıklarını açıklamak zorundadır. Ancak 2011 yılında yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerinde yirmi tane ilke uyulması zorunlu ilke olarak yayınlanmıştır. Diğer ilkeler için uy yada açıkla kuralı geçerlidir. 2007 yılında da Borsa İstanbul’da Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur. Endeksteeki şirketler her yıl kurumsal yönetime uyum puanları açıklanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı her yıl açıklanan kurumsal yönetim puanlarının şirket değerine etkisini bulmaktır. Araştırma kapsamında, 2012 yılı içinde kurumsal yönetime dahil olan ve kurumsal yönetim puanı bağımsız denetim şirketleri tarafından açıklanan şirketlerin puanları ile şirket değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. İlk bölümde endekste bulunan 43 şirketin tamamı analize dahil edilmiş daha sonra Türkiye’de finansal kurumların sıkı kontrolde olduğu göz ününde bulundurularak ana kütleden çıkarılmış buna ek olarak farklı sektörlerde faaliyet gösteren holdingler de farklı değerlendirmelere tabi olduklarından ana kütleden çıkarılmış ve geriye kalan 25 şirket üzerinden analiz yapılmıştır.

Analizde sadece 2012 verileri kullanıldığı için veri analizinde Pearson Korelasyon Matrisleri ve basit en küçük kareler yöntemiyle analiz yapılmıştır. Çıkan sonuçlara

göre her iki veride de genel kurumsal yönetim notunun şirket değeri ile pozitif ilişkisi bulunmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde kurumsal yönetimin tanımı yapılacak, kurumsal yönetim ile ilgili teorik yaklaşımlar anlatılacak, şirket değerlendirme yöntemleri kısaca açıklanacak, daha önce kurumsal yönetim puanı ile şirket değeri arasında ilişkiyi araştıran çalışmalar anlatılacaktır. Üçüncü bölümde metodolojiden bahsedilecek, dördüncü bölümde bulgular tartışılacaktır. Beşinci bölüm sonuç bölümünden oluşmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

LİTERATÜR ÇALIŞMASI

2.1 Kurumsal Yönetim Tanımı

Kurumsal yönetimin tüm dünyada geçerli tek bir tanımı bulunmamaktadır. Ancak kurumsal yönetimin gelişimine en büyük katkıyı yapan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD, 1999), kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır: Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi içermektedir. Kurumsal yönetim şirkette bulunan yönetim kurulu, yöneticiler, menfaat sahipleri, pay sahipleri gibi gruplar arasında sorumluluk ve hak dağıtımını belirlemekte ve şirketin hedefleri için karar alma mekanizmaları ile ilgili kurallar ve prosedürler belirlemektedir. Ayrıca kurumsal yönetim şirketin hedeflerinin nasıl belirleneceğini ve bu belirlenen hedeflere nasıl ulaşılabileceğini belirlemektedir.

Alacaklıoğlu'nun tanımına göre kurumsal yönetim, bir şirketin idare ve kontrol edilmesine etki eden süreçler, gelenekler, politikalar, kanunlar ve kurallar toplamıdır.

Kurumsal yönetim aynı zamanda paydaşlar arasındaki ilişkileri ve yönetilen kurumun hedeflerini kapsamaktadır (2009).

Pauly ve Reich'in tanımına bakacak olursak, kurumsal yönetim firma sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, kredi kuruluşları, tedarikçileri, çalışanları ve müşterileri içeren işletmenin çeşitli paydaşları arasındaki iç ilişkilerine yol gösteren geniş çaplı kurallar ve normlar bütünüdür (1997).

Shleifer ve Vishny'e göre ise kurumsal yönetim, bir şirkete finans sağlayan yatırımcıların yatırımlardan bir kazanç sağlama konusunda kendilerini güvende hissetmelerini sağlayan yollarla ilgilidir (1997).

Kısaca kurumsal yönetim, bir şirketin yönetim kurulu, ortakları ve diğer menfaat sahipleri yani paydaşları arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Amacı şirketin herhangi bir grup paydaşının menfaatinin diğer grupların önüne geçmesini engellemektir.

2.2 Kurumsal Yönetimin Kavramsal Boyutları

Kurumsal yönetimin ortaya çıkışı ile ilgili çeşitli teorik yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlardan en önemli olanları vekalet problemi ve kontrat teorisi ile paydaş teorisi yaklaşımıdır. Bu bölümde bu teoriler açıklanacaktır.

2.2.1 Vekalet Problemi ve Kontrat Teorisi

Kurumsal yönetimin var oluşunun temelinde üretim faktörleri arasında oluşturulan kontratlar nedeniyle ortaya çıkan vekalet problemini ortadan kaldırmak bulunmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997). Üretim faktörleri şirketlerin mal veya hizmet üretmek için kullandığı doğal kaynaklar, hammadde, sermaye, iş gücü ve girişimciyi ifade etmektedir. Vekalet teorisinin gelişmesi kontrat teorisinin gelişimiyle birlikte olmuştur. Vekalet problemine literatürde ilk kez Berle ve Means 1932 yılında modern şirketler üzerinde yaptıkları araştırmada rastlanmaktadır. Kontrat teorisi ise ilk defa 1937 yılında Coase tarafından literatüre sokulmuştur. Daha sonra Jensen ve Meckling (1976) ve Fama ve Jensen (1983) tarafından geliştirilmiştir. Fama'ya göre (1980) şirketler her birinin kendi faydasını maksimize etmeye çalıştığı üretim faktörlerinin birbirleri arasında oluşturmuş oldukları kontratlar bütünüdür. Jensen ve Meckling (1976) vekalet ilişkisini; bir veya daha fazla asilin başka kişileri kendilerine hizmet etmeleri için yetkilendirmeleri ve onları karar alma mercii olarak atamaları olarak tanımlamaktadır. Asil ve vekil grubunun amacı kendi faydalarını maksimize etmektir. Dolayısıyla vekil her durumda asil için en iyi olanı yapmayabilecektir. Bu durumda asilin istedikleriyle vekilin yaptıkları çatışacaktır. Bu bağlamda Jensen ve Mackling (1976) asillerin doğru teşviklerle veya onları gözlemlene maliyetine katlanarak vekillerin asillerin hedeflerine aykırı hareket etmelerinin önüne geçebileceğini belirtmektedir. Bazı durumlarda ise buna ek olarak, vekilin asillerin çıkarlarına aykırı hareket etmesini önlemek veya aykırı ettiği durumda ise kayıplarını telafi etmek için vekillerin sigortalama maliyetlerine

katlanmaları gerekir. Ancak bu durumlarda bile sıfır maliyetle vekilin asilin çıkarları doğrultusunda hareket edeceğinin garantisi yoktur. Bu maliyetler çoğu durumda pozitifdir. Bunlara ek olarak vekilin aldığı kararlar ile asilin refahını maksimize edecek kararlar arasında fark olacaktır. Bu da bir maliyet olarak ortaya çıkmaktadır ve bu artık maliyet olarak adlandırılmaktadır. Sonuç olarak Jensen ve Meckling vekalet maliyetini asilin gözetleme maliyeti, vekilin sigortalama maliyeti ve artık maliyetin toplamı olarak tanımlamıştır (1976).

Vekalet problemine kontrat teorisi açısından bakacak olursak Fama ve Jensen'e göre (1983), vekalet probleminin ortaya çıkış nedeni kontratların oluşturulmasının ve uygulanmasının maliyetsiz olmayışıdır. Onlara göre vekalet maliyeti yapıyı oluşturma, onu gözetlemek ve çıkar çatışmalarıyla ilgili vekillerle oluşturulacak kontratlardan oluşmaktadır. İdeal olan durum, asil ile vekil arasında mükemmel bir kontrat imzalanmasıdır (Shleifer ve Vishny, 1997). Ancak mükemmel bir kontrat oluşturabilmek için gelecekte oluşabilecek tüm çıkar çatışmalarını tahmin etmek ve bunlara yönelik alınacak aksiyonları kontrata dahil etmek gerekir. Ancak oluşabilecek her ihtimali önceden bilmek mümkün olmadığı için böyle bir kontrat yapmak mümkün değildir. Bu nedenle kontrattan doğan hakları Grossman ve Hart 1986 yılında ikiye ayırmışlar: spesifik haklar ve artık haklar. Spesifik haklar kontratta belirlenen koşullar ortaya çıktığında kullanılacak haklardır. Artık haklar ise kontratta yazmayan koşullar sonucunda oluşacak durumlarda kullanacak hakları ifade etmektedir. Kontrata spesifik hakları yazmanın maliyeti yüksek olduğu durumlarda artık hakların tek bir tarafta olmasının daha optimaldir. Ancak tüm ayrık

haklar tek tarafta olduğunda ise bu haklar karşı taraf için yitik durumda olmakta ve bu da şirkette bozulmalara neden olabilmektedir. Dolayısıyla artık hakların dağıtımı önem arz etmektedir.

2.2.1.1 Hissedarlar ile Yöneticiler Arasındaki Vekalet Problemi

İki kişinin bir arada iş yaptığı her ortamda bir vekalet probleminden bahsedilebilir (Grossman ve Hart, 1986). şirketlere baktığımızda ise, vekalet problemi yöneticiler ile hissedarlar arasında, tüm yönetici pozisyonları arasında, küçük hissedarlarla büyük hissedarlar arasında görülebilmektedir. Ancak bunlar arasında en çok tartışılanı hissedarlar ile yöneticiler arasında olan vekalet problemidir. Vekalet maliyeti daha önce de bahsedildiği gibi sahiplik ile kontrolün birbirinden ayrılmasından kaynaklanmaktadır. Günümüz modern şirket yapılarında sahiplik ile kontrolün ayrıldığı sıklıkla görülmektedir. Sermaye piyasalarının gelişmesiyle birlikte yatırımcılar yatırımlarını çeşitli şirketler arasında düşük maliyetlerle dolaştırabilmektedir (Fama, 1980). Portföy teorisine göre, yatırımları çeşitli şirketler arasında çeşitlendirerek riski minimize edilebildiği için yatırımcılar tek bir şirketin nasıl yönetildiğiyle ilgilenmemektedir. Diğer yandan vekiller şirketi yönetmek için gerekli yetenek ve bilgi birikimine sahiptir ve bu insan kaynağını şirkete, şirketin performansına bağlı uygun oranda kullandırmaya isteklidir. Sonuç olarak yatırımcılar da şirkette yönetimde veya gözetimde rol alacak kaliteye ve isteğe sahip değildir ve yönetim ve karar kontrol haklarını devretmeye isteklidir (Fama ve Jensen, 1983). Bunun sonucunda sahiplik ile kontrol ayrılınca hissedarlar ile yöneticiler arasında

vekalet problemi baş göstermeye başlamaktadır. Yöneticiler kendi faydalarını maksimize etmeye çalıştıklarından aldıkları kararlarda asil için en iyi olan yerine kendi faydaları için iyi olanı yapmaya başlamakta ve asilin mal varlığında azalmalar olmaya başlamaktadır. Shleifer ve Vishny (1997), asil ile vekil arasında yapılan kontratta belirtilmemiş durumların ortaya çıktığı durumlarda kullanılacak olan artık hakların asilde olmasının optimal olduğunu belirtmiştir ancak asilin bu haklarını kullanması gerekli yetenek ve bilgi eksikliği nedeniyle mümkün değildir. Bu şartlar altında artık hakların büyük çoğunluğu vekillerin elindedir ve bu hakların verdiği yetkiyi şirket kaynaklarını istediği gibi dağıtmasına neden olacaktır. Vekiller kendi faydalarını maksimize etme gayesi taşıdıklarından bu fırsatı, asilin varlıklarına el koymak için kullanacaktır. Bu varlıklara el koyma çeşitli yöntemlerle olabilmektedir. Shleifer ve Vishny (1997) bunun ülkelere göre değişebileceğini söylemiştir. Yatırımcıların iyi korunmadığı ülkelerde bu doğrudan şirketlerden nakit kaçıрма veya transfer fiyatlandırmasını kullanma gibi daha doğrudan olabilmektedir. Yatırımcı dostu olan ülkelerde ise yöneticiler asillerin varlıklarını kaçırmak için daha dolaylı yollar seçmektedir. Bunlar şirketi potansiyel büyüme oranından daha fazla büyütme, nakit yaratıcı operasyonlara ağırlık vermek gibi yollar olabilmektedir. Şirketin büyüme potansiyeli tüm üretim faktörlerinin en etkin şekilde kullanılması durumunda şirketin yakalayacağı büyüme oranıdır. Şirketin bu oranın üzerinde büyümesi şirketin uzun dönemde zararına olacaktır. Ancak yöneticilerin şirketle olan kontratları kısa vadeli olduğu için uzun dönemde şirketin istikrarlı büyümesinden önce kısa dönemde hızlı ve sağlıksız büyümesine odaklanabilmektedir. Şirketlerin net işletme sermayesinin yüksek olması şirketin fon yaratma konusunda başarısını

gösterir ve yatırımcılar arasında olumlu yorumlanabilir. Ancak net işletme sermayesinin rakiplerine göre yüksek olması kaynakların atıl olarak beklemesi ve yatırıma dönüşmesini engellemektedir.

Asil ile vekil arasındaki çıkar çatışmalarının önüne geçebilmek ve etkin bir gözetim sistemi kurulması adına asil ile vekil arasında vekili teşvik edici kontratlar düzenlenmesi gerekir (Jensen ve Meckling, 1976). Bu teşvik edici yöneticilerin belirli fiyattan şirketin hisselerini alma hakkı tanıyan opsiyon sözleşmeleri olabilir. Bu sözleşme sayesinde yöneticiler ellerindeki opsiyon hakkını kullanmak ve kar elde edebilmek adına şirketin hisse senedi fiyatını satın alma hakkı olan fiyattan daha yukarı çıkarmalıdır ki elindeki hakkı kullanarak piyasadan daha ucuza hisse senedi satın alıp daha sonra bunu piyasa fiyatından satıp kar edebilsinler. Bunun için de şirketin performansını arttırmaları gerekmektedir. Teşvik edici bir diğer yol ise yöneticileri hissedar yapmaktır. Bu yolla şirketin hissedarı olan yöneticiler şirketi yönetirken kendi faydaları ile asillerin faydaları kesişir ve çıkar çatışması ortadan kalkar. Bir diğer yöntem de eğer yöneticinin performans değerleri düşerse onların sözleşmelerini feshetmekle tehdit etmektir (Fama, 1980). Bu tür teşvik edici kontratlar şirketlerde sıklıkla görülmektedir.

Asil ile vekil arasındaki vekalet sorununu çözmek için vekilin kararlarını kontrol etmek etkili bir yol olarak gözükmektedir. Ancak ortaklık payları çok fazla hissedar arasında dağıldığı zaman, her bir hissedar tarafından ayrı ayrı karar kontrolüne katılmak mümkün olmamakta ve daha önce de bahsedildiği gibi hissedarların büyük

çoğunluğunun bu konuda bilgi, beceri ve istekleri de bulunmamaktadır. Fakat şirketin ortaklık yapısında belirli hissedarlarda yoğunlaşma varsa, bu karar kontrolünü hissesi yoğun olan ortak yapmalıdır (Fama ve Jensen, 1983). Ortaklık payı yüksek olan hissedarlar şirketin karar ve stratejilerini etkileyebilecek kontrol gücüne sahip oldukları için asil ile vekil arasındaki vekalet probleminin azaltılmasına yardımcı olabilirler (Shleifer ve Vishny, 1997). Ancak ortaklık paylarının bazı hissedarlarda yoğunlaşması başka bir vekalet sorununu ortaya çıkarmaktadır. Bu konu bir sonraki başlıkta da inceleneceği üzere ana ortakla azınlık ortaklar arasındaki vekalet problemidir.

2.2.1.2 Ana ve Azınlık Paylar Arasındaki Vekalet Problemi

Şirket hisselerinin belirli kişilerde yoğunlaşması sayesinde asil ile vekil arasındaki vekalet maliyeti ana ortak tarafından azaltılabilir. Ancak bu yararının yanında bir başka vekalet problemine neden olabilir. Ana ortakla azınlık paya sahipler arasında vekalet problemi ortaya çıkabilir. Shleifer ve Vishny (1997), bir çok ülkedeki modern şirketlerde hissedar yoğunlaşmasının oldukça yaygın olduğunu ve şirketi kontrol gücüne sahip ana ortak ile azınlık ortaklar arasında vekalet probleminin sıklıkla görüldüğünü belirtmişlerdir. Özellikle Kıta Avrupası ülkelerinde ortaklık paylarının çok dağılmadığı genellikle belirli kişilerde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu ülkelerde aile şirketlerinin yoğun olduğu gözlenmektedir. Ana ortaklar kendi çıkarları için çalışmaktadır ve bu çıkarları da her zaman diğer ortaklarıinkiyle aynı olmayabilir. Bu durumda sahip olduğu kontrol haklarını kendi mal varlığını

maksimize etmek için kullanacaktır. Bu çerçevede şirkette kontrol hakkını elinde bulunduran bir ana ortağın olmasının bazı maliyetleri olmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997). Bunlar doğrudan olabildiği gibi dolaylı da olabilir.

Şirketteki ana ortaklar şirketin nakit akımlarının kontrolünü ellerinde buldukları durumda, kendilerini harcamalarda öncelikli olarak görecektir. Bu durum özellikle kendi hisselerinin oy hakkı imtiyazı bulunuyorsa veya şirketi hiyerarşik bir yapıyla yönetiyorlarsa ortaya çıkmaktadır (Grossman ve Hart, 1986). Bu durumlarda ana ortak nakit akımlarını hissedarların pay oranlarına göre değil sadece kendileri için kullanacaktır çünkü yapmak için sadece isteği değil ayrıca bunu yapabilecek yetkisi de vardır. Bunu kendi hissesine özel kar payı dağıtarak yapabileceği gibi kendisinin kontrol ettiği diğer şirketlerle iş ilişkileri kurarak da yapabilmektedir. La Porta vd. (2000) firmada ana ortakları ve yöneticileri içeridekiler ve kredi verenlerle azınlık ortakları ise dışarıdakiler olarak tanımlamıştır. İçeridekilerden ana ortak da olsa yöneticiler de olsa şirketi kontrol etmek için gerekli kontrolü ele geçirdiklerinde zarar gören her zaman dışarıdakiler olacaktır. Bu yüzden dışarıdaki yatırımcılar yasalarla korunmalıdır (La Porta vd. 2000).

2.2.2 Paydaş (Stakeholder) Teorisi

Paydaş kelimesi ilk olarak 1963'te yapılan Stanford Araştırma Enstitüsünde yapılan bir bildirideki yönetim literatüründe kullanılmıştır. Paydaşlar, hissedarları, sendikaları, finansal kurumları, çalışanları, müşterileri, tedarikçileri ve toplumu

içermektedir. Yani kısaca, paydaşlar örgütün amacına ulaşmasını etkileyen ya da bundan etkilenen tüm grup ve kişilerdir (Freeman, 2010).

Seksenli yıllarda şirketlerin toplumdaki yeri ve görevinin ne olduğu tartışılmaya başlanmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerde bireylerin ve organizasyonların etik kurallara olan ilgisi artmıştır. Bunun sonucu olarak şirketler tarafından doğaya verilen zararlar, çalışanlara karşı uygunsuz davranışlar, müşteri memnuniyetsizliğine yol açan veya onları tehlikeye atan üretim hataları medyada yer almaya başlamıştır. Yatırımcılar ve yatırım fonu yöneticileri yatırım kararı alırken ekonomik verilerin yanında şirketlerin sosyal sorumluluğunu da dikkate almaya başlamıştır. Tüketiciler satın alma kararlarında şirketlerin sosyal performansları konusunda daha hassas hale gelmiştir (Harrison ve Freeman, 1999). Son yıllarda çevre konusunda hassas yatırımcılar için sadece doğaya zarar vermeyen şirketlerin portföyünde yer alabildiği yeşil yatırım fonları (green funds) kurulmuştur.

Paydaş yaklaşımına göre yöneticiler şirketin tüm paydaşlarını tatmin edecek süreçleri tasarlamalı ve uygulamaya koymalıdır. Bu yaklaşımın amacı, hissedarlarla, çalışanlarla, müşterilerle, tedarikçilerle, topluluklarla ve diğer gruplarla olan ilişkileri ve onların çıkarlarını uzun dönemde şirketin başarısını sağlayacak şekilde yönetmektir (Harrison ve Freeman, 1999).

Paydaş teorisinin 3 temel yaklaşımı vardır. Bunlar, kuralcı (normatif) yaklaşım, tanımlayıcı (betimsel) yaklaşım ve araçsal yaklaşımdır (Donaldson ve Preston, 1995).

Tanımlayıcı (betimsel) yaklaşım, şirketin spesifik karakteristik özelliklerinin ve davranışlarının ne olduğunu tanımlayan, bazen de açıklayan bir model sunmaktadır (Donaldson ve Preston, 1995).

Araçsal yaklaşım, şirketin paydaş yönetimi ile şirketin büyüme, karlılık gibi geleneksel hedeflerine ulaşması arasındaki bağlantıyı incelemektedir. Kullanılan yöntem ne olursa olsun araştırmaların amacı şirketin paydaş yönetim politikaları ile şirketin geleneksel hedeflerine ulaşmada diğer yaklaşımlardan daha iyi olduğunu veya en az onlar kadar iyi olduğunu göstermektir (Donaldson ve Preston, 1995).

Kuralcı (normatif) yaklaşım, şirketlerin fonksiyonlarını, şirketin operasyonlarıyla ve yönetimiyle ilgili ahlaki ve felsefi ilkeleri ortaya koymaktadır (Donaldson ve Preston, 1995). Bu yaklaşıma göre, hiçbir paydaş diğer paydaşlardan daha üstün ayrıcalıklara sahip değildir. Pay sahipleri, sermaye yatırımları üzerinde adil bir kar hakkına sahiptir. Çalışanlar, adil ücret hakkına sahiptir ve müşteriler de verdikleri fiyat karşılığında kaliteli bir ürün alma hakkına sahiptir (Saint, 2005).

2.2.3 Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri

Kurumsal Yönetimin temel ilkeleri eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk, disiplin, bağımsızlık ve sosyal sorumluluk olarak sıralanmaktadır. Ancak bunların içerisinde genellikle eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları kurumsal yönetimin temel kavramları olarak geçmektedir.

2.2.3.1 Eşitlik

Paydaş teorisi bölümünde de anlatıldığı üzere, eşitlik ilkesine göre şirket tüm paydaşlarına (pay sahipleri, çalışanlar, yönetim kurulu, tedarikçiler, müşteriler, çevre sakinleri, doğa, devlet vs.) karşı eşit mesafede olmalı hepsine eşit davranmalıdır.

2.2.3.2 Şeffaflık

Bushman vd. (2004) şeffaflığı firma özelindeki bilgilerin dışarıdaki yatırımcılar ve paydaşlar tarafından erişilebilirliği olarak tanımlamıştır. Black (2001), güçlü sermaye piyasalarının oluşması için, azınlık pay sahiplerinin şirketin işlemleri hakkında yeterince bilgi sahibi olması ve şirket yöneticileri ve büyük pay sahipleri tarafından, yatırımlarının değerini düşürecek kararlar almalarını engelleyecek kompleks hukuki ve kurumsal yapıların olması gerektiğini belirtmiştir. Bunu sağlamak için şirketlerin şeffaf olması ve yatırımcının kararlarını etkileyebilecek her türlü bilgiyi tam,

zamanında, doğru ve güvenilir bir şekilde pay ve menfaat sahiplerine ulaştırmalıdır. Şirketler şeffaflığın gereklerine uymadıklarında piyasada bilgi asimetrisi oluşacaktır.

2.2.3.3 Hesap Verebilirlik

Kurumsal Yönetim anlayışına göre, Yönetim Kurulunun tek hesap vereceği mercii sadece genel kurul değildir. Yönetim kurulu tüm paydaşlarına karşı aldığı kararlar için hesap verebilmelidir.

2.2.3.4 Sorumluluk

Sorumluluk kavramı ise şirket faaliyetlerini yürütürken alınan kararların, uygulamaların şirketin ana sözleşmesine, yönetmeliklere, mevzuata uygun olmasını ve bu uygunluğun denetlenmesi gerekliliğini belirtir.

2.2.4 Kıta Avrupası ve Anglosakson Sistemi

Her ülkenin kurumsal yönetim uygulamaları birbirinden farklılık göstermektedir. Her ülke kurumsal yönetime kendi kültürünü, iş yapma şeklini yansıtmaktadır. Bu açıdan ülkelerdeki uygulamaları birbiriyle aynı gruplara ayırmak mümkün olmasa da birbirine benzeyen ülkeleri gruplara ayırmak mümkündür. Bu açıdan ülkelerdeki uygulamalara bakıldığında dünyada kurumsal yönetim uygulamalarında iki ana

sistemden bahsedilebilir. Bunlardan ilki Kıta Avrupası diğeri ise Anglosakson sistemidir.

Kıta Avrupası sisteminde, pay sahipliği dağılmamıştır. Bankalar, şirketler veya aileler şirketlerin ana ortaklarıdır. şirketin kontrolü ana ortağın elindedir. şirketin yönetim kurulu üyeleri ana ortakla ilişki içerisinde. Sermaye piyasalarının likiditesi görece daha düşüktür. şirketin yöneticileri arasında yakın ve güvene dayanan ilişkiler bulunmaktadır. şirketler uzun dönem kaynaklarını ticari bankalar aracılığıyla sağlamaktadır. Kıta Avrupası sistemi kurumsal yönetime paydaşlar açısından yaklaşmaktadır. Sadece pay sahiplerine değil, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve toplum gibi diğer menfaat sahiplerine de odaklanmaktadır (Baums, 1993). Bu sistemin uygulandığı ülkelere başta Almanya olmak üzere, Belçika, İtalya ve Fransa örnek gösterilebilir.

Anglosakson modelde ise şirkette hissedarların payları dağıktır, bir hissedarda yoğunlaşma yoktur. Yönetim kurulu üyeleri kontrolü kendi ellerinde tutmaktadır, herhangi bir hissedarla ilişkileri bulunmamaktadır. Bağımsız kurul üyeleri önemli bir rol üstlenmektedir. Sermaye piyasalarının likiditesi oldukça yüksektir. Anglosakson sistem, kurumsal yönetime hissedarlar açısından yaklaşmaktadır (La Porta vd., 1997). Daha önce de bahsedilen vekalet probleminin ortaya çıkmasını önleyerek vekalet maliyetini azaltmayı amaçlamaktadır. Bu sistemin uygulandığı ülkelere başta İngiltere ve A.B.D olmak üzere Avustralya ve Yeni Zelanda örnek gösterilebilir.

Dünyada kurumsal yönetimle ilgili oluşan bir diğer farklılık, oluşturulan kuralların uygulanması konusundadır. Bu konuda iki yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilki, kurumsal yönetime uyumun mevzuatla zorunluluk haline getirilmesidir. Zorunluluk haline getirilen en iyi kurumsal yönetim ilkeleri nadir görülmekle birlikte, daha çok çıkarılan yasalarla zorunlu hale getirilmektedir. Yasal zorunluluğa en büyük örnek 2002 yılında A.B.D’de çıkarılan Sarbanes-Oxley kanunudur. 2002 yılında yaşanan şirket skandalları sonrasında yaşanabilecek skandalları önlemek adına Sarbanes-Oxley kanunu yürürlüğe girmiştir (Aguilera ve Cuervo-Cazurra, 2009). Şirketlerin bu kanuna uymak dışında başka bir alternatifi bulunmamaktadır. Kıta Avrupası ülkelerinde kurumsal yönetimle ilgili zorunluluklar görülmektedir.

Diğer yöntem ise uy ya da açıkla prensibinin uygulanmasıdır. Bu yöntemde borsa şirketleri için kurumsal yönetim ilkelerine uymakla ilgili bir zorunluluk getirilmemektedir. Ancak şirketler kurumsal yönetim ilkelerine uyup uymadıklarını, uymadıkları ilkelere de neden uymadıklarını halka açıklamak zorundadır. MacNeil ve Li’ye göre bu yaklaşımın altında yatan iki neden vardır (2006). İlki firmaların kendi karakterlerine uygun olan ilkeleri uygulamaları, diğeri de piyasanın şirketlerin uygulamalarını gözetleyeceği ve bunu fiyatlara yansıtacağı varsayımıdır. Uy ya da açıkla yaklaşımı Anglosakson ülkelerde görülmektedir.

2.3 Kurumsal Yönetimin Maliyeti ve Gereklilikleri

Şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmesi şirketler için maliyet anlamına gelmektedir. Uygulanması gereken ilkeler şirketin mevcut yapısında değişikliklere gidilmesi anlamına geleceğinden, şirkette var olan iş yapış şekilleri ve yönetim süreçleri yeniden tasarlanacaktır. Bu işleri yapmak için şirket zaman ve kaynak ayırmalıdır. Kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmenin maliyeti şirketler için bazen caydırıcı olabilmektedir. Bu bölümde kurumsal yönetim ilkelerine ve şirketler için maliyetine değinilecektir.

2.3.1 Pay Sahipliği ve Elektronik Genel Kurul

Şirketlerin kurumsal yönetimin gerekleri olarak pay sahipleri ile ilgili yapmaları gerekenlere bakıldığında şirketler pay sahiplerinin bilgi alma haklarını kullanmaları için gerekli düzenlemeleri yapmalı, bu konuda gelen bilgi taleplerine zaman ayırıp bu talepleri karşılamalıdır. Bununla birlikte pay sahiplerinin genel kurula katılabilmeleri için gerekli düzenlemeleri yapmalıdır. Bu konuda pay sahiplerinin genel kurulun yapıldığı yerde fiziken bulunamamaları durumunda şirketlerin elektronik genel kurul seçeneği bulunmaktadır. Yeni Türk Ticaret Kanunu ile birlikte anonim şirketler için elektronik genel kurul yapılması öngörülmüştür. TTK bu konuda anonim şirketleri payları kayden izlenen ve izlenmeyen olarak ikiye ayırmıştır. Anonim şirketlerde elektronik genel kurul yapılabilmesi için esas sözleşmede ilgili yönetmelikte esas sözleşmeye konulması gereken maddenin

bulunması gerekmektedir. Payları kayden izlenmeyen şirketler için elektronik genel kurul isteğe bağlıyken, payları kayden izlenen şirketler yönetmeliğin yürürlüğe giriş tarihi olan 01.10.2012'den itibaren ilk genel kurulda ilgili maddeyi esas sözleşmelerine eklemek zorundadır. Bu durum ilk genel kurulun elektronik ortamda yapılmayacağı anlamına gelmemektedir. Payları kayden izlenen şirketler, elektronik genel kurulu MKK'nın elektronik genel kurul sistemi (EGKS) üzerinden gerçekleştirmek zorundadır. Genel kurul öncesinde pay sahiplerinden EGKS üzerinden, genel kurula elektronik ortamda katılacağına dair bildirim geldiğinde şirket o pay sahiplerinin genel kurula elektronik ortamda katılmaları için gerekli düzenlemeleri yapmalıdır. Bu da şirketler için ekstra maliyet anlamına gelmektedir.

2.3.2 Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

Şirketler için maliyet unsuru olan bir diğer konu ise şeffaflığın gereklerini yerine getirmektir. Şeffaflık, kamunun bilme hakkı ile şirketin bilgi saklama hakkının kesiştiği noktadadır. Burada kamunun bilme hakkı, menfaat sahiplerinin şirket ile ilgili kendilerini ilgilendiren her türlü bilgiyi ifade etmektedir. Şirketin bilgi saklama hakkı ise şirket ile ilgili her türlü bilgiyi toplama, kullanma ve açıklama hakkının şirkette olmasıdır. Ancak pay ve menfaat sahipleri şirketin yönetimi, finansal ve hukuki durumu ile ilgili olarak düzenli ve güvenilir bilgiye erişim ihtiyacı duyarlar. Bu nedenle şirketler ticari sırları dışında kalan, şirketin pay ve menfaat sahiplerini etkileyebilecek her türlü bilgiyi kamuya açıklamalıdır.

Kamuya açıklanan bilgiler tarafsız olmalıdır. Şirketle ilgili tarafların bir veya birkaçının bilgi alma ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde yapılan bilgi açıklamaları, bilgi asimetrisine neden olacağı için kabul edilemez. Şirketler hiçbir şart altında kendi aleyhlerine sonuçlar doğurabilecek bile olsa açıklanması gereken bilgilerin açıklanmasında tereddüt etmemelidir. Pay ve menfaat sahiplerini ilgilendiren bilgi zamanında açıklanmalıdır. Ancak kamuya açıklanan şirket bilgilerinin de ticari sır kapsamında olmaması ve şirketin rekabet gücünü engelleyerek zararına neden olabilecek sonuçlar doğurmaması önem taşımaktadır.

Kamuya açıklanacak bilgiler iki bölüme ayrılabilir. İlki kamuya düzenli olarak açıklanan finansal tabloları içermektedir. Halka açık şirketler finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirmek zorundadır. Bağımsız denetimden geçirilen tablolar üç aylık dönemler halinde halka açıklanmaktadır. Şirketlerin finansal tablolarını bağımsız denetime tabi tutmaları onlar için bir maliyet unsurudur. Açıklanması gereken diğer bilgiler ise özel durum açıklamalarıdır. Şirketin değerini etkileyebilecek bilgiler öğrenildikleri anda kamuya açıklanmalıdır. Ancak şirket sorumluluğu kendisinde olmak kaydıyla, meşru çıkarlarının zarar görmemesi adına bilgilerin açıklanmasını geciktirebilir. Bu durumda açıklamayı geciktiren neden ortadan kalktığında bilgiler hemen, geciktirmenin nedenleri ile birlikte kamuya açıklanmalıdır.

Şirketlerin internet sitesi kolay bulunabilir ve ulaşılabilir olmalıdır. Şirketin internet sitesine girmek istendiğinde internet sitesinden kaynaklı sorunlar yaşanmamalıdır.

Pay ve menfaat sahipleri istedikleri zaman siteye ulaşabilmelidir. Pay ve menfaat sahipleri kamuyu aydınlatma ilkeleri gereği şirket ile ilgili bilgiye düşük maliyetlerle ve kolay ulaşmalıdır. Günümüzde bunu yapmanın en iyi yolu internetten bu bilgilere ulaşmaktır. Bunu sağlamak için şirketler bu bilgilere kendi internet sitelerinde yer vermelidir. Küreselleşmenin etkisi ve BİST'teki yabancı payının %60- 65 olması nedeniyle pay ve menfaat sahipleri arasında Türkçe bilmeyenlerin de olması ihtimali göz önüne alındığında, onların da şirketle ilgili bilgiye kolayca ulaşmaları için şirketler kendi internet sitelerine koydukları açıklamaları İngilizce olarak da hazırlamalıdır.

Şirketlerin şeffaflığın gereklerinden bir diğeri de faaliyet raporu hazırlanmasıdır. Faaliyet raporu, şirketin o andaki ve potansiyel pay ve menfaat sahiplerine bilgi vermek için yıllık olarak hazırlanır. Faaliyet raporu sayesinde şirketler kendi vizyon, misyon ve geleceğe yönelik hedeflerini anlatabilmektedir. Şirketle ilgili en kapsamlı bilginin yer aldığı faaliyet raporları, pay ve menfaat sahipleri ile iletişimin en etkili aracıdır.

2.3.3 Yönetim Kurulu

Kurumsal yönetim ilkeleri gereği yönetim kurulu üye sayısı beşten daha az olmamalıdır. Yönetim Kurulunda icrada görevli olan ve olmayan üyeler bulunur. İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu üyeliği haricinde şirkette başkaca herhangi bir idari görevi bulunmayan ve şirketin günlük iş akışına ve

olağan faaliyetlerine müdahil olmayan kişidir. Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu icrada görevli olmayan üyelerden oluşur. İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri arasında başka bir etki altında kalmadan çalışabilecek nitelikte olan bağımsız üyeler bulunmalıdır. Bağımsız üye sayısı ikiden az olmamak kaydıyla yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden az olmamalıdır. Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin, şirketin, pay ve menfaat sahiplerinin çıkarlarını her şeyin üstünde tutabilme ve kararlarda tarafsız olabilme avantajına doğal olarak sahip oldukları kabul edilmektedir. Şirketlerin kurumsal yönetimi uygulamaya başladıklarında yönetim kurulu ve bağımsız üye sayılarını arttırmaları gerekmektedir. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin icradan sorumlu olmaması ve bağımsız üyelerin bağımsızlıklarını koruyacak miktarda ücretlendirilmesi şirketler için maliyeti arttırıcı unsurlardır.

Yönetim kurulu çalışmalarını daha sağlıklı yürütebilmek için komiteler oluşturmalıdır. Bu komitelerin oluşumu, yapısı ve çalışma ilkeleri, yönetim kurulunun profesyonel bir yaklaşımla ve sağlıklı bir şekilde çalışmasını ve böylelikle şirketin kurumsal yönetim ilkelerine göre işleminin temelini oluşturur. Komitelerin başkanları bağımsız yönetim kurulu üyelerinden seçilmelidir. Oluşturulacak komiteler ve komite başkanlarının bağımsız üyelerden oluşması gerektiği kurumsal yönetim ilkelerinin uyulması zorunlu olan ilkelerindedir.

2.3.4 Menfaat Sahipleri

Menfaat sahipleri SPK kurumsal yönetim ilkelerinde, şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları olarak tanımlanmaktadır. Şirket menfaat sahiplerinden olan çalışanları kurumsal yönetim gereği karar mekanizmasına dahil etmelidir. Onları ilgilendiren konularda onların ve ilgili sendikaların görüşleri alınmalıdır. Şirket işe alım politikaları oluşturmalı ve eşit işe eşit fırsatlar sunmalıdır. Bunun yanında çalışanlarının bilgi, beceri ve görgülerini artırıcı eğitim programları hazırlamalıdır.

2.4 Kurumsal Yönetimin Faydaları

Kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmek şirketler için maliyetsiz değildir. Kurumsal yönetim için gerekli kontratları oluşturmak, iş süreçlerini yenilemek, yönetim kurulunda gerekli değişimleri yapmak, diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını da karar alma mekanizmasına dahil etmek, şeffaflığın gereklerini yerine getirmek şirketler için maliyet unsurudur. Ancak yine de şirketler kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmektedir. Bunun nedeni öncelikle vekalet maliyetini mümkün olduğunca minimize etmektir. Buna ek olarak kurumsal yönetimin şirketlere sağladığı diğer faydalara aşağıda yer verilmiştir.

2.4.1 Dış Baskıyla Yüzleşmek ve Cevap Vermek

Dış baskı küreselleşme ile birlikte gelen yoğun rekabetten, kıt kaynaklardan ve diğer rakiplerin maliyetlerindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. İçsel baskı ise yatırımcılardan kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar risklerini azaltmak adına yatırım yaptıkları şirketteki kurumsal yönetim uygulamalarını arttırmak istemektedirler. Kurumsal yönetim açısından zayıf uygulamaların ve kanuni gerekliliklerin az olduğu finansal pazarlara yatırımcılar daha az ilgi göstermekte, dolayısıyla dış kaynak kullanımını zorlaşmaktadır.

2.4.2 Şirket Derecelendirme Notunu İyileştirme Çabası

Derecelendirme, firmalarının verdiği not ile şirketin kurumsal yönetim performansı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Özellikle kamuya açıklamanın kalitesinin yüksek olması şirketin derecelendirme notuyla pozitif bir ilişki içerisindedir. Bu sayede şirket iyi kurumsal yönetim uygulamalarının faydasını uzun vadeli ve düşük maliyetli kaynak bularak görmektedir (Aman, Nguyen 2013).

2.4.3 Birleşme ve Devralmaların Artması

Küreselleşmenin getirdiği etki ile birlikte artık dünyanın her yeriyle iş yapılabilen, her yere yatırım yapılabilir hale gelmiştir. Özellikle 2008 krizi öncesi

yaşanan gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırım olarak gelen yabancı sermaye sahipleri genelde bir işi yeniden kurmak yerine o ülkede kurulmuş bir şirketi devralmak veya şirkete ortak olmak yoluyla ülkeye doğrudan yatırım yapmayı tercih etmektedir. Yabancı sermayenin yatırım yapacağı şirketi seçerken şirketin kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda yönetilmesi önemli bir karar kriteridir. Şirketin kurumsal yönetim kalitesini arttırmak için ortaya koyduğu efor yabancı yatırımcıların şirkete olan ilgisini de arttırmaktadır (Kim vd. 2010). Ayrıca OECD, kurumsal birleşme ve devralmaların, kurumsal yönetimi uygulayan şirketlerin şeffaflığa sahip olmaları nedeniyle, daha güvenle yapılacağını belirtmiştir.

2.4.4 Düşük Sermaye Maliyeti

Kurumsal yönetim doğrultusunda yönetilen firmaların sermaye piyasalarında fon bulma maliyeti, kurumsal yönetim uygulamalarına geçmemiş olan firmalara oranla daha düşüktür. Yatırımcının korunması, yatırımcının yatırım yapma isteğini arttıran bir etkidir. Bu nedenle kurumsal yönetim uygulamalarını özümsemiş olan şirketlere yatırım yapma isteği daha fazla olacaktır (Klapper ve Love, 2004). Bu da demektir ki eğer bir firma ileride fon ihtiyacı duyacaksa bugünden kurumsal yönetimi uygulamaya başlamalıdır ki ileride fon sağlarken daha az maliyete katlansın (La Porta vd. 1999).

2.4.5 Pay Sahiplerinin İsteklerini Dengelemek

Bazen bazı pay sahiplerinin değişik talepleri olabilmekte ve bu da şirketin genel olarak hedeflerinden farklı olduğunda şirkete zarar verebilmektedir. Bu gibi durumlar şirketin tüm pay sahiplerinin menfaatlerini koruyacak çeşitli kurallar ve prosedürleri içerecek bazı kurumsal yönetim uygulamalarına itebilir. Bu sayede pay sahiplerinin menfaatleri arasında denge sağlanmaya çalışılır.

2.4.6 Diğer Faydalar

OECD'nin yayınlamış olduğu kurumsal yönetimi pratik kılavuzu raporunda yukarıda bahsedilen sayısal faydaların yanında elde etmesi zor niteliksel faydalar da bulunmaktadır. Bunlar aşağıda sıralanmıştır (2009),

- Kurumsallaşmış süreçler sayesinde işleri yürütmek için belirli insanlara daha az bağımlı olunması,
- Yatırımcı kitlesi tarafından daha güvenle bakılması,
- Ulusal ve uluslar arası kuruluşlar dahil menfaat sahipleri tarafından daha fazla fark edilmek
- İç kontrol ve karar alma mekanizmalarındaki denetimler dahil iş süreçlerinde azımsanmayacak iyileştirmeler.

2.5 Türkiye’de Kurumsal Yönetim

Bu bölümde kısaca Türkiye’de SPK tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri ve kurumsal yönetim derecelendirmesinin nasıl yapıldığı anlatılacaktır.

2.5.1 Kurumsal Yönetim ve SPK İlkeleri

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerini ilk kez 2003 yılında yayınlamıştır. Halka açık şirketlerin tabi olduğu bu ilkelere uyum zorunluluğu getirilmemiş ancak tebliğ gereği şirketler tarafından her yıl yayınlanmak zorunda olan kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporunda bu ilkelere uyulmamışsa neden uyulmadığını açıklama zorunluluğu getirilmiştir. SPK’nın yayınladığı en güncel Kurumsal Yönetim İlkeleri 30.12.2011’de Resmi Gazete’de yayınlanan “*Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ*”dir. Bu tebliğe göre şirketlere kurumsal yönetim ilkelerinde yirmi tane ilkeye uyum zorunluluğu getirilmiştir. Uymaları zorunlu ilkeler pay sahipliği ve yönetim kurulu başlıkları altında bulunmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile menfaat sahipleri başlıklarında uyulması zorunlu ilkeler bulunmamaktadır. Ancak kamuyu aydınlatma esaslarına ilişkin hem mali tabloların açıklanmasına yönelik hem de özel durumların açıklanmasına yönelik yayınlanan diğer tebliğlerde uyulması gereken kurallar belirtilmiştir. Dolayısıyla içerisinde uyum zorunluluğu olan madde bulundurmayan tek bölüm menfaat sahipleridir. Tebliğde belirtilen bu ilkeler dışındaki ilkelere

şirketler uymak zorunda değildir. Ancak açıklayacakları kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporunda uymadıkları ilkelere neden uymadıklarını açıklamak durumundadır.

Bu tebliğe göre Kurumsal Yönetim dört ana başlıkta incelenmiştir. Şirketlerin açıklanan kurumsal yönetim notlarında da alt başlıklar olarak açıklanan bu başlıklar aşağıdaki gibidir.

- Pay sahiplerinin hakları ve eşit işleme tabi olmaları konusundaki ilkeler
- Kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilgili ilkeler
- Menfaat sahipleri ile ilgili ilkeler
- Yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile ilgili ilkeler

2.5.2 Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, firmaların yönetim yapılarının, yönetilme biçiminin, pay sahipliği ve menfaat sahipliğini ilgilendiren düzenlemelerin, tam anlamıyla şeffaf ve doğru bilgilendirmenin günümüz modern kurumsal yönetim ilkelerine uygun yapılıp yapılmadığını denetleyen ve mevcut duruma karşılık gelen notu veren sistemdir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notu hesaplanırken şirketin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulu, pay sahipleri ve menfaat sahipleri başlıklarına uyumu

değerlendirilir ve bu her başlık için kurumsal yönetim notu olarak 1 ile 10 arasında, virgülden sonra iki basamaklı olmak üzere bir not verilir. Verilen bu dört notun ağırlıklı ortalaması alınarak şirketin genel kurumsal yönetim notu belirlenir.

Bu dört başlık SPK 'nın tebliği doğrultusunda kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanının %35'i, yönetim kurulu ve pay sahipleri puanlarının her birinin %25'i, menfaat sahipleri puanının ise %15'i alınarak şirket genel kurumsal yönetim puanı elde edilir. Şirket genel puanı da 1 ile 10 arasında ve virgülden sonra iki basamak olacak şekilde açıklanır.

2.6 Şirket Değeri ve Kurumsal Yönetim

Mal ve hizmetlere verilen öneme değer denir. Birey ve/veya toplum, bir mal veya hizmetin değerini, o mal ve hizmetin sağladığı fayda, o mal veya hizmetin yeryüzünde bol veya kıt olması ve o mal ve hizmetin kalitesine bağlı olarak tayin eder. Mal ve hizmetlerin değişim değerinin para ile ifadesine fiyat adı verilir. Başka bir ifade ile bir malın veya bir hizmetin elde edilmesi için verilmesi gereken para miktarıdır. Şirket değerinden kasıt ise şirketin hisselerini satın alabilmek için verilmesi gereken para miktarıdır. Yatırımcıların şirketin değerini belirlerken kullandıkları birçok hesaplama yönetimi bulunmaktadır. Bu yöntemlerden bazıları aşağıda açıklanmıştır.

2.6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre, bir şirketin değeri gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının şimdiki değerine eşittir. Bu yöntemde, genellikle beş ya da on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonlar yapılırken şirketin geçmiş yıllar nakit akımları incelenip genel varsayımlar belirlendikten sonra geleceğe yönelik varsayımlar yapılır. Projeksiyonlardan elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek, şirket değeri hesaplanır. Bu değer şirketin, borsa koşullarından bağımsız olarak hesaplanan, gerçek değeridir. İndirgenmiş nakit akımlarının formüle edilmiş hali aşağıdadır. Aşağıdaki formülde de görüldüğü üzere her dönemde elde edilmesi öngörülen nakit akımı belirlenen iskonto oranıyla bugünkü değere indirgenir.

$$İNA = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \frac{A_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t} \quad (2.1)$$

İNA: İndirilmiş Nakit Akımı

A: Her dönemde gerçekleşecek nakit akımı

İ: Iskonto Oranı

N: Dönem Sayısı

İskonto oranının hesaplanmasında kullanılan formüle aşağıda yer verilmiştir.

$$WACC = r_e * \frac{E}{V} + (1 - T)R_D * \frac{D}{V} \quad (2.2)$$

WACC: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

r_e : Özsermaye maliyeti

E/V : Özsermayenin toplam kaynaklara oranı

T : Vergi oranı

R_D : Borçlanma maliyeti

D/V : Borçların toplam kaynaklara oranıdır

Özsermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanabilmektedir.

$$r_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta \quad (2.3)$$

R_f : Risksiz faiz oranıdır.

R_m : Portföyün getirisidir.

β : Beta katsayısı bir menkul kıymetin sistematik riskinin ölçüsüdür. Beta katsayısı pozitif ise menkul kıymet içinde bulunduğu piyasa ile aynı yönde hareket ediyor demektir. Beta katsayısı ne kadar yüksek ve pozitif ise o menkul kıymet, piyasanın hareketlerinden o derece yüksek ve aynı yönde etkilenir. Eğer ilişki ters yönlü ve yüksekse bu durumda menkul kıymet baz alınan piyasayla ters yönde hareket ediyor demektir.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin fon maliyetlerini azaltması beklenmektedir. Bu sayede şirketin iskonto oranı azalacak ve şirketin ilerideki nakit akımları daha az iskontoya uğrayacak bunun sonucu olarak da şirket daha yüksek fiyattan değerlenecektir. Ancak kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik literatürde bu yöntem kullanılmamaktadır. Bunun yerine şirketlerin karşılaştırılabilmesine olanak sağlayan diğer yöntemler kullanılmaktadır.

2.6.2 Net Aktif Değeri

Net aktif yöntemiyle değerlendirme yapıldığında, bir şirketin aktif (varlık) ve pasiflerinin (kaynak) piyasa değerleri bulunur ve bu şekilde şirket değerinin ve/veya hisse senetlerinin toplam değeri hesaplanır.

Ancak bu yöntem olağanüstü durumlarda yani şirketin faaliyetlerini sonlandırıp iflas etmesi gibi durumlarda sahip olduğu aktif kalemlerin piyasa fiyatından paraya çevrilip mevcut borçlarının ödenmesi sonucu sermayedarların paylaşması için kalacak tutardır. Şirket bilançosunda yazan tutarlar maliyet esas gereği varlıkların piyasa fiyatını yansıtmamaktadır. Bu nedenle kullanışlı bir değerlendirme değildir.

2.6.3 Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi

Bu değer bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin toplamının hisse senetlerinin nominal değerine (özkaynak toplamına) bölünmesiyle hesaplanır. Bu hesap sonucu

bize şirketin borsa fiyatının özkaynakların kaç katı olduğunu göstermektedir. Bu yönüyle de diğer şirketlerle karşılaştırma yapabilmeye olanağı sağlamaktadır. Bu oranın yüksek olması yatırımcının şirket hakkında pozitif düşündüğü ve geleceğine yönelik olumlu düşüncelere sahip olduğunu, düşük olması ise yatırımcının şirket hakkında olumlu düşünmediğini göstermektedir. Burada yüksek veya düşük olması tabii ki şirketin başka şirketlerle kıyası ile mümkündür. Standart bir PD/DD oranı bulunmamaktadır. Bu oranın ortalama değeri sektörel bazda da değişmektedir. Örneğin ar-ge bazlı teknoloji şirketlerinde bu oranın ortalaması yüksekken, inşaat sektöründe daha ileri teknoloji şirketlerinde daha düşük değerler almaktadır. Bu nedenle şirketin PD/DD oranını karşılaştırma yaparken şirkete benzer diğer şirket oranlarıyla karşılaştırmak gerekir. Bu oranın hesaplanmasında kullanılan formül ve açıklamalarına aşağıda yer verilmiştir.

$$PD/DD = BF / \{ [TV - (KVY + UVY)] / \text{ÖdS} \} \quad (2.4)$$

Burada:

BF: Borsa fiyatı

TV: Toplam Varlıklar

KVY: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak

UVY: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak

ÖdS: Ödenmiş Sermaye'yi

ifade etmektedir.

2.6.4 Tobin's Q

Morey vd. (2008), Klapper ve Love (2002), Gompers vd. (2003) Black vd. (2006a) vd., kurumsal yönetim ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi ölçerken şirket değerini Tobin's Q yöntemiyle hesaplamışlardır. Tobin's Q yöntemi de PD/DD gibi diğer şirketlerle karşılaştırma yapma kolaylığı sağlamaktadır. Tobin's Q; varlıkların (borçlar ve özkaynak) piyasa değerinin, varlıkların yerine koyma değerine bölünmesi yöntemiyle hesaplanmaktadır.

Tobin's Q değerinin 1 olması durumunda şirketin piyasa değerinin varlıkların yerine koyma değerine eşit olduğunu söyleyebiliriz. 0 ile 1 arasında olduğu durumda ise şirketin piyasa değeri varlıklarının yerine koyma maliyetinin altında kaldığını göstermektedir. Bu da şirketin piyasa fiyatının artacağına bir sinyali olabileceği gibi şirket için işlerin hiç de iyi gitmediğinin de göstergesi olabilir. Bu oran 1'in üzerine çıktıkça şirket değerinin şirketin varlıklarının yerine koyma maliyetinin daha üzerinde belirlendiğini göstermektedir.

2.7 Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Şirket Değeri Arasında İlişkiyi Araştıran Daha Önceki Araştırmalar

Kurumsal yönetim ile şirketin değeri arasındaki ilişkiyi ölçen geniş bir literatür bulunmaktadır. Ancak bu literatürün büyük bir kısmı gelişmiş ülkelere odaklanmaktadır ve şirketin genel kurumsal yönetim puanına değil kurumsal

yönetimin, yönetim kurulu yapısı, pay sahiplerinin hakları, ortaklık yapısı gibi, belirli bir noktasına odaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde genel kurumsal yönetim puanına odaklanan çalışmalar daha kısıtlıdır. 21 gelişmekte olan ülkede yaklaşık beş yıllık bir periyotta yapılan araştırma sonucunda Morey vd. (2008), şirketlerin kurumsal yönetim puanındaki artışların şirket değerine etkisinin yüksek olduğunu bulmuşlardır. Kullandıkları kurumsal yönetim puanlarını yatırım bankası olan AllianceBernstein'in açıklamış olduğu puanlardan almışlardır. Verileri aylık olarak güncellediklerinden değişimlerin şirket değerine etkisini mikro bazda daha iyi ölçtüklerini belirtmektedirler.

Black (2001) 21 Rus şirketi üzerinde bir Rus yatırım bankasının açıklamış olduğu kurumsal yönetim puanını kullanarak yaptığı araştırmada kurumsal yönetim uygulamalarının iyi olmasının şirket değerini arttırıcı yönde olduğunu bulmuştur. Black ayrıca ABD gibi kurallara hemen herkesin uyduğu ülkelerde yapılan iyileştirmelerin şirket değerine etkisinin ekonomik olarak anlamlı olmadığını ama Rusya gibi kuralların göz ardı edilebildiği ülkelerde yapılan iyileştirmelerin daha fazla etkisinin görüldüğünü belirtmektedir. Rusya'da kuralların yeterli olduğunu ama uygulamak için zorlanmadığını söylüyor. Örneğin Rusya'da 1994 yılından beri hisse senedi transferlerinin bağımsız bir memur tarafından tutulması gerekse de incelenen 21 şirketlik örnekte sadece 8 tanesi bu kurala uymuştur. Örneklem sayısının az olması sonuçların genellenebilme yetisi hakkında soru işaretleri bırakmaktadır. Black içsellikle ilgili Rus şirketlerin kurumsal yönetim uygulamasını yeni yeni hayata geçirdiği için gelişmiş ülkelerde olduğu gibi bir içsellik sorununun bu örnekte

göz önünde bulundurulması gereken bir problem olmadığını belirtmektedir. Veriyi analiz ederken de basit regresyon analizi kullanmıştır.

Durnev ve Kim (2005) 27 ülkede yaptıkları araştırma sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının ve kamuya açıklama kalitesinin artması şirketin değerine pozitif etki yaptığını bulmuşlar ve bu etkinin daha az yatırımcı dostu olan ülkelerde diğerlerine göre daha da fazla olduğunu tespit etmişler.

Şirket değeri ölçütü olarak Tobin's Q kullanan Klapper ve Love (2004) 14 gelişmekte olan ülkede, CLSA'nın açıklamış olduğu kurumsal yönetim puanlarını kullanarak yaptıkları araştırmada şirketlerin ortalama kurumsal yönetim uygulamalarının yasal sistemin zayıf olduğu ülkelerde daha düşük olduğunu bulmuşlar. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin değeriyle pozitif bir ilişkide olduğunu bulmuşlar ve bunun yasal sistemin daha zayıf olduğu ülkelerde daha önemli olduğunu bulmuşlar. Bir diğer bulguları da ülke değişkenini modele soktuklarında katsayıların iki katına çıkmış olmasıdır. Bu da genel ortalamadan çok ülke ortalamalarına göre değerlendirme yapıldığını göstermektedir.

Black vd. (2006a) Güney Kore'de 515 tane halka açık şirketi içerecek şekilde 2001 yılında bir anket kullanarak endeks oluşturmuşlar. Sonuç olarak şirketin kurumsal yönetim notu ile değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlar. Belirttikleri bir diğer nokta kurumsal yönetimi iyi uygulayan şirketlerin daha karlı veya daha çok temettü ödediklerine dair bir sonuç bulunmamasına rağmen, aynı miktarda kar eden

şirketlerden kurumsal yönetimi daha iyi uygulayanı daha yüksek değerlediğini bulmuşlar. Dolayısıyla daha iyi kurumsal yönetim uygulaması bulunan şirketler daha düşük maliyetle fon sağlamaktadırlar. Black vd. (2006b) Rusya'da yaptıkları araştırmada kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasında güçlü bir pozitif ilişki bulmuşlar.

Gompers vd. (2003) 24 kurumsal yönetim ilkesini kullanarak kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlar. 1990'larda ABD'de 1500 tane büyük şirketi bu endeksi kullanarak değerlendirdikten sonra şirket değeri ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemişler. Oluşan puanlar sonucu şirketleri demokrasi grubu ve diktatörler grubu olarak ikiye bölen araştırmacılar demokrasi grubunun daha yüksek şirket değerine sahip olduğunu daha yüksek kar elde ettiğini, daha yüksek gelir artışına sahip olduğunu, fon bulma maliyetinin daha az olduğunu ve satın alınma oranlarının daha düşük olduğunu bulmuşlar.

Cheung vd. (2007) Hong Kong'ta OECD ve Hong Kong'ta açıklanmış olan kurumsal yönetimin en iyi uygulamaları üzerinden kendi oluşturdukları kurumsal yönetim endeksine göre şirketlere kurumsal yönetim puanı vermişler ve bu kurumsal yönetim puanıyla şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemişler. Sonuç olarak da kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlar. Özellikle şeffaflık ile ilgili uygulamalarla şirket değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlar. Bu analizi yaparken en büyük 168 şirketin oluşturduğu kurumsal yönetim puanlarıyla şirket değerini oransal olarak hesaplayabilmek ve

piyasa değerini de içermesi açısından piyasa değerinin defter değerine oranını kullanmışlar. Analiz yöntemi olarak da regresyon analizini seçmişler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

METODOLOJİ

3.1 Araştırmanın Amacı

Kurumsal yönetim dünyada olduğu gibi ülkemizde de son dönemlerde önem kazanmıştır. 2004 yılında SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlaması ve ülkemize doğrudan yabancı sermaye girişinin artmasıyla birlikte kurumsal yönetimin şirketler için önemi de artmıştır. Şirketlerin kurumsal yönetimi uygulamalarının artmasıyla birlikte Borsa İstanbul'da 2007 yılında kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin her yıl kurumsal yönetim uygulamaları SPK lisansına sahip bağımsız derecelendirme şirketleri tarafından değerlendirilmekte ve bunun sonucunda kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu açıklanmaktadır. Araştırmanın amacı açıklanan bu kurumsal yönetim ilkelerine uyum puanının şirket değerine etkisi olup olmadığını bulmaktır.

3.2 Hipotez

Kurumsal Yönetim ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen pek çok araştırma bulunmaktadır. Bunlar öncelikle gelişmiş ülkelerde yapılmış, daha sonra da gelişmekte olan ülkelerde incelenmeye başlanmıştır. Yapılan araştırmalarda kurumsal yönetim uygulamalarıyla şirket değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Ülkemizde de kurumsal yönetim ile şirket değeri arasında araştırmalar yapılmış ancak bunlar sınırlı sayıda ve daha çok tanımsal boyutta kalmış araştırmalardır. Şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarıyla şirket değeri arasındaki ilişki incelenirken; şirketin kurumsal yönetim uygulamalarını ölçmek için iki yol kullanılmaktadır. Bunlardan ilki araştırmacıların kendi oluşturdukları anketleri şirketlere yanıtlatarak veya halka açık bilgilerden kendileri doldurarak kendi kurumsal yönetim puanlarını oluşturmalarıdır. Diğer yöntem ise bağımsız denetim şirketlerinin açıkladıkları kurumsal yönetim notlarını kullanmaktır. Bu tezde bağımsız denetim şirketlerince açıklanan kurumsal yönetim notlarını kullanılacaktır. Araştırmanın temel hipotezi: *H: Kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasında ilişki vardır.*

3.3 Yöntem

Analizi yaparken kullanılan finansal veriler şirketlerin kamuya açıklamış oldukları finansal tablolardan; şirketlerin kurumsal yönetim notları, şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformuna yapmış oldukları özel durum açıklamalarından, şirket

değeri Borsa İstanbul'un internet sitesindeki verilerden alınmıştır. Veri analizi yapılırken en güncel ve en çok şirketin verisinin bulunduğu 2012 yılı baz alınmıştır. Şirketlerin Kurumsal Yönetim Puanları 2012 yılı içerisinde açıklanan puanlarıdır. Finansal tablolardan alınan veriler ise şirketin 31.12.2012 gününe ait değerlerdir. Araştırmanın ana kütesini 2012 yılında kurumsal yönetim notu açıklanan 43 şirket oluşturmaktadır. Öncelikle bu 43 şirketin tamamı için analiz yapılmış daha sonra ise bu ana küleden finansal kuruluşlar ve farklı sektörlerde faaliyet gösteren holdingler çıkarılarak analiz yapılmıştır.

Analizi yaparken Pearson korelasyon analizi ve en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. İstatistiki analizler SPSS 19 programında yapılmıştır.

Şirketin değerini hesaplarken kullanılan bağımlı değişken Tobin's Q oranıdır. Tobin's Q kurumsal yönetim ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi araştıran Durnev ve Kim(2005), Klapper ve Love (2002), Beiner ve Schmid (2005) tarafından kullanılmıştır. Bu oranı hesaplamada kullanılan formül aşağıda belirtilmiştir.

$$\text{Tobin's Q} = (\text{TV} - \text{BD} + \text{ÖS}) / \text{TV} \quad (3.1)$$

Burada:

TV: Toplam Varlıklar

BD: Şirketin Borsa Değeri

ÖS: Özsermaye'yi

ifade etmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirket değerine etkisini analiz eden araştırmalarda bazı bağımsız değişkenler kontrol değişkeni olarak analize dahil edilmektedir. Bu sayede analizde bağımlı değişkenin değerini açıklayacak diğer değişkenlere de yer verilmektedir. Bu sayede elde edilmesi amaçlanan bir diğeri husus dolaylı olarak içsellik etkisinin ortadan kaldırılmasıdır. Kontrol değişkenleri modele ayrı ayrı dahil edilerek dahil edilmeyen değişkenin sapmasının (omitted variable bias) ve sahte bir ilişki (spurious regression) kurulmasının önüne geçilmeye çalışılmıştır. Bu tezde kontrol değişkenleri dahil edilmiş olsa da içsellik probleminin olmadığı varsayılmıştır.

Analizde kullanılan kontrol değişkenlerinden ilki şirket büyüklüğüdür. Literatürde bulunan araştırmalarda şirket büyüklüğü ham veri olarak değil, verinin doğal logaritması alınarak kullanılmıştır. Bu nedenle bu tezde de şirket büyüklüğü, aktif büyüklüğünün doğal logaritması alınarak kullanılmıştır.

Bir diğer kontrol değişkeni de kaldıraç oranıdır. Kaldıraç oranını hesaplariken çeşitli yöntemler kullanılmaktadır. Kaldıraç oranı şirkete konulan sermaye ile ne kadar varlık büyüklüğüne ulaşıldığını gösteren değerdir. Kaldıraç oranının yüksek olması olası sermaye azalışlarına karşı şirketin daha kırılğan olması anlamına gelebildiği gibi alınan riskler sonucunda yüksek kar edeceği anlamına da gelebilmektedir. Bu tezde kullanılan kaldıraç oranı hesaplanırken toplam varlıklar şirket özsermayesine bölünmüştür.

Analize dahil edilen son kontrol değişkeni ise aktif getiri oranıdır. Bu oran şirketin sahip olduğu varlıkların ne kadar getiri sağladığını göstermektedir. Aktif getiri oranı hesaplanırken şirketin faaliyet karı toplam varlıklara bölünmektedir. Finansal şirketlerin gelir tablosunda faaliyet karı olmadığı için onlarda faaliyet karı ile aynı anlama gelen sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kar kalemi kullanılmıştır. Oransal olarak hesaplanmış olması diğer şirketlerle karşılaştırma yapabilme olanağı sağlamaktadır.

Ana kütlede bulunan 43 şirketin tamamı için yapılan analizlerde kullanılan en küçük kareler modellerinde önce KYP tek başına analiz edilmiş daha sonra kontrol değişkenleri teker teker analize dahil edilmiş ve daha sonra her iki kontrol değişkeni de aynı anda analize dahil edilmiştir. Daha sonra aynı işlemler finansal kurumlar ve farklı sektörde faaliyet gösteren holdingler çıkarıldıktan sonra kalan 25 şirket üzerinden tekrar edilmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BULGULAR

Öncelikle hesaplamalarda kurumsal yönetim endeksinde olan 43 firmanın tamamı alınmıştır. Kurumsal yönetim puanlarının yanında şirketin büyüklüğü, aktif getiri oranı ve kaldıraç oranları da kontrol değişkeni olarak alınmıştır. Kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 1 Ana Kütlenin Tanımlayıcı İstatistikleri

	Veri Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
KYP	43	76.76	92.44	87.23	3.62
ŞB	43	16.50	25.53	21.63	1.84
KALDIRAC	43	1.02	18.62	3.75	3.30
AGO	43	-0.03	0.22	0.06	0,06
TOBINSQ	43	0.59	2.85	1.25	.50

NOT: KYP kurumsal yönetim puanını, ŞB şirket büyüklüğünü, KALDIRAC kaldıraç oranını, AGO aktif getiri oranını, TOBINSQ Tobin's Q değerini ifade etmektedir.

Verileri toplanan değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri tablo 1'de verilmiştir. 43 şirket içerisinde kurumsal yönetim notu en yüksek olan 92,44 almışken en düşük alan şirket 76,76 puan almıştır. Şirketlerin ortalama puanı ise 87,23 olmuştur.

Aşağıdaki tabloda kurumsal yönetim puanı ve kontrol değişkenlerinin Tobin's Q ile arasındaki Pearson korelasyonları bulunmaktadır.

Tablo 2 KYP ve Kontrol Değişkenlerinin Tobin's Q ile Korelasyonları

	KYP	ŞB	KALDIRAC	AGO	TOBINSQ
KYP	1,00				
ŞB	0.34** (0.02)	1,00			
KALDIRAC	-0.09 (0.56)	0.38* (0.01)	1,00		
AGO	0,22** (0,028)	-0,18 (0.18)	-0.37** (0.01)	1.00	
TOBINSQ	(0.27) * (0.07)	0.02 (0.87)	-0.20 (0.19)	0.66*** (0.00)	1,00

NOT: KYP kurumsal yönetim puanını, ŞB şirket büyüklüğünün doğan logaritmasını, KALDIRAC kaldıraç oranını, AGO aktif getiri oranını, parantez içerisindeki değerler anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 2'deki sonuçlara göre kurumsal yönetim puanıyla şirket değeri arasında %27'lik pozitif korelasyon bulunmaktadır ve bu oran istatistiksel olarak zayıf anlamlıdır. Şirket büyüklüğü ile şirket değeri arasında ilişki bulunmamaktadır. Kaldıraç oranı ile şirket değeri arasında %20'lik negatif korelasyon bulunmaktadır ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Aktif getiri oranı ile şirket değeri arasında %66'lık korelasyon bulunmaktadır ve bu ilişki istatistiksel olarak güçlü anlamlıdır.

4.1 Kurumsal Yönetim Endeksindeki Tüm Şirketlerin Dahil Edildiği Modeller

(Model 1) Tobin's Q: $\beta_0 + \beta_1 \text{KYP}$

Bu modelde β_0 kurumsal yönetim puanının sıfır olduğu durumda şirket değerinin ne olacağını göstermektedir. β_1 ise kurumsal yönetim puanında %1'lik değişimin şirket değerine etkisinin ne kadar olacağını göstermektedir.

Tablo 3 Model 1'in Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin's Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,273*	-2,081	43	3,304	0,075	0,052
(1.818)	(-1.133)				

Tablo 3'teki sonuçlardan anlaşıldığı üzere kurumsal yönetim puanında oluşacak %1'lik değişim şirket değerinde %0,273'lük artışa neden olacaktır. Bu

ilişki de istatistiki olarak $p < .10$ düzeyinde anlamlıdır. Ayrıca bu modele göre şirketin kurumsal yönetim notu sıfır olursa şirketin değerinin negatif olacağı hesaplanmıştır.

(Model 2) Tobin's Q: $\beta_0 + \beta_1 \text{KYP} + \beta_2 \text{ŞB}$ şeklindedir.

Bu modelde β_0 kurumsal yönetim puanı ve şirket büyüklüğünün sıfır olması durumunda şirket değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. β_1 şirket büyüklüğünün sabit olduğu durumda kurumsal yönetim puanında %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir. β_2 ise KYP'nin sabit olduğu durumda şirket büyüklüğündeki %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir.

Tablo 4 Model 2'nin Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin's Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), kontrol değişkeni şirket büyüklüğü (ŞB), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	ŞB	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,301*	-1,945	-0,022	43	1,746	0,080	0,034
(1.862)	(-1.038)	(-0.499)				

Tablo 4’te yer alan sonuca göre şirket büyüklüğü sabitken kurumsal yönetim puanındaki %1’lik artış şirket değerini %0,301 arttırmaktadır. Kontrol değişkeninin regresyona katılmasından sonra bu oran artmıştır. Bu ilişki de istatistiksel olarak $p < .10$ seviyesinde zayıf olarak anlamlıdır. KYP sabitken şirket büyüklüğündeki %1’lik değişim şirket değerinde %0,02 azalmaya neden olmaktadır. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

(Model 3) Tobin’s Q: $\beta_0 + \beta_1 KYP + \beta_2 KALDIRAC$

Burada β_0 kurumsal yönetim puanı ve kaldıraç oranının sıfır olması durumunda şirket değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. β_1 kaldıraç oranının sabit olduğu durumda kurumsal yönetim puanında %1’lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir. β_2 ise KYP’nin sabit olduğu durumda kaldıraç oranındaki %1’lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir.

Tablo 5 Model 3’ün Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin’s Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), kontrol değişkeni kaldıraç oranı (KALDIRAC), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	KALDIRAC	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,257*	-1,782	-0,177	43	2,365	0,106	0,061
(1.711)	(-0.965)	(-1.180)				

Tablo 5'te yer alan model sonucuna göre KYP ve kaldıraç oranının sıfır olduğu durumda şirket değeri negatif olacaktır. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kaldıraç oranının sabit olduğu durumda KYP'deki %1'lik artış şirket değerinde %0,257'lik artışa yol açacaktır. Bu ilişki de istatistiksel olarak $p < 0.10$ düzeyinde zayıf anlamlıdır. KYP'nin sabit olduğu durumda kaldıraç oranındaki %1'lik artış ise şirket değerinde %0,177 azalışa neden olmaktadır. Buradan kaldıraç oranı ile şirket değeri arasında negatif ilişki olduğunu söyleyebiliriz ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

(Model 4) Tobin's Q: $\beta_0 + \beta_1 \text{KYP} + \beta_2 \text{AGO}$

Burada β_0 kurumsal yönetim puanı ve aktif getiri oranının sıfır olması durumunda şirket değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. β_1 aktif getiri oranının sabit olduğu durumda kurumsal yönetim puanında %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir. β_2 ise KYP'nin sabit olduğu durumda aktif getiri oranındaki %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir.

Tablo 6'da yer alan analiz sonuçlarına göre aktif getiri oranı sabitken kurumsal yönetim puanındaki %1'lik artış şirket değerinde %0,16'lık artışa neden olacaktır. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kurumsal yönetim puanı sabitken

aktif getiri oranındaki %1’lik artış şirket değerinde %0,639’luk artışa neden olacaktır. Bu ilişki istatistiksel olarak $p < .01$ düzeyinde güçlü anlamlıdır.

Tablo 6 Model 4’ün Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin’s Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), kontrol değişkeni aktif getiri oranı (AGO), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	AGO	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,161	-1,074	0,639***	43	17,765	0,470	0,444
(1,380)	(-0,757)	(5,468)				

$$\text{(Model 5) Tobin's Q} = \beta_0 + \beta_1 \text{KYP} + \beta_2 \text{ŞB} + \beta_3 \text{KALDIRAC} + \beta_4 \text{AGO}$$

Burada β_0 KYP, ŞB, AGO ve KALDIRAC sıfır olduğunda Tobin’s Q’nun alacağı değeri gösterecektir. β_1 ise ŞB, AGO ve KALDIRAC’ın sabit olduğu durumda KYP’deki %1’lik değişimin şirket değerini ne kadar etkilediğini gösterecektir. β_2 ise KYP, AGO ve KALDIRAC sabitken şirket büyüklüğündeki %1’lik artışın şirket değerini ne kadar değiştirdiğini gösterirken, β_3 ise KYP, AGO ve ŞB sabitken Kaldıraç oranındaki %1’lik artışın şirket değerini ne kadar değiştirdiğini gösterecektir. β_4 ise KYP, ŞB ve KALDIRAC sabitken aktif getiri oranındaki %1’lik değişimin şirket değerini ne kadar etkilediğini gösterecektir.

Tablo 7'deki sonuçlara göre KYP, ŞB, AGO ve Kaldıraç'ın sıfır olduğu durumda şirket değerinin alacağı değer -1,224 olacaktır. ŞB, AGO ve Kaldıraç'ın sabit olduğu durumda KYP'deki %1'lik değişim şirket değerini %0,126 arttıracaktır. Bu ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir. KYP, AGO ve Kaldıraç sabitken şirket büyüklüğündeki %1'lik artış şirket değerini %0,09 arttıracaktır. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. KYP, AGO ve ŞB sabitken Kaldıraç oranındaki %1'lik artış şirket değerini %0,02 arttıracaktır ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. KYP, ŞB ve Kaldıraç oranı sabitken aktif getiri oranında yaşanacak %1'lik artış şirket değerinde %0,673 artışa neden olacaktır ve bu ilişki istatistiksel olarak güçlü anlamlıdır.

Tablo 7 Model 5'in Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin's Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), kontrol değişkenleri kaldıraç oranı (KALDIRAC), şirket büyüklüğü (ŞB), aktif getiri oranı (AGO), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	KALDIRAC	ŞB	AGO	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,126	-1,224	0,029	0,091	0,673***	43	8,756	0,480	0,425
(0,960)	(-0,841)	(0,215)	(0,521)	(5,225)				

4.1.1 Kurumsal Yönetimin Alt Başlıklarının Şirket Değeri ile

Korelasyonları

Tablo 8’de gösterilen sonuçlara göre, pay sahipliği notundan en düşük alan şirket 71 almış iken en yüksek alan şirket 91,62 almıştır. Ortalama pay sahipliği puanı ise 84,44 olmuştur. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu ise en yüksek olan alt puanı olmaktadır. Minimum 80,50 olan Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu en yüksek 98,24 ortalama ise yine en yüksek değeri olarak 91,69 olmuştur. Menfaat Sahipleri notu en düşük 69, ortalama 90,54 en yüksek ise en yüksek 99,14 olmuştur. Yönetim kurulu en düşük ortalamaya sahip alt puan konumundadır. Ortalama 81,79 olan Yönetim Kurulu puanı en düşük 58,93 en yüksekse 93,84 değerini almıştır.

Tablo 8 Ana Kütlenin Tanımlayıcı İstatistikleri

	Veri Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
PAYSAHIP	43	71.00	91.62	84.43	4.92
SEFFAFLIK	43	80.50	98.24	91.69	3.62
MENFAATSAHIP	43	69.00	99.14	90.53	6.77
YK	43	58.93	93.84	81.79	6.71

NOT: PAYSAHIP pay sahipliği puanını, SEFFAFLIK kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanını, MENFAATSA menfaat sahipleri puanını, YK yönetim kurulu puanını ifade etmektedir.

Kurumsal yöneyim puanının şirket değeri ile ilişkisi incelendikten sonra kurumsal yönetim puanını oluşturan alt kategorilerin açıklanan puanlarının şirket değeri ile korelasyonları incelenmiştir. Korelasyon sonuçlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 9’da yer alan değerlere göre, Tobin’s Q ve kurumsal yönetimin alt dalları ile olan korelasyonlarına baktığımızda, Tobin’s Q’nun pay sahipleri ile olan korelasyonu %1,8 seviyesinde ve istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanı ile korelasyonu %20 olsa da istatistiksel olarak anlamlı değildir. Menfaat sahipleri ise %33,5’lik bir korelasyona sahip ve de istatistiki olarak $p < .05$ düzeyinde anlamlıdır. Yönetim Kurulu ise %22,6’lık korelasyona sahip olsa da istatistiki olarak anlamlı bulunmamaktadır.

Tablo 9 Tobin's Q ile Kurumsal Yönetimin Alt Dalları Arasındaki Korelasyonlar

	TOBINSQ	PAYSAHIP	SEFFAFLIK	MENFAATSA	YK
TOBINSQ	1,00				
PAYSAHIP	0.01 (0.91)	1,00			
SEFFAFLIK	0.19 (0.21)	0.40*** (0.00)	1,00		
MENFAATSA	0.033** (0.02)	0.25* (0.09)	0.42*** (0.00)	1,00	
YK	0.22 (0.14)	0.27* (0.07)	0.32** (0.03)	0.16 (0.27)	1,00

NOT: PAYSAHIP Pay sahipliği puanını, SEFFAFLIK kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanını, MENFAATSA menfaat sahipleri puanını, YK yönetim kurulu puanını parantez içerisinde belirtilmiş olanlar anlamlılık değerini ifade etmektedir.

4.2 Kurumsal Yönetim Endeksindeki Belirli Firmaların Dahil

Edildiği Modellemeler

Bilindiği üzere Türkiye’de 2001 finansal krizinden sonra bankacılık alanında bir dönüşüm yaşanmıştır. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu finansal kuruluşların üzerinde sıkı denetimler getirmiştir. Bu nedenle 2008’de tüm dünyada bankacılık sektöründe başlayıp batmak için çok büyük olarak ifade edilen bankaları bile batıran krizin bizim bankacılık sektörünü dünyanın geri kalanında olduğu kadar fazla etkilememiştir.. Finans sektörünün içinde bulunduğu bu özel durum nedeniyle yatırımcıların kurumsal yönetim puanlarını dikkate almayacağı öngörüsü ile ana kütleden finansal kuruluşlar çıkarılmıştır. Finansal kuruluşların yanında değerlendirme yöntemleri diğer şirketlerden farklı olan, farklı sektörlerde faaliyet gösteren holding şirketleri de ana kütleden çıkarılmıştır. Bunun sonucunda geriye kalan 25 şirket için kurumsal yönetim ile şirket değeri arasındaki ilişki incelenmiştir.

Bağımsız değişkenlerin, kontrol değişkenlerinin ve bağımlı değişkenin Tablo 10’da gösterilen tanımlayıcı özelliklerine baktığımızda, 25 şirket içerisinde kurumsal yönetim notu en yüksek olan 92,44 almışken en düşük alan şirket 76,76 puan almıştır. Şirketlerin ortalama puanı ise 87,30 olmuştur.

Tablo 10 Örneklemin Tanımlayıcı İstatistikleri

	Gözlem	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
ŞB	25	17,96	23,57	21,32	1.525
KYP	25	76,76	92,44	87,30	4,182
AGO	25	-0,10	0,22	0,09	0,060
KALDIRAC	25	1,12	6,72	2,47	1,274
TOBINS Q	25	0,59	2,85	1,49	0,539

NOT: KYP kurumsal yönetim puanını, ŞB şirket büyüklüğünü, AGO aktif getiri oranını, KALDIRAC kaldıraç oranını, TOBINSQ Tobin's Q değerini ifade etmektedir.

25 şirket için bağımsız değişken olan kurumsal yönetim ile kontrol değişkenleri ve bağımlı değişken arasındaki korelasyonlar Tablo 11'de verilmiştir. Bu tabloya göre şirket değeri ile kurumsal yönetim puanı arasında %38,9 düzeyinde pozitif korelasyon bulunmaktadır. Bu korelasyon da $p < 0.10$ düzeyinde zayıf anlamlıdır. Şirket değeri ile şirket varlıkları arasında %24,3 düzeyinde pozitif korelasyon olsa da bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ancak aktif getiri oranı ile şirket değeri arasında %55,8'lik yüksek pozitif ve güçlü korelasyon bulunmaktadır. Şirket büyüklüğü ile şirketin kurumsal yönetim puanı arasında pozitif %54,6 korelasyon bulunmaktadır. Bu ilişki de istatistiksel olarak $p < 0.01$ düzeyinde güçlü anlamlıdır.

Tablo 11 KYP ile Kontrol Değişkenlerinin Tobin's Q ile Korelasyonları

	TOBINSQ	KYP	ŞB	AGO	KALDIRAC
TOBINSQ	1,00				
KYP	0.389 (0.054)*	1,00			
ŞB	0.243 (0.241)	0.546*** (0.005)	1,00		
AGO	0,558*** (0,004)	-0,084 (0,688)	-0,251 (0,226)	1,00	
KALDIRAC	0.025 (0.906)	0.158 (0.451)	0.173 (0.409)		1,00

NOT: KYP kurumsal yönetim puanını, ŞB şirket büyüklüğünün doğal logaritmasını, KALDIRAC kaldıraç oranını, AGO aktif getiri oranını, parantez içerisindeki değerler anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

4.2.1 Kurumsal Yönetimin Şirket Değerine Etkisini Ölçen

Modellemeler

(Model 6) Tobin's Q: $\beta_0 + \beta_1 KYP$

Bu modelde β_0 kurumsal yönetim puanının sıfır olduğu durumda şirket değerinin ne olacağını göstermektedir. β_1 ise kurumsal yönetim puanında %1'lik değişimin şirket değerine etkisinin ne kadar olacağını göstermektedir.

Tablo 12 Model 6'nın Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin's Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,389*	-2,885	25	4,107	0,152	0,115
(2,027)	(-1,333)				

Tablo 12'de yer alan sonuçlara göre modele dahil edilen şirket sayısı azaltıldığında KYP'nin şirket değerindeki değişimleri açıklamadaki yeterliliği %5 seviyesinden %11 seviyesine yükselmiştir. Buradan da anlıyoruz ki kurumsal yönetim puanında oluşacak %1'lik değişim şirket değerinde %0,389'lük artışa neden olacaktır. Bu ilişki de istatistiki olarak $p < .10$ düzeyinde anlamlıdır. Ayrıca bu modele göre şirketin kurumsal yönetim notu sıfır olursa şirketin değerinin negatif olacağı hesaplanmıştır.

(Model 7) Tobin's Q: $\beta_0 + \beta_1 KYP + \beta_2 \text{ŞB}$ şeklindedir.

Bu modelde β_0 kurumsal yönetim puanı ve şirket büyüklüğünün sıfır olması durumunda şirket değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. β_1 şirket

büyükliğünün sabit olduğu durumda kurumsal yönetim puanında %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir. β_2 ise KYP'nin sabit olduğu durumda şirket büyüklüğündeki %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir.

Tablo 13 Model 7'nin Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin's Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), kontrol değişkeni şirket büyüklüğü (ŞB), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	ŞB	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,365	-2,948	-0,044	25	1,985	0,153	0,076
(1,560)	(-1,318)	(0,188)				

Tablo 13'te yer alan sonuca göre şirket büyüklüğü sabitken kurumsal yönetim puanındaki %1'lik artış şirket değerini %0,365 arttırmaktadır. Kontrol değişkeninin regresyona katılmasından sonra bu oran azalmıştır. Bu ilişki de istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ayrıca modelin şirket değerindeki değişimleri açıklayabildiği oran da azalmıştır. KYP sabitken şirket büyüklüğündeki %1'lik değişim şirket değerinde %0,044 azalmaya neden olmaktadır. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

(Model 8) Tobin's Q: $\beta_0 + \beta_1 KYP + \beta_2 KALDIRAC$

Burada β_0 kurumsal yönetim puanı ve kaldıraç oranının sıfır olması durumunda şirket değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. β_1 kaldıraç oranının sabit olduğu durumda kurumsal yönetim puanında %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir. β_2 ise KYP'nin sabit olduğu durumda kaldıraç oranındaki %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir.

Tablo 14 Model 8'in Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin's Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), kontrol değişkeni kaldıraç oranı (KALDIRAC), p<.10

* p<.10, ** p<.05, *** p<.01. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	KALDIRAC	Gözlem	F	R ²	Düzeltilmiş R ²
0,395*	-2,914	-0,038	25	1,985	0,153	0,076
(1,989)	(-1,314)	(-0,189)				

Tablo 14'te yer alan model sonucuna göre KYP ve Kaldıraç oranının sıfır olduğu durumda şirket değeri negatif olacaktır. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kaldıraç oranının sabit olduğu durumda KYP'deki %1'lik artış şirket değerinde %0,395'lik artışa yol açacaktır. Bu ilişki de istatistiksel olarak p<0.10 düzeyinde zayıf anlamlıdır. Bu kontrol değişkeninin modele sokulmasının ardından KYP'nin bu etkisi artmıştır. KYP'nin sabit olduğu durumda kaldıraç oranındaki %1'lik artış ise şirket değerinde %0,038 azalışa neden olmaktadır.

Buradan kaldıraç oranı ile şirket değeri arasında negatif ilişki olduğunu söyleyebiliriz ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

(Model 9) Tobin's Q: $\beta_0 + \beta_1 \text{KYP} + \beta_2 \text{AGO}$

Burada β_0 kurumsal yönetim puanı ve aktif getiri oranının sıfır olması durumunda şirket değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. β_1 aktif getiri oranının sabit olduğu durumda kurumsal yönetim puanında %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir. β_2 ise KYP'nin sabit olduğu durumda aktif getiri oranındaki %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar değiştireceğini göstermektedir.

Tablo 15 Model 9'un Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin's Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), kontrol değişkeni aktif getiri oranı (AGO), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	AGO	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,283	-2,437	0,582***	25	7,068	0,391	0,336
(1,697)	(-1,177)	(3,486)				

Tablo 15'te yer alan analiz sonuçlarına göre aktif getiri oranı sabitken kurumsal yönetim puanındaki %1'lik artış şirket değerinde %0,28'lik artışa neden olacaktır. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kurumsal yönetim puanı sabitken

aktif getiri oranındaki %1'lik artış şirket değerinde %0,58'lik artışa neden olacaktır. Bu ilişki istatistiksel olarak $p < .01$ düzeyinde güçlü anlamlıdır.

$$\text{(Model 10) Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{KYP} + \beta_2 \text{ŞB} + \beta_3 \text{KALDIRAC} + \beta_4 \text{AGO}$$

Burada β_0 KYP, ŞB, AGO ve KALDIRAC sıfır olduğunda Tobin's Q'nun alacağı değeri gösterecektir. β_1 ise ŞB, AGO ve KALDIRAC'ın sabit olduğu durumda KYP'deki %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar etkilediğini gösterecektir. β_2 ise KYP, AGO ve KALDIRAC sabitken şirket büyüklüğündeki %1'lik artışın şirket değerini ne kadar değiştirdiğini gösterirken, β_3 ise KYP, AGO ve ŞB sabitken Kaldıraç oranındaki %1'lik artışın şirket değerini ne kadar değiştirdiğini gösterecektir. β_4 ise KYP, ŞB ve KALDIRAC sabitken aktif getiri oranındaki %1'lik değişimin şirket değerini ne kadar etkilediğini gösterecektir.

Tablo 16 Model 10'in Sonuçları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları bağımlı değişken Tobin's Q, bağımsız değişken kurumsal yönetim puanı (KYP), kontrol değişkenleri kaldıraç oranı (KALDIRAC), şirket büyüklüğü (ŞB), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

KYP	Sabit	KALDIRAC	ŞB	AGO	Gözlem	F	R^2	Düzeltilmiş R^2
0,369	-2,985	-0,042	0,049	0,672***	25	3,951	0,441	0,330
(0,839)	(-1,332)	(0,806)	(1,046)	(3,699)				

Tablo 16'daki regresyonun sonuçlarına bakacak olursak; KYP, ŞB, AGO ve Kaldıraç'ın sıfır olduğunda şirket değerinin alacağı değer -2,985 olacaktır. ŞB, AGO ve Kaldıraç'ın sabit olduğu durumda KYP'deki %1'lik değişim şirket değerini %0,369 arttıracaktır. Bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. KYP, AGO ve Kaldıraç sabitken şirket büyüklüğündeki %1'lik artış şirket değerini %0,049 arttıracaktır. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. KYP, AGO ve ŞB sabitken Kaldıraç oranındaki %1'lik artış şirket değerini %0,042 azaltacaktır ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Ancak KYP, ŞB ve KALDIRAC sabitken aktif getiri oranında oluşacak %1'lik artış şirket değerinde %0,672'lik artışa neden olacaktır ve bu ilişki istatistiksel olarak $p < .01$ düzeyinde güçlü anlamlıdır.

4.2.2 Kurumsal Yönetimin Alt Başlıklarının Şirket Değeri ile

Korelasyonları

Tablo 17'deki kurumsal yönetim notlarının alt dallarına ait tanımlayıcı istatistiklere bakıldığında, pay sahipliği notundan en düşük alan şirket 71 almış, en yüksek alan şirket 91,62 almıştır. Ortalama pay sahipliği puanı ise 84,77 olmuştur. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu minimum 80,50, en yüksek 96,26, ortalama ise yine en yüksek değeri alarak 91,08 olmuştur. Menfaat Sahipleri notu alt dallar arasında en yüksek nota ve ortalamaya sahip bölüm olmuştur. En düşük 70,70, ortalama 91,44 en yüksek ise 97,62 olmuştur. Yönetim kurulu en düşük ortalamaya sahip alt puan konumundadır. Ortalama 82,05 olan Yönetim Kurulu puanı en düşük 58,93 en yüksekse 93,84 değerini almıştır.

Tablo 17 Örneklemin Tanımlayıcı İstatistikleri

	Gözlem	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
PAYSAHIP	25	71.00	91.62	84.77	5.389
SEFFAFLIK	25	80.50	96.26	91.08	3.687
MENFAATSA	25	70.70	97.62	91.44	5.504
YK	25	58.93	93.84	82.05	8.110

NOT: PAYSAHIP pay sahipliği puanını, SEFFAFLIK kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanını, MENFAATSA menfaat sahipleri puanını, YK yönetim kurulu puanını ifade etmektedir.

Tablo 18'deki kurumsal yönetim puanlarının alt dallarının ve şirket değerinin korelasyonlarına bakıldığında şirket değeri ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanı arasında %49,5 seviyesinde pozitif korelasyon bulunmaktadır. Bu ilişki istatistiki olarak $p < 0.05$ düzeyinde anlamlıdır. Menfaat sahipleri puanı ile şirket değeri

arasında ise %53,3 seviyesinde pozitif korelasyon bulunmaktadır. Bu ilişki istatistiksel olarak $p < 0.01$ düzeyinde güçlü anlamlıdır. Bu korelasyonlar endekste ki 43 şirketin tamamına baktığımızda sırasıyla %19 ile %34,5 idi ve kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanı istatistiksel olarak anlamlı değilken menfaat sahipleri puanının korelasyonu $p < 0.05$ düzeyinde anlamlıydı. Buradan görülüyor ki finansal şirketlerle farklı sektörlerde faaliyet gösteren holdingleri çıkardığımızda korelasyonlar artmış ve daha anlamlı hale gelmiştir. Pay sahipleri puanı ile ise şirket değeri arasında korelasyon göz ardı edilebilecek seviyededir ve istatistiki olarak anlamlı olmaktan çok uzaktır. Yönetim kurulu puanı ile şirket değeri arasında korelasyon %30 seviyesinde olsa da istatistiki olarak anlamlı değildir.

Tablo 18 KYP'nin Alt Dallarının Tobin's Q ile Korelasyonları

	TOBINSQ	PAYSAHIP	SEFFAFLIK	MENFAATSA	YK
TOBINSQ	1,00				
PAYSAHIP	-0.045 (0.831)	1,00			
SEFFAFLIK	0.495** (0.012)	0.497** (0.012)	1,00		
MENFAATSA	0.533*** (0.006)	0.445** (0.026)	.0578*** (0.002)	1,00	
YK	0.301 (0.144)	0.313 (0.127)	0.472** (0.017)	(0.319) (0.120)	1,00

NOT: PAYSAHIP Pay sahipliği puanını, SEFFAFLIK kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanını, MENFAATSA menfaat sahipleri puanını, YK yönetim kurulu puanını parantez içerisinde belirtilmiş olanlar anlamlılık değerini ifade etmektedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ

Kurumsal yönetim son yıllarda bilişim teknolojileri ile birlikte küreselleşmenin hızlanması sermaye akımlarının sınır tanımaksızın hızlı hareketi daha düşük fon maliyetine katlanmak isteyen şirketleri daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmeye zorlamaktadır. Dünya genelinde daha önce yapılan araştırmalar şirket değeri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında güçlü bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Bu araştırmada öncelikle kurumsal yönetimin tanımı yapılmış, kurumsal yönetimle ilgili teorilere yer verilmiştir. Kurumsal yönetimin temel ilkeleri, kurumsal yönetimin maliyeti, sağlayacağı faydalar ve şirket değerlendirme yöntemleri açıklanmıştır.

Araştırmanın amacı Borsa İstanbul'da yer alan Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) şirketlerin her yıl SPK lisansına sahip bağımsız derecelendirme şirketleri tarafından açıklanan kurumsal yönetim puanlarıyla şirket değeri arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketler her yıl artmaktadır. Bu nedenle araştırma yılı olarak en çok şirketin yer aldığı ve tüm şirketlerin puanının açıklandığı 2012 yılı baz alınmıştır. Öncelikle endekste yer alan şirketlerin tamamı analize dahil edilmiştir. Bu kütlede yer alan 43 şirketin tamamı için yapılan analiz

sonucunda kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasında pozitif ancak istatistiksel olarak zayıf ilişkiler bulunmuştur. Daha sonra BDDK'nın finansal şirketler üzerinde uyguladığı sıkı kontrol göz önünde bulundurularak finansal şirketler ve farklı sektörlerde faaliyet gösteren holding şirketleri çıkarılmış ve kalan 25 şirket için analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda yine kurumsal yönetim puanları ile şirket değeri arasında beklenildiği gibi pozitif ancak istatistiksel olarak zayıf ilişkiler bulunmuştur. Beklenildiği gibi finansal şirketler ve farklı sektörlerde faaliyet gösteren şirketler çıkarıldığında etki katsayıları yükselmiştir.

İlerleyen yıllarda kurumsal yönetime olan ilginin daha da artması ve endekse dahil olan şirket sayısının artması beklenmektedir. Gelecekte kurumsal yönetim puanı açıklanan şirket sayısı arttıkça ileriki çalışmalarda, uzun yıllara yayılmış şekilde panel data oluşturmak mümkün olacaktır. Yapılacak araştırmalarda panel data analizi yapılabilir. Bununla birlikte kurumsal yönetim puanının etkileri sektörel bazda incelenebilir.

KAYNAKÇA

- Aguilera, Ruth, Alvaro Cuervo-Cazurra. 2009. "Codes of Good Governance", *Corporate Governance: An International Review*, 17(3): 376–387
- Alacaklıoğlu, Haluk. 2009. *Kurumsal Yönetim ve Aile Şirketleri* (1. Baskı). İstanbul: Global Kobi Yayınları-2.
- Aman, Hiroyuki, Pascal Nguyen. 2013. "Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit rating of Japanese firms Research" *International Business and Finance*, 29: 14–34
- Beiner, Stefan, Markus M. Schmid, Wolfgang Drobetz, Heinz Zimmermann. 2005 "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation." *European Financial Management* 12(2): 249–283
- Berle, A., G. Means. 1932. "The modern corporation and private property." New York: the Macmillian Company.
- Black, Bernard. 2001 "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms," *Emerging Markets Review* 2: 89–108.
- Black, Bernard, Hasung Jang, Woochan Kim, 2006a, "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea," *Journal of Law, Economics, and Organization* 22: 366–413.
- Black, Bernard, Inessa Love, Andrei Rachinsky. 2006b. "Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia," *Emerging Markets Review* 7: 361-379.
- Brown, Lawrence. Marcus L. Caylor. 2006. "Corporate governance and firm valuation" *Journal of Accounting and Public Policy* 25:409–434
- Bushman, Robert M, Joseph D. Piotroski, Abbie J. Smith. 2004. "What Determines Corporate Transparency?" *Journal of Accounting Research* 42: 207–252.
- Cheung, Yan-Leung, J. Thomas Connelly, Piman Limpaphayom, Lynda Zhou. 2007. "Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market", *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(2): 86-122

- Coase, R.H. 1937. "The nature of the firm.", *Economica*, 4: 386-405.
- Donaldson, Thomas, Preston, Lee E., 1995. "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications", *Academy of Management Review*, 20(1): 65-91.
- Durnev, Art, E. Han Kim. 2005. "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", *Journal of Finance*, 60: 1461–1493.
- Fama, Eugene. 1980. "Agency problems and the theory of the firm.", *The Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Fama, Eugene, Michael C. Jensen. 1983. "Separation of Ownership and Control" *The Journal of Law and Economics* 26: 301–325.
- Freeman, Edward. R. 2010. "Strategic Management: A Stakeholder Approach", Cambridge University Press.
- Gompers, Paul, Joy Ishii, Andrew Metrick. 2003 "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 118: 107–155.
- Grossman, Sanford J., Oliver D. Hart. 1986. "The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration.", *The Journal of Political Economy*, 94: 691-719.
- Gümrük ve Ticaret Bakanlığı, Anonim Şirketlerde Elektronik Ortamda Yapılacak Genel Kurullara İlişkin Yönetmelik, 2012
- Harrison, Jeffrey. R. Edward Freeman. 1999. "Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives", *The Academy of Management Journal*, 42(5): 479-485
- Kamuyu Aydınlatma Platformu. "KAP Hakkında- Genel Bilgi" <http://kap.gov.tr/> (Erişim tarihi 10.11.2013)
- Kim, In Joon, Jiyeon Eppler-Kim, Wi Saeng Kim, Suk Joon Byun. 2010. "Foreign investors and corporate governance in Korea", *Pacific-Basin Finance Journal*, 18:390-402
- Klapper, Leora F. , Inessa Love. 2004. "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", *Journal of Corporate Finance*, 105:703–728
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 2000. "Investor protection and corporate governance.", *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny. 1999. “, Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27
- Lia, Wei-Xuan, Clara Chia-Sheng Chena, Joseph J. French. 2012. “The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia”, *Emerging Markets Review*, 13(4):465–477
- MacNeil, Iain, Xiao Li .2006. “Comply or explain: Market discipline and non-compliance with the combined code”, *Corporate Governance: An International Review*, 14(5): 486–496.
- Morck, Randall K. 2007. “A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Group of Professionals Managers”, *National Bureau of Economic Research Conference Report*, The University of Chicago Press.
- Morey, Matthew, Aron Gottesman, Edward Baker, Ben Godridged. 2008. “Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set”, *Journal of Banking and Finance*, 332: 254-262
- OECD, *Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle*. 2009
- OECD, *Principles of Corporate Governance*. 1999. Rev. 2004
- Pauly, Louis W., Simon Reich. 1997. “National Structures and Multinational Corporate Behaviour: Enduring Differences in the Age of Globalization”, *International Organization*, 51(1): 1-30
- SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. <http://www.saharating.com>, (Erişim Tarihi: 06.11.2013)
- Saint, Daniel K., “The Firm as a Nexus of Relationships: Toward a New Story of Corporate Purpose”, *Benedictine University*. 2005.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1997. “A survey of corporate governance.”, *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- SPK, *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, 2003, Rev. 2005
- SPK, *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, 2011
- Stewart, Thomas, Clare Ruckdeschel. 1998. “Intellectual capital: The new wealth of organizations”, *Performance Improvement*, 357: 56-59