



T.C.

UFUK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİMDALI  
İŞLETME PROGRAMI

**TÜRKİYE'DE HALKA AÇIK PAYLARA SAHİP HİSSEDARLARIN  
YAŞADIĞI VEKALET MALİYETİNİN TESPİTİ VE AKTİVİST  
SERBEST YATIRIM FONLARININ GEREKLİLİĞİNİN  
DEĞERLENDİRİLMESİ**

DOKTORA TEZİ

SERKAN ÜNAL

TEZ DANIŞMANI  
PROF. DR. TÜRKMEN DERDİYOK

ANKARA

2020



T.C.  
UFUK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
İŞLETME PROGRAMI

**TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK PAYLARA SAHİP HİSSEDARLARIN  
YAŞADIĞI VEKALET MALİYETİNİN TESPİTİ VE AKTİVİST  
SERBEST YATIRIM FONLARININ GEREKLİLİĞİNİN  
DEĞERLENDİRİLMESİ**

DOKTORA TEZİ

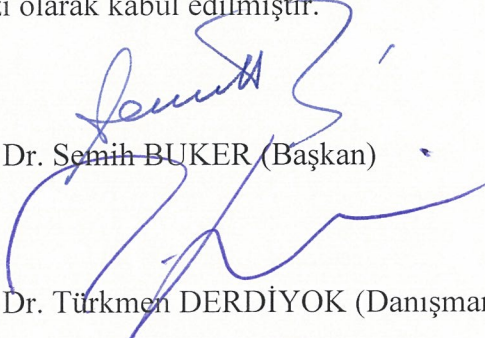
SERKAN ÜNAL

TEZ DANIŞMANI  
PROF. DR. TÜRKMEN DERDİYOK

ANKARA  
2020

## KABUL VE ONAY

Serkan ÜNAL tarafından hazırlanan "Türkiye’de Halka Açık Paylara Sahip Hissedarların Yaşadığı Vekalet Maliyetinin Tespiti ve Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Gerekliliğinin Değerlendirilmesi" başlıklı bu çalışma, 05 / 02 /2020 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

  
Prof. Dr. Semih BUKER (Başkan)

Prof. Dr. Türkmen DERDİYOK (Danışman)

  
Prof. Dr. Fazıl GÖKGÖZ (Üye)

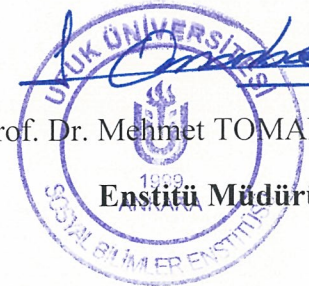
  
Doç. Dr. Alaattin PARLAKKILIÇ (Üye)

  
Doç. Dr. İstemi ÇÖMLEKÇİ (Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

  
Prof. Dr. Mehmet TOMANBAY

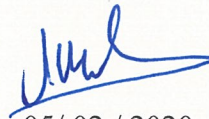
**Enstitü Müdürü**



## BİLDİRİM

Hazırladığım tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kâğıt ve elektronik kopyalarının Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

† Tezim sadece Ufuk Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.



05/ 02 / 2020

Serkan ÜNAL

## TEŐEKKÜR

Tez çalışmasının en baőtan sona kadar etkin ve verimli bir şekilde gerçekleőtirilebilmesi için değerli tecrübelerini paylaőan, yol gösteren, her kapısını çaldığımda bana vakit ayıran ve tezdeki hataların ve eksikliklerin dőzeltilmesi için bőyők özen gösteren danışman hocam Prof. Dr. Tőrkmn Derdiyok'a ve tez çalıőmamın sağlıklı bir şekilde yőrőyebilmesi için her zaman bana destek olan aileme sonsuz teőekkőrlerimi sunarım.



## ÖZET

ÜNAL, Serkan. Türkiye’de Halka Açık Paylara Sahip Hissedarların Yaşadığı Vekalet Maliyetinin Tespiti ve Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Gerekliğinin Değerlendirilmesi, Doktora Tezi, Ankara, 2020

Türkiye’de sermayenin tabana yayılarak tasarruf sahipleri açısından pay senetlerinin uygun bir alternatif olması ve şirketlerin öz kaynak yoluyla finansman imkanlarının iyileşmesi için bireysel yatırımcıların vekalet maliyetine uğramadan etkin bir şekilde temsil edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle halka açık pay senetlerinin yaşadığı vekalet maliyetlerinin tespit edilmesi ve bu maliyetleri önleyecek adımların atılması büyük önem arz etmektedir. Borsa İstanbulda işlem gören şirketleri ele alan bu çalışmada vekalet maliyetleri geniş bir veri seti kullanılarak kapsamlı bir şekilde tespit edilmeye çalışılmış ayrıca vekalet maliyetlerini önleme açısından aktivist serbest yatırım fonlarının etkinliği değerlendirilmiştir.

Araştırma kapsamında, 2008 finansal krizinden sonraki 2010-2018 yılları arasındaki zaman aralığı kapsanarak güncel durum ortaya konulmuştur. Türkiye’de son dönemde yapılan diğer çalışmalar yalnızca belli bir endeksi ya da sektörü içermektedir. Bu çalışmada ise Borsa İstanbul’da işlem gören bütün şirketler dahil edilerek geniş bir kapsam sağlanmıştır. 402 şirketin verisinin dahil edildiği 3607 “Şirket x Yıl” dan oluşan veri seti kullanılmıştır. Literatürdeki birçok analizde “halka açıklık oranları” bağımsız değişkeni kullanılmıştır. Bu çalışmada ise literatürdeki diğer çalışmalara ilaveten “imtiyazlı pay senedi olup olmaması” ve “halka açıklık oranındaki değişim” bağımsız değişkenleri de dahil edilerek hissedarların vekalet maliyetleri farklı açılardan değerlendirilmeye çalışılmıştır. Benzer çalışmalarda sıklıkla kullanılan, şirket değerlemesini ve karlılığı ölçen değişkenler dışında; hisse fiyat performanslarını, şirketin büyüme oranlarını ve finansal risklerini ölçen değişkenler de eklenerek şirketlerin performansı farklı açılardan ölçülmeye çalışılmıştır. Panel veri analizinin kullanıldığı çalışmada rassal etkiler, sabit etkiler ve sağlam tahmincilere ait sonuçlar bir arada verilmiştir.

Literatürdeki benzer çalışmalara paralel olarak, çalışma sonuçlarına göre halka açıklık oranı arttıkça şirketlere ait karlılık, değerlendirme ve pay senedi fiyat performansı gibi önemli performans göstergelerinin düştüğü ve bu yüzden azınlık pay sahiplerinin vekalet maliyeti yaşadığı tespit edilmiştir.

Literatüre yeni bir katkı olarak şirketlerin halka açıklık oranlarındaki artışın bu şirketlerin finansal göstergelerinin nispeten yükseldiği dönemlere denk geldiği fakat yine de bu dönemlerde halka açıklık oranında artış yaşayan şirketlerin pay senedi fiyat performanslarının diğer şirketlere kıyasla zayıf gerçekleştiği görülmüştür.

Azınlık hissedarların önemli bir bölümü düşük bedellerle yatırım yapmaktadır. Her ne kadar bu yatırımcıların hakları yasalarla korunmuş olsa da bireysel yatırımcıların çoğunluğu, oransal olarak yüksek işlem maliyetlerine sahiptir ayrıca bilgi ve yetkinlikleri kendilerini etkin bir şekilde temsil edecek düzeyde olmayabilir. Bu nedenlerle halka açık payların sahiplerinin genel kurullarda etkin bir şekilde temsil edilmesi ve şirket yönetimi ile ilgili kararlara katılması zorlaşmaktadır.

Dünya'daki örneklere bakıldığında aktivist strateji ile hareket eden serbest yatırım fonlarının halka açık şirketlerde aktif rol oynayarak hissedarları başarılı bir şekilde temsil ettikleri ve vekalet maliyetlerini kısmen önledikleri görülmektedir. Türkiye'de henüz aktivist serbest yatırım fonları etkin bir şekilde faaliyet göstermemektedir. Bu çalışmada ayrıca Türkiye'de serbest yatırım fonları tarafından aktivist stratejinin uygulanabilmesi ve bu yolla halka açık payların şirketlerin yönetim kurullarında etkin bir şekilde temsil edilebilmesi için yapılması gereken iyileştirmeler değerlendirilmiştir.

**Anahtar Sözcükler:** Kurumsal Yönetim, Vekalet Maliyetleri, Halka Açık Paylar, Aktivist Serbest Yatırım Fonları, Halka Açıklık Oranı, Sahiplik Yapısı, İmtiyazlı Pay Senetleri, Şirket Performansı, Türkiye



## **ABSTRACT**

ÜNAL, Serkan. Determination of Agency Cost of Publicly Traded Equities Owners in Turkey and Evaluation of Need For Activist Hedge Funds, Ph. D. Dissertation, Ankara, 2020

To make the stock market a suitable investment alternative for individual investors and to improve the financing opportunities of companies through equity capital, individual investors need to invest effectively without suffering from agency costs. Therefore, it is very important to determine the agency costs experienced by minority shareholders and to take steps to prevent these costs. In this study, which deals with companies traded on Borsa Istanbul, agency costs have been tried to be determined extensively by using a large data set and the effectiveness of activist hedge funds has been evaluated in terms of their effectiveness in preventing agency costs.

Within the scope of the research, the current situation is presented by covering the period between 2010-2018 after the 2008 financial crisis. Other studies conducted in Turkey recently only contain companies that are members of a certain index or sector. In this study, all companies traded on Borsa Istanbul were included and comprehensive coverage was provided. A data set of 3607 “Company x Year” was used, including the data of 402 companies. In many analyzes in the literature, “free float rates” independent variable was used. In this study, in addition to the other studies in the literature, the agency costs of the companies have been tried to be evaluated from different perspectives by including independent variables such as the presence of preferred stocks and change in free float ratio. Apart from the dependent variables commonly used in similar studies, which measure company valuation and profitability; besides, variables that measure share price performance, growth rates and financial risks of the company have been added and the performance of the companies has been tried to be measured from different perspectives. In the study, which used panel data analysis, random effects, fixed effects, and robust estimators models have been used.

According to the results of the study, the important performance indicators including the profitability, valuation, and stock price performances of the companies decreased as the free float ratio increased so the minority shareholders experienced agency costs.

As a new contribution to the literature, it was seen that the increase in the free float ratios of the companies coincided with the periods when the financial indicators of these companies increased relatively. However, the share price performances of the companies, that experienced an increase in the free float, were weaker compared to other companies.

A significant portion of individual investors of publicly traded equities has low investment budgets. Although the rights of these shareholders are protected by law, the majority of the individual investors have proportionally high transaction costs, besides, their knowledge and competencies may not be sufficient to effectively represent them. For these reasons, it becomes difficult for minority shareholders of publicly traded companies to be represented in the general meetings and to participate in the decisions regarding the management of the company.

When we look at the examples in the world, it is seen that the activist hedge funds play an active role in public companies and represent the minority shareholders successfully and partially prevent the agency cost. Yet, activist hedge funds could not operate effectively in Turkey. In this study, improvements in operating conditions of activist hedge funds to perform efficient representation of publicly traded shares in the board of the companies, have also been evaluated.

**Keywords:** Corporate Governance, Agency Cost, Publicly Traded Shares, Activist Hedge Funds, Free Float Ratio, Ownership Structure, Preferred Stocks, Firm Performance, Turkey

# İçindekiler

<b>GİRİŞ</b>	<b>1</b>
<b>BÖLÜM 1- KURUMSAL YÖNETİM</b>	<b>5</b>
1.1. KURUMSAL YÖNETİM	5
1.2. VEKALET KURAMI	7
1.2.1. Tanım	7
1.2.2. Gelişimi	8
1.2.3. Vekalet Maliyetleri	9
1.2.4. Vekalet Kuramında Çözüm Önerileri	11
1.2.4.1. Farklı Sözleşme Tipleri Uygulanması	11
1.2.4.2. Yönetim Kurulunun Rolü	14
1.2.4.3. Performansa Odaklı Ödüllendirme Sistemleri	15
1.2.5. Değerlendirme	16
1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEM KAZANMASININ ALTINDA YATAN TEMEL DİNAMİKLER	16
1.3.1. Özelleştirmeler	17
1.3.2. Emeklilik Fonları Reformu ve Bireysel Tasarruf Fonlarındaki Ciddi Artış	21
1.3.3. Şirket Birleşmeleri ve Ele Geçirmeler	26
1.3.4. Sermaye Piyasalarının Yeniden Düzenlenmesi ve Global Anlamda Etkileşimlerinin Artması	30
1.3.5. 1998 Yılında Yaşanan Doğu Asya Ekonomik Krizi	34
1.3.6. ABD’de 1990’larda Başlayan Firma İflasları ve Skandalları	36
1.3.7. 2008 Yılında Yaşanan Finansal Kriz	38
1.3.8. Değerlendirme	41
1.4. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ	41
1.4.1. Cadbury Raporu 1992	43
1.4.2. Greenbury Raporu 1995	44
1.4.3. Hampel Raporu 1998	45
1.4.4. Turnbull Raporu 1999	47
1.4.5. Myners İncelemesi 2001	48
1.4.6. Sarbanes-Oxles Yasası 2002	50
1.4.7. Yönetim Kurulu Üyeleri Ücretlendirme Raporu Yönetmeliği 2002	51
1.4.8. Smith Raporu 2003	51
1.4.9. Higgs Raporu 2003	52
1.4.10. Tyson Raporu 2003	53
1.4.11. Birleştirilmiş Kod 2003	54
1.4.12. Basel II Sermaye Uzlaşısı 2004	55
1.4.13. Turner Gözden Geçirmesi 2009	57
1.4.14. Walker Gözden Geçirmesi 2009	58
1.4.15. Vickers Komisyon Raporu 2011	60
1.4.16. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 1999, 2004 ve 2015	60
1.4.17. Gözden Geçirilmiş Birleştirilmiş Kurumsal Yönetim Kodu 2018	62
1.4.18. Değerlendirme	63

<b>1.5. DÜNYA'DA UYGULANAN KURUMSAL YÖNETİM MODELLERİ</b>	<b>64</b>
1.5.1. Anglo-ABD uygulaması	65
1.5.2. Kıta Avrupası Uygulaması	67
1.5.3. Japonya uygulaması	71
1.5.4. Değerlendirme	73
<b>1.6. YÖNETİM KURULLARI</b>	<b>74</b>
1.6.1. Kurumsal Yönetim'de Yönetim Kurullarının Önemi	74
1.6.2. Yönetim Kurullarının Yapısı	77
1.6.2.1. Tekli ve İkili Yönetim Kurulları	78
1.6.2.2. CEO ve Yönetim Kurulu Başkanı İkiliği	81
1.6.2.3. Bağımsız Üyeler	83
1.6.3. Yönetim Kurullarının Görev ve Fonksiyonları	85
1.6.4. Komiteler	87
1.6.5. Değerlendirme	89
<b>BÖLÜM 2- TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM</b>	<b>91</b>
<b>2.1. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEM KAZANMASININ ALTINDA YATAN TEMEL DİNAMİKLER</b>	<b>91</b>
<b>2.2. TÜRKİYE'DEKİ KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI HAKKINDA YAPILAN DEĞERLENDİRMELER</b>	<b>95</b>
2.2.1. LLSV Değerlendirmesi (1998)	96
2.2.2. İMKB Değerlendirmesi (2001)	100
2.2.3. CLSA Değerlendirmesi (2001)	102
2.2.4. SPK Değerlendirmesi (2004)	103
2.2.5. TKYD ve BCG Değerlendirmesi (2005)	105
2.2.6. IIF Değerlendirmesi (2005)	106
2.2.7. OECD Değerlendirmesi (2006)	108
2.2.8. Dünya Bankası Değerlendirmesi (2007)	111
2.2.9. EBRD Değerlendirmesi (2017)	113
2.2.10. Diğer Değerlendirmeler	115
<b>2.3. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİMİN MEVZUAT ÇERÇEVESİ</b>	<b>117</b>
2.3.1. 6102 Sayılı TTK	119
2.3.2. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri	123
2.3.2.1. Pay Sahipleri	124
2.3.2.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	125
2.3.2.3. Menfaat Sahipleri	125
2.3.2.4. Yönetim Kurulu	126
<b>2.4. TÜRKİYE'NİN KURUMSAL YÖNETİM YAPISININ MEVCUT DURUMU</b>	<b>128</b>
2.4.1. Sermaye Piyasaları ve Kurumları	128
2.4.2. Sermaye ve Kontrol Yapısı	135
2.4.3. Hissedar Hakları ve Korunması	137
2.4.4. Yönetim Kurulları	138
<b>2.5. DEĞERLENDİRME</b>	<b>140</b>

## **BÖLÜM 3- KURUMSAL YÖNETİMDE SERBEST YATIRIM FONLARININ YERİ** **143**

<b>3.1. HALKA AÇIK PAYLARIN ETKİN TEMSİLİNDE AKTİVİST SERBEST YATIRIM FONLARININ ROLÜ</b>	<b>143</b>
3.1.1. Serbest Yatırım Fonları	143
3.1.2. Serbest Yatırım Fonlarının Aktivist Strateji ile Hareket Etmesi	145
3.1.3. Hedef Alınan Şirketlerin Ortak Özellikleri	148
3.1.4. Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Şirketlere etkisi	149
<b>3.2. TÜRKİYE’DE SERBEST YATIRIM FONLARI</b>	<b>156</b>
3.2.1. Türkiye’de Serbest Yatırım Fonlarının tabii olduğu hukuksal düzenlemeler	156
3.2.2. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Serbest Yatırım Fonları	157
3.2.3. Serbest Yatırım Fonlarının Türkiye’de Aktivist Yatırım Stratejisini Uygulaması	158
<b>3.3. DEĞERLENDİRME</b>	<b>161</b>

## **BÖLÜM 4- TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK PAY SAHİPLERİNİN YAŞADIĞI VEKALET MALİYETLERİ** **163**

<b>4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI</b>	<b>163</b>
<b>4.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ</b>	<b>163</b>
<b>4.3. ARAŞTIRMANIN LİTERATÜRÜ</b>	<b>166</b>
<b>4.4. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE SINIRLILIKLAR</b>	<b>172</b>
<b>4.5. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE HİPOTEZLER</b>	<b>174</b>
<b>4.6. ARAŞTIRMA’DA KULLANILAN DEĞİŞKENLER</b>	<b>176</b>
4.6.1. Bağımlı Değişkenler	177
4.6.1.1. <i>Tobin’s q</i>	177
4.6.1.2. <i>Aktif Karlılık</i>	177
4.6.1.3. <i>Öz Sermaye Karlılığı</i>	177
4.6.1.4. <i>Net Kar / Satışlar</i>	178
4.6.1.5. <i>Hisse Fiyat Performansı</i>	178
4.6.1.6. <i>Öz Kaynaklarda Büyüme</i>	178
4.6.1.7. <i>Satışlarda Büyüme</i>	179
4.6.1.8. <i>Sermaye Yatırımları /Varlıklar</i>	179
4.6.1.9. <i>Kaldıraç Oranı</i>	179
4.6.2. Bağımsız Değişkenler	180
4.6.2.1. <i>Halka Açıklık Oranı</i>	180
4.6.2.2. <i>Halka Açıklık Değişim Oranı</i>	180
4.6.2.3. <i>İmtiyazlı Pay Senedi Bulunması</i>	180
4.6.3. Kontrol Değişkenleri	180
4.6.3.1. <i>Bağımlı Değişkenlere Ait Sektör Ortalamaları</i>	180
4.6.3.2. <i>İşlem Gördüğü Yıl Sayısı</i>	181
4.6.3.3. <i>Kaldıraç Oranı</i>	181
4.6.3.4. <i>Piyasa Değerinin Logatırması</i>	181

<b>4.7. YAPILAN ANALİZLER</b>	<b>183</b>
4.7.1. Korelasyon Analizi	183
4.7.2. Birim Kök Analizi	183
4.7.3. Otokorelasyon Analizi	183
4.7.4. Regresyon Analizi	183
<b>4.8. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER</b>	<b>187</b>
<b>4.9. ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN SONUÇLAR</b>	<b>194</b>
4.9.1. Şirketlerin Aktif Karlılık Oranları	194
4.9.2. Birim Kök Testleri	195
4.9.3. Model 1 (Tobin's q) Test Sonuçları	197
4.9.4. Model 2 (Aktif Karlılık) Test Sonuçları	199
4.9.5. Model 3 (Öz Kaynak Karlılığı) Test Sonuçları	201
4.9.6. Model 4 (Net Kar / Satışlar) Test Sonuçları	202
4.9.7. Model 5 (Hisse Fiyat Performansı) Test Sonuçları	204
4.9.8. Model 6 (Öz Kaynaklarda Büyüme) Test Sonuçları	205
4.9.9. Model 7 (Satışlarda Büyüme) Test Sonuçları	206
4.9.10. Model 8 (Sermaye Yatırımları / Varlıklar) Test Sonuçları	207
4.9.11. Model 9 (Kaldıraç Oranı) Test Sonuçları	208
4.9.12. 9 Farklı Modele Ait Sonuçlarla İlgili Genel Değerlendirme	210
<b>5. TARTIŞMA</b>	<b>212</b>
<b>5.1. VEKALET MALİYETLERİNİN TESPİTİ</b>	<b>212</b>
5.1.1. İmtiyazlı Pay Senedi Bulunması İle İlgili Maliyetler	212
5.1.2. Halka Açıklık Oranına Bağlı Olarak Gelişen Maliyetler	214
5.1.3. Halka Açıklık Oranındaki Değişim Nedeniyle Oluşan Maliyetler	216
<b>5.2. AKTİVİST SERBEST YATIRIM FONLARI VEKALET PROBLEMİNE BİR ÇÖZÜM OLABİLİR Mİ?</b>	<b>217</b>
<b>6. SONUÇ</b>	<b>221</b>
<b>KAYNAKÇA</b>	<b>227</b>

## **Simgeler ve Kısaltmalar**

ABD – Amerika Birleşik Devletleri

BIST- Borsa İstanbul AŞ.

CEO- Chief Executive Officer – İcra Başkanı/Genel Müdür

CFO- Chief financial Officer – Finans Grubu Başkanı

CLO- Chief Legal Officer – Hukuk Grubu Başkanı

COO- Chief Operation Director – Operasyonlardan Sorumlu Başkan

EBRD – European Bank for Reconstruction and Development – Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası

EKK - En Küçük Kareler Yöntemi

FAVÖK - Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar

FRC- İngiliz Finansal Raporlama Kurumu

FSA- İngiltere Finansal Hizmetler Kurumu

GFCI - Global Financial Centers Index – Global Finans Merkezleri Endeksi

GSYH- Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

ICI - Investment Company Institute – Yatırım Şirketi Enstitüsü

ICSA - The Governance Institute – İngiltere’de Bulunan Kurumsal Enstitü

IFC- International Finance Corporation – Uluslararası Finans Kurumu

IIF – The Institute of International Finance – Uluslararası Finans Enstitüsü

İMF- Uluslararası Para Fonu

ISA- Uluslararası Denetim Standartlarını

ISSA- Uluslararası Sosyal Güvenlik Teşkilatı

KAP – Kamuyu Aydınlatma Platformu – Türkiye’de sermaye piyasası ve Borsa mevzuatı uyarınca kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak ileildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistem

NACD – ABD Yönetim Kurulu Üyeleri Ulusal Birliği

Nasdaq- Türkçe açılımı “Ulusal Aracılar Birliği Otomatik Fiyat Bildirim Sistemi” olan New York'ta kurulmuş özel bir borsadır.

NYSE- New York Menkul Kıymetler Borsası

OECD- Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Örgütü

S&P 1500 - Standard & Poor's tarafından oluşturulmuş olan ABD'deki 1500 büyük şirketi kapsayan borsa endeksi

S&P 500 - Standard & Poor's tarafından oluşturulmuş olan ABD'deki 500 büyük şirketi kapsayan borsa endeksi

SEC- ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu

SPK- Türkiye Sermaye Piyasası Kurulu

SPKn - Sermaye Piyasası Kanunu

TARP – ABD hükümeti tarafından hayata geçirilen finansal kurumların elinde bulunan sorunlu varlık ve öz kaynakları satın almaya dönük olan “Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı”

TKYD- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

TMSK- Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu

TSPB - Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği

TTK – Türk Ticaret Kanunu

TÜDESK - Türkiye Denetim Standartları Kurulu

TÜRMOB - Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği

TÜSİAD – Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği

UFRS- Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

yTTK- 13 Ocak 2011 yılında yayınlanan Yeni Türk Ticaret Kanunu



## Tablolar

<b>Tablo 1-</b> T. C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Özelleştirme Gelirlerinin Yıllara Dağılımı (Milyar \$).....	20
<b>Tablo 2-</b> Emeklilik Gözetim Merkezi Şirket Bazında Temel Göstergeler (Ocak, 2019) .....	23
<b>Tablo 3-</b> Farklı Ülkelerde Uygulanan Temel Yönetim Kurulu Yapıları .....	79
<b>Tablo 4-</b> Türkiye’de Büyüme Oranında Düşüş ve Oynaklıktaki Artış: On Yıllık Ortalamalar .....	94
<b>Tablo 5-</b> LLSV’ye Göre Dünya Geneline Hissedar Haklarının Değerlendirmesi ...	98
<b>Tablo 6-</b> Dünya Geneline Kreditor Haklarının Değerlendirmesi.....	99
<b>Tablo 7-</b> Dünya Geneline Hukukun Egemenliğinin Değerlendirmesi.....	100
<b>Tablo 8-</b> CLSA tarafından yapılan Türkiye’nin Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi .....	103
<b>Tablo 9-</b> Türkiye’de Kurumsal Yönetim Mevzuatı İle İlgili Yaşanan Gelişmeler ..	117
<b>Tablo 10-</b> Borsa İstanbul’da Endekslere Göre Halka Açıklık Oranları .....	132
<b>Tablo 11-</b> Borsa İstanbul Çeyreklik İşlem Hacimleri .....	133
<b>Tablo 12-</b> Serbest Yatırım Fonlarının Uyguladığı Stratejiler .....	145
<b>Tablo 13-</b> Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Aktivist İşlemlerini ve Getirilerini İnceleyen Çalışmalar .....	151
<b>Tablo 14-</b> Türkiye’de Son Dönemde Yapılan Benzer Çalışmalar .....	171
<b>Tablo 15-</b> Çalışmaya Dahil Edilen Toplam 402 ADET Şirketin Sektörel Dağılımı	173
<b>Tablo 16-</b> Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Tanımları .....	182
<b>Tablo 17-</b> Denklemlerde Kullanılan Değişkenlerin Özeti .....	185
<b>Tablo 18-</b> BİST’de İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarının Yıllara Göre Değişimi.....	188
<b>Tablo 19-</b> BİST’de İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarının Yıllara Göre Değişimi (%).....	189
<b>Tablo 20-</b> BİST’de İşlem Gören Şirketlerin Sektörel Olarak Sahip Oldukları Aday Belirleme ya da Oy İmtiyazları ve Halka Açıklık Oranları .....	190

<b>Tablo 21-</b> BİST’de İşlem Gören Şirketlerde Bulunan İmtiyazlar ve Temel Bilgiler	192
<b>Tablo 22-</b> Değişkenlere Ait Korelasyon Katsayıları.....	193
<b>Tablo 23-</b> Şirketlerin Yıllara ve Halka Açıklık Oranlarına Göre Aktif Karlılık Oranlarındaki Değişim Dağılımı .....	194
<b>Tablo 24-</b> Şirketlerin Yıllara ve İmtiyaz Durumlarına göre Aktif Karlılık Oranlarının Değişimi.....	195
<b>Tablo 25-</b> Araştırmada Kullanılan Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri.....	196
<b>Tablo 26-</b> Model 1 Regresyon Analizi Sonuçları .....	199
<b>Tablo 27-</b> Model 2 Regresyon Analizi Sonuçları .....	200
<b>Tablo 28-</b> Model 3 Regresyon Analizi Sonuçları .....	202
<b>Tablo 29-</b> Model 4 Regresyon Analizi Sonuçları .....	203
<b>Tablo 30 -</b> Model 5 Regresyon Analizi Sonuçları .....	205
<b>Tablo 31-</b> Model 6 Regresyon Analizi Sonuçları .....	206
<b>Tablo 32-</b> Model 7 Regresyon Analizi Sonuçları .....	207
<b>Tablo 33-</b> Model 8 Regresyon Analizi Sonuçları .....	208
<b>Tablo 34-</b> Model 9 Regresyon Analizi Sonuçları .....	209
<b>Tablo 35-</b> 9 Farklı Modelin Regresyon Analizinin Sonuçlarının Özeti.....	211

## Şekiller

<b>Şekil 1:</b> Dünyadaki Yıllık Özelleştirme Gelirleri (Milyar dolar).....	18
<b>Şekil 2:</b> Endekslerin Kurumlar Tarafından Sahip Olunan Yüzdeleri (24 Nisan 2017) .....	21
<b>Şekil 3:</b> Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Net aktif Değeri (Haziran, 2018) .....	22
<b>Şekil 4:</b> Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi Toplam Katkı Payı ve Fon Büyükülüğü Gelişimi.....	23
<b>Şekil 5:</b> Dünya Çapındaki Birleşme ve Satın Almalar.....	27
<b>Şekil 6:</b> Türkiye’deki 2009-2018 Arası Birleşme ve Satın Almalar .....	28
<b>Şekil 7:</b> Dünyadaki Doğrudan Yabancı Sermaye Akışı.....	30
<b>Şekil 8:</b> Türkiye’ye Doğrudan Yabancı Sermaye Akışı.....	31
<b>Şekil 9:</b> ABD’de Halka Açık Şirketlerin Finansal Tablolarında Yaptıkları Düzeltme Sayısının Gelişimi.....	37
<b>Şekil 10:</b> Yönetim Kurulu Organizasyon Yapısı .....	76
<b>Şekil 11:</b> Yönetim Kurulu Üyelik Yapısı.....	78
<b>Şekil 12:</b> Türkiye’nin Kurumsal Yönetim Endeksinin 2006-2012 Yılları Arasındaki Değişimi (0’dan 100’e kadar derecelendirilmiştir).....	116
<b>Şekil 13:</b> Sermaye Piyasası Kurumları Organizasyon Yapısı .....	130
<b>Şekil 14:</b> Borsa İstanbul’daki Şirketlerin Sektörel Dağılımı.....	131
<b>Şekil 15:</b> Borsa İstanbul’a Kote Olan Özel Sektör Borçlanma Aracı Sayısı .....	134
<b>Şekil 16:</b> Türkiye’deki Halka Arzların Yıllara Göre Değişimi .....	135
<b>Şekil 17:</b> Aktivistlerin Hedef Aldığı Şirket Sayısının Gelişimi .....	147
<b>Şekil 18:</b> Araştırma Modeli .....	174
<b>Şekil 19:</b> Araştırma’da Kullanılan Bağımsız ve Bağımlı Değişkenler .....	176

## GİRİŞ

Günümüzde sermaye piyasaları hızla gelişmekte, her yıl yeni halka arzlar ile büyük şirketler ortak ve diğer paydaş sayılarını artırmakta, mevcut şirketlerin önemli bir kısmının ise halka açıklık oranları yükselmektedir. Bu hızlı gelişme süreci şirket skandalları ve finansal krizler gibi istenmeyen olayları beraberinde getirmektedir. Bu sorunları önlemek amacıyla 1990'lerden itibaren kurumsal yönetim alanında önemli gelişmeler yaşanmış, birçok ülke ve uluslararası örgüt kendi kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamış ve birçok bağımsız kurum tarafından şirketlerin kurumsal yönetim süreçleri yeniden değerlendirilmiştir. Kurumsal yönetim alanında elde edilen kazanımlara rağmen şirketler büyüdükçe ve ortak sayısı arttıkça şirketlerin kontrolünde ya şirketin profesyonel yönetiminin ya da şirketi kontrol eden hissedarların etkisi artmakta, bu da özellikle halka açık pay senetlerinin sahibi olan yatırımcıların vekalet maliyetleri yaşamasına neden olmaktadır. 2000'li yıllarda, aktivist serbest yatırım fonları, kötü yönetilen şirketlerde hisse alımı vasıtasıyla kontrolü ele geçirecek daha fazla kazanç sağlamayı hedefledikleri faaliyetlerini artırmıştır. Bu fonlar birçok akademik çalışmaya göre kontrol sağladıkları şirketlerin verimliliklerini ve karlılıklarını yükseltmişler; bu sayede de hissedarlar için piyasanın üstünde kazanç sağlanmasını mümkün hale getirmişlerdir.

Bu çalışmanın konusu Türkiye'de halka açık şirketlerde azınlık hissedarların yaşadığı vekalet maliyetlerinin tespit edilmesi ve aktivist serbest yatırım fonlarının vekalet maliyetlerini önleme açısından ne kadar etkin olabileceğinin değerlendirilmesidir.

Türkiye'de sermayenin tabana yayılarak bireysel yatırımcılar açısından pay senetlerinin etkin bir yatırım aracı olması ve şirketlerin öz kaynak yoluyla finansman imkanlarının iyileşmesi için bireysel yatırımcıların vekalet maliyetine uğramadan etkin

bir şekilde temsil edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle halka açık pay senetlerinin yaşadığı vekalet maliyetlerinin tespit edilmesi ve bu maliyeti önleyecek adımların atılması büyük önem arz etmektedir.

Birinci bölümde, tezin araştırma konusuyla yakından ilişkisi olan kurumsal yönetim ve vekalet kuramı ile ilgili olarak teorik çerçeve değerlendirilmiş, kurumsal yönetimin gelişimi, dünyada uygulanan kurumsal yönetim modelleri ve yönetim kurullarının kurumsal yönetim açısından önemi anlatılmıştır. Şirket yönetiminde etkin bir şekilde temsil şansı bulamayan halka açık pay senetlerine sahip hissedarların yaşadığı maliyetler vekalet kuramının kapsamına girmektedir. Kurumsal yönetim ise tanım olarak bir şirketin paydaşlarıyla olan ilişkisini düzenleyen kural ve standartlardır. Kurumsal yönetim konusunda yapılan çalışmalar vekalet kuramında tanımlanan problemlere çözüm bulma gayesindedir.

İkinci bölümde Türkiye’de kurumsal yönetimin önem kazanmasının altında yatan temel dinamiklere değinilmiş, Türkiye hakkında son 20 yılda uluslararası ve ulusal kuruluşlar tarafından yapılmış değerlendirmeler ele alınarak kurumsal yönetim uygulamalarının gelişimi incelenmiş ve günümüzde kurumsal yönetim uygulamalarının tabii olduğu yasal çerçeve ve mevcut kurumsal yönetim yapısı anlatılmıştır. Türkiye’de kurumsal yönetim yapısının etkin bir şekilde kurgulanması ve yine bu alanda yapılacak iyileştirmeler, halka açık pay senetlerinin yatırımcılarının haklarının korunması açısından kritik öneme sahiptir. Bu bölümde, Türkiye’deki kurumsal yönetim alanındaki gelişim süreci ve mevcut kurumsal yapı değerlendirilerek, gelecek adımlar belirlenmeden önce geçmiş tecrübelerin ve mevcut durumun sağlıklı bir şekilde analiz edilmesi amaçlanmıştır.

Üçüncü bölümde, serbest yatırım fonlarının özellikleri, bu fonların uyguladığı aktivist strateji, bu uygulamaların şirketlerde oluşturduğu sonuçlar ve Türkiye’de faaliyet gösteren serbest yatırım fonları anlatılmıştır. Ayrıca Türkiye’de serbest yatırım fonları tarafından aktivist stratejinin uygulanabilirliği değerlendirilmiştir. Özellikle ABD’de ve diğer gelişmiş ülkelerde yaşanan tecrübeler, aktivist serbest yatırım fonlarının halka açık pay senetlerini temsil etmede etkin bir rol oynadığını gerek

şirketin operasyonel performansını iyileştirerek gerekse şirket üzerindeki olumsuz kamuoyu algısını değiştirerek, pay senedi yatırımcılarına ilave kazanç imkânı sunduklarını göstermektedir.

Dördüncü bölümde, bu tez kapsamında yapılan araştırma çalışması sunulmuştur. Türkiye’de halka açık payların sahiplerinin yaşadığı vekalet maliyetleri ölçülmeye çalışılmıştır. Bu amaçla Borsa İstanbul’da işlem gören bütün şirketlerin dahil edildiği 402 şirketten oluşan ve 2010-2018 yılları arasındaki 9 yılı kapsayan panel veri seti oluşturulmuştur. Vekalet maliyetlerinin oluşumunda temel role sahip olan halka açıklık oranı ve imtiyazlı pay senedi bulundurulması bağımsız değişkenleri kullanılmıştır. Bu bağımsız değişkenlerin şirketin fiyatlaması, karlılığı, büyüme oranları ve risk iştahı gibi temel performans göstergeleri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analiz yapılırken Rassal Etkiler, Sabit Etkiler ve Sağlam Tahminçiler modelleri kullanılmıştır.

Halka açıklık oranı bir şirkette azınlık hissedarların sahip olduğu payların miktarını tespit etmek açısından önemli bir göstergedir. Halka açıklık oranı arttıkça şirketin ana hissedarının, şirketin iyi yönetiminden elde edebileceği kazanç miktarı azalmakta ve de kontrolünde bulundurduğu bu şirketten direkt kendisine ait olan ya da bir şekilde kazanç sağlayabileceği başka şirketlere ve de kişilere servet transferi yapma güdüsü artmaktadır.

Halka açıklık oranındaki artış ana hissedarın payının azalması anlamına gelmektedir. Bu değişken azınlık hissedarların ilave halka arz edilen pay senetlerini alırken ödedikleri tutar açısından önem arz etmektedir. Kontrol sahibi hissedarlar şirketin finansal oranlarının geçici olarak yükseldiği dönemleri pay senedinden çıkış amacıyla fırsata çevirebilmektedirler. Halka açıklık oranındaki artış değişkeniyle, kontrol sahibi hissedarların sahip oldukları içsel bilgiyi ilave kazanç sağlamak için kullanıp kullanmadıkları test edilmiştir.

Bir şirkette, yönetim kurulu üyesi adayı belirleme, yönetim kurulu üyesi atama ya da genel kurullarda fazla oy verme imtiyazlarına sahip pay senetleri

bulunabilmektedir. Bu tür imtiyazların olduğu şirketlerde kontrol sahibi olan hissedarlar, sahip oldukları ortaklık paylarının çok üstünde bir şekilde şirket yönetiminde temsil edilebilmektedir. Bu tür imtiyaz uygulamalarının azınlık hissedarlar açısından vekalet maliyeti oluşturup oluşturmadığını tespit etmek için imtiyazlı pay senetlerinin kullanılması da bağımsız değişkenlere eklenmiştir.

Araştırmada kullanılan bağımlı değişkenler arasında şirketin yönetim kalitesi açısından piyasa algısını gösteren Tobin's q; doğrudan şirketin karlılığını gösteren aktif karlılık, öz kaynak karlılığı ve net kar / satışlar değişkenleri; yatırımcıların şirketten elde ettikleri getiriye gösteren pay senedi fiyat performansı değişkeni; şirketin büyüme performansını ölçen öz kaynaklarda büyüme, satışlarda büyüme ve sermaye yatırımları / varlıklar değişkenleri ve son olarak şirket yönetiminin risk iştahını ölçen kaldıraç oranı değişkenleri kullanılmıştır.

Beşinci bölüm olan tartışma bölümünde, araştırma kapsamında elde edilen sonuçlar doğrultusunda Türkiye'deki halka açık payların yaşadığı vekalet maliyetleri ve aktivist serbest yatırım fonlarının bu maliyetlerin giderilmesinde oynayabileceği rol değerlendirilmiştir.

# BÖLÜM 1- KURUMSAL YÖNETİM

## 1.1. KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal Yönetim konusu, 2001 yılında ABD’de yaşanan Enron skandalı ile başlayan ve 2008 büyük finansal krizi ile devam eden süreçte dünya çapında popülaritesini artırmış olsa da bu kavramının ne zaman ortaya çıktığı konusunda net bir görüş bulunmamaktadır. 17. yüzyılın başlarında Dutch East India şirketinde yöneticiler ile yatırımcılar arasında yaşanan çıkar çatışması örneği, bu kavramın temellerinin 20. yüzyıldan eskiye dayandığını göstermektedir (Wells, 2010, s.1251). Kurumsal yönetimin bir akademik disiplin olarak kabul görüp yaygın olarak çalışılması ise 1970’den sonra gelen dönemde gerçekleşmiştir (Denis, 2001, s.191-212).

Berle ve Means, kurumsal yönetimde yöneticilerin uygulama rolünü ve hissedarların ise kontrol rolünü üstlendikleri ayrımı, ilk olarak 1932 yılında yayınladıkları “The Modern Corporation and Private Property” kitabında tanımlamışlardır. Günümüzdeki kurumsal yönetim hakkında yapılan çalışmaların çoğunluğu temelini Berle ve Means ’in bu eserinden almaktadır (Anita, 2019, s.6).

1992’de yayınlanan Cadbury raporunda, kurumsal yönetim, şirketlerin idare ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlanmıştır. Bu raporda yönetim kurulunun kendi şirketlerinin idaresinden sorumlu oldukları, hissedarların ise uygun yönetim mekanizmasının çalıştığından emin olabilecekleri şekilde hem yönetim kurulunu hem de denetçileri atama rolü olduğu belirtilmiştir. Yönetim kurulunun sorumlulukları



arasında şirketin stratejik hedeflerinin belirlenmesi, bu hedefler doğrultusunda ilerlenmesi için liderlik edilmesi, şirkette yapılan işlerle ilgili olarak şirket yönetiminin yönlendirilmesi ve şirket hissedarlarına raporlama yapılması bulunmaktadır. Yönetim kurulunun aldıkları aksiyonlarla ilgili olarak yasalara, düzenlemelere ve genel toplantılarda hissedarlara karşı sorumlulukları olduğu bu raporda belirtilmiştir (1992, Cadbury).

Bir şirketin sahip olduğu paydaşlarla ilişkisine dikkat çeken tanıma göre, kurumsal yönetim, şirketin paydaşlarıyla olan ilişkisini düzenleyen yazılı olan ve olmayan bütün kural ve standartları kapsamaktadır. Bu paydaşların içinde şirket ortakları, yönetim kurulu, yöneticiler, finansörler, tedarikçiler ve yükleniciler, çalışanlar ve müşteriler sıralanabilir (Pauly ve Reich, 1997, s.8).

Shleifer ve Vishny (1997, s.737) kurumsal yönetimi, finansman sağlayıcıların yatırımlarından elde edecekleri kazancı garanti altına almalarını sağlayan yöntem olarak tanımlamıştır. Bu tanım uzun vadeli perspektiften bakıldığında sürdürülebilir uzun vadeli karlılığın sağlanması için sadece hissedarların değil aynı zamanda bütün paydaşların çıkarlarının korunduğu ve bütün paydaşlara değer yaratan bir çerçevede değerlendirilebilir.

Yukarıda belirtildiği gibi “Kurumsal Yönetim” terimi sıklıkla yöneticiler ve hissedarlar arasındaki güç dengesi anlamında kullanılır. Günümüzde akademisyenler, bu terimi genellikle kurumsal yöneticilerin şirketi kontrol etme gücüne sahip oldukları fakat şirketin sahiplerinin dağılık olduğu ve büyük oranda pasif hissedarlardan oluştuğu durumlarda iletişimin düzenlenmesi ve vekalet maliyetlerinin önlenmesi bağlamında tartışırlar. “İyi Kurumsal Yönetim” yöneticilerin yaptıkları ile hissedarların arzuladıkları arasındaki dengeyi sağlar. Bu şekilde tanımlanmış olan kurumsal yönetim anlayışı, yöneticilerin şirketin hissedarlarını temsilen çalışma noktasında doğru bir şekilde teşvik edilmesi ve şirketin hissedarlarının yöneticilerin eylemleri hakkında sağlıklı bir şekilde bilgilendirilmesi gerektiğini vurgulamaktadır (Sale, 2004, s.104).

Anita (2019, s.6), Berle ve Means tarafından oluşturulan ve yaygın bir şekilde kabul gören hissedar ve yönetici rollerinin ayrımı görüşünün aksine hissedarların aktif bir şekilde yönetime müdahale edebilmesi gerektiğini belirten bir yaklaşım öne sürmüştür.

Türkiye’de 2001 yılında yaşanan bankacılık krizinin ardından kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeler yapılması gerektiği anlaşılmıştır. 2002 yılında, TÜSİAD’a bağlı kurumsal yönetim çalışma grubu en iyi uygulama kodunu yayınlamış, 2003 yılında ise SPK tarafından kurumsal yönetim ilkeleri ve halka açık şirketler için tavsiye niteliğinde olan ilkeler açıklanmıştır (Uzkaralar, 2017).

Kurumsal yönetim, pek çok farklı yönetim kuramının konusu olmakla birlikte özellikle vekalet kuramı açısından büyük önem arz etmektedir. Ülkelerin ve şirketlerin kurumsal yönetim alanında yapacağı iyileştirmeler, halka açık pay senedi sahiplerinin haklarının etkin bir şekilde temsil edilmesi ve şirketlerin uzun vadeli sürdürülebilir karlılıklarının güvence altına alınması konusunda atılabilecek önemli adımlardır.

## **1.2. VEKALET KURAMI**

### **1.2.1. Tanım**

Bir görevi vekil tayin ederek yaptırmak toplumun ve iş hayatının her seviyesinde yaygın olarak kullanılan bir yöntemdir. Vekalet kuramı, vekalet veren (asil) ve vekil arasındaki ilişkiyi, bu ilişkide tarafların motivasyonunu, tarafların sahip oldukları bilgi arasındaki farkın olası etkilerini ve vekalet verenin kontrolü sağlamak için yerine getirmesi gereken kontrol işlevini konu alan yaklaşımdır. Günümüzde şirketlerde, şirket ortaklarının yönetimde doğrudan yer almayıp, şirketin yönetim yetkisini profesyonel yöneticilere devretmeleri oldukça sık rastlanan bir durumdur. Şirket yöneticileri ile şirketin yönetim kurulu arasında imzalanan sözleşme ile, şirket yöneticilerinin hissedarları hangi kapsamda temsil edeceği, sahip olacakları yetkiler ve bunun karşılığında kazanacakları ücret ve özlük hakları tanımlanır. Vekalet kuramının

en sık odaklandığı alan şirket sermayedarları ve yöneticileri arasındaki ilişki olsa da ev sahibi – emlakçı, müşteri – sigorta acentesi, hasta – doktor, müvekkil – avukat, halk-milletvekili vb. gibi ilişkiler de vekalet kuramının kapsamına girmektedir. Bu yüzden vekalet kuramı yönetim alanı dışında ekonomi, muhasebe, sosyoloji, siyaset bilimi ve sağlık gibi diğer alanların da çalışma konusu haline gelmiştir.

Günümüz dünyasında şirketlerin çalışan sayısı her geçen yıl artmaktadır ve yüz binlerce çalışanı olan birçok şirket bulunmaktadır (Fortune, 2015). Şirketlerin mevcut büyüme trendi devam ederken, şirketler yeni nesillere aktarılırken ve halka arz yoluyla şirketlerin hissedar sayısı artarken, her bir hissedarın şirket yönetimine aktif bir şekilde katılması gün geçtikçe zorlaşmaktadır. Bu durum da yönetim bilimi açısından vekalet kuramını her geçen gün daha önemli hale getirmektedir.

### **1.2.2. Gelişimi**

Vekalet ile ilgili problemlere ilk değinilen eser bir klasik olan Adam Smith tarafından yazılmış olan ulusların zenginliği kitabıdır. Adam Smith (1776, s.575), şirketlerde yöneticilerin kendi varlıklarını yönetmemeleri nedeniyle yeterince motive olamayacaklarını ifade etmiştir.

Vekalet problemi, 1973 yılında birbirinden ayrı olarak Mitnick (1973) ve Ross (1973)'un çalışmaları ile kuram halini almıştır. Mitnick ve Ross'dan önce vekalet ile ilgili sorunlar muhasebe ve denetim, ekonomi, siyasal felsefe, sosyoloji alanlarındaki akademisyenlerin çalışmalarına konu olmuştur (Mitnick, 2013, s.7). Literatürde Vekalet Kuramı ile ilgili olarak en çok atıf alan çalışmalardan biri Jensen and Meckling (1976) tarafından yazılmıştır. Jensen ve Meckling vekalet ilişkisini, bir ya da birden fazla sayıdaki asilin belli bir hizmeti gerçekleştirmek için bir vekil ile anlaşması ve bu anlaşma doğrultusunda da önceden belirlenmiş kapsamda kendi adlarına karar verme yetkisini vekile devretmeleri şeklinde tanımlamışlardır. Eğer iki tarafında kendi çıkarını maksimize etmeye yönelme güdüsüne sahip olduklarını kabul edersek, sonuç olarak vekillerin her zaman asillerin çıkarları doğrultusunda hareket etmeyecekleri açıktır. Jensen ve Meckling 'e göre vekalet maliyetleri (1) asilin işleri takip etmek için

katlandığı maliyet, (2) vekilin yetkisinin sınırlı olması nedeniyle katlanılan maliyet ve (3) vekilin kendi çıkarları dolayısıyla asilin çıkarlarını ikinci plana atması nedeniyle katlanılan maliyetten (artık kayıp) oluşmaktadır.

Vekalet kuramında, çıktı odaklı ve davranış odaklı sözleşme tiplerinin seçimi ve asilin vekilin çalışma şekli ve aldığı kararlardan ne derece haberdar olabildiği yaşanan vekalet maliyetlerinde belirleyici unsurlardır (Eisenhardt, 1989).

### 1.2.3. Vekalet Maliyetleri

Vekalet teorisinde temel sorunlardan en önemlisini, yukarıda da belirtildiği gibi, hissedarlar (asiller) ve yöneticiler (vekiller) arasındaki çıkar çatışması ve hedef ayrılığı oluşturmaktadır. Literatürdeki geçmiş araştırmalar, yöneticilerin (1) kendilerine yüksek maaş ödemek, (2) şirketin uzun vadeli geleceği için riskli olsa da şirketi hızlı büyüterek, bu sayede kariyerlerinde basamak atlamak ya da kişisel imkanlarını genişletmek, (3) kendi iş sözleşmelerinin süresini uzatmak için getiri oranı düşük yeni iş alanlarına yatırım yapmak, (4) görevlerini tehlikeye atacak, kendilerinin risk almasına yol açacak ama şirket için gerekli ve önemli olan küçülme ya da yeni bir alana yatırım yapmak gibi aksiyonlardan kaçınmak, (5) emekli olmalarına az bir süre kaldığında, kendilerine değil ama kendileri yerine atanacak yöneticiye fayda sağlayacak olan AR-GE yatırımlarından kaçınmak, (6) eğer sözleşmelerinde pay senedi fiyatına duyarlı prim maddesi ya da pay senedi opsiyonu hakları varsa bu kazançtan faydalanmak için konulara kısa vadeli perspektiften bakmak, (7) şirket karını yüksek göstermek uğruna muhasebede gider gösterilebilecek bazı kalemleri göstermemek bu nedenle de şirketi daha fazla vergi yükümlülüğüne sokmak gibi davranışlara yöneldiğini gözlemlemiştir (Ünal, 2014).

Asil ve vekilin farklı çıkar motivasyonlarına sahip olması durumunda, asiller vekilleri kontrol edecek uygun mekanizmayı kuramazlarsa, vekiller asilleri istenen biçimde temsil etmeyebilir ve asiller bu nedenle zarara uğrayabilir. Asillerin uğradığı bu zarara vekalet kuramında *artık kayıp* denilmektedir (Fama ve Jensen, 1983).

Vekalet kuramına göre asil ve vekilin sadece çıkarları değil aynı zamanda risk algıları ve sahip oldukları bilgiler de birbirinden farklıdır. Bu farklılıklar vekilin asili ideal şartlarda temsil etmesini engellemektedir. Vekilin asile kıyasla daha muhafazakâr bir risk algısına sahip olması iş yaparken bazı konularda savunmada kalmasına ve bazı iş fırsatlarının kaçmasına neden olabilir. Tersine bir durum ise vekilin, asilin almak istemediği riskleri almasına ve asili karşılamak istemediği yükümlülükler altına sokmasına neden olabilir. *Asimetrik bilgi* kavramı asil ve vekilin sahip oldukları bilgilerin birbirinden farklı olması, bu nedenle de etkinliğin sağlanamaması durumunu tarif etmektedir (Akerlof, 1978). Örneğin vekil asil tarafından şirket hakkında planlanan bazı önemli girişimlerden bazı özel nedenler nedeniyle haberdar edilmeyebilir. Bu durumda vekil temsil görevini üstlenirken şirket hakkındaki önemli bilgileri göz ardı edebilecektir. Diğer yandan asilin, vekilin tecrübe ve birikimine sahip olmaması ve vekilin işini yaparken sahip olduğu detayda konulara hâkim olmaması da asimetrik bilgiye yol açmaktadır. Kimi durumlarda asil kısıtlı bilgiyle karar vermek isteyebilir ve vekil, aralarındaki ilişkinin zedelenmemesi için asilin verdiği karara itiraz etmemeyi tercih edebilir. Kimi durumlarda ise vekil asili işle ilgili kötü gidişattan haberdar etmemeyi tercih edebilir. Vekil, asilin bilgisizliğinden faydalanarak kendi çıkarlarını asilin menfaatlerinden daha ön plana alabilmektedir. Bu duruma *ahlaki risk* denilmektedir (Pauly, 1968, s.531).

Diğer yandan işe alımlar sırasında da bilgi asimetrisi büyük öneme sahiptir. Kimi durumlarda vekil asile kendisini yanlış tanıtabilir ve asil vekili sorgulayabilecek bilgiye sahip değilse yanlış karar verebilmektedir. Kimi durumlarda ise vekilin yapacağı işi tam bilememesi asilin iş hakkında sahip olduğu bilgiye sahip olmaması iş teklifini kabul etmesine yol açabilmektedir. Bütün bu durumlar vekalet kuramında *kötü seçim* olarak adlandırılır (Akerlof, 1978). Tarafların birbirini iyi tanımaması nedeniyle uygun işe uygun şartlarda doğru vekil tayin edilemezse asil ve vekil zarara uğrayacaklardır.

## 1.2.4. Vekalet Kuramında Çözüm Önerileri

### 1.2.4.1. Farklı Sözleşme Tipleri Uygulanması

Bölüm 1.2.3’de tarif edilen maliyetler, asil için vekalet kuramının çözüm bulunması gereken unsurlarını oluşturmaktadır. Asiller sözleşme şartlarını belirleyerek bu sorunların önüne geçmeye çalışırlar. Asillerin vekilleri kontrol etmek için kullandığı iki ana sözleşme tipi mevcuttur. Bunlardan birincisi *çıktı odaklı sözleşmeler*, ikincisi ise *davranış odaklı sözleşmelerdir* (Bartol, 1999). Çıktı odaklı sözleşmelerde, vekilden istenen çıktılar tarif edilir ve vekile ödenecek ücret işin çıktısına bağlı olarak belirlenir. Davranış odaklı sözleşmelerde ise vekile yerine getirmesi gereken görevler belirtilir fakat vekilin ücreti işin sonucuyla doğrudan ilişkili değildir. Sözleşme tipini belirlerken; (1) kurulabilecek kontrol mekanizması, (2) çıktıların ne ölçüde somutlaştırılabildiği, (3) yapılan işin doğasındaki risk oranı, (4) vekil ve asil arasındaki hedef farklılıklarının mevcut işe bağlı olarak ne düzeyde olduğu, (5) yerine getirilmesi gereken işleri belirlemenin kolay olup olmadığı, (6) şirketin bulunduğu çevrenin ne derece değişken olduğu, (7) şirketin kullandığı teknoloji yapısı, (8) şirketin stratejik hedefleri gibi unsurlar önem kazanmaktadır (Bartol ve Durham, 2000).

Davranış odaklı sözleşmelerde, vekilin işin sonucuyla ilgili doğrudan bir kazancı ya da kaybı olmadığı için asillerin çok daha etkin bir kontrol mekanizması ile vekili gözlemlenmeleri gerekecektir. Bu etkin kontrol mekanizmasının içeriğine muhasebe programları, doğrudan yönetim kuruluna bağlı denetim ekipleri, dışarıdan sağlanan denetim hizmetleri vs. girebilir. Kontrol oranı arttıkça vekilin hareket alanının kısıtlanması kaçınılmaz olacaktır. Örnek olarak, şirket için gerekli bir malzeme ya da hizmet ile ilgili sipariş geçilirken çeşitli onay mekanizmaları çalıştırılacak bu da malzeme ve hizmet temin sürelerinin uzamasına ve gecikmesine yol açabilecektir. Eğer yapılan işin rutini oturmuş, talepte değişkenlik az ise yani kısaca uzun vadeli planlama yapmak mümkün ise kontrol sistemi kurmak daha az maliyetli olacaktır. Bu nedenle işin ne kadar kontrol edilebilir olduğu sözleşme tipinin belirlenmesinde önem kazanmaktadır.

Bazı işlerde çıktıları tanımlamak diğer birtakım işlere göre daha kolay olabilir. Örneğin nitelikli bir işverene yapılan, en başta bütün teknik detayları tanımlanmış, projeleri hazırlanmış, süresi ve bütçesi belli bir projede çıktılar daha işin başında bellidir. Böyle bir projeyi yerine getirirken asil, vekil ile çıktı odaklı bir sözleşme yapma şansına sahip olabilir. Çünkü hem vekil için iş ile ilgili riskler oldukça sınırlıdır hem de ortada nitelikli bir işveren ve işverenin kontrol mekanizması olması asil tarafındaki belirsizlikleri azaltacaktır. Diğer yandan dünyada ilk kez üretilecek benzersiz bir ürüne ait bir AR-GE projesi ele alındığında ne bütçe ne zaman ne de ürünün fonksiyonel özellikleri ile ilgili isabetli bir planlama yapmak mümkün olmayacaktır. Vekil için kazanacağı gelirin tamamının çıktıya bağlanması bu kapsamda oldukça riskli olacaktır ve vekil tamamen çıktılarına bağlanmış bir sözleşmeyi tercih etmeyebilir.

Bazı şirketlerin faaliyetleri rutine bağlanmıştır ve vekilin alacağı kararların şirket açısından etkisi daha sınırlı olabilir. Bazı işlerde ise şirketin gelecekte varlığını etkileyecek kadar önemli kararların vekiller tarafından alınması gerekebilir. Örnek olarak, yatırım projelerini hayata geçiren bir şirkette yeni büyük çaplı bir projenin yatırım kararının verilmesi düşünülebilir. Asil'in birçok şirketi ve güçlü sermayesi olması ya da bireysel risk alma motivasyonunun çok yüksek olması durumunda almayı düşünmeyeceği kararı vekil riskli olduğu gerekçesiyle almayabilir. Bazı durumlarda tam tersi de geçerli olup, tutucu bir asilin almayacağı bir karar, kendi malvarlığını riske etmemenin verdiği rahatlık ile, vekili tarafından alınabilir. Bu nedenlerle (1) asil ve vekil arasında risk alma güdülerinin farklı olduğu durumlarda, (2) yapılan işte de asilin kabul etmeyeceği türden kararların vekil tarafından alınması muhtemelse ve (3) bu konular asil için önemli kararları oluşturuyorsa, sonuç odaklı sözleşmeler yerine davranış odaklı sözleşmelerin seçilmesi daha uygun olacaktır. Bu sayede asil, karar verme mekanizmalarını ve vekilin nasıl hareket edeceğini daha detaylı bir şekilde tanımlayacak, vekili daha yakın bir şekilde takip edecek ve sonuç ile ilgili sorumluluğu kendi yüklenmiş olacaktır (Semerciöz vd. 2010).

Vekalet teorisinin temelinde asil ve vekil arasındaki anlaşmazlık ve motivasyonların farklı olması yatmaktadır. Bunun da en önemli nedenlerinden biri iki tarafın birbirinden farklı hedeflere sahip olmasıdır. Hedef farklılığının düzeyi yapılan işin türüne ve şirketin çalışma prensiplerine bağlı olarak değişecektir. Bazı işlerde vekil şirketin büyümesini, karlılığın artmasını değil risk almamayı, kendi işini güvence altında tutmayı tercih edebilir. Asil ve vekilin farklı hedeflere sahip olması durumunda, vekilin kararları, asilin hedefleri açısından risk unsuru oluşturacaktır. Vekil ve asilin kazançlarının farklı etkenlere bağlı olduğu işlerde vekili asil ile aynı doğrultuya getirmek için sonuç odaklı sözleşmelerin tercih edilmesi daha uygundur.

Bir işin ne kadar planlanabilir ve ne kadar tanımlanabilir olduğu asilin işini kolaylaştıran bir etkidir. Mesela mağazada kasiyerlik görevi, otobüs şoförlüğü gibi görevler oldukça tanımlı olduğu için kontrol gerekliliği de düşüktür. Çok iyi tanımlanabilen, vekilin yapacağı iş ile ilgili belli standartlardan dışarı çıkma riskinin düşük olduğu işlerde davranış odaklı sözleşmeler tercih edilecektir. Şirketin bulunduğu çevrenin değişkenlik yapısı iş tanımlı yapmayı zorlaştıracaktır ya da eskiden tanımlanan işlerin değişmesine yol açacaktır. Buna rağmen hedefleri ve çıktıları belirlemek daha zor olacağı için bu tarz işlerde de davranış odaklı sözleşmeler tercih edilebilir.

Şirketin iş yapış şekli yani kullandığı teknoloji vekil ile sözleşme yapılırken dikkat edilecek bir başka önemli husustur. Yoğun teknoloji yani iç süreçler arasında döngüsel karşılıklı bağımlılık olan hastane yönetimi gibi işlerde, ya da süreç teknolojisinin hâkim olduğu insan eli değmeden üretim yapılan fakat sorun çıktığında bu sorunun çözümü özel yetenek gerektiren rafineri yönetimi gibi işlerde davranışları tanımlamak zor olacağı için sonuç odaklı sözleşmeler tercih edilebilir. Kitlesele üretimin olduğu otomobil fabrikaları gibi işlerde ya da aracı teknolojinin olduğu bankalar gibi işlerde işi tanımlamak rutine bağlanmış yapı sayesinde daha kolay olacağı için asiller davranış odaklı sözleşmeleri tercih edebilir.

Son olarak çalışanlarla yapılacak sözleşmeler şirketin stratejik hedefleriyle de oldukça ilgilidir. Savunmacı şirketlerde mevcudu korumak amaçlandığı için davranış odaklı sözleşmeler; yeni alanlara girmek, yeni ürünler geliştirmek isteyen arayışçı



şirketler ve bunların her ikisini bir arada yapmak isteyen analizci şirketler için sonuç odaklı sözleşmeler daha uygun olacaktır.

#### **1.2.4.2. Yönetim Kurulunun Rolü**

Yönetim kurulları şirketin yönetimini belirleme, yönetimi kontrol etme, denetleme, şirket yönetiminin yetkisi dahilinde olmayan önemli kararları alma gibi önemli sorumluluklara sahiptirler. Yönetim kurulları modern örgütlerde yapı ve sorumlulukları gereği hissedarlar ve şirket yönetimi arasında konumlandırılmışlardır. Hissedarlar ve şirket yönetimi; şirket yönetimi ile yönetim kurulu arasındaki ilişkiler sağlıklı bir şekilde tanımlandığı halde yönetim kurulu ile hissedarlar arasındaki ilişki günümüzde birçok işletmede aynı netlikte tanımlı değildir (Özsoy, 2011, s.87). Yönetim kurulu üyeleri genellikle şirketin çoğunluk hissesini elinde bulunduran hissedarlar tarafından seçilmektedir. Bazı şirketlerde, yönetim kurulu üyelerini aday gösterebilen ya da fazla oy kullanma imtiyazları olan pay senetleri mevcuttur. Bu şirketlerde halka açık paylara sahip olan hissedarların yönetim kurulu üyelerini belirleme şansı azalmaktadır. Bu durum, çoğunluk hisse sahibi olduğu halde yönetim kurulunda temsil edilemeyenler açısından, başka bir vekalet problemini doğurmaktadır. Kimi durumlarda şirketin tepe yöneticisi yönetim kurulunda üye ya da başkan da olabilir.

Özellikle şirketin CEO'sunun yönetim kurulunda olması, vekalet kuramı açısından kritik bir yetki ve güç vekaleti durumu oluşturmaktadır. Greenspan (2002), şirketin CEO'sunun bu rolüne dikkat çekmiş ve CEO'nun kurumsal stratejileri uygulamak için tam bir yetkiye sahip olduğunu, fakat şirketin kendi idaresindeki gelişimini hissedarlara ve potansiyel yatırımcılara doğru bir şekilde raporlaması sorumluluğuna da sahip olduğunu belirtmiştir. Greenspan, eğer bu sorumluluğun yasalarla tanımlanmış çok sert cezalarla güçlendirilmemesi halinde, muhasebe sisteminin ve kurumsal yapının optimum seviyenin altında çalışacağını vurgulamıştır.

### **1.2.4.3. Performansa Odaklı Ödüllendirme Sistemleri**

Masson (1971)'a göre yöneticilerin ücretlendirmelerini hisse fiyatına bağlamanın iki faydası olabilir. Birincisi, yöneticiler hissedarların en çok faydalanacağı doğrultuda karar vermeyi tercih edecektir. İkincisi ise pay senedi fiyatının, şirketin gelecekte elde edeceği kazançları değerlendirmesi açısından, en etkin gösterge olmasıdır. Bu nedenle yöneticiler şirketin net bugünkü değerine konsantre olarak hissedarların servetlerini en iyi şekilde korumaya özen göstereceklerdir. Baker vd. (1998)'ne göre bir şirkette yöneticiler için performansa dayalı ödeme sisteminin eksikliği, yöneticilerin kendi astlarıyla değeri maksimize edici yönden ilişki kurmasını engelleyecektir.

Diğer yandan pay senedi fiyatına bağlı ödüllendirme sistemlerinin negatif etkileri de bulunmaktadır. Bu primden faydalanmak isteyen yöneticiler, pay senedi fiyatını artırmak için yeni yatırımcıların ilgisini çekecek riskli olduğu halde iş hacminin artırılması gibi kısa vadede sonuç verecek girişimlerde bulunabilirler, bu da uzun vadede şirketin performansına negatif etki edebilir. Çünkü bu riskli hamlelerin başarılı olması durumunda yüksek prim ödemeleri alma şansı olan yöneticilerin, başarısızlık durumunda işlerini kaybetmek dışında bir yükümlülükleri olmayacaktır. Başarısızlık durumunda işlerini kaybedecek olsalar bile sonuçlar belli olana kadar uzun bir süre daha çalışmaya devam edebilecekleri için bu riskin etkisi de oldukça sınırlıdır.

En yüksek %1 gelire sahip olan kesime giden gelirin toplam gelire kıyasla payı son kırk yılda artış göstermiştir. Bu durum, en yüksek gelire sahip çalışanların elde ettiği kazancın sermaye kazancına kıyasla artış eğiliminde olduğunu göstermektedir. Üst düzey yöneticilerin gelirlerindeki bu artış temel olarak pay senedi, opsiyon ve prim gibi uygulamalardaki sıra dışı artıştan kaynaklanmaktadır. Performans primlerindeki bu yüksek orandaki artışa rağmen akademik literatürde bu uygulamanın vekalet probleminde çözüm olup olmadığı konusunda fikir birliği bulunmamaktadır (Gayle vd., 2018, s.201).

### **1.2.5. Değerlendirme**

Halka açık pay sahibi olan hissedarların temsilinde yaşanan problemleri, vekalet kuramının genel çerçevesi olan asil vekil ilişkisi kapsamında incelenmektedir. Vekalet kuramı ile ilgili çalışmalarda değerlendirilmiş olan, yönetim kurulu ve şirket yönetimi seviyesinde yaşanan vekalet maliyetleri, halka açık pay sahiplerini ilgilendirmektedir. Halka açık payların sahiplerini, vekalet kuramı ile ilgili çalışmalarda tanımlanmış olan asil sınıfında değerlendirirsek; bu hissedarlar, yönetim kurulu seviyesinde ana hissedarlar tarafından, şirket yönetimi seviyesinde ise şirket üst düzey yöneticileri tarafından temsil edilmektedir. Vekalet kuramı gerek temsil maliyetlerinin tanımlanması gerekse çözüm yolları üzerinde yapılan araştırmalar ile halka açık pay sahiplerinin yaşadığı maliyetleri incelemektedir.

### **1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEM KAZANMASININ ALTINDA YATAN TEMEL DİNAMİKLER**

Becht vd. (2002, s.10) kurumsal yönetim hakkında yaptıkları çalışmada kurumsal yönetimin önem kazanmasını altı temel dinamiğe bağlamışlardır: (1) 1990'dan itibaren hızlanan özelleştirme akımı, (2) emeklilik fonları reformu ve bireysel tasarruf fonlarındaki ciddi artış, (3) 1980'lerde başlayan şirket ele geçirmeleri, (4) sermaye piyasalarının yeniden düzenlenmesi ve global anlamda etkileşimlerinin artması, (5) 1998 yılında yaşanan Doğu Asya ekonomik krizi, (6) ABD'de 1990'lardan itibaren yaşanan fakat boğa piyasası devam ederken dikkat çekmemiş olan firma iflasları ve skandalları.

Cheffins (2011, s.22)'e göre 2008 yılında yaşanan finansal krizin ardından kurumsal yönetim terimi bütün dünyadaki akademisyenler, politika yapıcılar, yatırımcılar ve şirket yöneticileri arasında popülerite kazanmıştır. Halka açık şirketlerde yönetim sorumluluğu, yönetim kurulu yapısı ve hissedarların sürece dahil

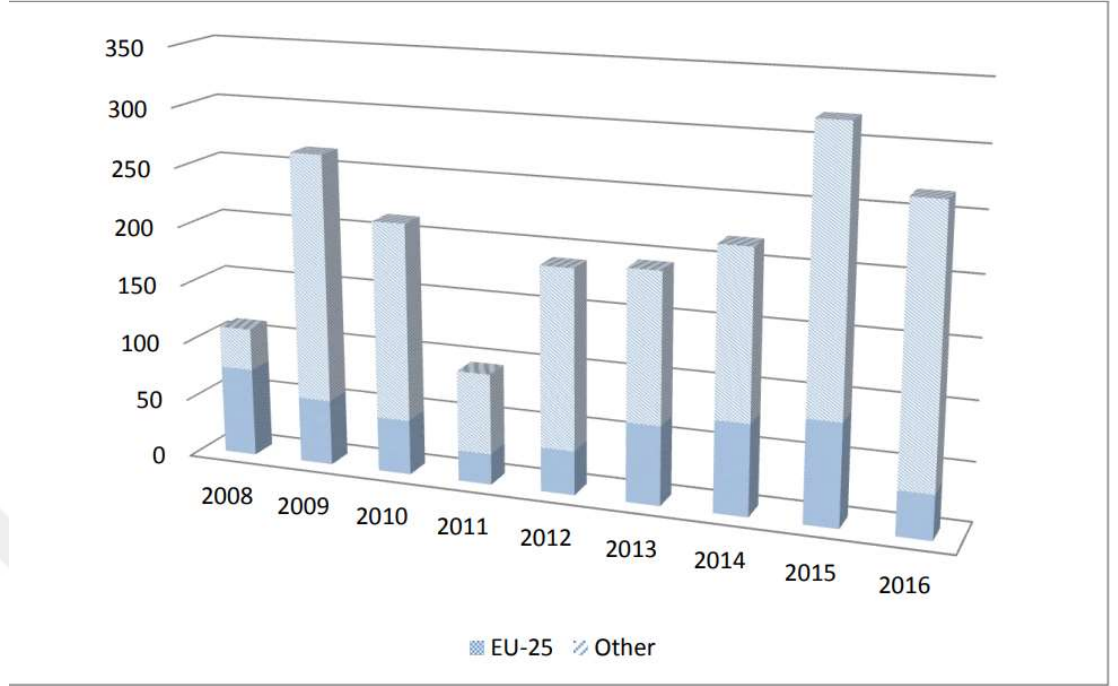
edilmesi gibi konular konuşulurken kurumsal yönetim terimi sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır.

### 1.3.1. Özelleştirmeler

1977 yılında İngiliz petrol şirketi BP'nin özelleştirilmesi modern zamanlardaki ilk büyük özelleştirme olarak kabul edilmektedir. Ardından 1979-1990 yılları arasında İngiltere'de başbakanlık yapmış olan Margaret Thatcher'in başlattığı özelleştirme akımı ile İngiltere'de devlete bağlı ticari işletmelerin ekonomiden aldığı pay %10 seviyesinden neredeyse sıfır seviyesine kadar inmiştir. İngiltere'nin ardından 1980'lerde özelleştirme akımı kıta Avrupa'sına da yayılmıştır. (Ronald, 2008, s.34-37).

ABD'de devlet işletmeleri önceden de ekonomiden kayda değer bir pay almıyordu. 1990'da İngiltere'de hız kazanan özelleştirme hareketleri 1995'de Avustralya, İtalya, Fransa, Japonya ve İspanya gibi ülkelerde de yoğunluk kazanmıştır (Becht vd., 2002, s.10).

OECD (2018)'nin hazırladığı çalışmaya göre 2008 yılında \$110 milyar olan özelleştirme gelirleri 2016 yılında \$266 milyar dolara kadar yükselmiştir. Avrupa birliğine üye 25 ülkenin özelleştirmelerden elde ettiği gelirin payı 2008 yılında %50'nin üstündeyken 2016 yılında %14 mertebesine düşmüştür. Hem dünya çapındaki özelleştirme gelirlerinin artışında hem de Avrupa Birliği'nin aldığı payın azalışında son yıllarda özelleştirme çalışmalarını hızlandıran ve 2015 yılında \$173 milyar, 2016 yılında ise \$148 milyar gelir elde eden Çin'in etkisi büyüktür. 2008-2016 yılları arasında dünyadaki yıllık özelleştirme gelirlerinin gelişimi Şekil 1'de verilmiştir.



**Şekil 1:** Dünyadaki Yıllık Özelleştirme Gelirleri (Milyar dolar)

**Kaynak:** OECD (2018), Privatisation and the Broadening of Ownership of State-Owned Enterprises

Privatization Barometer'in çalışmasına göre devletler 1997'den 2014'e kadar geçen dönemde toplam \$3,5 trilyon değerinde kamu varlığını özel yatırımcılar ve şirketlere satmışlardır (Megginson, 2016). Son 30 yılda yaşanan büyük ölçekli özelleştirmeler ile çok sayıda şirket özel teşebbüsün kontrolüne geçmiştir ya da halka açık payların miktarı artırılmıştır. Bu da beraberinde bu şirketlerin nasıl yönetileceği sorusunu getirmiştir.

İngiltere'de büyük çaplı özelleştirme programları arkasında içinde hissedar demokrasisinin canlandırılması girişiminin de bulunduğu bir planlama yatmaktadır (Biais ve Perotti 2000). Diğer ülkelerde kontrolün büyük hissedarlara aktarımı sırasında büyük özen gösterilmiştir. OECD ülkelerinin çoğunluğunda özelleştirmeler halka arzlar vasıtasıyla yapıldığı için genel olarak pay senetleri piyasasının rolünü etkinleştirmiş ve küçük hissedarların nasıl korunacağı konusunda dikkatleri toplamıştır (Becht vd., 2002, s.11).

Çin'deki ikincil halka arzlar ile ilgili yaptıkları çalışmada Liao vd. (2014) hissedar yapısının değişmesinin operasyonel performansa ve kurumsal yönetim uygulamalarına katkısı olup olmadığını araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlar, iktisadi kamu işletmelerinin özelleştirmenin ardından üretim miktarı, karlılık ve iş imkanlarının oluşturulması gibi göstergelerde ciddi yükselmeler kaydettiğini göstermiş fakat operasyonel verimlilik ve kurumsal yönetimde herhangi bir değişiklik olmadığını ortaya çıkarmıştır. Ayrıca performanstaki iyileşmeler büyük ölçüde hissedarların değerini artırmak için kamu otoriteleri tarafından uygulanan inisiyatiflere bağlı bulunmuştur.

Borisova vd. (2012) 2008 finansal krizinin ardından 14 Avrupa ülkesindeki kamu tarafından sahip olunan pay senetlerinin arttığı 372 şirketi incelemişler ve bu şirketlerde yönetim kalitesinde ciddi bir düşüşün yaşandığını tespit etmişlerdir. Diğer bir bulguları ise, kamu müdahalesinin medeni hukukun uygulandığı ülkelerde negatif, Anglo-Sakson hukuk sisteminin uygulandığı ülkelerde ise pozitif etki doğurduğudur. Ayrıca imtiyazlı oy hakları gibi uygulamalarında yönetim kalitesine ciddi anlamda zarar verdiği tespit edilmiştir.

Singapur doğal kaynakları olmamasına rağmen on yıllardır yüksek bir ekonomik kalkınma modeli oluşturmuştur. Cheng-Han vd. (2015) bu modelin diğer ülkelerde de uygulanıp uygulanamayacağını araştırdıkları çalışmalarında, etkin kurumsal yönetimin, yolsuzluğun olmadığı stratejik bir eğilime sahip kamu iktisadi teşebbüslerinin ve fonlarının Singapur'un başarısının altında yatan temel etkenler olduğunu belirtmektedirler. Çalışmanın sonucunda devlet tarafından yönlendirilen Singapur ekonomik kalkınma modelinin başka ülkelerde uygulanmasının oldukça zor olacağı belirtilmiştir.

Türkiye'de özelleştirmelerin yapılabilmesi için hukuki altyapının sağlanması 1994 yılında çıkarılan 4046 nolu kanun ile olmuştur. Bu kanun ile Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın ve Özelleştirme Fonu'nun kurulması kararlaştırılmıştır. Bu yasaya göre stratejik kuruluşlarda dahil olmak üzere bütün kuruluşların özelleştirilebilmesine karar verilmiştir. Sadece stratejik kuruluşlarda

yönetim kurulu üyelerinin atanabilmesi için devletin imtiyazlı pay senedine sahip olması kararlaştırılmıştır. (Ruhi, 2005: s.245,246).

Tablo 1’de görüldüğü üzere özellikle 2004’den sonraki dönemde Türkiye’deki özelleştirmeler hız kazanmış ve \$73,9 milyar gibi ciddi bir tutara ulaşmıştır.

**Tablo 1-** T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı, Özelleştirme Gelirlerinin Yıllara Dağılımı (Milyar \$)

1986-2003	8,2
2004-2010	36,6
2010-2018	29,1
<b>Toplam</b>	<b>73,9</b>

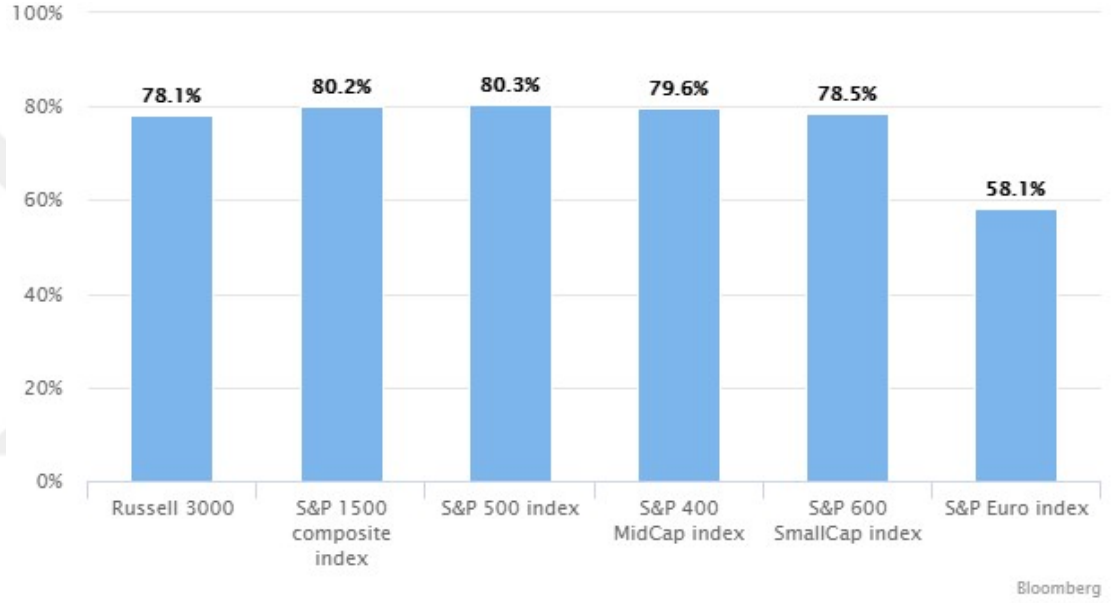
**Kaynak:** <http://www.oib.gov.tr>

Ketenci ve Çoban (2016, s.19) Türkiye’deki özelleştirmelerin finans piyasasına etkilerini inceledikleri çalışmalarında, özelleştirmenin Türkiye’deki finansal piyasaların gelişmesi, borsada yapılan işlem hacminin artması ve bankalar tarafından verilen kredi hacminin artması noktasında Türk ekonomisine katkı sağladığını tespit etmişlerdir.

Son otuz yılda bütün dünyada popülerleşen özelleştirme sürecine yüzlerce milyar dolar değerindeki varlığın dahil edilmesi ve büyük bir bölümünün halka arzlar yoluyla yapılması küçük ve kurumsal yatırımcıların şirketlerdeki paylarının artmasına yol açmıştır. Örnek olarak Türkiye’de Aselsan, Türk Telekom, Halkbank, Emlak Konut GYO gibi birçok kamu kuruluşunun pay senetleri halka açılmıştır. Bu durum da küçük ve kurumsal yatırımcıların yönetim kurulunda söz sahibi olmadıkları şirketlerde nasıl temsil edileceği ve bu yatırımcıların haklarının nasıl korunacağı konusunda kurumsal yönetim uygulamalarının önemini artırmıştır.

### 1.3.2. Emeklilik Fonları Reformu ve Bireysel Tasarruf Fonlarındaki Ciddi Artış

ICI (2018)'nın verilerine göre ABD'deki yatırım fonlarının (mutual funds) aktifleri 2018 yılı Kasım ayında 18,6 trilyon dolara ulaşmıştır. Şekil 2'de görüleceği üzere kurumsal yatırımcı payları ABD'de işlem gören şirketlerde %80, Avrupa'da işlem gören şirketlerde ise %58 mertebesindedir.



**Şekil 2:** Endekslerin Kurumlar Tarafından Sahip Olunan Yüzdeleri (24 Nisan 2017)

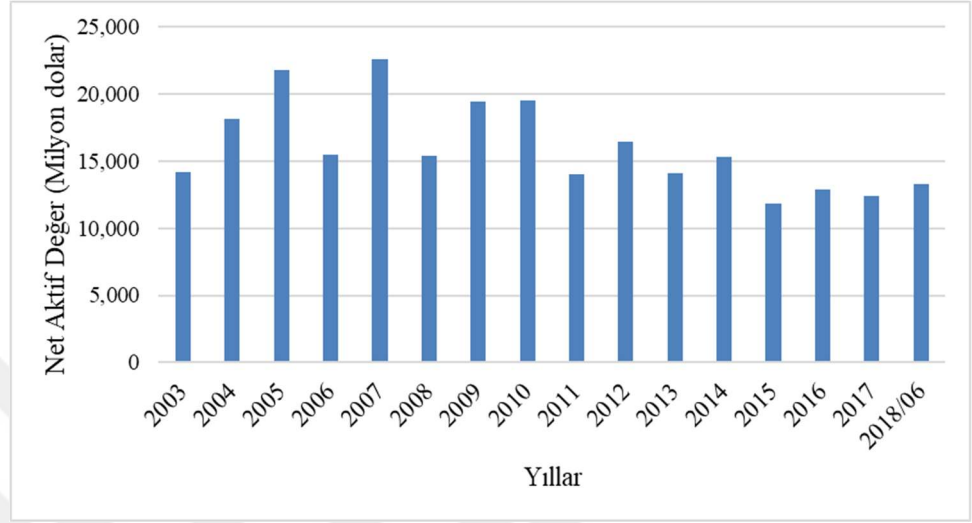
**Kaynak:** McGrath, C. (2017)

Appel vd. (2016, s.1,38,39) pasif olarak yatırım yapan yani pay senedi tercihinde bulunmayı belli bir endeksi olduğu gibi takip eden fonların ABD pay senetleri piyasasındaki paylarının 1998'de %8'den 2014'de %33,5'e yükseldiğini bildirmişlerdir.

Türkiye'de de ABD'ye benzer şekilde yatırım fonları son yıllarda giderek popülerlik kazanmış, 2004 yılında 240 olan fon sayısı 2018 yılı ikinci çeyreğinde 399'a yükselmiştir. Diğer yandan dolar kurundaki son yıllarda yaşanan hızlı yükselmeye rağmen yatırım fonlarının net aktif değerleri dolar bazında değerini korumayı başarmış



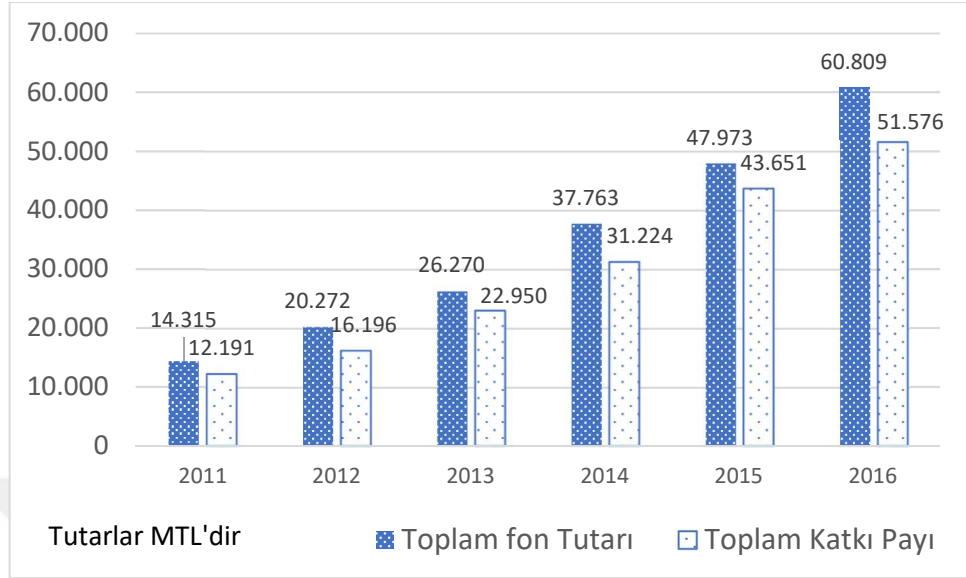
ve 2018 ikinci çeyreği itibariyle \$13,3 milyar seviyesine ulaşmıştır (bkz. Şekil:3) (SPK, 2018).



**Şekil 3:** Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Net aktif Değeri (Haziran, 2018)

**Kaynak:** SPK Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler Raporu, Eylül 2018, Grafik yazar tarafından hazırlanmıştır.

KMPG (2018)’nin hazırladığı bireysel emeklilik sistemi raporuna göre, sistemde 2016 sonu itibariyle toplam 6,6 milyon adet katılımcıya ait 7,8 milyon adet sözleşme bulunmaktadır. 2011 yılında toplam katkı payı 12,2 milyar TL ve toplam fon tutarı 14,3 milyar TL iken (bkz. Şekil 4) emeklilik gözetim merkezinin güncel verilerine bakıldığında 2019 yılı ocak ayı itibariyle katılımcı sayısının 6,85 milyon adete, sözleşme sayısının ise 8,1 milyon adete yükseldiği görülmektedir. Bu dönemde toplam fon büyüklüğü 78,6 milyar TL’ye ulaşmıştır (bkz: Tablo 2).



**Şekil 4:** Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi Toplam Katkı Payı ve Fon Büyüklüğü Gelişimi

**Kaynak:** KPMG Türkiye’de ve Dünyada Bireysel Emeklilik Sistemleri Raporu 2018

**Tablo 2-** Emeklilik Gözetim Merkezi Şirket Bazında Temel Göstergeler (Ocak, 2019)

Tarih	Emeklilik Şirketi	Katılımcı Sayısı	Katılımcıların Fon Tutarı (TL)	Devlet Katkısı Fon Tutarı (TL)	Katkı Payı Tutarı (TL)	Emekli Olan Katılımcı Sayısı
18.01.2019	Aegon Emeklilik ve Hayat	38.739	130.258.591	15.154.692	89.302.181	636
18.01.2019	Allianz Hayat ve Emeklilik	99.659	2.527.692.828	323.609.466	1.774.557.505	3.719
18.01.2019	Allianz Yaşam ve Emeklilik	742.294	10.777.490.740	1.211.710.161	7.641.325.951	11.027
18.01.2019	Anadolu Hayat Emeklilik	1.112.620	14.525.679.004	2.322.334.673	10.826.813.713	22.859
18.01.2019	Avivasa Emeklilik ve Hayat	828.249	15.212.326.760	2.105.512.440	11.234.248.505	17.883
18.01.2019	Axa Hayat ve Emeklilik	35.370	371.888.263	73.526.442	293.185.968	59
18.01.2019	Bereket Emeklilik ve Hayat	100.088	341.525.056	67.541.991	249.505.546	33
18.01.2019	BNP Paribas Cardif Emeklilik	183.853	2.062.804.672	302.771.805	1.534.519.676	2.342
18.01.2019	Cigna Finans Emeklilik ve Hayat	90.528	663.862.324	127.557.317	517.451.387	118
18.01.2019	Fiba Emeklilik ve Hayat	93.975	1.500.376.613	177.298.471	1.103.143.144	1.001
18.01.2019	Garanti Emeklilik ve Hayat	1.144.050	11.373.120.578	1.813.126.910	8.494.511.199	13.158
18.01.2019	Groupama Emeklilik					2.974
18.01.2019	Halk Hayat ve Emeklilik	536.980	3.426.115.657	640.098.984	2.823.767.016	313
18.01.2019	Katılım Emeklilik ve Hayat	237.328	1.208.588.341	247.729.227	1.014.019.049	78
18.01.2019	Metlife Emeklilik ve Hayat	187.058	1.473.822.534	260.883.912	1.194.334.390	428
18.01.2019	NN Hayat ve Emeklilik	258.493	2.847.278.094	427.109.507	2.111.137.115	4.791
18.01.2019	Vakıf Emeklilik ve Hayat	533.515	6.305.542.762	900.230.227	4.566.980.810	8.008
18.01.2019	Ziraat Hayat ve Emeklilik	634.404	3.813.929.772	743.394.830	3.109.187.485	1.197
18.01.2019	<b>Sektör Toplamı</b>	<b>6.857.203</b>	<b>78.562.302.591</b>	<b>11.759.591.055</b>	<b>58.577.990.639</b>	<b>90.624</b>

**Kaynak:** Emeklilik Gözetim Merkezi (2019)

Özellikle pasif yatırım oranındaki bu hızlı artış hissedarların şirket yönetimlerinde ne derece etkin bir şekilde temsil edildiğine dair endişelerin artmasına yol açmıştır.

Appel vd. (2016, s.38-39) tarafından yapılan çalışmada, pasif fonların belli bir endeksi takip etmeleri dolayısıyla pay senedi alım satım kararları ile şirket yönetimlerini etkileme şansı olamasa da tam anlamıyla da pasif olmadıkları sonucu bulunmuştur. Özellikle büyük ölçekli pasif fonların gözlemlenmesi sonucu, pasif fonların hissedarlık oranının artması durumunda yönetim kurullarında bağımsız üye sayısında artış, şirketin başka bir şirket tarafından satın alınma taleplerine itiraz etme ve savunma uygulama oranlarında düşüş, daha eşit oy hakkı kullanımları ve imtiyaz haklarının olduğu pay senedi sınıflarının daha az kullanılması gibi özellikler gözlemlenmiştir. Pasif yatırım fonlarının şirketlerin kurumsal yapılarına dikkat ettikleri ve ciddi büyüklüğe sahip oy hakları ile gerekli müdahaleleri yaptıkları tespit edilmiştir. Örnek olarak pasif fon yönetimlerinin oy haklarını kullanırken yönetim tarafından hazırlanan önerilere, diğer hissedarlar tarafından teklif edilenlere kıyasla daha az destekledikleri gözlemlenmiştir. Pasif kurumsal yatırımcıların varlığının bir diğer göstergesi ise pasif yatırım oranı arttıkça uzun vadeli şirket performansının iyileşmesi ve aktivist yöntemlerle hareket eden yatırımcıların bu şirketlerle daha az ilgilenmesi olmuştur.

Petajisto (2013) aktif ve pasif fonların performanslarını kıyasladığı çalışmasında ABD’de yatırım yapan 2,740 fonun 1980-2009 arasındaki performansını incelemiştir. Ortalama olarak, bütün fonların 104, pay senedi seçimi yapan fonların 66, endeks fonlarının ise 161 farklı pozisyon taşıdığını bulmuştur. Çalışmada çıkan bir diğer sonuca göre ortalamada fonların portföylerindeki pay senetlerini yıllık değiştirme oranları %87’dir ki bu da ciddi miktarda komisyon gideri oluşturmaktadır. Fonların performanslarına gelince pay senedi seçimi yapan fonların komisyon ücretleri kesildikten sonra bile endeks performansını geçtikleri gözlemlenmiştir. Fonların büyüklüğü ile performansları arasındaki ilişkiye de bakılmış, güçlü bir ilişki bulunamasa da küçük fonların daha yüksek performans sağladığı saptanmıştır. Fakat

bunun bir nedeni olarak da endeks fonlarının boyutlarının büyük olması nedeniyle bu ilişkinin büyüklükten ziyade fon tipiyle alakalı olabileceğidir. Fonların başarılarının sürdürülebilirliği de araştırmanın bir diğer konusu olarak sunulmuştur. Bir yıl önce piyasayı yenen gruptaki fonların yenilen fonlara kıyasla performansının %10 gibi yüksek oranda artıda olduğu saptanmıştır. Fon yöneticilerinin aralarındaki farkın süreklilik arz eden şekilde yüksek ya da düşük performansa neden olduğu sonucu çıkmaktadır.

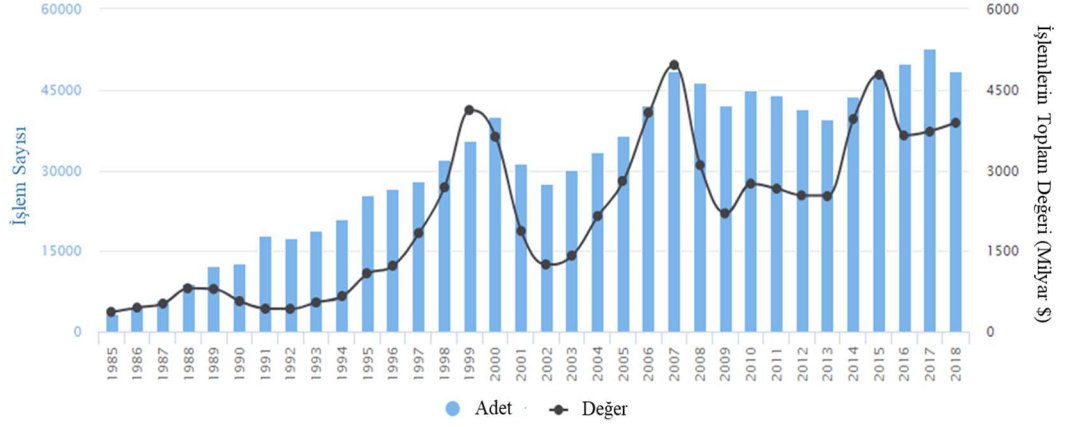
Şahin vd. (2018, s. 536), yapmış oldukları çalışmada bireysel emeklilik sisteminde toplanan fonlardaki artışın sermaye birikimine ve sermaye piyasasının gelişimine katkı sağladığını bulmuşlardır. Ayrıca, pay piyasasında şirketlerin değerlerindeki artışın kısa dönemde teşvik edici bir unsur olarak bireylerin emeklilik fonlarındaki tasarruflarının artmasına yol açtığı görülmüştür. Aksu (2018) ise yapmış olduğu çalışmada yatırım fonları haricinde borsaların da kurumsal yönetim konusunda rol oynadıklarını belirtmiştir. Borsaların öz-düzenleyici rolleri vasıtasıyla kurumsal yönetim çalışmaları konusunda daha fazla rol aldığı, projeler geliştirdiği ve bu çerçevede yatırımcılara ürün ve hizmet sağlamak için çalışmalar yürüttüğü gözlemlenmiştir.

Gerek Türkiye’de gerek dünyada sermaye piyasalarının emeklilik fonları ve diğer fonlar aracılığı ile tabana yayılması, milyonlarca küçük yatırımcının pay senetleri ve borçlanma piyasalarına erişebilmesine ve yatırım fonları aracılığı ile yatırım yapabilmesine imkân sağlamıştır. Birçok ülkede yaşanan nüfus artık sosyal güvenlik sisteminin kendini taşımasını zorlaştırmaktadır. Gerek sağlık masraflarındaki artış gerekse yaşlı nüfusun artışı nedeniyle çalışabilir nüfusun toplam nüfusa oranının düşüşe geçmesi, bireysel emeklilik sistemlerinin önemini artırmıştır. Türkiye’de de bu amaçla Zorunlu Bireysel Emeklilik gibi sistemler hayata geçirilmiş, insanların sisteme dahil olması için devlet teşvik uygulamaları başlatılmıştır. Günümüzde bireysel emeklilik sistemine 6,8 milyon kişi kayıtlıdır (Bkz. Tablo 2). Bireysel yatırımcıların önemli bir kısmının finansal bilgisinin sınırlı olması; yatırımlarının küçük tutarlarla gerçekleştirilmesi ve önemli bir kısmının fonlar aracılığı ile yapılması gibi nedenlerle

aktif olarak birikimlerine yön vermeleri ve yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimini kontrol etmeleri mümkün olmamaktadır. Ayrıca sistemsel olarak da milyonlarca katılımcının yıllarca biriktirdikleri tasarruflarını aktardıkları bu fonların doğru yatırımlar yapması bu insanların geleceği açısından kritik öneme sahiptir. Bütün bu etkenler özellikle halka açık şirketlerde kurumsal yönetimin önemini artırmaktadır.

### **1.3.3. Şirket Birleşmeleri ve Ele Geçirmeler**

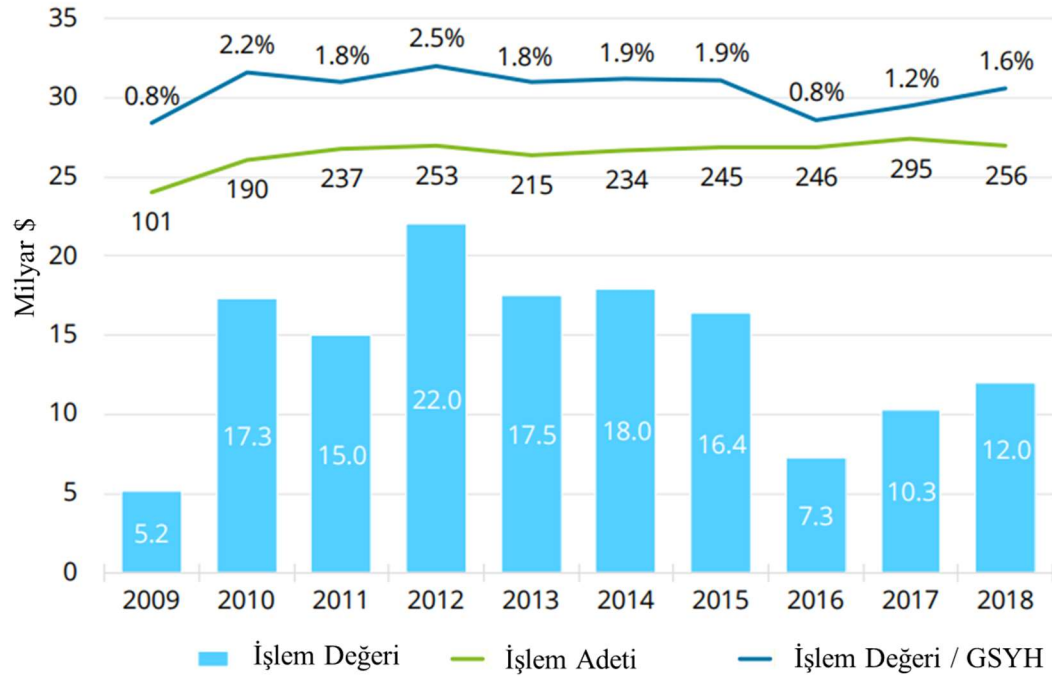
Şirket birleşmeleri ve satın almaları dünya çapında hem adet hem de değer olarak artan bir trende sahiptir. Şekil 5’de görüleceği üzere 1985 yılında 3287 adet şirket birleşmesi ve satın alması yaşanmış ve toplam 364 milyar dolar hacminde işlem gerçekleşmiştir. 1999 yılına gelindiğinde çok hızlı bir artışla işlem sayısı 35.527 adete çıkmış, işlem tutarı ise 4,1 milyar doları bulmuştur. Teknoloji balonunun da yaşanmasıyla birkaç yıl devam eden düşüş eğilimi 2002’de tekrar artışa dönüşmüş ve 2008 finansal krizi yaşanana kadar ikinci bir artış trendi yaşanmıştır. 2007 yılında işlem adeti 48.476, işlem tutarı ise tarihi rekor değer olan 4,95 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılına gelindiğinde 48.577 adet işlem ile 3,9 milyar dolarlık hacim gerçekleşmiştir. Burada dikkat çeken husus işlem sayısının daha düzenli artışı, işlem tutarının ise daha çok firma değerlemelerindeki değişime bağlı olarak çok daha fazla değişkenlik göstermesidir. Birleşme ve satın almaların hem ekonomilerin sağlıklı büyüdüğü dönemlerde hem de kriz ortamlarında yaşanmaya devam etmesi farklı amaçlarla kullanıldıklarını da göstermektedir. Özellikle ekonomi büyürken iş hacmini artırma amacı güdülürken kriz dönemlerinde daralan pazarda kontrollü küçülme ve ekonomik tedbir alma amaçları vardır.



**Şekil 5:** Dünya Çapındaki Birleşme ve Satın Almalar

**Kaynak:** IMAA analysis; imaa-institute.org

Türkiye’de birleşme ve satın almalar 2008 finansal kriziyle birlikte bir duraklama dönemi yaşanmış olsa da Şekil 6’da görüleceği üzere 2010 yılında hızlı bir toparlama gerçekleşmiş ve nicel olarak 190 ile 295 arasında değişen birbirine yakın bir hacim yakalanmıştır. 2016 yılından itibaren satın alma ve birleşmelerde adet olarak bir azalma gerçekleşmese de döviz kurlarındaki yükselmenin de etkisiyle dolar olarak toplam tutarda belirgin bir azalma göze çarpmaktadır.



Şekil 6: Türkiye'deki 2009-2018 Arası Birleşme ve Satın Almalar

**Kaynak:** Deloitte (2019), Türkiye 2018 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu

Aksu (2011) birleşme ve satın almalarda farklı dönemlerde yaşanan yoğunluğa dikkat çekerek, satın almaların sıklaştığı dönemlerin, ekonomide teknolojik gelişmeler, pozitif ya da negatif endüstriyel şoklar gibi büyük hareketlerin ardından geldiğini belirtmiştir. Özellikle ekonominin hızla büyüdüğü zamanlarda birleşme aktivitelerinin de sıklaştığı görülmektedir. Aslında başka bir şirketle birleşme şirketlerin büyüme alternatiflerinden yalnızca biri olmasına rağmen şirketler tarafından oldukça yoğun bir şekilde kullanılması şaşırtıcıdır. Bütünüyle satın alma işlemleri 1960'ların sonunda hız kazanıp 1980'lere kadar devam etmiştir. Ardından 1990'ların sonunda yeniden popülerlik kazanmıştır. 1960'lardaki satın almaların çoğunluğu birbiriyle ilişkisi olmayan sektörlerde (holding şeklinde birleşmeler) yaşanmıştır. 1980'lerde yaşanan birleşme dalgası şirketlerin ya bazı operasyonlarını küçültme ya da özelleştirmesi amacıyla yapılmıştır. Küçülme tarzında olan birleşmeler, aşırı derecede

holding yatırımı yapmanın bir sonucu olarak; 1970'lerde OPEC kartelinin oluşması sonucu yaşanan ekonomik durgunluk nedeniyle ya da bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler nedeniyle gerçekleşmiştir. Ayrıca ABD'de 1980'ler en çok sayıda zorla ele geçirmenin yaşandığı dönemdir (Eckbo, 2011, s.2-3).

Boyson vd. (2017), aktivist stratejiyle hareket eden serbest yatırım fonlarının birleşmelere ve satın almalara etkisini inceledikleri çalışmalarında, aktivistlerin dahil olmadığı birleşmelere kıyasla aktivistlerin yönlendirdiği ve dışarıdan üçüncü bir şirketin teklif verdiği birleşmelerde daha yüksek pay senedi getirileri, satın alma primi ve başarılı sonuçlanma olasılığı olduğunu bulmuşlardır. Bunun aksi şekilde üçüncü bir taraf değil de aktivist bir yatırımcının dahil olduğu senaryolarda birleşme olasılığının kendiliğinden gelişen satın alma ve birleşmelere kıyasla daha düşük olduğu bulunmuştur. Buna rağmen başarısız olsa dahi aktivist fonların hedef aldığı firmalarda, uzun vadede operasyonel performansın iyileşmesi ve finansal politikalarındaki değişiklik nedeniyle, satın alınma tehdidine sahip olmayan firmalara kıyasla, daha yüksek performans elde edildiği tespit edilmiştir.

Köksal (2017) şirketlerin tepe yöneticilerinin satın alma ve birleşme kararlarında aşırı güven hatasına düşmelerini konu edinen çalışmasında, insanların karar verme sırasında aşırı güven hatasına düştüklerini, bir şeyin önemini geç fark etme, belli bir konuya takılma gibi hatalar nedeniyle bu tarz sorunlar yaşadıklarını belirtmiştir. Yöneticilerin başarılı sonuçları kendilerine, başarısız sonuçları da başkalarına yordukları, birleşme ve satın alma konusunda verdikleri kararlarda %70'e varan oranda yanıldıkları belirtilmiştir.

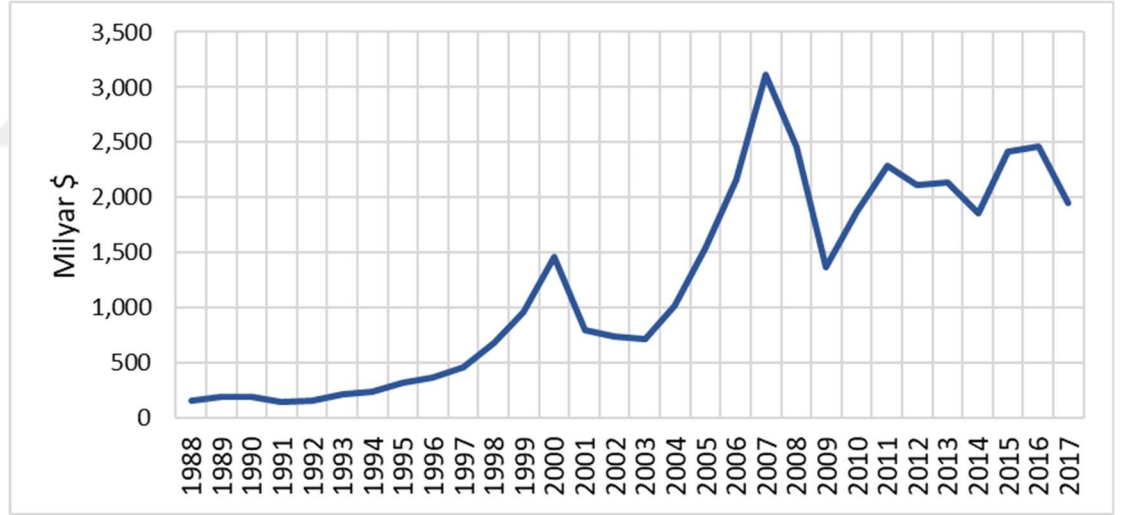
Globalleşme, teknolojik gelişmeler, pazarların büyümesi ya da küçülmesi gibi nedenlerle artış trendinde olan satın alma ve birleşmeler, yatırım yaptıkları şirketlerin geleceği açısından hissedarlar ve borç verenler için oldukça önemli gelişmelerdir. Literatür çoğu zaman satın alma ya da birleşme sırasında devralınan şirketin pay senedi fiyatlarının arttığına işaret etmiş olsa da bu işlemlerde her iki şirketin hissedarlarının haklarının korunması ve doğru temsil büyük önem arz etmektedir. Özellikle yöneticilerin farklı gündemlerinin olma riski, mesela pozisyonlarını korumak adına



şirket satılmasına karşı çıkmak gibi ya da buldukları şirketleri büyütmek için gereksiz yere risk alarak başka bir şirketi satın alma gibi eylemlere girişebilecekleri göz ardı edilmemelidir. Bütün bu gelişmeler kurumsal yönetime olan ilginin artmasına yol açmıştır.

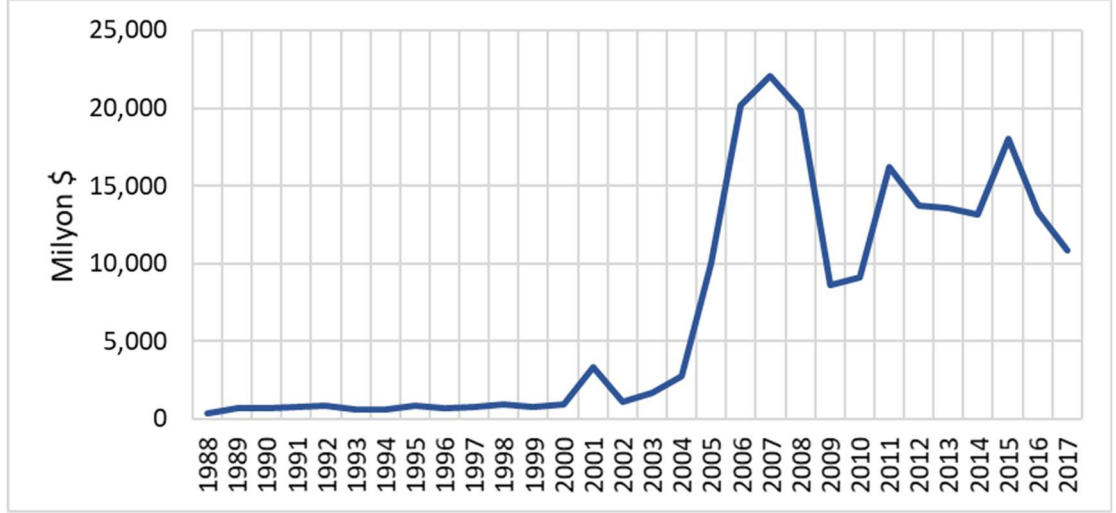
#### 1.3.4. Sermaye Piyasalarının Yeniden Düzenlenmesi ve Global Anlamda Etkileşimlerinin Artması

2000’li yıllarda ülkeler arası doğrudan yatırımlarda dünya çapında ciddi artış yaşanmıştır. Özellikle 2005 yılından sonraki dönemde global anlamda yıllık doğrudan yatırım akışı yaklaşık 2 trilyon dolar seviyesindedir (bkz. Şekil 7). Türkiye’de de benzer şekilde doğrudan sermaye akışı 2004 yılından sonra artışa geçmiş 2007 yılında 22 milyar doları bularak rekor kırmıştır (bkz. Şekil 8).



Şekil 7: Dünyadaki Doğrudan Yabancı Sermaye Akışı

**Kaynak:** Dünya Bankası, Grafik yazar tarafından oluşturulmuştur



**Şekil 8:** Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Sermaye Akışı

**Kaynak:** Dünya Bankası, Grafik yazar tarafından oluşturulmuştur

Perotti ve Thadden (2003, s. 2, 29) sermaye piyasalarının bütünleşmesinin kurumsal yönetimi geliştirici bir tesiri olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışma temelde öz kaynak ile finansman sağlayan firmaların yatırımcılarına karşı olan sorumlulukları gereği kamuya açık bilgi paylaşma mecburiyeti ve kredi ile finansman sağlayan firmaların bu konuda daha muhafazakâr davranabilmesi üzerine kurgulanmıştır. Farklı yönetim yapılarını ele alarak bilginin nasıl dağıldığını bulmak için şirketleri öz kaynak baskın ve borç baskın olmak üzere iki farklı gruba ayırmışlardır. Kreditorlerin baskın olduğu firmaların şeffaflık seviyesinin daha düşük olduğu gözlemlenmiştir. Klasik olarak kreditorlerin baskın olduğu firmalarda yaşanan bu durumun bir diğer açıklaması da pazardaki ürün rekabetinden kaçınmak için firmaların bilgi akışını özellikle kısıtlamış olabileceğidir. Çalışmada elde edilen ilginç bir sonuç şeffaf olmayan yapıdaki bu firmaların daha şeffaf olan rakiplerine karşı bir rekabet üstünlüğü sağlayamadıklarıdır. Eğer firmanın rekabet gücü sınırlıysa bilgi akışını sınırlayarak diğer firmalara karşı bir korunma elde edilebilse de eğer rekabet gücü yüksek bir firma bu gücü saklıyorsa rakip firmaların üretimlerini sınırlama ve pazar payı kazanma fırsatını da geri çevirdiği tespit edilmiştir.

Birçok akademik çalışma bir ülkenin doğrudan yabancı yatırımcı almasındaki en önemli engellerden birinin o ülkede yaşanan yolsuzluğun fazla olması olduğunu belirtmiştir (Abed ve Davoodi, (2000), Alesina ve Weder, (1999), Smarzynska ve Wei, (2000), Wei, (1997), Abotsi, (2016) ve Abotsi, (2018)).

Yolsuzluk karar vericileri etkilemek için yasa dışı bir şekilde ödeme yapmaktır. Birçok örnekte uluslararası firmalar belli bir çıkar sağlamak için kamu otoritelerine ödeme yapmaktadırlar. Kurumsal yapının güçlü olduğu ülkelerde yolsuzluğun az olma, kurumsal yapının zayıf olduğu ülkelerde ise daha çok yolsuzluk yaşanma ihtimali artmaktadır. Kısaca bir ülkedeki kurumsal yapının ne kadar güçlü olduğuna bağlı olarak yolsuzluk “ticaretin işlediği tekerlerde kum” ya da “tekerlerin rahat dönmesi için yağ” işlevi görebilmektedir (Abotsi, 2016).

Hellman vd. (2002) yabancı yatırımcıların geçiş ekonomilerine daha yüksek kurumsal yönetim standartları getirip getirmediğini araştırdıkları çalışmalarda şu beş sonuca ulaşmışlardır. (1) Yolsuzluk yalnızca doğrudan yabancı yatırım miktarını azaltmakla kalmayıp aynı zamanda bazı kurumsal standartlara göre daha düşük kalitede yabancı yatırımcıların gelmesine yol açmaktadır. Devlet yönetiminin ekonomi ile ilgili kazanılmış hakları yönettiği ekonomilerde, doğrudan yabancı yatırım yapan firmalar yerel firmalara kıyasla yolsuzluk vasıtasıyla politik yardım sağlama konusunda daha aktiftirler. (2) Yukarıdaki çıkarımın tam tersi olarak devletin kazanılmış haklara müdahalesinin engellendiği ülkelerde doğrudan yabancı yatırım yapan firmaların yerel rakiplerine kıyasla daha az politik yolsuzluk girişimlerinde bulunduğu gözlemlenmiştir. (3) Farklı tip yabancı yatırımcılar kendi rekabet güçlerini sağlamak için yolsuzlukla ilgili farklı yöntemlere başvurumaktadırlar. Yerel ortağı olan firmalar daha çok devlet tarafından kontrol edilen alanlarla ilgilenmektedirler. Genel merkezleri yurt dışında olan daha büyük uluslararası firmalar ise anlaşma sağlamak için rüşvet vermeyi tercih edebilmektedir. (4) Her ne kadar yabancı yatırımcılar rüşvet vermek zorunda kaldıkları iddiasındalarsa da bu yatırımcıların yerel rakiplerine kıyasla daha çok rüşvet verdiğine dair bir kanıt bulunamamıştır. Ayrıca bazı durumlarda rüşvet vermeye yerel firmalara kıyasla daha yatkındırlar ve bu sayede özel menfaatler

sağlamaktadırlar. Bu da yabancı yatırımcıların rüşvet vermek zorunda kaldıkları iddiasını çürütmektedir. (5) ABD tarafından 1977’de hayata geçirilen yabancı firmalara dair yolsuzluk uygulamaları yasasının ve OECD’nin 1997 yılında sunduğu yabancı kamu yetkililerinin yaptığı yolsuzluk ile ilgili anlaşmasının daha yüksek kurumsal standartlar getirmediği gözlemlenmiştir.

OECD tarafından yapılan anlaşmanın daha çok gelişmiş ülkeleri kapsamı nedeniyle 2005 yılında Birleşmiş Milletler bütün dünyayı kapsayan yolsuzlukla mücadele kampanyasını başlatmıştır. 2010 yılında imzalanan İngiliz Yolsuzluk anlaşması ise kendisinden önceki anlaşmaları hem kapsam hem de sertlik anlamında gölgece bırakmıştır. ABD, OECD, Birleşmiş Millet ve İngiltere’nin öncülük ettiği yolsuzlukla mücadele kanunları global kapsamda etkinlik kazanmıştır (Folsom, 2019).

Birçok ülkede emeklilik fonları ve varlık fonlarının büyüklüğü düşünüldüğünde bu fonların kurumsal yönetim kalitesi bütün finansal sistemi etkileme gücüne sahiptir. OECD’nin Emeklilik Fonu Yönetimi ilkeleri ve ISSA’nın Yatırım ve Sosyal Güvenlik Fonları ilkeleri fonların yönetim standartlarını geliştirmek için oluşturulmuş uluslararası resmi dokümanlardır (Yermo, 2008).

Yabancıların yaptığı doğrudan yatırımlar gelişmekte olan ülkelerin ekonomisinin hızlı bir şekilde büyümesi için kritik öneme sahiptir. Doğrudan yabancı yatırımlar, birçok ülkede en büyük sermaye giriş kalemini oluşturmaktadır. Dünya bankası kurumsallık indikatörleri kullanılarak 33 farklı ülkede 1997 ile 2002 yılları arasında kapsayan bir çalışmada ülkelerin makroekonomik kurumsallık seviyelerinin doğrudan yabancı sermaye girişine pozitif ve yüksek oranda katkısı olduğu tespit edilmiştir (Adeoye, 2007).

Türkiye açısından bakıldığında 2000’li yıllarda doğrudan sermaye akışının ciddi anlamda hızlandığı gözlemlenmektedir (bkz. Şekil 10). Türkiye Birleşmiş Milletler’in kurucu ve OECD’nin kurucu ve asil üyeleri arasında bulunmaktadır. Türkiye ayrıca 1998 yılından itibaren ise Avrupa Birliği aday ülke statüsü kazanmıştır ve birliğe katılmak için çalışmalarını sürdürmektedir. Uluslararası Şeffaflık Derneğinin

verilerine göre 2018 yılı itibariyle Türkiye 41 puanla 180 ülke arasında 78. Sırada bulunmaktadır.

21. yüzyılda globalleşmenin de etkisiyle sermaye hareketleri ciddi bir hız kazanmıştır. Bu sayede gelişmekte olan ülkeler zengin gelişmiş ülkelerde biriken sermayeyi transfer ederek ekonomik büyümelerine katkıda bulunma fırsatına sahiptir. Ülkelerin kurumsal yönetim standartlarını yükseltmesi, gerek üye oldukları uluslararası düzenleyici kurumların hazırladıkları ilkelere uyum zorunluluğu açısından gerekse doğrudan yabancı sermaye çekebilmeleri için kritik bir unsuru oluşturmaktadır.

### **1.3.5. 1998 Yılında Yaşanan Doğu Asya Ekonomik Krizi**

Yaklaşık 30 yıl süren ekonomik büyümenin ardından 1998 yılında Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'ın dahil olduğu Doğu Asya ülkelerinde ciddi bir ekonomik durgunluk baş göstermiştir. Finansal kriz bu ülkelerde büyüme performansında ciddi bir darbe oluştursa da geniş çaplı yapısal reformlar ile yerel ekonomik kurumları ve politika çerçevelerini geliştirmek için fırsat yaratmıştır. Bu ekonomiler 1998 yılında %10'a varan oranda küçülme yaşamış olsalar da 1999 yılıyla birlikte hızlı bir toparlanma sürecine girmişlerdir (Kawai, 2000, s. 1-2). Bu kriz yalnızca Doğu Asya ülkelerini etkilememiş, Güney Amerika, Orta Doğu ve Doğu Avrupa'ya da yayılmış ve birçok ülkede ülke para birimlerinin ve pay senetleri piyasasının ciddi anlamda değer kaybetmesine yol açmıştır. Her ne kadar bütün gelişmekte olan ülkeler bu krizden etkilense de uğradıkları kayıplar ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir (Dünya Bankası, 2000).

Lins ve Lemmon (2001) sekiz Doğu Asya ülkesindeki 800 şirketi ele aldıkları çalışmalarında şirketlerin sahiplik yapılarının kriz döneminde şirket değerinin değişimine etkisini incelemişlerdir. Elde ettikleri bulgular, kontrolü elinde bulunduran ortakların azınlık pay sahibi hissedarların haklarını gasp etme motivasyonuna sahip olabildiklerini göstermektedir. Örnek olarak, azınlık pay sahibi hissedarların bulunduğu şirketlerde diğer firmalara kıyasla Tobin's q rasyoları %12 oranında daha

fazla kayba uğramış ayrıca pay senedi performansları da krizin sürdüğü dönemde yıllık %9 oranında daha kötü gerçekleşmiştir.

Kawai vd. (2001), yapmış oldukları çalışma ile Doğu Asya ekonomik krizinden alınan dersleri dört kategori altında toplamıştır. Bu dersler aşağıda belirtilmiştir.

#### A- Kriz ve Kötü Etkilerinin Önlenmesi

(1) Kısa vadeli nakit akış ile finanse edilen yüksek miktardaki cari açığın önlenmesi.

(2) Finansal piyasaları sert bir şekilde düzenleyerek ve denetleyerek bankalar ve şirketlerin riski doğru bir şekilde yönettiğine emin olmak.

(3) Sağlıklı bir şekilde yönetilen kurumsal finansman ile ilgili teşvik edici önlemleri alma ve yüksek kaldıraç ve yurt dışı kredilerin kullanımını sınırlandırma.

#### B- Kriz ve Kötü Etkilerinin Yönetilmesi

(4) Hızlı bir şekilde yeterli miktardaki likiditeyi yurt dışından temin etmek ve piyasa güvenini yeniden temin etmek için sağlıklı politikaları hayata geçirmek.

(5) Özel yabancı kreditorleri kriz zamanlarında dahil etmek önem arz etmektedir. Eğer kamu kaynakları krizin büyüklüğüne kıyasla yetersiz kalıyorsa gönülsüz olursa dahi yabancı özel kreditorleri dahil etmek gerekli olacaktır.

(6) Bütün krizler için uygulanabilecek ve işe yarayacak tek bir parasal ve mali politika seti bulunmamaktadır, her krize özel ayarlama yapılmalıdır.

C- Sistemik bir Şekilde Kriz ve Kötü Etkilerinin Devam Etmesinin Engellenmesi

(7) Faaliyet göstermesine imkân kalmamış bankalar ve şirketlerin varlıkları ve yükümlülükleri için hızlı bir şekilde yerel ve uluslararası çözüm mekanizmalarının geliştirilmesi.

(8) Sosyal politikalar aracılığı ile düşük gelir grubundaki insanların krizin etkilerinden daha az etkilenmesi ve olası sosyal çalkantıların oluşmaması için tedbirler almak

#### D- Bölgesel ve Global Altyapının Oluşturulması

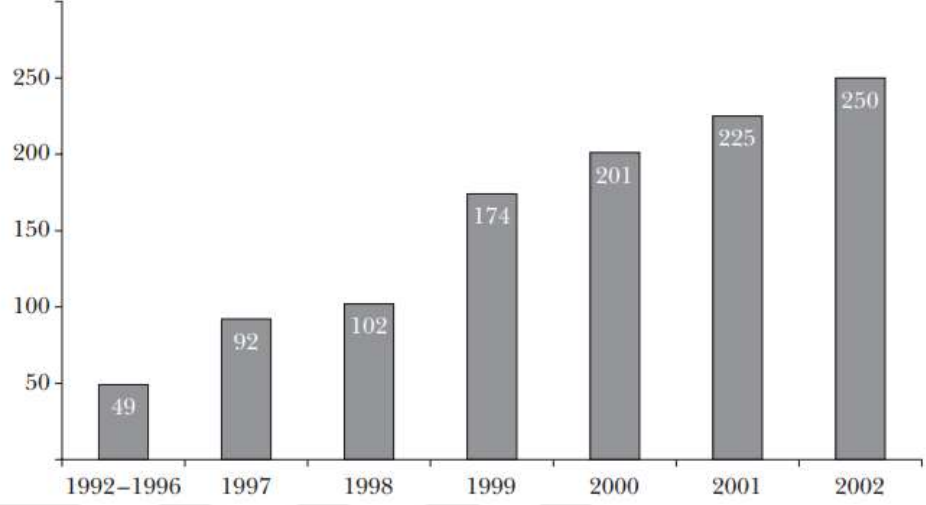
(9) Global arenada yapılan iyileştirmelere uyumlu olacak şekilde bölgesel seviyede krizi önleme, yönetme ve çözüme ile ilgili mekanizmaların güçlendirilmesi.

Krizden alınan dersleri düşündüğümüzde Türkiye’de yaşanan 2001 bankacılık krizi, cari açık ve dış borçlanmaya bağlı olarak gerçekleşen 2018 ekonomik durgunluğunun Doğu Asya ekonomik kriziyle benzerlik gösterdiğini görmekteyiz. Bu şekilde krizlerin yaşanmaması için önerilen birçok önlem şirketlerin kurumsal yönetim standartlarını yükseltmesiyle ilgilidir ve bu krizler kurumsal yönetim alanındaki duyarlılığın artmasına yol açmıştır.

#### **1.3.6. ABD’de 1990’larda Başlayan Firma İflasları ve Skandalları**

Kurumsal skandallar ile ilgili geleneksel bakış açısı bu skandalların pay senetleri piyasasındaki balon oluşumlarını takip ettiğini belirtmektedir. ABD’de özellikle 1990larla birlikte finansal tabloların yeniden sunulmasının sıklığı oldukça artmıştır. ABD Genel Muhasebe Ofisi verilerine göre, 1997-2002 yılları arasında halka açık şirketlerin %10’undan fazlası en az bir kez finansal tablo sunumlarını düzeltmişlerdir. Daha sonra yapılan çalışmalar bu sayının da artmakta olduğunu göstermektedir. Ayrıca finansal tablolarda düzeltme duyurusu yapıldıktan sonraki üç gün içinde bu düzeltmeyi yapan şirketin piyasa değerinin ortalamada %10 oranında değer kaybettiği tespit edilmiştir. (Coffee, 2005, s.5). Coates (2007)’ın derlemiş olduğu veriye göre 1992-1996 arasında toplamda yalnızca 49 adet olan finansal tablo

sunumu düzeltme sayısı 1990'ların sonunda her bir yıl için 200 adet üstüne çıkmıştır (bkz. Şekil 9).



**Şekil 9:** ABD’de Halka Açık Şirketlerin Finansal Tablolarında Yaptıkları Düzeltme Sayısının Gelişimi

**Kaynak:** Coates (2007)

Efendi vd. (2007), 1990’larda üst yönetime verilen maaşların ve primlerin ciddi oranda değiştiğini bildirmiştir. Örnek olarak bir şirkette ortalama bir CEO’nun ortalama bir üretim işçisine kıyasla elde ettiği kazanç 1994 yılında 150 katken, 2000 yılına varıldığında yaklaşık dört kat artarak 570 kata ulaşmıştır. 1990’larda yaşanan boğa piyasası zamanında üst yönetimin pay senedi opsiyonları aracılığı ile çok ciddi getiri elde ettikleri gözlemlenmiştir. ABD Genel Muhasebe Ofisinin verilerini kullandıkları çalışmalarında 2001 ve 2002 yılları arasında finansal sunumlarını revize eden 350 adet firma ele alınmıştır. CEO’ların opsiyon haklarına sahip olduğu ya da CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olduğu şirketlerde muhasebe sunumlarındaki düzensizliklere daha fazla rastlanıldığı bulunmuştur. Elde edilen sonuçlar şirket CEO’larının opsiyonlar aracılığı ile elde edecekleri gelir dolayısıyla 1990’larda boğa piyasasını ve pay senedi fiyatlarında balon oluşumunu desteklediklerini teyit etmektedir.



Coffee (2005), ABD’de Avrupa’ya kıyasla finansal tablolarla ilgili bu tarz skandalların sayısının daha fazla olduğunu, bunun da temel nedenlerinden birinin ABD’deki şirketlerde yöneticilere verilen opsiyon haklarının ve pay senedi fiyatlamasına bağlı kazanç imkanının Avrupa’daki şirketlere kıyasla çok daha yüksek olmasıdır. Bir ikinci nedenin ise Avrupa’daki birçok şirkette, ABD’dekinin aksine, kontrolü elinde tutan yatırımcıların varlığının olmasıdır. Kontrolü elinde tutan hissedar doğrudan şirket performansını izleme şansına sahiptir ve işlerin yolunda gitmediğini gördüğü takdirde yöneticileri değiştirme fırsatı vardır.

Ayrıca bu dönemde denetleme şirketlerinin başarısızlıklarında artış meydana gelmiştir. Örnek olarak Ernst & Young şirketi yalnızca bir davada anlaşmaya varmak için \$335 milyon dolar bedel ödemiştir. Yine SEC’in yürüttüğü araştırma sonucu, PricewaterhouseCoopers firmasında tepe yönetimdeki ortakların üçte ikisinin de dahil olduğu çalışanların denetledikleri şirketlerin pay senetlerini bulundurarak oluşturdukları 8000 adet in üstündeki ihlal ortaya çıkarılmıştır. Ayrıca SEC 2001 yılında Waste Management skandalı ile ilgili olarak Arthur Andersen’i suçlu bulmuş daha sonrasında ise Enron ve World.com skandalları Sarbanes–Oxley yasasının 2002’de çıkarılmasının altyapısını hazırlamıştır (Coates, 2007).

ABD’de 1990’larda sıklaşan finansal tablolarda yapılan hileler ile küçük yatırımcılar başta olmak üzere yatırımcıların yanlış yönlendirilmesi ve şirket yöneticilerin haksız kazanç sağlaması sonucu üst üste patlak veren büyük ölçekli skandallar, kurumsal yönetimin önem kazanmasında rol oynayan bir başka önemli unsur olmuştur.

### **1.3.7. 2008 Yılında Yaşanan Finansal Kriz**

2007-2008 finansal krizi 1930 yılında yaşanan büyük depresyondan sonra yaşanmış en büyük finansal kriz olarak kabul edilmektedir. Bu kriz Lehman Brothers gibi önde gelen finansal kurumların çöküşüne yol açmış, global kredi piyasalarını durdurmuş ve dünya çapında eşi benzeri görülmemiş şekilde devlet müdahalelerini zorunlu kılmıştır. Örnek olarak ABD hükümeti 2008 yılında Sorunlu Varlıkları

Kurtarma Programı (TARP)'nı devreye sokarak finansal kurumların elinde bulunan 700 milyar dolar değerindeki varlığı satın almış ya da sigortalamıştır. Aynı dönemde İngiliz hükümeti de harekete geçerek 740 milyar dolar değerindeki kredileri ya da garantileri içeren bankaları kurtarma programını hayata geçirmiştir (Erken vd., 2012, s. 8).

Taylor (2009)'a göre 2008 finansal krizinin doğmasına, büyümesine ve uzamasına ABD hükümeti tarafından uygulanan politikalar yol açmıştır. Özellikle faizlerde daha önceki 20 yılda sağlıklı bir şekilde çalışan teamüllerin ve prensiplerin dışına çıkılması, olması gerekenden daha düşük faiz seviyelerinin uygulanması krizin temel nedenini oluşturmuştur. Bankaların kredi piyasasındaki problemlerin doğru tanımlanamaması, risk yerine likiditeye odaklanılması krizin daha da uzamasına yol açmıştır. Yalnızca belli finansal kurumlara ve o kurumların kredi verenlerine destek verilmesi ve diğer bazı kurumlara yardımcı olunmaması, açık ve anlaşılabilir bir sistemle hareket edilmemesi durumu iyice kötüleştirmiştir. Tabii bunlar dışında da krizin oluşmasında etkin olan başka faktörler olsa da neyin yanlış gittiğiyle ilgili olarak cevaplar listesinin başında hükümet aksiyonları gelmektedir.

Murphy (2008, s.2-3), krizin kök nedenlerini incelediği makalesinde, çoğunluğun temerrüte düşen konut kredilerini suçladığını oysa bu devasa trajedinin daha derindeki asıl problemin sadece bir semptomu ya da parçası olduğunu belirtmiştir. ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (SEC) tarafından 55 trilyon dolar olduğu tahmin edilen ve gerçekte 60 trilyon doları aştığı sanılan kredi temerrüt takasındaki anapara ABD'de halka açık olarak ticareti yapılan kurumsal ve konut kredilerinin toplamının dört katından fazladır. Kredi temerrüt takasındaki bu fiyatlandırmalar, düzenlemelere uygun olmayan bir şekilde ve çoğu zaman bir telefon görüşmesiyle sağlıklı bir şekilde kayıt altına geçirilmeden sözleşmeye bağlanmıştır. Murphy, krizin altında yatan temel nedenin bu piyasada yapılan yanlış fiyatlandırmalar olduğunu belirtmiştir.

Erkens vd. (2012), 2007-2008 finansal krizini kurumsal yönetim bakış açısıyla ve finansal kurumlar üzerinden inceledikleri çalışmalarında, bütün kurumlar krizden

etkilenmiş olsa da kurumsal yatırımcı oranı daha yüksek olan ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin daha çok olduğu firmaların kriz döneminde daha kötü pay senedi performanslarına sahip olduklarını bulmuşlardır. Bu durumun oluşmasındaki nedenler ise, (1) daha fazla kurumsal yatırımcıya sahip olan şirketlerin krizden önce daha fazla risk almaları ve kriz döneminde daha fazla kayba uğramaları ve (2) bağımsız yönetim kurulu üyelerinin daha çok olduğu firmaların daha fazla sermaye artırımını kararı alarak hissedarlardan borç verenlere sermaye akışı gerçekleştirmeleri olarak sıralanmıştır.

Beltratti ve Stulz (2009) ise daha geniş bir perspektifte bankaların kriz dönemindeki performansı ile banka seviyesindeki kurumsal yapı, ülke seviyesindeki kurumsal yapı, ülke seviyesindeki düzenlemeler ve bankaların kriz öncesindeki finansal yapısı ve karlılığı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Özellikle 2006 yılında yüksek piyasa performansına sahip olan bankaların kriz döneminde daha başarısız olduğu gözlemlenmiştir. Daha yüksek sermaye gereklilik koşullarının bulunduğu ülkelerdeki ve daha fazla bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunduran bankalar kriz döneminde daha iyi sonuçlar elde etmişlerdir. Bu bulgu, Erkens vd. (2012)'in bağımsız yönetim kurulu üyelerinin daha fazla bulunduğu bankalarda zayıf performans elde edildiği şeklindeki elde ettikleri bulguyla farklılık arz etmektedir. Daha güçlü yöneticilerin bulunduğu ülkelerde bankalara sermaye artırımını konusundaki baskı artmış bu da hissedarlar açısından maliyet yaratarak daha düşük pay senedi performanslarına yol açmıştır. Seviye 1 sermayesi ve mevduata dayalı finansman oranı daha yüksek olan bankalar belirgin bir şekilde kriz döneminde daha yüksek performans elde etmiştir. Ülkelerden kaynaklı sabit etkiler arındırıldığında daha çok krediye ve likit varlıklara sahip olan bankaların Lehman iflasından sonraki ayda daha yüksek performans sergilediği dolayısıyla da daha sıkı bir şekilde denetlenen ve daha yüksek kısıtlamalara sahip ülkelerdeki bankaların performansının daha yüksek olduğu bulunmuştur.

2007-2008 kriziyle birlikte birçok finansal kurum, devletler tarafından kurtarılmak zorunda kalmış ve hissedarların ve kreditorlerin varlıkları ciddi bir şekilde değer kaybına uğramıştır. Bunun üzerine yapılan araştırmalar krizdeki sorunların

önemli derecede devlet seviyesinde ve finansal kurumlar seviyesindeki kurumsal yönetim zafiyetlerinden kaynaklandığını göstermektedir. Bu da 2008 krizinden sonra kurumsal yönetim konusunda duyarlılığın yükselmesine, yasa yapıcıların ve düzenleyici kurumların harekete geçmesine yol açmıştır.

### **1.3.8. Değerlendirme**

1990'larla birlikte hız kazanan özelleştirmeler ve emeklilik fonları gibi yatırım enstrümanlarının yaygınlaşması, şirketlerin halka açıklık oranlarını artırmış ve bu sayede bireysel yatırımcıların büyük şirketlere sermayedar olması ve mevcut paylarını artırmaları mümkün olmuştur. Diğer yandan şirket birleşmeleri ve ele geçirmeler, sermaye piyasalarındaki etkileşimin artması, dünya çapında yaşanan ekonomik krizler ve şirket skandalları; halka açık pay sahiplerini, yatırım yaptıkları şirketlerden elde edebilecekleri gelir noktasında doğrudan etkilemektedir. Yaşanan birçok ekonomik kriz ve şirket skandalı incelendiğinde kendi çıkarını toplumsal çıkarın üstünde tutan ve temsil etmesi gereken hissedarların uzun vadeli karlılığı yerine kendi elde edeceği kısa vadeli kazanç odaklanan yöneticilerin bu krizlerin altındaki temel sorunlara yol açtığı gözlemlenmektedir. Yaşanan ekonomik ve finansal krizlerin ve vekalet maliyetlerinin doğrudan mağduru olan halka açık pay senetleri yatırımcılarının bu şirketlerde daha etkin bir şekilde temsil edilmesi gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Kurumsal yönetim konusunda yapılan çalışmalar, bütün paydaşların daha etkin bir şekilde çıkarlarının korunmasına odaklanmakta ve zaman ilerledikçe kamuoyunun, hükümetlerin ve uluslararası kuruluşların ajandasında daha önemli bir yere sahip olmaktadır.

## **1.4. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ**

Kurumsal yönetim, net olarak belirlenebilmiş bir tarihi olmamakla birlikte kurumsal yapının yatırımcılar ve yöneticiler arasında anlaşmazlıkları doğurmasıyla literatüre girmiştir (Wells, 2010, s.1251).

İkinci dünya savaşından sonra başlayan, 1970'e kadar süren şirketlerin refah yaşadığı dönemde ABD ekonomisinde hızlı bir büyüme gerçekleşmişti ve kurumsal yönetim ifadesi henüz kullanılmıyordu (Greenough, 1980, s. 917). ABD menkul kıymetler ve borsalar komisyonu (SEC) 1970'lerde kurumsal yönetimi gündemine almıştır. SEC 1974'de daha önce iflas etmiş olan Penn Central şirketinin üç üst düzey yöneticisi hakkında şirketin finansal durumunu doğru raporlamamaları nedeniyle görevi kötüye kullanma gerekçesiyle soruşturma başlatmıştır (Seligman, 1982, s. 536-37). SEC 1976 yılında Newyork borsasına işlem gören şirketlerin bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir denetleme komitesi bulundurmasını mecburi hale getirmiştir.

Becht (2002) son dönemde kurumsal yönetimin önem kazanmasının nedenlerini altı maddede özetlemiştir. (1) 1980'den sonra dünya genelinde yaygınlaşan özelleştirmeler, (2) emeklilik fonu reformları ve özel tasarruflardaki artış, (3) 1980'lerde yaşanan şirket ele geçirmeleri, (4) sermaye piyasalarında yaşanan deregülasyon ve bütünleşme, (5) 1998 doğu Asya ekonomik krizi, (6) ABD'de yaşanan şirket iflasları ve skandallar.

Hissedarlar özellikle de kurumsal yatırımcılar 1980'lerle birlikte kurumsal yönetim konusunda önemli bir itici güç haline gelmiştir. Bunun temel nedenini ABD'de halka açık şirketlerde kurumsal yatırımcı payının 1965'de %16 iken, 1987'de %47'ye, 1994'de ise %57'ye yükselmesi oluşturmaktadır (Useem, 1996, s. 25-26). 2017 yılında kurumsal yatırımcıların sahip olduğu pay %78,1'e yükselmiştir (Pionline, 2017).

1985 yılında çoğunluğu kamu emeklilik fonlarında çalışan 21 girişimci, kurumsal yatırımcılar konseyini (CII) kurmuştur. CII'nın temel hedefi halka açık şirketlerde kurumsal yönetim standartlarının yükseltilmesi ve hissedar haklarının korunmasıdır. Günümüzde CII, toplam 3,5 trilyon dolarlık varlığa sahip 125 adet kamuya, birliklere ve şirketlere ait emeklilik planlarını ve vakıf fonlarını temsil etmekte ve onlar adına şirketlerin genel kurullarına katılmaktadır (CII, 2018).

1990'lerden itibaren kurumsal yönetim ile ilgili olarak resmi çalışmalar yapılmaya başlanmış, İngiltere'nin Cadbury raporu ve ardından devam eden bir dizi değerlendirme ve kod ile sürdürdüğü çalışmalara daha sonrasında OECD gibi uluslararası örgütler ve diğer ülkelerde katılmıştır.

#### **1.4.1. Cadbury Raporu 1992**

Coloroll şirketi ve Asil Nadir'in sahip olduğu Polly Peck konsorsiyumlarının daha önce açıklamış oldukları sağlıklı finansal raporlara karşın ani iflasları, yatırımcıların halka açık şirketlerde hesap verilebilirlik ve doğruluk konusunda güven kaybı yaşamasına neden olmuştur (Jones ve Pollitt, 2002, s.22). Bu nedenle, 1991 yılında, Londra menkul kıymetler borsası ve finansal raporlama kurulu, kurumsal yönetimin finansal etkileri ile ilgili rapor yazılması için Sir Adrian Cadbury'nin başkanlık ettiği bir komite kurmuştur. Kurul kurulduktan sonra da iki farklı skandal ortaya çıkmıştır. Uluslararası kredi ve ticaret bankası iflas etmiş ve yasal olmayan uygulamaları ortaya çıkmıştır; ayrıca Robert Maxwell'in 1992 yılında iflas eden Maxwell gruba ait emeklilik fonundan 440 milyon sterlini kendi hesabına geçirdiği tespit edilmiştir. Bu iki olay tüm gözlerin kurulun üstünde toplanmasına ve kurulun çıkaracağı rapor ile ilgili beklentilerin artmasına yol açmıştır (Tilba, 2015).

Cadbury raporu kurumsal yönetim alanında standartların yükseltilmesi ve hissedarların şirketlerin finansal raporlarına ve doğru denetlendiklerine dair güvenlerinin artırılması amacıyla oluşturulmuştur. Bu raporla birlikte oluşturulan kod, içeriğindeki maddelere şirketlerin ne derecede uyduklarını uymuyorlarsa da neden uymadıklarını açıklamalarını gerekli hale getiren ilk resmi kod özelliğini taşımaktadır.

Cadbury raporu 1992 Aralık ayında yayınlanmıştır. Rapor bazı durumlarda şirket üst yönetiminin çıkarları ile şirketin genelinin çıkarlarının çatıştığını vurgulamıştır. Raporun başlıca birleşenleri aşağıdaki gibidir (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992).

- Hissedarların yıllık genel kurul toplantılarında doğrudan denetim ve mali işler komitelerinin başkanlarına soru sormalarına imkân tanınmalıdır.

- CEO ve yönetim kurulu başkanı rollerinin aynı kişi tarafından üstlenilmesi durumunda idari görevi olmayan kıdemli bir yönetim kurulu üyesinin hissedar haklarını temsil etmek için görevlendirilmesi gerekmektedir.
- Şirketlerin tepe yönetimlerinin rollerini net bir şekilde tanımlanmalıdır.
- Yönetim kurulunun çoğunluğu dışarıdan gelen üyelerden oluşmalıdır.
- Yönetim kurulu en az üçü şirket yönetiminde olmayan üyelerden oluşan denetim komitesini atamalıdır. Denetim komitesi yılda üç ya da dört kez toplanmalıdır.
- Yönetim kurulu üyeleri tarafından oluşturulan mali işler komitesinin çoğunluğu şirket yönetiminde olmayan üyelerden oluşmalıdır.
- Şirket yönetiminde aktif olarak yer almayan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin pay senedi opsiyonu gibi haklara sahip olmaması yani doğrudan şirketin performansından kazanç sağlamamaları tavsiye edilmiştir.
- Cadbury kodunun maddeleri Londra borsasında işlem gören şirketlere yasal olarak koda ne derecede uygun olarak çalıştıklarını belirtmelerini eğer uymuyorlarsa da ne ölçüde uymadıklarını ve nedenlerini açıklamalarını talep etmektedir.
- Cadbury kodu yayımlandıktan kısa bir süre sonra değişik ülkelerde geliştirilen kurumsal yönetim kodları için model oluşturmuştur (Cheffins, 2000, s12-13).
- Cadbury raporu yayımlandıktan sonra İngiltere’de halka arzlarda fiyatlandırma komiteleri oluşturulmaya başlanmıştır ve 1994 yılında %91 oranında dışarıdan bağımsız yönetim kurulu üyesi uygulaması başlamıştır (Conyon ve Peck, 1998).

#### **1.4.2. Greenbury Raporu 1995**

Richard Greenbury’nin başkanlık yaptığı komite tarafından 1995 yılında yayınlanan rapor, yönetim kurulu üyelerine yapılan ödemelerle ilgili olarak Cadbury raporuna verilen görüşler üzerine hazırlanmıştır (Greenbury, 1995).

Greenbury'nin *Yönetim Kurulu Üyelerinin Ödüllendirilmesi* adlı raporu, özellikle yöneticilere yapılan ödemelerle ilgili politikalara odaklanmıştır ve şirketler tarafından yapılan bütün uzun vadeli teşvik ödemelerinin zorlayıcı performans kriterlerine bağlanmasını önermiştir. Önerdiği başlıca iki adet kriter bulunmaktadır: (1) Bağımsız yönetim kurulu üyeleri tarafından bir komite oluşturulması ve bu komite tarafından her yıl firmanın üst düzey yöneticilerine sağlanan faydalar hakkında şirketin hissedarlarının bilgilendirilmesi. (2) Yöneticilere sağlanan opsiyonların yerine uzun vadeli teşvik planlarının uygulanmasını ve genel pratik olarak opsiyon hakkının hak kazanılan tarihte pay senedi fiyatından %15 iskontolu uygulanması. Rapor performans metriklerinin benzer şirketlerin performansları da dikkate alınarak değerlendirilmesi gerektiğini bildirmektedir.

Raporun ön plana çıkardığı önemli noktalardan biri yöneticilere sağlanan primlerin doğrudan pay senedi fiyatındaki değişime endekslenmemesidir çünkü bu endeksleme yöneticilerin performansı ile doğrudan ilgisi olmayan piyasanın genel hareketleri, enflasyon ya da başka unsurlardan etkilenebilmektedir. Raporda belirtilen tavsiyeler geniş çapta kabul görmüş ve hızlı bir şekilde uygulamaya geçmiştir (Özkan, 2007, s 5-6).

### **1.4.3. Hampel Raporu 1998**

Hampel Raporu (1998), Cadbury ve Greenbury komiteleri tarafından kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmaların devamı niteliğindedir. Hampel komitesi kendisinden önceki Cadbury ve Greenbury komitelerinin çalışmaları ile birlikte bu üç komitenin önerilerinin birleştirilerek tek bir doküman oluşturulmasını önermiştir. Bu öneri 1998 yılında birleştirilmiş kodun yayınlanması ile hayata geçirilmiştir.

Hampel raporunda şirketler için baskıcı ve oldukça detaylı olacak yasal kısıtların önüne geçilmesine çalışılmış ve daha çok tavsiye niteliğinde prensipler tanımlanmaya çalışılmıştır. Raporda şirketler için standart yapıların tanımlanmasının ve sert ya da hızlı uygulamaya konacak olan kuralların tarif edilmesinin istenmediği



belirtilmiştir. Cadbury ve Greenbury raporları daha çok üst düzey yöneticiler tarafından yapılacak suiistimalleri ve vekalet problemini önlemeye çalışırken Hampel raporu kurumsal yönetimin diğer alanlarının iyileştirilmesine de önem vermektedir.

Cadbury ve Greenbury raporlarıyla ilgili olarak şirketlerin algıları, önceden tanımlanmış uygulanması gerekli kuralların tanımlandığı ve bu kurallara uyulup uyulmadığının evet ya da hayır şeklinde doldurulduğu bir kontrol listesi şeklinde olmuştur. Bu şekilde boşlukların doldurulması, farklı şirketler arasında ya da aynı şirket için zaman geçtikçe oluşan mevcut şartların ve tecrübelerin değişkenliğinin ihmal edilmesine yol açmaktadır. Bu nedenle Hampel raporu uygulama esnasında belli bir esneklik içinde ana prensipler ve amaçların tanımlanmasına odaklanmıştır.

Raporda, yönetim kurulu üyelerinin hissedarlara karşı en önemli ve öncelikli tek sorumluluğunun, hissedarların şirketteki yatırımlarının zamanla değerinin artmasının sağlanması olduğu belirtilmiştir.

Yönetim kurulunun hem kontrol hem de liderlik fonksiyonlarını yerine getirerek etkin olması gerektiği belirtilmiştir. Şirket yönetiminin yönetim kuruluna zamanında ve uygun düzeyde bilgiyi vermesi gerekliliği bunun sağlanmasından da yönetim kurulu başkanının sorumlu olması gerektiği vurgulanmıştır. Yönetim kurulunda icracı ve icracı olmayan üyelerin dengeli olması gerektiği ve icracı olmayan üyelerin bağımsız statüsünde olması gerektiği belirtilmiştir. İcracı olmayan üyelerin farklı alanları kapsayacak tecrübedeki insanlardan oluşturulması önerilmiştir. Rapor yönetim kurulu üyelerinin performansının ölçülmesinin önemine işaret etmiş ve en az üç yılda bir kere seçime gidilmesi gerektiğini belirtmiştir.

Yöneticilere ödenecek ücret ve sağlanacak fayda ile ilgili olarak Hampel raporu genel olarak Greenbury raporu maddelerine sadık kalmıştır. İlave notlar olarak, maaş belirleme komitesi oluşturulması gerektiği ve yönetim kurulu üyelerinin kendi maaşlarını belirleme yetkisine sahip olmaması gerektiği vurgulanmıştır. Yönetim kuruluna verilecek olan ücretlendirmenin başarılı ve üretken kişileri çekecek ve şirkette kalmalarını teşvik edecek kadar yüksek olması gerektiği belirtilmiştir. Uzun vadeli

teşvik planındaki değişiklikler için hissedarlardan onay alınması gerektiği belirtilmiş fakat maaş ve sağlanan haklarla ilgili rapor için hissedar onayının alınmasına gerek duyulmamıştır.

Raporda paydaşların etkin bir şekilde temsili ve genel kurul toplantılarının etkinliğinin üzerinde durulmuştur. Kurumsal yatırımcıların genel kurullara katılması, yatırımları hakkında uzun vadeli düşünmesi ve oy kullanması teşvik edilmiştir, fakat oy kullanma hakkında zorunluluk tanımlanmamıştır. Şirketlerin genel kurul toplantılarını azınlık hissedarlarla iletişim kurmak için bir araç olarak kullanması tavsiye edilmiştir.

#### **1.4.4. Turnbull Raporu 1999**

1998 yılında Hampel raporunun sonucunda birleştirilmiş kod yayınlanmıştır. Halka açık şirketlerde yönetim kurulları tarafından birleştirilmiş kodun nasıl uygulanacağını anlatan bir rapor hazırlanması için İngiltere'deki yeminli müşavirler birliği tarafından Nigel Turnbull başkanlığında bir çalışma ekibi kurulmuştur ve Turnbull Raporu (1999) yayınlanmıştır.

1999 Eylül ayında yayınlanan iç denetim ile ilgili yönetim kurulu üyelerinin birleşik kodu uygulama rehberinin amaçları arasında (1) iç denetim mekanizmasının şirketi hedeflerine ulaştıracak olan iş süreçlerine gömülü olması ve etkin bir iş yapış şekline uyumlu olması, (2) iş çevresinde değişimler yaşandıkça uzun vadede geçerliliğini koruması ve (3) farklı şartlarda her bir şirket tarafından uygulanabilir olması bulunmaktadır.

Birleştirilmiş kod yönetim kurulu üyelerini iç kontrol ve riskten de sorumlu tutmuştur. Bu nedenle yönetim kurulu üyelerinin şirketin ortakları adına yalnızca uzun vadede karı maksimize eden bir yaklaşımı yerine getirmeleri yerine aynı zamanda riski de kontrol etmeleri talep edilmiştir. Risk yönetimi, hem şirketlerin mevcut fırsatları değerlendirmelerini sağlayacak makul risklerin alınmasını hem de şirketleri rasyonel olmayan bir şekilde zor duruma düşürecek risklerin alınmamasını sağlaması gereken çetrefilli ve zor bir süreçtir.

Turnbull raporuna (1999) göre önemli gereklilikler aşağıda listelenmiştir.

- Yönetim kurulu üyeleri, yalnızca geçmişe ve performans raporlarına değil aynı zamanda şirketin uzun vadeli değerini korumak ve sürdürülebilir bir karlılık yakalamak adına geleceğe odaklanmalılardır.
- Risklerin düzenli bir şekilde gözden geçirilmesi ve teknolojik ve çevresel değişimlere uygun olarak risk kontrol prosedürlerinin güncellenmesi gerekmektedir.
- Altı aylık ve yıllık raporlar dahil olmak üzere periyodik raporlama prosedürleri, şirketin mevcut pozisyonu ve geleceği ile ilgili anlaşılabilir, kapsayıcı bir iletişimi etkin şekilde sağlamalıdır.

#### **1.4.5. Myners İncelemesi 2001**

2000 yılı mart ayında İngiltere Maliye Bakanı, Paul Myners'i İngiltere'deki yatırım kuruluşlarını incelemesi için görevlendirmiştir. İncelemede kurumların karar verme mekanizmalarında sorun olup olmadığının araştırılması talep edilmiştir.

2001 yılında yayınlanan Myners incelemesinin ortaya çıkardığı önemli bulgular aşağıda belirtilmiştir (Myners, 2001).

- Emeklilik fonlarının yönetim kurulları, bilgiye dayalı bir şekilde sağlıklı karar alabilecek imkanlara ve tecrübeye sahip değildir.
- Emeklilik fonlarında yönetim kurulları, aktüeryal ve yatırım danışmanlığı hizmeti veren az sayıdaki yatırım danışmanına güvenmektedirler. Danışmanların kendilerinin ve verdikleri hizmetin değerlendirilmesi sağlıklı bir şekilde yapılmamaktadır.
- Yatırımların yapılacağı alanların ve dağılımının belirlenmesine, getiri açısından büyük önem arz etmesine rağmen, sınırlı ve yetersiz kaynak ayrılmaktadır.

- Sözleşme yapılarındaki belirsizlik katılığa ve düzensizliğe yol açmaktadır ve kısa vadeli bakış açısına neden olmaktadır. Fon yöneticileri için belirlenen hedeflerin çoğunluğu fonun uzun vadeli hedefleriyle ilgisizdir.
- Aktif paydaş yönetimi sayesinde ilave değer oluşturulması konusuna yeterli bir şekilde odaklanılmamaktadır.
- Önemli derecedeki yüksek alım satım komisyonlarının yeterli bir şekilde kontrol edilmediği tespit edilmiştir.

Myners yukarıda tanımladığı sorunların giderilmesi için emeklilik fonları yöneticilerinin gönüllü olarak uygulama ya da açıkla esasına dayanan yatırım ile ilgili en iyi karar verme uygulamalarını tanımlayan bir dizi prensip önermiştir.

- Kararlar konu hakkında gerçekten tecrübesi ve yeteneği olan kişiler tarafından alınmalıdır, fonların yönetim kurulları gerekli yeteneklere ve tecrübeye erişebildiklerinden emin olmalıdır.
- Minimum yatırım gereklilikleri uygulaması kaldırılarak yerine şeffaflığa ve duyuruya dayanan planlı bir sistemin getirilmesi gereklidir.
- ABD personel emeklilik geliri teminat yasası ve İngiliz kanunlarında tanımlı hissedarların aktivist strateji ile hareket etmesi ile ilgili prensiplere uygun olarak hissedarların ve hak sahiplerinin çıkarlarını koruyacak şekilde müdahale edilmesi fon yöneticileri sorumluluğundadır.
- Fon yönetim kurulu eğer üyelerinin çıkarına olacaksa yatırım yaptıkları firmalarla irtibat kurmalıdırlar.
- Kişisel yatırım ürünleri ile ilgili sermaye ve bilgi akışının bağımsız bir şekilde gözden geçirilmesi tavsiye edilmiştir.
- Yatırım prensipleri açıklamasının güçlendirilmesi adına fonun yatırım stratejisi ve elde ettiği gelirler yıllık olarak fonun üyelerine ve halka duyurulmalıdır.
- Fonun yöneticilerinin performansı ölçülmelidir ve fonun yönetim kurulu üyeleri kendi performanslarını değerlendirmelidir.

#### 1.4.6. Sarbanes-Oxles Yasası 2002

2001 yılında patlak veren Enron skandalı, finansal denetimde tespit edilen hileler ve WorldCom, Tyco, Adelphia, Global Crossing ve diğer şirket iflasları iş dünyası basınının odağına yerleşmiş ve kamuoyunun ilgisini çekmiştir. Üst yönetimdeki kişilerin ücretleri ve sağladıkları faydalar basın, akademik kurumlar ve ABD Merkez Bankası üst düzey yetkilileri tarafından sıklıkla eleştirilmiştir. Bu başarısızlıklar ve kaygılar yasal bir değişikliği gündeme getirmiş ve ABD’de NYSE ve NASDAQ’a ait yönetmeliklerin de dahil edildiği Sarbanes-Oxles yasası 2002 yılında onaylanarak yürürlüğe girmiştir (Holmström ve Neil, 2003, s. 1).

Sarbanes-Oxles yasasına ait önemli unsurlar aşağıdaki gibidir (Sarbanes-Oxles Yasası, 2002).

- Sarbanes-Oxley yasası, ABD menkul kıymetler ve borsalar komisyonunun 1934 yılında kurulmasından itibaren halka açık şirketleri en büyük ölçüde etkileyen yasadır. Bu yasanın kapsamı merkezi ABD’de olan halka açık firmalarla sınırlı değildir, ABD piyasalarına erişmek isteyen bütün firmalar bu yasanın gerekliliklerini yerine getirmekle yükümlüdür.
- Bu yasa halka açık şirketlerin yalnızca bağımsız üyelerden oluşan ve içinde en az bir finans uzmanının olduğu denetleme komiteleri ile denetlenmesi zorunluluğunu getirmiştir. Bağımsız denetim firması bu bağımsız komite tarafından atanacak ve doğrudan bu komiteye raporlayacaktır. Denetim komitesinin, muhasebe, kontrol ve iç denetim ile ilgili prosedürler hazırlaması gerekmektedir.
- Bu yasa ile şirketlerin yönetim kurulu üyeleri, CEO’ları, mali işler müdürleri ve şirket adına çalışan diğer personellerin, finansal raporlara etki edecek şekilde, hileli olarak, zorlayarak, manipülasyon yaparak ya da yanlış yönlendirerek bağımsız denetçileri etkilemesi yasa dışıdır.
- Eğer kötü idare nedeniyle şirketin finansal raporlarında kayda değer bir yanlışlık bulunursa şirketin CEO’su ve mali işlerden sorumlu müdürü,

raporun yayınlanmasından itibaren geçen 12 ay içinde, şirket tarafından verilen prim, pay senedi opsiyon hakkı ya da diğer herhangi bir teşvik uygulamasını iade etmekle yükümlüdür.

- Yasa ayrıca kâr amacı gütmeyen bir örgüt olarak SEC'in yönetiminde olacak şekilde halka açık şirketler muhasebe gözetim kurulunu kurmuştur. Bu kurul şirketlerin denetimi ve ilgili diğer konuları denetlemekle sorumludur.

#### **1.4.7. Yönetim Kurulu Üyeleri Ücretlendirme Raporu Yönetmeliği 2002**

İngiltere'de 1998 yılında yayınlanan birleştirilmiş koda göre şirketin yıllık raporlarında her bir yönetim kurulu üyesinin nasıl ücretlendirildiği ile ilgili bazı detayların belirtilmesi gerekiyordu. 2002 yılında yasal bir değişikliğe gidilerek, şirketlerin maaş politikalarının ve her bir yönetim kurulu üyesinin elde edeceği maaş ve yan haklar ile ilgili detayların verildiği bir ücretlendirme raporunun yıllık olarak hazırlanması ve genel kurulda hissedar onayına sunulması zorunlu hale getirildi.

#### **1.4.8. Smith Raporu 2003**

1998 yılında yayınlanan birleştirilmiş koda bulunan eksikliklerin giderilmesi için 2002 yılında FRC, denetim komiteleri ile ilgili mevcut yönetmeliğin geliştirilmesi için Sir Robert Smith başkanlığında bir komite kurmuştur. Smith raporu 2003 yılı ocak ayında yayınlanmıştır. Smith raporu yönetim kurullarına denetim komitelerini oluştururken uygun işlemleri yapmaları konusunda yol göstermenin dışında pratiğe dönük olarak şirketlerin denetim komitelerinin rollerini ve sorumluluklarını tanımlamaktadır.

Smith raporu (2003)'na göre denetim komitelerinin önemli rolleri aşağıda belirtilmiştir.

- Şirketin finansal raporlarının bütünselliğini gözden geçirmek.

- Şirketin iç finansal kontrol sistemini gözden geçirmek ve eğer ayrı bir risk komitesine görev tanımlanmamışsa risk yönetim sistemlerini gözden geçirmek.
- Şirketin iç denetim sürecinin etkinliğini gözden geçirmek ve denetlemek.
- Genel kurulda hissedarlar tarafından atandıktan sonra yönetim kuruluna bağımsız denetmenin atanması ve bağımsız denetmene ödenecek ücretin belirlenmesi konusunda tavsiyede bulunmak.
- Bağımsız denetçinin çalışmalarının bağımsız, objektif ve etkin olduğunu takip etmek ve gözden geçirmek.
- Bağımsız denetçi tarafından denetim dışındaki hizmetlerin sağlanması konusunda politika geliştirmek ve uygulamak.

#### **1.4.9. Higgs Raporu 2003**

2002 yılında Derek Higgs, İngiliz Ticaret ve Sanayi Bakanlığı tarafından icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin daha etkin bir şekilde çalışabilmesi için bir rehber hazırlaması konusunda görevlendirilmiştir.

Bu rapordaki tavsiyeler ile, icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması, şirketin yaptığı işi yeterli bir şekilde anlaması ve yönetim kurulu karar verme mekanizmasına aktif bir şekilde katılmaları konusunda etkinliğin artırılması hedeflenmiştir. Başlıca tavsiyeler aşağıda belirtilmiştir (Higgs, 2003).

Yönetim kurulunun bir bütün olarak şirketin yaptığı işlerde başarılı olması için liderlik ve yönlendirici rol üstlenmesi gerekmektedir. Yıllık faaliyet raporlarında yönetim kurulunun ve yönetim kurulu tarafından oluşturulan önemli komitelerin yapmış olduğu toplantılar ve her bir üyenin bu toplantılara katılım durumu belirtilmelidir. Yıllık faaliyet raporunda, yönetim kurulu çalışma şekliyle ilgili tarif yapılmalıdır. Yönetim kurulu uygun büyüklüğe sahip olmalıdır. Başkan dahil olmak üzere üyelerin en az yarısı bağımsız icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşmalıdır ve yönetim kurulunda güçlü bir bağımsız temsil sağlanmalıdır.

Yönetim kurulunda başkan her bir üye ve kurulun etkinliği için uygun şartları oluşturmakla sorumludur. Raporda başkanın rolü ve gerekli etkinliği sağlanması için başkandan beklenen davranışlar açıklanmaktadır. Yönetim kurulu başkanı ve şirketin CEO'sunun rolleri ayrı olmalı, CEO aynı şirketin yönetim kurulu başkanı olmamalıdır. Atamanın yapılacağı aşamada başkan raporda bağımsızlıkla ilgili belirtilen şartları sağlamalıdır. Başkan, icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin her toplantıdan önce bilgilendirilmeleri ve çalışmaların sağlıklı bir şekilde yürütülebilmesi için bütün üyelerin bilgileri ve donanımlarının yeni bilgiler ışığında güncellenmesinden sorumludur.

Raporda bağımsız icracı olmayan yönetim kurulu üyesinin rolü ve etkinliğinin nasıl maksimize edilebileceği tarif edilmiştir. İcracı olmayan yönetim kurulu üyeleri yılda en az bir kez yönetim kurulu başkanı ve diğer üyeler olmaksızın bir araya gelmeli ve yıllık faaliyet raporunda bu toplantıların yapılıp yapılmadığı yazılmalıdır. Yönetim kuruluna yeni icracı olmayan bağımsız yönetim kurulu üyeleri atanmadan önce adayların yeterli bilgiye, tecrübeye, yeteneklere ve yönetim kuruluna pozitif katkı yapacak zamana sahip olup olmadıkları değerlendirilmelidir. Bu değerlendirmenin nasıl yapılacağı ile ilgili bir rehber hazırlanmalıdır.

Bağımsız yönetim kurulu üyeleri normal şartlarda iki ya da üç yıl görevlerine devam etmelidirler, bazı özel durumlarda ise daha uzun süre çalışmaları mümkündür. Bağımsız üyelere verilecek ücretler ve sağlanacak yan haklar üstün yeteneğe sahip kişileri şirkete çekebilecek seviyede olmalıdır.

Kıdemli bir bağımsız icracı olmayan yönetim kurulu üyesinin atanması ve hissedarların rutin prosedürleri kullanarak şirket ile iletişime geçtiklerinde çözemedikleri konuların bu üye tarafından takip edilmesi gerekmektedir.

#### **1.4.10. Tyson Raporu 2003**

Daha önce yayınlanan Higgs raporu icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin etkin bir şekilde çalışabilmeleri için bir gündem oluşturmuştu. Yine İngiliz ticaret ve sanayi bakanlığı tarafından hazırlatılan Tyson raporu (2003) da bu doğrultuda yönetim



kurulu üyelerinin farklı alanlardan gelmelerinin, farklı tecrübelere sahip olmalarının ve yönetim kurulunda geniş bir çeşitliliğin temsilinin önemine işaret etmiştir.

Genel olarak Higgs raporunun paralelinde bir içeriğe sahip olan rapor, icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin seçiminde detaylı bir değerlendirme sürecinin uygulanmasını ve şirketin yaşadığı zorluklara ve şirketin ihtiyaçlarına dönük olarak geniş kapsamda, şeffaf ve titiz bir araştırmanın bu süreçte uygulanmasını tavsiye etmiştir.

İcracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesinde, şirketlerin büyüklüğü, yaşı, müşterilerinin ve çalışanlarının yapısı, global piyasalara ne kadar açık olduğu, gelecek stratejileri ve mevcut yönetim kurulu üyelerinin özellikleri gibi unsurlar ele alınmalıdır.

Raporda bir görevlendirme yapılarak, icracı olmayan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanma sürecinin titiz ve şeffaf bir şekilde gerçekleştiğinin ve daha fazla çeşitliliğe sahip yönetim kurullarının oluşturulmasının denetlenmesi tavsiye edilmiştir. Bu inisiyatif, her bir şirket için kurulların oluşumu ile ilgili olarak güvenilir metrikler hazırlamalı, yönetim kurulları çeşitliliğinin ve meritokratik bir şekilde çalışabilmesi için en iyi uygulamaları yaygınlaştırmalı ve yönetim kurulunun çeşitliliğinin yönetim kurulu ve şirket performansına katkılarını analiz etmelidir.

#### **1.4.11. Birleştirilmiş Kod 2003**

İngiliz Finansal Raporlama Kurumu (FRC) tarafından 2003 yılında yayınlanan Birleştirilmiş Kod, daha önce 1998 yılında Hampel raporu ile yayınlanmış ilk birleştirilmiş kodun yerine geçmiştir. Bu kod yine aynı yıl yapılan diğer iki çalışma olan Higgs ve Smith raporlarının tavsiyelerinin birleştirilmesi ile oluşturulmuştur (Birleştirilmiş Kod, 2003).

Kodda şirketlerin raporlarını iki bölüm halinde hazırlamaları talep edilmektedir. Birinci bölümde şirketler kodun prensiplerine uyumlarını ne ölçüde sağladıklarını beyan edeceklerdir. İkinci bölümde kodun hükümlerine uyduklarını teyit

etmeleri, aksi durumda ise neden uymadıklarını açıklamaları gerekmektedir. Bu uygulama da açıkla yaklaşımı on yıldan fazla süredir uygulanmaktadır ve şirket yönetimleri ve yatırımcılar tarafından memnuniyetle karşılanmaktadır.

Kodda yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirilmesi, sorumluluk ve denetim ve yatırımcılarla ilişkiler olmak üzere dört bölüm bulunmaktadır. Ayrıca performansa bağlı ödüllendirmenin nasıl yapılacağına dizayn edilmesi, icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları ve kurumsal yönetim ile ilgili yayınlanması gereken bilgiler özetlenmiştir.

1998 yılında yayınlanan kod prensipler ve uygulamaları içerirken 2003 yılında yayınlanan kodda temel prensipler, destekleyici prensipler ve pratikler bulunmaktadır. Bu kodlarda, İngiltere'deki kurumsal yönetim uygulamalarının kural bazlı değil de prensip bazlı yönetilmesi görüşü hâkim olmuştur.

Bazı küçük ölçekli şirketler kodun bütün maddelerine uymak zorunda değildir. Bazı maddeler ise FTSE 350 endeksine kayıtlı olmayan şirketler için geçerli değildir. Yine de bu şirketler bu maddelere uyup uyamayacaklarını değerlendirmeli ve uyabilecekleri maddelere uyum sağlamaya çalışmalıdırlar.

2002 yılında yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirilmesi ile ilgili hazırlanacak raporu düzenleyen yönetmelik yayınlanmış olduğu için 1998 yılındaki koddan bu bölüm alınmamıştır. Yönetim kurulu üyeleri maaş tespitiyle ilgili rapor yayınlamakla yükümlüdür. Bu raporun açık bir şekilde yazılması, şeffaf olması ve hissedarlar açısından anlaşılır olması önemlidir.

Finansal raporlama kurulu birleştirilmiş koddan sorumludur ve düzenli olarak bu kodu gözden geçirecektir.

#### **1.4.12. Basel II Sermaye Uzlaşısı 2004**

Basel komitesi 10 üye ülke tarafından bankacılık ile ilgili denetim standartlarını iyileştirmek için kurulmuştur. Basel komitesi yasal bir gözetim yetkisine

sahip olmayıp, standartların geliştirilmesi ve farklı ülkelerin uygulamaları arasında uyumun sağlanması için çalışmaktadır (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, 2004).

1988 yılında yayınlanan Basel 1 uzlaşısında, denetleyici resmî kurumlar tarafından bankalara kati bir şekilde sermaye sınırlaması ve fazla risk almayı engelleyici kuralların uygulanması yerine, iyi tasarlanmış yetkilendirme ile bankaların kendi kendilerine risk ve getiri profillerini seçebilmesi yönünde tercih kullanılmıştır. Finansal istikrara katkıda bulunmanın yanında ülkelere belli sınırlar dahilinde serbest oyun alanı bırakan Basel 1'in belli bir süre sonra batık kredi riski, bankaların risk yönetim mekanizması oluşturmasının teşvik edilmemesi, ilişkili olan şirketlerin kredibilitésinin riske duyarlı bir şekilde değerlendirilmemesi gibi eksikliklere sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Bu eksikliklerin giderilmesi ve ilgili kriterlerin gelişen finansal piyasalara uygun bir şekilde revize edilmesi için Basel 2 uzlaşısının yapılmasına karar verilmiştir (Cannata ve Quagliariello, 2009, s.4).

Basel 2 uzlaşısının temel amacı, 1988 uzlaşısını revize ederek uluslararası bankacılık sisteminin güçlendirilmesi ve istikrarlı hale gelmesi için bir temel yapı oluşturmak bunu yaparken de sermaye yeterliliği ile ilgili düzenlemenin uluslararası aktif bankalar arasında fırsat eşitliğini engelleyici etki doğurmamasına dikkat etmektir.

Uzlaşısın ana bölümlerini, (a) sermaye yeterliliği ile ilgili kurallar (a.1) kredi riski, (a.2) piyasa riski ve (a.3) operasyonel risk; (b) üst yönetim gözden geçirmesi ve denetlemesi; (c) piyasa disiplini oluşturmaktadır.

Basel 2 ile operasyonel riskler sermaye yeterliliği ile ilgili şartlara dahil edilmiştir. Ayrıca uzlaşıda komite risk yönetimi ile ilgili değerlendirmelerin bütünlüğünün sağlanması için minimum uyulması gereken kriterlerin listesi yayınlanmıştır.

Basel 2 komitesi bütün üye ülkelerin 2007 sonuna kadar bu kurallara uymasını beklemektedir. Üye olmayan ülkelerin de ilgili kurallara uyması teşvik edilmiştir. Bu kuralları uygulamaya hazır olmayan ülkelerin öncelikli olarak bir plan dahilinde,

bankacılık sistemlerinin altyapısının bu kriterlerin uygulanabilmesi için hazır hale getirilebileceği belirtilmiştir (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, 2004).

#### **1.4.13. Turner Gözden Geçirmesi 2009**

2008 yılında yaşanan finansal kriz sonrası, krizin nedenlerinin bulunması ve bankacılık sisteminin bu tarz krizlere karşı güçlendirilmesi için yönetim yaklaşımının ve ilgili mevzuatın değişmesine dönük tavsiyelerin yapılması için Lord Turner görevlendirilmiştir (Turner Gözden Geçirmesi, 2009).

2009 yılı mart ayında yayınlanan rapor dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, nelerin yanlış gittiğini ve krizin geçmiş deneyimlerle elde edilen finansal piyasaların kendi kendilerini düzeltmesi ile ilgili hangi varsayımları geçersiz hale getirdiğini açıklamaktadır. İkinci bölüm bankacılık düzenleme ve yönetim yaklaşımı ile ilgili değişiklik yapılması gerekliliğinin ilgili çevreler tarafından genel kabul gördüğü ve FSA'nın uluslararası ölçekte önereceği konuları kapsamaktadır. Üçüncü bölüm krizle gündeme gelen daha geniş perspektifteki sorunları ve bunların çözümü için tartışılması gereken politikaları içermektedir. Dördüncü bölüm doğrudan FSA tarafından uygulanabilecek ya da ancak uluslararası bir anlaşma ile hayata geçirilebilecek tavsiyeleri özetlemektedir.

Rapor alınacak önlemleri 28 madde halinde özetlemiş ayrıca tartışılması gereken 4 konuyu da gündeme getirmiştir. Tavsiye edilen öneriler arasında sermaye yeterlilik, muhasebe ve likidite şartlarının revize edilmesi, mevcut düzenlemelerin farklı kurumlar ve coğrafi bölgeler boyutunda ele alınması, vadeli hesaplar için sigorta uygulanması, iflasa uğrayan bankalar ile ilgili çözüm süreçleri, kredi derecelendirme kuruluşlarının çalışma prensipleri, maaş politikaları, kredi temerrüt takası ile ilgili piyasa mekanizması, ihtiyatlı bir şekilde makro analizlerin yapılması, FSA'nın liderlik yaklaşımı, firmaların risk yönetimi, yatırım bankacılığı ve ticari bankaların çalışma alanlarının ayrımı, global ve Avrupa çapında bankalar arası koordinasyonun iyileştirilmesi konuları yer almaktadır.

#### 1.4.14. Walker Gözden Geçirmesi 2009

2008 finansal krizinin ardından İngiltere başbakanı tarafından David Walker İngiltere bankacılık sisteminin kurumsal yönetimini incelemesi için görevlendirilmiştir. Çalışmasında, yönetim kurulu seviyesinde risk yönetiminin nasıl yapıldığı; İngiliz bankacılık sistemindeki yönetim kurulu üyelerinin uzmanlıklarının çeşitliliği, tecrübeleri ve bağımsızlıkları ile ilgili gereklilikler; yönetim kurullarının etkinliği, denetim, risk, maaş ve atama komitelerinin performansı ve son olarak İngiliz yaklaşımının uluslararası pratikle uyumu ve ulusal ve uluslararası en iyi uygulamaların nasıl yaygınlaştırılabileceğinin araştırılması istenmiştir (Walker, 2009).

Bu gözden geçirmenin gündeminde her ne kadar bankalar olsa da bulguların önemli bir kısmı, çıkarılan sonuçlar ve tavsiyeler hayat sigorta şirketleri gibi diğer finansal kurumlar için de belli ölçüde geçerlidir.

Gözden geçirme aşağıdaki beş tane ana konudan oluşmaktadır (Walker, 2009).

(1) İngiltere’de uygulamada olan tekli yönetim kurulu yapısı ve FRC’nin birleştirilmiş kod uygulaması bankacılık sistemine uyumludur. Daha sert likidite ve sermaye yeterlilik gereklilikleri, Finansal Hizmetler Kurumu (FSA)’nın mevzuat uygulamaları olarak daha sert duruşu ve birleştirilmiş kodun uygulama ya da açıkla yaklaşımı birleştirildiğinde daha iyi kurumsal yönetim uygulamaları konusunda en güvenli rota oluşacaktır.

(2) Bankalar ve diğer finansal kurumların yönetim kurullarında yaşanan eksikliklerin arkasında organizasyondan ziyade davranışsal nedenler yatmaktadır. Yönetim kurulları, önemli riskleri ve stratejik konuları değerlendirerek etkin bir şekilde karar alabilmeleri için, finans endüstrisi dışında farklı iş kollarında da üst seviye tecrübeye sahip üyelerden oluşmalıdır. Ayrıca bağımsız yönetim kurulu üyelerinden daha yüksek zaman ayıracaklarına dair taahhüt alınması ve bu üyelerin az tecrübe ve bürokratik bir bağımsızlıktan ziyade finans endüstrisi hakkında tecrübe ve özgür düşünme yeteneğine sahip olması yönetim kurullarının etkinliğini artıracaktır.

(3) Bankalar ve diğer finansal kurumların her şeyden önce gelen en önemli stratejik hedefi finansal riskin yönetimidir. Yönetim kurulu seviyesinde riskin gözetimi iyileştirilmeli ve kurumun risk iştahı ve toleransı hakkında karar alınmasına ve riskin kontrolüne özel olarak dikkat edilmelidir.

(4) Kendi müşterileri adına temsil hakkını kullanan fon yöneticileri ile yatırım yapılan şirketlerin yönetim kurulları arasında daha etkin bir bağlantı olmalıdır. Finansal krizde elde edilen tecrübe, hissedarların sınırlı mesuliyete sahip olmasına rağmen, vergi verenlerin sınırsız olarak sorumluluğa sahip olduğunu gösterdi.

(5) Yönetim kurullarının maaş politikalarında daha aktif rol alması gerekmektedir. Yönetim kurulu maaş belirleme komitesinin görev alanı şirketin risk profiline etki edebilecek bütün personeli kapsayacak şekilde genişletilmelidir. Şirketin maaş yapısı, yüksek pozisyonlardaki roller için şirketin orta ve uzun vadeli risk iştahı ve stratejilerine uygun olmalı; yöneticilerin kısa vadede elde edecekleri kazancı artıracakları maddeler sınırlandırılmalıdır.

Dermine (2011) yaptığı çalışmada içinde Walker gözden geçirmesinin de bulunduğu bankacılıkta kurumsal yönetimi ele alan uluslararası raporları incelemiştir. Dermine'e göre bu uluslararası raporların riski önlemeye dönük hedefleri olduğu halde, raporların içerikleri kabul edilebilir riskin nasıl belirleneceği hakkında rehberlik etmemektedir. Dermine değerlendirmesini dört temel bulgu ile özetlemiştir. (1) Bankaların yönetimi ile ilgili tartışmalar sadece yönetim kurullarını değil aynı zamanda banka yönetimlerini de kapsamalı ve sorumlulukla ilgili prensipler tanımlanmalıdır. (2) Bankalar kısa vadeli olarak gelirlerini artırmaya odaklanmış olsalar da yönetim kurulları uzun vadeli değer yaratımına odaklanmalıdır. (3) Yönetim kurulu üyeleri ve banka yöneticileri risklerin belirlenmesi ve ölçümü ile ilgili olarak bilişsel önyargılara dikkat etmelidir. (4) Risk alırken uygulanan değer odaklı yaklaşımda stres senaryolarındaki olasılıklar ve finansal stresle ilgili maliyetler dikkate alınmalıdır. Bu maliyetlerden nasıl kaçınılabileceği banka stratejisi oluşturulurken açık bir şekilde tanımlanmalıdır.

#### **1.4.15. Vickers Komisyon Raporu 2011**

John Vickers başkanlığındaki İngiltere bağımsız bankacılık komisyonunun hazırladığı rapor 12 Eylül 2011 tarihinde yayınlanmıştır. Bu rapor İngiliz bankacılık sistemini daha istikrarlı ve rekabetçi bir yapıya kavuşturmayı hedeflemektedir. Rapordaki öneriler arasında İngiliz bankalarının bireysel bankacılık operasyonlarını güvence altına almak, bireysel bankacılık alanında faaliyet gösteren bankalar için daha yüksek sermaye yeterlilik oranlarının tanımlanması, bankanın borcunu ödeyememesi durumunda sigortalanmış mevduat hesapları için öncelik verilmesi ve İngiliz bankacılık sektöründe rekabetin artırılması için önlemler alınması vardır (Independent Commission on Banking (Vickers Commission), 2011).

Ambler ve Saltiel (2011) raporla ilgili yaptıkları değerlendirmede raporun önem arz eden yalnızca iki önerisinin bulunduğunu belirtmişlerdir. Bunlar, (1) bireysel bankacılık hizmeti veren bankaların hükümet garantileri ile koruma altına alınması ve (2) sermaye yeterlilik oranlarının Avrupa Birliği ve global olarak Basel III ile değerlendiren oranlarının da üstüne çıkarılmasıdır. Ambler ve Saltiel yapılan önerilerin daha derin ve geniş çaplı bir ortamda tartışılması gerektiğini düşünmektedirler. Değerlendirmede, bağımsız bankacılık komisyonunun problemi doğru tanımladığı, bankacıların yanlış kararlarına ve yasa yapıcıların liderliklerindeki yetersizliğe haklı bir şekilde değinildiği belirtilmiştir. Fakat diğer yandan, bu sorunların çözümü için, bankacıların karar verme süreçlerinin iyileştirilmesi ve para ve kredi politikaları ile ilgili yasal düzenlemeler hakkında hiçbir öneri getirilmediği vurgulanmıştır. Ambler ve Saltiel, raporda yapılan önerilerin İngiliz bankacılık sisteminin rekabet gücünü azaltacağını, orta ve küçük çaplı şirketlerin alabileceği kredi miktarını düşürerek İngiliz ekonomisine zarar vereceğini iddia etmektedirler.

#### **1.4.16. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 1999, 2004 ve 2015**

OECD kurumsal yönetim prensiplerini ilk olarak 1999 yılında yayınlamış, 2004 ve 2015 yıllarında ise revize versiyonları sunmuştur. OECD'nin bu prensipleri hazırlarken temel amacı verimlilik, sürdürülebilir büyüme ve finansal istikrarın

sağlanması için kurumsal yönetim uygulamalarının iyileştirilmesi ve doğru yapılan kurumsal uygulamaların desteklenerek yaygınlaştırılmasıdır (OECD, 2015).

OECD'ye üye ülkeler tarafından hazırlanan bu prensiplerin, OECD üyesi olan ve olmayan hükümetlerin kendi ülkelerinde kurumsal yönetim konusunda yasal ve düzenleyici bir altyapı kurabilmelerine yardımcı olması planlanmıştır. OECD farklı ülkelerin hepsinin aynı yapıya uymalarının mümkün olmadığını bildiği için hepsinin uygulayabileceği ortak prensipleri tanımlamaya çalışmıştır.

OECD 2015 yılındaki bildirisinde bu prensipleri aşağıdaki gibi açıklamıştır (OECD, 2015).

(1) Kurumsal yönetim yapısı şeffaf ve adil piyasaları ve kaynakların etkin bir şekilde dağıtılmasını teşvik etmelidir. Yasalarla uyumlu olmalı ve etkin bir yönetim ve güçlendirmeyi teşvik etmelidir.

(2) Kurumsal yönetim yapısı hissedarların haklarını kullanabilmesini korumalı ve sağlamalıdır. Kurumsal yönetim sistemi başta küçük ve yabancı hissedarlar olmak üzere bütün hissedarlara eşit şekilde davranmalıdır. Bütün hissedarların, kendi haklarının ihlali durumunda, bunu etkin bir şekilde talep edebilecekleri bir yapı oluşturulmalıdır.

(3) Kurumsal yönetim yapısı, yatırım zinciri vasıtasıyla etkin inisiyatifler tanımlamalı ve pay senedi piyasalarının iyi kurumsal yönetim uygulamalarına katkıda bulunmasını sağlamalıdır.

(4) Kurumsal yönetim sistemi yasalar ya da karşılıklı anlaşmalar nedeniyle oluşmuş olan farklı paydaşların haklarını tanımalı ve şirketler ile paydaşlar arasındaki aktif iş birliği ile sermaye kazancı, iş imkanları ve finansal olarak sağlıklı şirketlerin sürdürülebilirliğini sağlamaya çalışmalıdır.



(5) Kurumsal yönetim sistemi, finansal durum, performans, sahiplik ve şirket yönetimi gibi önemli konularda zamanında ve doğru bir şekilde duyuruların yapılmasını sağlamalıdır.

(6) Kurumsal yönetim sistemi stratejik olarak şirketin yönlendirilmesi, yönetim kurulunun etkin olarak şirket yönetimini gözlemlemesi ve yönetim kurulunun şirkete ve hissedarlara karşı sorumlu olmasını sağlamalıdır.

OECD'nin 2015 yılında yayınlamış olduğu ve yukarıda özetlenen kurumsal yönetim prensipleri de kendisinden önceki versiyonlar gibi yaşanan ekonomik krizlerin etkisinde hazırlanmış ve finansal istikrar, yatırım ve büyümeyi desteklemeye çalışmıştır. Fakat şunu vurgulamak gerekir ki, kurumsal yönetim uygulamalarındaki eksiklikler 2008 yılında yaşanan finansal krizin esas nedenleri arasında değildir. Ayrıca kurumsal yönetimin finansal istikrara kayda değer bir katkısı olup olmadığı konusunda yapılan çalışmalar net bir sonuç vermemektedir (Siems ve Macotela, 2017, s.327).

#### **1.4.17. Gözden Geçirilmiş Birleştirilmiş Kurumsal Yönetim Kodu 2018**

İngiltere birleştirilmiş kurumsal yönetim kodu ilk olarak 1998 yılında yayınlanmış ardından 2003, 2006, 2008, 2010, 2012, 2014, 2016 ve 2018 yıllarında revize edilmiştir. 2018 yılındaki kodda da kendisinden önceki versiyonlardaki gibi, standart ve uyulması mecburi kurallar tanımlamak yerine uygulama ya da açıklama maddeleri ile esneklik sağlanmış ve uygulama ile ilgili olarak yol gösterici bilgiler verilmiştir (Financial Reporting Council (FRC), 2018).

2018 yılında yayınlanan kodun temelinde uzun dönemli sürdürülebilir başarı için iyi kurumsal yönetimin değeri vurgulanmıştır. Şirketler, kodda tanımlanan prensiplere uyarak uzun vadeli sürdürülebilir ve daha büyük başarıya ulaşmak için neler yaptıklarını göstereceklerdir.

Kodda yönetim kurulu üyelerinin şirketin başarısını öncelikli olarak düşünerek ilk sırada hissedarların faydasını ardından da çalışanların ve diğer paydaşları gözetecekleri belirtilmiştir.

Çalışanların şirkete bağlılığının sağlanması için üç farklı yöntem ya da bunların kombinasyonu önerilmiştir. (1) Çalışanlar içinden bir yönetim kurulu üyesi ataması, (2) Çalışanların katılımıyla yapılacak danışma paneli, (3) icracı olmayan bir yönetim kurulu üyesinin bu konuda atanması. Eğer yönetim kurulu burada önerilen üç maddeyi uygulamıyorsa, alternatif olarak yapılan uygulamaları ve etkinliğin nasıl sağlandığını açıklamalıdır (Financial Reporting Council (FRC), 2018).

Ayrıca kod yönetim kurulu başkanının ilk olarak yönetim kuruluna girişinden itibaren dokuz yıldan daha fazla süre görevde kalmasına müsaade etmemektedir. Yönetim kurulundaki çeşitliliği desteklemek adına ve iş devrini etkin bir şekilde yönetmek için, özellikle de eğer başkan icracı olmayan bağımsız bir yönetim kurulu üyesiye bu dokuz yıllık süre belli bir müddet için uzatılabilir (Financial Reporting Council (FRC), 2018).

#### **1.4.18. Değerlendirme**

1992 yılında Cadbury raporu ile başlayan ve 2018 yılında yayınlanmış olan Gözden Geçirilmiş Birleştirilmiş Kurumsal Yönetim Kodu ile devam eden kurumsal yönetim çalışmaları değerlendirildiğinde aradan geçen 26 senede önemli bir yol kat edildiği ve dünya çapında kabul görmüş ilkelerin oluşturulduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim hakkında yapılan çalışmalar ile; şirketlerin şeffaflığı, kamuyu aydınlatma ile ilgili sorumlulukları, şirket yöneticilerinin aldıkları sorumluluklar, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanmasının mecburi bir hal alması ve yine bu üyelerin etkinliğinin artırılması, üst yönetime verilen maaşların ve yan hakların sağlıklı bir şekilde kontrolü, yönetim kurulu aday belirleme süreçlerinin iyileştirilmesi, denetleme komitelerinin bağımsızlığının ve etkinliğinin sağlanması gibi halka açık payların sahiplerinin daha etkin bir şekilde temsil edilmesini sağlayacak bir dizi aksiyon gündeme getirilmiş ve bu alanlarda ciddi aşamalar kat edilmiştir. Bununla birlikte günümüzde hızla zorlaşan rekabet koşulları, teknoloji ile birlikte yaşanan hızlı dönüşüm, finans dünyasında ortaya çıkan birçok yeni inovasyon ve ürün çeşitliliği halka açık pay senedi sahiplerinin haklarını etkin bir şekilde temsil noktasında zorluklar oluşturmaktadır. Bu nedenle kurumsal yönetim alanında yapılan

iyileştirmelerin hız kesmeden devam etmesi ve mevcut uygulama eksikliklerinin ortadan kaldırılması büyük önem arz etmektedir.

### **1.5. DÜNYA'DA UYGULANAN KURUMSAL YÖNETİM MODELLERİ**

Farklı ülkelerin ekonomik yapılarının, kültürel özelliklerinin, iş yapış şekillerinin, şirket yapılarının ve yasal mevzuatlarının farklılığı farklı kurumsal yönetim yapılarının oluşmasına neden olmuştur. Franks ve Mayer (1994)'e göre farklı ülkelerde farklı kurumsal yönetim modellerinin oluşmasındaki temel neden, genel görüşün aksine finansal sistemin şirketleri fonlamak için tercih ettiği yöntemler değil de hissedarlık yapısının ve kontrolün nasıl kurgulandığı ile ilgilidir.

Weimer ve Pape (1999) Anglo-Sakson sistem (Anglo-ABD uygulaması), Alman sistemi (Kıta Avrupası uygulaması) , Latin sistemi ve Japon sistemleri olmak üzere dört farklı kurumsal yönetim sistemi sınıflandırmışlardır. Hansmann ve Kraakman (2001) ise hissedar odaklı Anglo-ABD modeli ve paydaş odaklı Kıta Avrupası modellerinin baskın olduğunu ve kurumsal yönetim hakkında yapılan çalışmaların, bu iki modelin birbiriyle yarıştığını açıkça gösterdiği belirtmişlerdir.

Hissedar odaklı sisteme kayma olduğunu ve hissedar odaklı sistemin paydaş odaklı sistemin yerine geçtiğini belirten çalışmalar olsa da Ntongho (2015) kültürel açıdan bu modelleri ele aldığı çalışmasında paydaş odaklı modelin belirgin farklılıkları olduğunu bildirmiştir.

Bir diğer sınıflandırma ise piyasa temelli ve banka temelli şeklinde yapılmıştır. Piyasa temelli sınıflandırmaların Anglo-Sakson sisteme, banka temelli sınıflandırmaların ise Kıta Avrupası sistemine denk geldiği görülmektedir (Uzkaralar, 2017, s.24).

Kurumsal yönetimin Anglo-ABD uygulaması, Kıta Avrupası uygulaması ve Japon uygulamasına ait bilgiler aşağıda verilmiştir.

### 1.5.1. Anglo-ABD uygulaması

ABD’de de kurumsal yönetim ile ilgili temel sorunlar dağılık ve küçük hissedarların haklarını korumak üzere yoğunlaşmıştır. Microsoft, Ford ve Wal-Mart gibi büyük hissedarların hâkim olduğu şirketler olsa da sayılarının az olması kurumsal yönetim ile ilgili tartışmalarda daha az ilgi çekmelerine yol açmıştır (Anderson ve Reeb, 2003). Başta ABD ve İngiltere olmak üzere Anglo-Sakson sistemin geçerli olduğu ülkelerde şirket hissedarları karar verici pozisyonda en etkin rolü üstlenmektedirler ve çoğunlukla kurumsal yapılarla temsil edilmektedirler (Ngwu, 2016). Anglo-Sakson geleneğinde, şirketler hissedarlar ve yöneticiler arasında emanete dayanan bir yapı üzerine oturmuştur. Bu nedenle yöneticiler emanet aldıkları şirkette, hissedarlar adına hareket etmekle ve hissedarların çıkarları doğrultusunda kaynakları etkin bir şekilde kullanmakla görevlendirilmiştir (Allen, 2005).

Anglo-Sakson kurumsal yönetim sistemleri çoğu zaman dıştan yönetilen sistem olarak anılmaktadır. Çünkü kontrol ne şirket yönetiminde ne de yönetim kurulunda pozisyonu bulunmayan, şirketin sahiplerinin elinde bulunmaktadır. Berle ve Means (1968) küçük hissedarların yöneticileri gözlemleyip kontrol edebilecekleri güce ve kaynaklara sahip olmaması nedeniyle bu tarz şirketlerde kontrolün yöneticilerde kalmasının daha etkin olacağını belirtmişlerdir. Teorik olarak yönetimde doğrudan rolü bulunmayan hissedarlar dört farklı şekilde kontrol uygulayabilmektedirler. (1) Mevcut CEO’nun değiştirilmeye çalışıldığı bir vekalet rekabeti başlatabilirler. (2) Hissedarlar tarafından seçilen yönetim kurulu üyeleri ile kontrol sağlayabilirler. (3) Şirketin çoğunluk hisselerinin ele geçirildiği zorla satın alma ve kontrolü tamamen ele geçirme denemesinde bulunabilirler. (4) Yasal yollarla hukuk sürecini başlatarak yöneticilerin hissedarları temsil sırasında sorumluluklarını ihlal ettiklerini ileri sürebilirler (Mueller, 2006, s.628).

Gay (2002) yönetim pratiklerini ve kuramlarını incelediği çalışmasında Anglo-Sakson modelin temel özelliklerini aşağıdaki gibi belirtmiştir.

- Hissedar ya da şirket yöneticilerinden biri yönetim adına karar verilirken diğerlerine göre daha fazla etkide bulunur. Şirket ve şirketin yönetim kurulu hissedarların zenginleşmesinde birer araç olarak görülür.
- Yalnızca bir adet yönetim kurulu bulunmaktadır. Yönetim kurullarının uygulama ve liderlik rolleri tek bir yasal kimlikte toplanmıştır. Yönetim kurulunda genel kurul sırasında hissedarlar tarafından seçilen icracı ve icracı olmayan üyeler vardır.
- Diğer ülkelere kıyasla pay senetleri piyasası daha önemli bir rol oynamaktadır.
- Kurumsal kontrol ve şirket satın almalarıyla ilgili aktif bir piyasa vardır ve bu durumlara sıklıkla rastlanır.
- Hissedar dağılımı bakımından oldukça yayılmış bir yapı söz konusudur. Çoğu şirkette baskın hissedarlar yoktur ve hissedar sayıları çok fazladır.
- Üst yönetim ücretlendirmesinde performans bazlı ücretlendirme yöntemleri sıklıkla kullanılmaktadır.
- Kurumsal yönetim sistemi kısa vadeli ekonomik ilişkiler üzerine kuruludur. Bu model duyuru ve bilgilendirmenin öne çıktığı bir yapıdadır, dağınık olarak bulunan yatırımcılar bilgiye sahip bir şekilde yatırım kararları alabilmek için nitelikli ve yeterli miktarda bilgi akışı talep edebilirler.

Çıkarıcı tavır içinde olabilecek yöneticilere karşı hissedarlara belirgin seviyede korunma imkânı sunan ve kurumsal yönetimde etkin, güçlü kurumsal yatırımcıları olan bir ülkedeki bir şirket, kurumsal yönetimde yatırımcıların rolünün zayıf olduğu bir ülkedeki bir yatırımcıya pay senedi satışını duyurursa, pay senedi fiyatları düşecektir. Bu yüzden yeni menkul kıymetlerle ilgili hem arz hem de talep, güçlü kurumsal yapıya sahip kurumları olan ülkelere kaymaktadır. Diğer bütün unsurlar sabitken, daha güçlü kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkelerin yeni fonlar yaratmak için pay senedi satarken cazip yollar bulması bu nedenle de pay senetleri piyasasının daha derin ve hissedar yapısının daha dağınık olması mümkün olmaktadır (Mueller, 2006, s.628)

Çıtak (2011a) farklı sistemlerin Anglo-Sakson modele yakınsayıp yakınsayamayacağını incelediği çalışmasına göre, ABD ve İngiltere gibi Anglo-Sakson modelin hâkim olduğu iki ülkede 1995 yılında sırasıyla kurumsal yatırımcı oranı %61,5 ve %112 iken; Japonya, Fransa ve diğer gelişmiş ülkelerde yalnızca sırasıyla %19,9, %5,5 ve %16,6 olması önemli bir farklılık arz etmektedir ve kısa vadede bu ülkelerdeki kurumsal yönetim yapısının Anglo-Sakson sisteme yakınsayamayacağı konusunda fikir vermektedir. Bu nedenle de Çin ve Türkiye gibi kurumsal yatırımcıların işlemelerdeki payının düşük olduğu ülkelerde Anglo-Sakson kurumsal yönetim sisteminin kısa vadede kolayca yerleşmesinin mümkün olmadığı belirtilmiştir.

### **1.5.2. Kıta Avrupası Uygulaması**

Berle Means (1932)'in klasik çalışmasında ABD'deki kurumsal yapı ele alınmıştır oysa Dünya'nın büyük bir bölümünde ve kıta Avrupa'sında kurumsal yönetim ile ilgili sorunlar Anglo-Sakson yapıdaki ülkelerden farklıdır. Halka açık şirketlerin çok az bir bölümü baskın hissedarların olmadığı dağınık bir yapıya sahiptir. Genellikle çoğu firmada bir aile ya da kişiden oluşan baskın bir hissedar oyların çoğunluğuna sahip olmaktadır. Çoğu zamanda bu baskın hissedar şirketin çoğunluk hissesine sahip olmasa da piramit şeklindeki yapılarla, hissedar anlaşmalarıyla ya da imtiyazlı pay senetleri ile kontrolü ellerinde bulundurmaktadır (La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999).

Kıta Avrupa'sında geçerli olan kurumsal yapı sadece hissedarları değil aynı zamanda diğer paydaşların çıkarlarına da önem vermektedir. Örnek olarak Almanya ve diğer bazı Avrupa ülkelerinde yasal düzen şirketlerin yalnızca hissedar haklarına uygun olarak hareket edecekleri şeklinde kurgulanmamıştır (Allen, 2005).

Kıta Avrupası sisteminde birlikte karar verme esas rol oynamaktadır. Şirketlerin stratejik kararlarında önemli rol oynayan paydaşların başında sendikalar ve diğer ortak yapılarla bir araya gelmiş olan çalışanlar sıklıkla yer almaktadır. Kıta Avrupası modelinde pay senetleri piyasası yerine bankalar önemli bir role sahiptirler ve kurumsal finans ve kontroldeki çapraz sahiplik pozisyonları ile ön plandadırlar.

Bankaların şirketlerin yüksek oranda hissesine sahip olmaları durumu oldukça yaygındır ve de kredi sağladıkları ya da hissedarı oldukları şirketlerde yönetim kurullarında temsil edilmeleri de sıklıkla yaşanan bir durumdur. Bankalar ve şirketler arasındaki bu yakın ilişki daha güvenli bir ekonomik çevre yaratmakta ve uzun vadede şirketlerin karlılıklarını sürdürme şanslarını artırmaktadır. Avrupa'daki ülkelerde kurumsal yönetim sistemleri büyük ölçüde benzerlik gösterse de birtakım farklılıklar da söz konusudur. Örnek olarak Hollanda, Almanya, İsviçre, İsveç, Avusturya, Danimarka, Norveç ve Finlandiya birbirine benzer kurumsal yönetim yapılarına sahipken, Fransa, İtalya, İspanya ve Belçika yönetim kurulları yapılarıyla bir miktar ayrılmaktadırlar. Örnek olarak bu ikinci grup ülkelerde iki basamaklı ya da tek basamaklı yönetim kurulu düzenleri tercihe bağlıdır ve Almanya'ya kıyasla hissedar yapılarında devletin ve ailelerin varlığı daha baskındır (Ngwu vd. 2016).

Van der Elst (2014, s.9) Kıta Avrupa'sındaki halka açık şirketlerin beş temel özelliği olduğunu bildirmiştir.

(1) *Tüzel kişilik ve hayatın sürekliliği.* Şirketler kendi adlarına ve kendileri adına haklara ve sorumluluklara sahip olurlar. Şirketler hissedarların temin ettiği sermaye ile kurulduktan sonra parasal kontrol tamamen yönetim kurulu tarafından temsil edilen şirketin yönetimine geçmektedir. Şirket adeta bir birey olarak muamele görmektedir.

(2) *Sınırlı sorumluluk.* Bir şirketin üyeleri şirketten sağlanan faydalar ya da sorumluluklardan sorumlu değildir. Hissedarlar bir şirkete sermaye koyduktan sonra ilave bir sermaye koyma mecburiyetine sahip değildir. Eğer şirket zarar ederse bu zarar şirkete aittir ve yalnızca şirket bu zarardan sorumludur.

(3) *Merkezi yönetim.* Avrupa'daki ülkelerin çoğunluğunda şirketler yönetim kurulundan oluşan tek bir yönetim organına sahiptir. Teorik olarak yönetim fonksiyonu bu yapının sorumluluğunda olsa da pratikte yönetim kurulunun asıl rolü şirketin pay senedi fiyatlarının maksimum seviyede artırılabilmesi için yöneticileri gözlemlemektir. Üst düzey yöneticiler yönetim kurulunun liderliği altında şirketi tam zamanlı olarak

idare etmektedirler. ABD'dekine benzer şekilde çoğu Avrupa ülkesinde de yönetim kurulları şirketin yöneticilerini ve şirkette çalışan ama icracı yönetici rolü olmayan üyeleri de bünyesinde bulundurabilir. Hollanda ve Alman hukuku yönetim kurulu ve liderlik kurulu olmak üzere iki aşamalı yönetim yapısını yasal olarak tanımlamıştır.

(4) *Hisselerin tamamen el değiştirebilmesi.* Hisselerin elden ele dolaşabilmesi hissedarlar değiştiği halde şirketin faaliyetlerine devam edebilmesini sağlamaktadır. Bu imkân, likiditeyi artırmakta ve hissedarların yatırım yaptıkları şirketlerin çeşitliliğine izin vermektedir. Hisselerin el değiştirebilmesi, bu konuda tamamen bir serbestlik olduğu anlamını taşımamaktadır. Hisselerin el değiştirmesi hissedarlar arası anlaşmalarla ya da özel maddelerle sınırlandırılabilir.

(5) *Sermaye sağlayanlar tarafından paylaşılan sahiplik.* Büyük şirketlerde eğer sermaye artırımına ihtiyaç duyulursa şirketin hissedarlarının sayısında artış gözlemlenebilir. Bu durumun dört farklı olası nedeni arasında (1) ana hissedarların kısıtlı servetinin olması, (2) hissedarların riski bölüşmek istemesi ve servetlerinin sadece küçük bir oranıyla yatırım yapmak istemeleri, (3) büyük bir hisseye sahip olmanın şirket hisselerinin likiditesini düşürmesi, (4) pay senetleri ile ilgili düzenlemelerin, yüksek oranda bir şirketin hissesini barındırmayı maliyetli hale getirmesi sıralanabilir.

Şirketin büyük orandaki hissesine sahip ya da kontrolü elinde tutan bir hissedarın bulunduğu firmalarda yöneticiler kendi çıkarlarını gözetebilecekleri daha az alana sahip olabilmektedirler. Bu nedenle de ABD ile kıyaslandığında Avrupa'da yöneticilerin ücretleri çok daha düşüktür. Fakat bu büyük hissedarların bulunduğu firmalarda vekalet probleminin ortadan kalktığı anlamına gelmemektedir. Anglo-Sakson sistemin geçerli olduğu ülkelerde yöneticiler kendilerini yasal yollardan zenginleştirebilmektedirler, bu durumda büyük hissedarlar da kontrol sahibi oldukları firmalardan kendilerine kaynakları transfer edecek yollar bulabileceklerdir. Coffee (2005), Dyck ve Zingales (2004), Morck vd. (2005) ve Nenova (2003) kontrol sahibi olan hissedarların kendi çıkarlarını gözeterek bu yetki sayesinde yasal ya da yasadışı



yollarla servet edindiklerini gösteren akademik çalışmalara imza atmışlardır (Mueller, 2006, s.629).

Baskın hissedarların sahip oldukları küçük hissedarların haklarından fırsat elde etme şansı üzerinde çalışma yapan Enriques ve Volpin (2007, s.125-126) bu sorunun yasal düzenlemeler dışında çözülemeyeceğini bildirmişlerdir. Ayrıca bu amaçla kullanılabilir dört adet yasal mekanizmayı ise aşağıdaki şekilde sıralamışlardır.

(1) *İç yönetim mekanizmalarının güçlendirilmesi.* Kurumsal yönetimin sağlıklı gerçekleşmesi açısından yönetim kurulları birincil öneme sahiptir. Yönetim kurullarının daha bağımsız hareket etmesine olanak sağlayan, onları güçlendiren ve temel görevlerini tanımlayan düzenlemeler, yönetim kurullarının baskın olan hissedar karşısında belli bir miktar güç kazanmasını sağlayabilir.

(2) *Hissedarların güçlendirilmesi.* Yasalar, hissedarları pay senedi satma, genel kurulda oy kullanma ve mahkemeye verme hakları vererek korumaktadırlar. İlk olarak, dağınık bir şekilde sahip olunan şirketlerde hissedarlar kendi hisselerini satma hakkını kullanarak içeriden öğrenenlerin suiistimallerini sınırlandırmaktadırlar. İkinci olarak, yasa yapıcılar hissedarlara şirketi ve yönetim kurulunu dava etme şansı vererek onları güçlendirebilirler. Burada önemli olan dava süreçlerinin ne kadar kolay ve ucuz şekilde yürütülebileceğidir. Üçüncü olarak, şirketin kurumsal yönetimi açısından kritiklik arz eden kararları hissedarların katılacağı ve oy vereceği toplantılarda alması zorunluluğu oluşturulabilir.

(3) *Kamuyu aydınlatma gerekliliklerinin güçlendirilmesi.* Hissedarların etkin bir şekilde pay senedi satması, oy vermesi ve dava açması ancak yeterli miktarda bilgiye zamanında ulaşabilmelerine bağlıdır.

(4) *Daha sert yasal düzenlemelerin uygulanması.* Şirketlerin ve pay senetleri piyasasının tabii olduğu kanunları güçlendirerek denetleme kurumları ve cezai yaptırımlar aracılığı ile önlemler alınabilir.

### 1.5.3. Japonya uygulaması

Japonya’da kurumlarla ilgili yasalar temelini Alman ticaret kanunundan almaktadır ve sınırlı sorumluluğa sahip şirketlerin kurulması 1899 yılından itibaren mümkündür (Fukao, 1995). Japonya’daki kurumsal yönetim sistemini isimlendirmek için banka bazlı, ilişki odaklı, network, içerden öğrenen, paydaş ya da kurumsal yönetimin koordine modeli gibi farklı etiketler kullanılabilir. Önemli düzeydeki akademik çalışmalar, hissedar odaklı ve liberal piyasa prensiplerinden belli noktalarda ayrılan Japon firmaların rekabetçi avantajlarını ve ekonomik mantıklarını anlatmışlardır. Japonya’nın ikinci dünya savaşından sonraki rekabetçi gücü piyasanın dağıtılmış haldeki etkinliğinden değil de şirkete özel yeteneklerin geliştirilmesi ve korunması için paydaşlar tarafından yapılan yatırımlara bağlı olarak gelişen organizasyon ile ilgili verimlilik sayesinde oluşmuştur. Bu kurumsal yönetim tarzı uzun vadeli yatırımların gerçekleşmesi ve iş birliğinin teşvik edilmesi açısından önemli rol oynamış ve ABD modeline kıyasla ciddi bir alternatif oluşturmuştur (Jackson ve Miyajima, 2007, s. 3).

Japonya’daki birçok şirket Keiretsu ismi verilen sisteme bağlıdır. Şehir bankaları Keiretsu ağının kalbinde bulunmaktadır ve hem şirketlerin hisselerine sahiptirler hem de borç verirler (Corbett, 1994). Keiretsu’larda farklı şirketler ve bankalar karşılıklı olarak şirketlerin üzerinde süreklilik arz eden şekilde çapraz sahiplik ilişkisi kurarlar. Buna “durağan hissedarlık” da denilmektedir. Genellikle bir banka olan en büyük hissedarın bir şirketteki payı %5’i geçmemektedir, karşılıklı olarak sahip olunan paylar yaklaşık olarak %20, durağan olarak sahip olunan paylar ise %40’a varmaktadır. Bu şekilde yatay kurgulanmış olan Keiretsu’lar uzun vadeli ilişkilere sahip durağan işletme gruplarıdır (Osano, 1996). Japonya’daki en büyük 200 firmanın yaklaşık yarısı Keiretsu’ların elinde bulunmaktadır (Weimer ve Pape 1999). Groupings in Japan (IGJ)’ın derecelendirmesine göre Japonya’daki en büyük altı Keiretsu grubu arasında Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, Sanwa, Fuyo ve DKB bulunmaktadır (Goyal vd., 2018, s.15).

Keiretsu aynı zamanda bir savunma sistemi olarak da kullanılmaktadır. Büyük şirketler ve yüksek sermayeye sahip yabancı yatırımcılar halka açık bir şirketin hisselerini alarak yönetimi ele geçirebilirler. Bunu önlemek için Keiretsu sisteminde bankalar ve diğer kurumlardan oluşan durağan hissedarlar sisteme dahil olmuştur. Örneğin 1990 yılında ABD’li ünlü yatırımcı T. Boone Pickens, Koito isimli Japon şirketin kontrolünü ele geçirmeye çalışmıştı. Açık ara en büyük hissedar olana kadar pay senedi alımına devam ettiği şirkette Keiretsu’ya bağlı olan şirketler birleşerek Koito’nun çoğunluk hissesini oluşturmuş ve Pickens’ın bütün hamlelerine karşı çıkıp yönetim kurulunda bir sandalye bile alamamasına yol açmışlardır. Japonya’daki kurumsal yapıda halka açık payların çok az söz hakkı vardır ya da bazı şirketlerde hiç yoktur (Nakamura ve Morck, 2000).

Genel olarak Japon kurumsal yönetim modelinin temel özellikleri arasında, (1) hiyerarşik olarak planlama ve operasyonel uygulamaların ayrılması ve (2) gerçekleşen saha bilgilerinin paylaşılması yer almaktadır. Bir şirketin iç organizasyonu ile banka temelli kontrol fonksiyonu arasında ilişki bulunmaktadır. Eğer şirket finansal olarak sıkışık bir konuma düşerse banka kurtarma operasyonunda kritik bir rol üstlenmektedir. Eğer şirket finansal olarak güçlü bir konumdaysa ana bankaların aktif bir rolü bulunmamaktadır (Ngwu vd. 2016).

Japonya aynı zamanda çalışanların çıkarlarının gözetildiği paydaş odaklı kurumsal yönetim modeliyle de ön plana çıkmaktadır. Bir şirketin insanların oluşturduğu bir camia olarak tanımlayan bu yaklaşım insan kaynakları yönetim pratikleri tarafından çalışanların şirkete uzun vadeli bağlılıklarını sağlamak amacıyla oluşturulmuştur. Ömür boyu aynı şirkette çalışma kültürü büyük şirketlerdeki birçok erkek çalışan için sıradan bir durumdur ve şirket bazlı örgütlerin iş birliği ile 2. Dünya savaşı öncesinde kurumsallaştırılmıştır. Ömür boyu çalıştırma işten çıkarmalar için ağır yasal kısıtları ortaya koymaktadır. Şirketler ayrıca şirkete özel yetenekler kazandırmak ve çalışanların şirket içi ve benzer şirketlerdeki iş fonksiyonlarına esneklik sağlayabilmesi için yatırım yapmaktadırlar. Bu sistem kıdem odaklı maaşlar,

hiyerarşik terfi sistemi, farklı işlerde rotasyon ve şirket kültürünün güçlü bir şekilde sosyalleştirilmesi ile desteklenmektedir (Jackson ve Miyajima, s. 4-5).

Yönetim kurullarını ele alırsak Japon sistemi yönetim kurulu ve kurumsal denetçiler kurulundan oluşan iki farklı yönetim kurulu yapısına sahiptir. Her bir yönetim kurulu üyesi genel kurulda hissedarların oyları ile seçilir ve birleşerek yönetim kurulunu oluştururlar. Daha sonrasında yönetim kurulu, kendi temsilcilerini ve şirket yöneticilerini seçerler. Genellikle yönetim kurulları iç terfi sisteminin bir uzantısıdır ve başkan rolü belki de hissedarları temsilcisinden ziyade en üst kademe çalışan tanımını temsil etmektedir. Genellikle yönetim kurulları 20 ya da 30 üyeye kadar ulaşabilmekte ve çoğunlukla şirketin bünyesinden yetişmiş çalışanlardan oluşmaktadırlar (Miyajima and Aoki 2002). Son dönemde birçok şirkette yönetim kurullarının daha etkin bir şekilde çalışabilmesini sağlamak adına üye sayısını azaltma uygulamaları başlamıştır. Örnek olarak 2005 yılında 20 üyeden daha kalabalık yönetim kuruluna sahip şirket sayısı 41 iken 2013 yılında bu sayı 5'e kadar düşmüştür (Ueda, 2015).

Kurumsal denetçiler kurulu ise günlük iş aktivitelerinin kontrolü ve idaresinden sorumludurlar. Kurumsal denetçiler kurulu en az bir üyesi tam zamanlı çalışan, en az yarısı şirkette daha önceden çalışmamış olmak üzere en az üç üyeden oluşmalıdır. Kurumsal denetçiler kurulunun ana görevi uygunluk denetimleri yapmak ve bağımsız denetçiyle birlikte finansal sunumları denetlemektir. (Aman vd., 2018, s. 6-7)

#### **1.5.4. Değerlendirme**

Dünya çapında genel olarak finansal sistemin ve pay senetleri piyasasının işleyişinde büyük ölçüde benzerlikler olsa da ülkelerin kurumsal yapıları açısından önemli farklılıklar mevcuttur. Başta ABD ve İngiltere'de geçerli olan Anglo-Sakson sistemde hissedarlar oldukça dağınık bir şekilde bulunmakta ve birçok şirketin yönetiminde söz sahibi olan hâkim hissedar bulunmamaktadır. Bu durum da haliyle kurumsal yönetim yapısının, hissedarları şirketin üst düzey yöneticilerine karşı koruyacak şekilde konumlandırılmasına neden olmuştur. Başta Almanya olmak üzere

Kıta Avrupası ülkelerinde ise bankaların hâkim hissedar olduğu, yalnızca hissedarların değil aynı zamanda başta çalışanlar olmak üzere diğer paydaşların da haklarının temsiline önem verilen ve kontrol mekanizmasının icracı olan yönetim kurulunun üst seviyesinde kurulduğu bir yapı hakimdir. Japonya’da ise Kıta Avrupa’sına benzer şekilde bankaların hâkim olduğu bir kurumsal yapı söz konusu olmakla birlikte gerek farklı gruplar arasında karşılıklı hissedarlık uygulamalarının sıklığı gerekse çalışanların emekli olana kadar tek bir şirkette çalışmalarının ve üstün sadakatlerinin yaygınlığı nedeniyle oldukça farklı bir kurumsal yönetim ortamı söz konusudur. Farklı ülkelerin kurumsal altyapılarının birbirinden ciddi oranda farklı oluşu, bu ülkelerde uygulanabilecek ideal kurumsal yönetim sisteminin seçimi ve alınması gereken aksiyonların kapsamında farklılıklar yaratmaktadır. Diğer yandan hâkim hissedarların olduğu şirketlerin bulunduğu ülkelerde, nesilden nesile aktarım ve finansal piyasaların gelişmesi nedeniyle kurumsal yapılarda bir dönüşümün yaşandığı ve hâkim hissedarların bulunduğu şirketlerin sayısının zamanla azalacağı da atlanmamalıdır. Bu nedenle Anglo-Sakson ülkelerinin 1990’larda yaşadığı tecrübeleri diğer ülkelerin 21. Yüzyılda yaşaması durumu söz konusu olabilir. Bütün bu etkenler toplu halde göz önünde bulundurularak, halka açık pay sahiplerinin yaşayacağı vekalet maliyetleri ve buldukları ülkenin kurumsal yapısına uygun bir şekilde alınabilecek tedbirler değerlendirilmelidir.

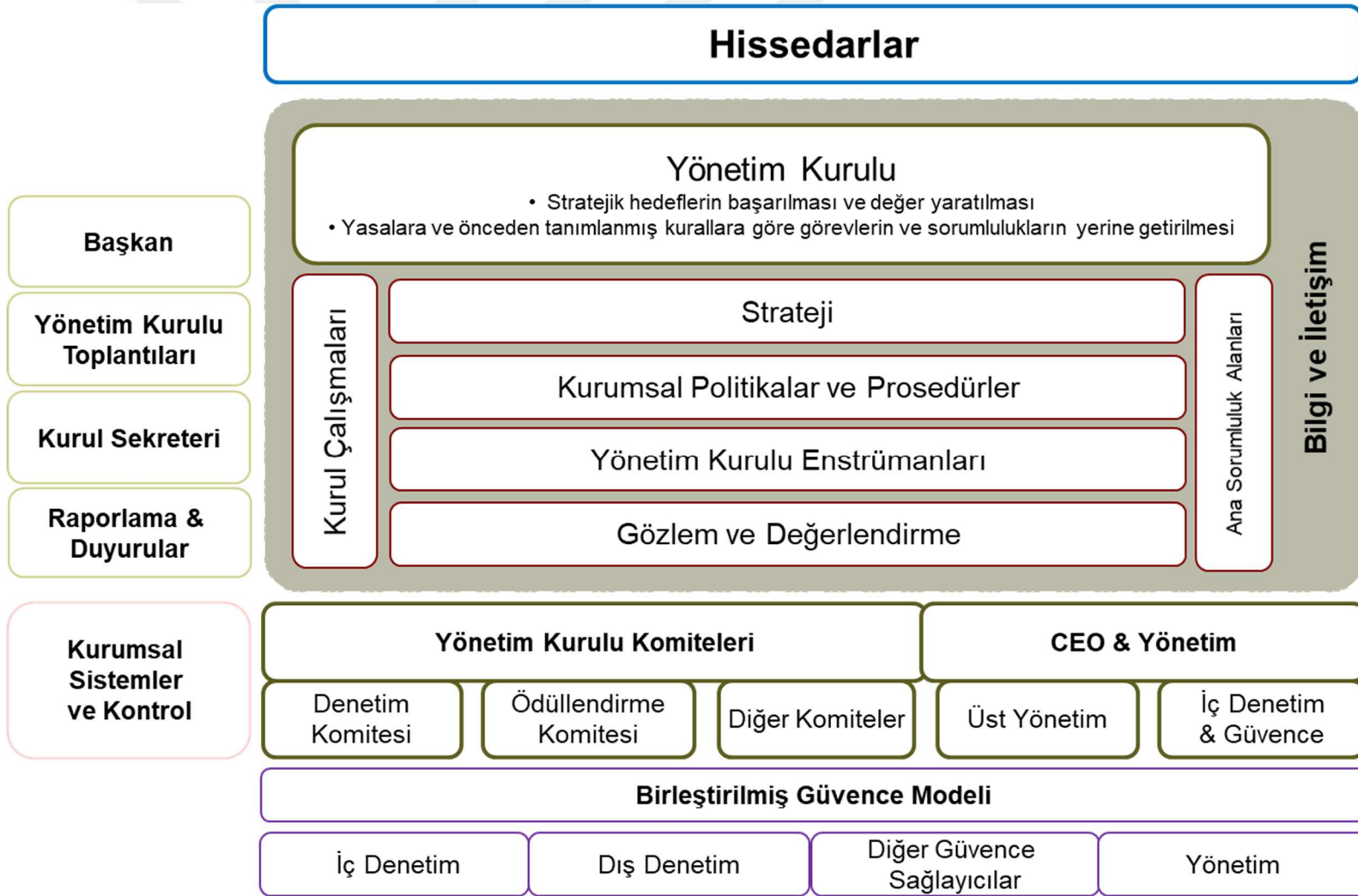
## **1.6. YÖNETİM KURULLARI**

### **1.6.1. Kurumsal Yönetim’de Yönetim Kurullarının Önemi**

Şirketin performansına etkilerini takip etmenin zorluğu nedeniyle yönetim kurullarının gerçekten önemli olup olmadıkları insanlar tarafından sıklıkla sorgulanmaktadır. Fakat işlerin aksi gittiği senaryolarda ise en ön plana yönetim kurulları çıkmaktadır. Mesela Enron, Worldcom ve Parmalat skandallarında bu durum açıkça ortaya çıkmıştır. Enron ve Worldcom şirketlerinde yönetim kurulu üyeleri yolsuzlukla ilgili sorumlu tutulmuş ve tazminat ödemek zorunda kalmışlardır. Enron şirketinde 13 milyon doları sigorta şirketleri tarafından karşılanmadığı için doğrudan üyelerin cebinden çıkmak üzere toplam 168 milyon dolar ödeme yapılması, Worldcom

şirketinde ise 18 milyon doları doğrudan yönetim kurulu üyelerinin kendi ceplerinden karşılanmak üzere toplam 36 milyon dolar ceza ödenmesi gerekmiştir. Bu skandallar ve kurumsal yönetim konusunda devam eden kaygılar nedeniyle yönetim kurulları politika tartışmalarının merkezinde yer almış ve ciddi miktardaki akademik çalışmanın odağında olmuşlardır (Adams vd., 2008, s.1).

Kurumsal yönetimde; içinde hissedarlar, yönetim kurulu ve şirket üst yönetiminden oluşan üçlü önemli birleşen aktif rol oynamaktadır. Hissedarlar sayılarının çok olması, donanım ya da teknik bilgilerinin yeterli olmaması vb. nedenlerle doğrudan şirket yönetimine dahil olamazlar. Bu nedenle kendileri yerine kontrol, denetleme ya da karar verme süreçlerini yönetecek vekillerini yönetim kurulu üyeliğine atarlar. Yönetim kurulları ise almış oldukları yetki ile şirket üst yönetimini belirleyerek şirketin üçlü kurumsal yönetim mekanizmasını oluşturmuş olurlar (Bkz. Şekil 10).



**Şekil 10:** Yönetim Kurulu Organizasyon Yapısı

**Kaynak:** Global Corporate Governance Forum, (2010) ve KPMG, yazar tarafından Türkçe'ye çevrilmiştir.

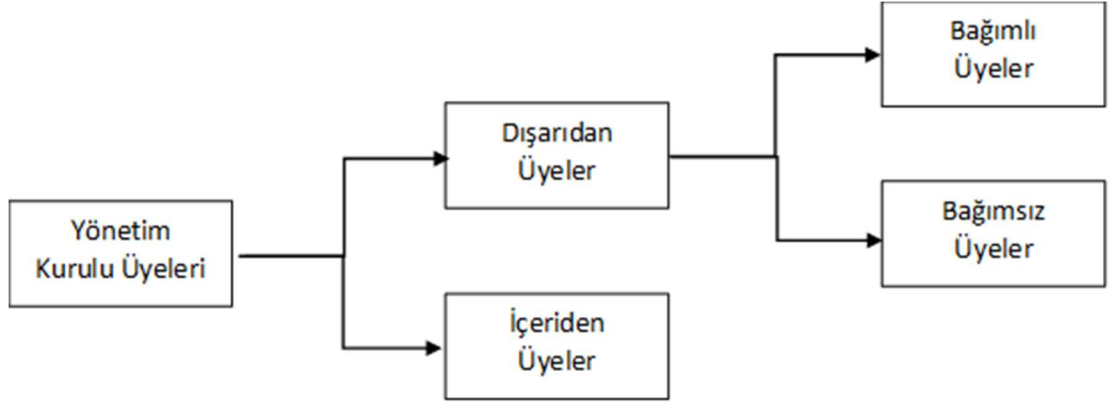
Kurumsal yönetim çalışmalarının sağlıklı bir şekilde yürümesi bu üçlü yapının birlikte uyum içinde çalışması ve sorumluluklarını doğru bir şekilde yerine getirmesine bağlıdır. Bu üçlü yapıda her bir taraf oldukça önemli olan kendi sorumluluklarına sahip olsa da etkin bir kurumsal yönetim için taraflar arasındaki iletişim ön plana çıkmaktadır. Eğer bir sistemin parçaları olmayı başarırlarsa oldukça güçlü yapıda kontrol ve denge işlevi görebilirler. Tam tersine sistemin parçalarından biri eksik olursa şirket oldukça tehlikeli bir şekilde dengesini kaybedecektir (Montgomery ve Kaufman, 2003).

Daily ve Schwenk (1996), üst yönetim ekiplerinin kendi içlerindeki çeşitliliği ve farklı kurumsal yönetim yapılarının verimliliğini değerlendirmişlerdir. CEO ya da yönetim kurulundan birinin baskın olduğu organizasyonel yapıların farklı roller arasında dengenin hâkim olduğu yapılara kıyasla daha yüksek performans elde ettikleri sonucuna varmışlardır. Kurumsal yapı tercihinde şirketin yatırımlarının bulunduğu alanlar, şirketin global olarak varlık gösterip göstermediği, şirketin hissedar yapısının dağılımı, şirketin kaynaklara bağımlılığı ve bilgi gereklilikleri gibi farklı kritik unsurlara dikkat edilmesi gerektiğini vurgulamışlardır.

### **1.6.2. Yönetim Kurullarının Yapısı**

İçerden üyeler ve dışardan üyeler olmak üzere yönetim kurulu üyeleri iki gruba ayrılmaktadır (Bkz. Şekil 11). İçeriden üyeler olarak adlandırılan grup şirkette mevcut bir görevi olup aynı zamanda yönetim kurulunda da bulunan kişiler için kullanılmaktadır. Dışarıdan üyeler ise yönetim kurulunda icracı görevi olmayan üyeler için kullanılmaktadır. Dışarıdan üyeler aynı zamanda bağımlı üyeler ve bağımsız üyeler olmak üzere iki sınıfa ayrılır. Bağımlı üyeler şirkette çalışmasa dahi şirketle belli bir ilişkisi olan üyeler için kullanılabilir. Mesela pay sahiplerinin temsilcisi olarak bulunan üyeler bağımlı üye grubuna girmektedir. Bağımsız üyeler ise şirketle yönetim kurulu üyeliği dışında bir ilişkisi olmayan üyeler için kullanılmaktadır (Arslantaş, 2012, s.40-41)





**Şekil 11:** Yönetim Kurulu Üyelik Yapısı

**Kaynak:** Arslantaş (2012)

Farklı ülkelerde ve şirketlerde ayrıca tekli ve ikili yönetim kurulu yapıları ve ayrıştırılmış liderlik gibi sınıflamalar da mevcuttur.

#### **1.6.2.1. Tekli ve İkili Yönetim Kurulları**

Farklı ülkelerde yönetim kurulları tekli ya da ikili olmak üzere iki temel yapıda oluşturulmaktadır. Tekli olan yönetim kurullarında icracı olan ve olmayan üyeler tek bir yönetim kurulunda bulunurlar. İkili yönetim kurulu yapılarında ise icracı üyeler ve icracı olmayan üyeler farklı yönetim kurullarında toplanırlar. İkili yönetim kurullarında icracı olmayan yönetim kurullarının toplandığı yönetim kurulu üst düzey bir kuruldur ve daha çok gözetim, kontrol ve stratejik konularda danışmanlık yapmaktadırlar. (Özsoy, 2011, s.88). Farklı ülkelerde uygulanan temel yönetim kurulu yapıları Tablo 3’de belirtilmiştir.

**Tablo 3-** Farklı Ülkelerde Uygulanan Temel Yönetim Kurulu Yapıları

Tekli sistem		İkili Sistem	Tekli ya da Çiftli Seçime Bağlı	Seçime Bağlı ve Hibrit Sistem
Avustralya	Kore	Arjantin	Brezilya	İtalya
Belçika	Meksika	Avusturya	Çek Cumhuriyeti	Japonya
Kanada	Suudi Arabistan	Çin	Danimarka	Portekiz
Şili	Singapur	Estonya	Finlandiya	
Kolombiya	İspanya	Almanya	Fransa	
Yunanistan	İsveç	Endonezya	Macaristan	
Hong Kong	Türkiye	Litvanya	Lüksemburg	
İzlanda	İngiltere	Polonya	Hollanda	
İrlanda	ABD	Rusya	Norveç	
İsrail		Güney Afrika	Slovenya	
			Slovakya	
			İsviçre	

**Kaynak:** OECD (2017, s.101), yazar tarafından Türkçe'ye çevrilmiştir.

ABD tekli tip yönetim kurulu yapılarının kullanıldığı en büyük sermaye piyasasına sahiptir. Delaware ticaret kanunu, şirketin faaliyetlerinin ve iş yapış şeklinin yönetilmesine nezaret etme sorumluluğunun yerine getirilmesi için yönetim kurulunu yetkilendirmiştir. ABD'de icracı ve icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri tek bir yönetim kurulunda bir araya gelmiştir ve maksimum ve minimum olabilecek yönetim kurulu üye sayıları şirketin kurumsal dokümanlarında tanımlanmıştır. Delaware ticaret kanunu yönetim kurulu üyelerine farklı seviyelerde yetki ve sorumluluğa sahip olan komiteler oluşturma ve şirketin üst düzey yöneticilerini atama yetkisi vermiştir (OECD, 2017, s.102). ABD'de genellikle tekli yapıda olan yönetim kurulu üyeleri (1) CEO ve üst düzey yöneticiler, (2) Yönetim kurulu başkanı ya da lider yönetim kurulu üyesi ve (3) bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşur (Calkoen, 2011). Günümüzde ABD'de bağımsız yönetim kurulu ve yönetim kurulu komiteleri akımı etkinlik göstermiş ve birçok şirkette yönetim kurullarına giren tek icracı üye CEO'lar olmuştur. CFO, COO ve CLO gibi diğer üst düzey pozisyonlarda çalışan kişiler ise doğrudan yönetim kuruluna raporlayabilmekle birlikte genelde yönetim kurulunda üye olarak bulunmazlar. ABD'de şirketlerin yaklaşık yarısında CEO ve yönetim kurulu başkanı pozisyonları aynı kişi tarafından temsil edilmektedir. CEO'nun yönetim kurulu başkanı

olmadığı şirketlerde yönetim kurulu başkanları yönetim kurulu toplantılarının yönetimi ve CEO pozisyonunun düzenli bir şekilde doldurulması gibi çeşitli görevlere sahiptir. Genellikle diğer yönetim kurulu üyeleri bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşmaktadır (Block ve Gerstner, 2016, s.6).

Almanya ikili yönetim kurulu yapısının uygulandığı ülkelerden biridir. Almanya’da gözetim kurulu ve yönetim kurulu olmak üzere iki farklı kurul bulunmaktadır. Gözetim kurulu icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşur. Gözetim kurullarında eğer çalışan sayısı 500’ün üstündeyse birlikte belirleme mecburiyeti doğmaktadır. Eğer halka açık şirketlerde çalışan sayısı 501 ile 2000 arasındaysa gözetim kurulu üyelerinin üçte biri şirket çalışanlarından seçilmelidir. Eğer şirketin çalışan sayısı 2000’in üstündeyse hissedar temsilcileri ve çalışan temsilcilerinin sayısı aynı olmak zorundadır. Eğer şirkette birlikte belirleme mecburi değilse genellikle gözetleme kurulları üç üyeden oluşur. Almanya’da genellikle şirketlerin gözetleme kurulları çeşitlilik arz eden bir yapıya sahiptir. Genellikle eski CEO’lar, finans uzmanları, denetçiler ve muhasebeciler yönetim kurullarında görev almaktadır. Gözetleme kurulu haricinde oluşturulan yönetim kurulları icracı yönetim kurulu üyelerinden oluşur (OECD, 2017, s.103). Akademik çalışmalar Almanya’daki gözetleme kurullarının iki farklı özelliğine dikkat çekmiştir. Birincisi takip fonksiyonu dışında networking vasıtasıyla da şirkete değer kattıklarıdır. Gözetleme kurullarına atama yapılırken, şirketin başarısında iş birliği kurmanın önemli olduğu finansal ve finans dışı kurumların temsilcileri seçilerek, şirketler arasında bağlantıların kurulması ve önceden kurulmuş bağlantıların geliştirilmesi mümkün olmaktadır. İkinci özellik ise 1870 yılında büyük şirketler için ikili yönetim kurulları zorunlu kılınırken bu şirketlerin çalışmalarında kamu menfaatini gözetmelerini kontrol etme amacıdır. Günümüzde gözetleme kurullarının networking özelliği ağır basmaktadır ve ikinci roller olan şirketlerin stratejilerini belirlenmesindeki katılımları zayıf kalmaktadır (Davies, 2000, s.18-19).

### **1.6.2.2. CEO ve Yönetim Kurulu Başkanı İkiliği**

Yönetim kurulu başkanı ile CEO rollerinin aynı kişi tarafından yerine getirilmesi CEO ve yönetim kurulu başkanı ikiliğini doğurmaktadır (Anne Ho ve Williams, 2003, s. 469). Bu ikiliğin şirketler için etkileri çeşitli çalışmalarda araştırılmakta olup, farklı ülkelerde farklı uygulamalar göze çarpmaktadır. OECD (2017)'nin yayınladığı raporda incelenmiş olan tekli yönetim kurulu yapısına sahip olan 35 ülke içinde, 10 tanesi bu rollerin ayrıştırılmasını mecbur tutmakta, 10 tanesi ayrıştırılmasını tavsiye etmekte, 2 tanesi bu rollerin aynı kişi tarafından üstlenilmesi durumunda bağımsız yönetim kurulu üyesi kriterleri koyarak ayrıştırmayı teşvik etmekte, 13 tanesi ise ayrıştırmayla ilgili bir kriter tanımlamamış bulunmaktadır. ABD'de yakın zamana kadar yönetim kurulu başkanı ve CEO rollerinin aynı kişi tarafından üstlenilmesi oldukça sık rastlanan bir durumdu. Rechner ve Dalton (1991), ABD'deki büyük çaplı firmaların %80'inde bu rollerin aynı kişi tarafından üstlenildiğini bildirmişlerdir. Fakat günümüzde birçok şirket bu rolleri ayrıştırmaktadır. Wall Street Journal tarafından ISS Analytics firmasına yaptırılan çalışma sonuçlarına göre 2017 yılında S&P500 firmalarından %48,7'sinde CEO'nun yönetim kurulu başkanlığı görevini de üstlenmesi durumu söz konusuysen, 2018 yılında bu oran %45,6'ya kadar düşmüştür. Son olarak Tesla şirketinde CEO ve yönetim kurulu başkanı olan Elon Musk Twitter'da yaptığı bir açıklama nedeniyle SEC tarafından dava edilmiş ve yönetim kurulu başkanlığı görevini bırakmak zorunda kalmıştır (Sun, 2019).

CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumunda CEO rolünün gücü artmakta ve diğer yönetim kurulu üyelerinin pozisyonu zayıflamaktadır. Bu sorundan kaçınmak için yukarıda belirtildiği gibi bazı ülkelerde bu rollerin ayrı kişiler tarafından yürütülmesi mecburi kılınmıştır. Bazı çalışmalar bu rollerin ayrıştırılmasının şirket performansına bir etkisi olmadığını belirtirken bazıları ise CEO değişim oranlarının bu pozisyonlar birleştiğinde düştüğünü ve CEO'ların karar verme gücünün ciddi anlamda yükseldiğini bildirmektedir (Adams vd. 2009, s.27). CEO'ların yönetim kurullarındaki gücünün artması, yönetim kurullarının yürüttüğü bazı roller

nedeniyle çıkar çatışması doğurmaktadır. Yönetim kurullarının aynı zamanda şirket üst yönetimini yani CEO'yu gözlemleme ve kontrol etme rolü, yönetim kurulunun CEO'nun elde edeceği kazançta karar vermesi ve şirketin CEO'sunu da denetleyen denetleme kurulunun aynı zamanda CEO'nun başkanlık ettiği yönetim kuruluna raporlaması bu çıkar çatışmasını ortaya çıkaran başlıca nedenlerdir.

2015 yılında yönetim kurulu üyeleri ulusal birliği (NACD) başkanı olan Peter Gleason, yönetim kurulu başkanı ve CEO rollerinin ayrıştırılmasına dönük bir akım olsa da halen daha birçok şirkette bu rollerin aynı kişi tarafından temsil edildiğini ve bu duruma bir çözümün lider bir bağımsız yönetim kurulu üyesi seçimi ile sağlanabileceğini belirtmiştir. Gleason'a göre lider bağımsız yönetim kurulu üyesi aşağıdaki sorumlulukları yerine getirmelidir (Gleason, 2015).

- Önemli ve acil konuların tespit edilmesi ve bu konuların ele alındığından emin olunması.
- Her bir yönetim kurulu üyesinin bakış açılarının CEO'ya karşı temsil edilmesi.
- Yönetim kurulu toplantılarında yönetim kurulu üyelerinin fikirlerini paylaşabilmeleri ve soru sorabilmeleri için uygun ortamın oluşmasından emin olunması.
- Üst düzey toplantılar düzenleyerek CEO'lar ve bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasında açık ve samimi konuşmaların gerçekleşmesini sağlamak.
- Ödüllendirme ve yönetim komiteleriyle birlikte çalışarak performansı düşük yönetim kurulu üyelerinin tespit edilmesi ve onlara performanslarını iyileştirmek için yeterli kaynak tanınması.
- Kriz durumlarında yönetim kurulu ve şirket üst düzey yönetimi arasında ve şirket ile yatırımcılar ve medyanın da aralarında bulunduğu dışardaki paydaşlar arasında etkin iletişimin sağlanması.

### 1.6.2.3. *Bağımsız Üyeler*

Bağımsız yönetim kurulu üyeleri şirket ile doğrudan ilişkisi olmayan, şirket hissedarlarını temsil etmeyen ve şirketin yönetiminde rol almayan, dışarıdan atanmış kişilerden oluşur. Şirket adına alınacak kararlarda kendilerinin doğrudan ya da dolaylı olarak belli bir menfaatleri ya da çıkarları bulunmaması dolayısıyla tarafsızlıklarını koruyacakları düşünülmektedir. Bu nedenle yönetim kurulunda oluşabilecek vekalet problemlerinin önüne geçilebilecektir (Çiftçi, 2017, s.37).

Cadbury raporu (1992), CEO ve yönetim kurulu başkanı rollerinin aynı kişi tarafından üstlenilmesi durumunda yönetim kurulunda bağımsız ve güçlü bir üyenin var olmasının gerektiğini bildirmiştir. Ayrıca bu rapora göre bağımsız üyelerin bağımsızlığını korumak adına performansa dayalı ücret almamaları gerekmektedir. Cadbury raporu yayımlandıktan sonra İngiltere’de bağımsız yönetim kurulu üyesi uygulaması sıklaşmıştır (Bkz. Bölüm 1.4.1).

Hampel raporu (1998) icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin bağımsız statüsünde olmalarının önemine işaret etmiştir. Ayrıca bu rapor bağımsız yönetim kurulu üyelerinin toplantılara düzenli bir şekilde katılmalarını, şirkete dışardan bağımsız ve objektif bir bakış açısı getirmelerini, gerekmesi halinde yönetim kurulunu ve üst yönetimi sorgulamalarını ve atanmış bir liderlerinin olması gerektiğini bildirmektedir (Bkz. Bölüm 1.4.3).

Sarbanes-Oxles Yasası (2002) halka açık şirketlerin yalnızca bağımsız üyelerden oluşan ve içinde en az bir finans uzmanının olduğu denetleme komiteleri ile denetlenmesi zorunluluğunu getirmiştir (Bkz. Bölüm 1.4.6). Higgs raporu (2003) tavsiyelerine göre başkan dahil olmak üzere üyelerin en az yarısı bağımsız icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşmalıdır ve yönetim kurulunda güçlü bir bağımsız temsil sağlanmalıdır. Bu rapor bağımsız üyelerin seçimi, görev süreleri ve yönetim kurulunda aktif olabilmeleri için gereklilikleri de tarif etmiştir (Bkz. Bölüm 1.4.9). Tyson raporu (2009), Walker gözden geçirmesi (2009) ve Vickers komisyon

raporu (2011) bağımsız yönetim kurulu üyelerinin önemi ve etkinliğinin üzerinde duran diğer başlıca resmi dokümanlardır.

OECD kurumsal yönetim ilkeleri (2015) çıkar çatışmasının oluşabileceği konularda bağımsız ve objektif bir şekilde yargıya varılabilmesi için yönetim kurullarında yeterli sayıda icracı olmayan yönetim kurulu üyesi bulunmasını gerektiğini belirtmektedir. Finansal ve finansal olmayan raporların bütünlüğü, ilişkili taraf işlemlerinin kontrol edilmesi, yönetim kurulu üyelerinin ve üst yönetim rollerinin aday gösterilmesi ve yönetim kurulu üyelerinin maaşlarının belirlenmesi çıkar çatışması doğabilecek konulara örnek olarak verilebilir. Bütün bu konular yönetim kurulu üyelerinin tamamının sorumluluğunda olsa da bağımsız ve icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri bütün paydaşların çıkarlarının korunduğundan emin olunabilmesi için ilave bir güvence unsurudur.

ABD’de bağımsız yönetim kurulu üye uygulaması son dönemde oldukça yaygınlaşmıştır ve S&P500 kapsamında olan firmaların %84’ünde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. ABD’deki şirketlerde ortalama 9,1 bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunurken, 1,7 bağımsız olmayan yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. Şirketlerin %29’unda bağımsız yönetim kurulu üyeleri başkanlık etmektedir, 2005 yılında bu değer yalnızca %9’du (Block ve Gerstner, 2016, s.8).

Yalnızca şirketler değil aynı zamanda ülkeler için de yabancı yatırımların ülkeye ilgi göstermesi açısından kurumsal yönetimin ne derece iyi uygulandığı önem arz etmektedir. Kurumsal yönetimin ne derece iyi uygulandığına etki eden unsurlardan biri şirketin yönetim kurulu üyelerinin birleşimi ve bu kurulda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığıdır. Bağımsız yönetim kurulu üye sayısındaki ve bu üyelerin etkinliğindeki artış kurumsal yönetimin kapsayıcılığını ve kalitesini iyileştirmektedir. Şirketler piyasa güvenini yüksek kurumsal yönetim standartlarına sahip olarak kazanmaktadırlar. Bu açıdan bakıldığında bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığı şirketin kurumsal yönetim seviyesini yükselterek aynı zamanda piyasa güveni kazanmasına da yardımcı olmaktadır. Bu sayede şirketler daha kolay yatırımcı

çekebilmekte ve daha uygun finansal maliyetler ile borçlanabilmektedirler (Gupta, 2013).

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin icracı görevleri yoktur fakat her icracı olmayan yönetim kurulu üyesi de bağımsız üye değildir. İcracı olmayan bir üyenin bağımsızlığını engelleyebilecek birçok farklı unsur olabilir. Başka bir şirketi satın almak için teklif veren firmaların 1980 ve 1987 yılları arasındaki performansını inceleyen bir araştırmada bağımsız yönetim kurulu üyelerinin %50'den fazla oranda olduğu yönetim kurulu üyelerine sahip firmaların teklif tarihinden sonra belirgin bir şekilde yüksek performans sergilediği fakat şirket performansı ile icracı olmayan üyelerin sayısı arasında bir ilişki olmadığı görülmüştür (Byrd ve Hickman,1992). Nuno (2005) bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirketin üst yönetiminin ücretlerine etkisini incelediği çalışmasında, icracı olmayan yönetim kurulu üyesi sayısı arttıkça yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinin de yükseldiğini ve icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin hissedarlar ve şirket yönetimi arasındaki çıkar çatışmasının giderilmesi konusunda başarılı olamadıklarını bildirmişlerdir.

### **1.6.3. Yönetim Kurullarının Görev ve Fonksiyonları**

Yönetim kurulu başkanının görevleri global kurumsal yönetim forumu (2010) tarafından aşağıdaki gibi tanımlanmıştır.

- Yönetim kuruluna liderlik edilmesi.
- Yönetim kurulu ile CEO ve şirket üst yönetimi arasında ana iletişim noktası olması.
- Yeni yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi ve bilgilendirilmesi.
- Her bir yönetim kurulu üyesine performansı ile ilgili olarak tavsiyeler verilmesi.
- Hissedarlar ve anahtar paydaşlar ile fikir ve görüş alışverişi yapılması.

OECD (2015), tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri raporunda yönetim kurullarının görevleri aşağıdaki gibi listelenmiştir.



- Kurumsal yönetim stratejisinin, önemli aksiyon planlarının, risk yönetim politikalarının ve prosedürlerinin, yıllık bütçelerin ve iş planlarının gözden geçirilmesi; performans hedeflerinin belirlenmesi ve önemli varlıkların satın alınmasının ve varlık satışlarının kararlarının verilmesi.
- Şirketin yönetim pratiklerinin etkinliğinin takip edilmesi ve gerektiğinde değişikliklerin yapılması.
- Üst yönetimdeki çalışanların seçilmesi, ücretlerinin belirlenmesi, performanslarının takip edilmesi ve gerektiğinde değiştirilmesi. Ayrıca gelecek için bu rolleri alacak kişilerin planlanması.
- Üst yönetim ve yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirilmesi ile şirketin ve hissedarlarının uzun vadede sağlayacakları faydanın uyumlu hale getirilmesi.
- Yönetim kurulu aday belirleme ve seçim süreçlerinin şeffaf ve kayıtlı prosedürlere göre yapıldığından emin olunması.
- Yönetim, yönetim kurulu ve hissedarlar arasında yaşanabilecek, şirket varlıklarının kötüye kullanımı ve ilişkili taraf işlemlerinde yapılabilecek suiistimallerin de dahil olduğu, çıkar çatışmalarının takip edilmesi ve yönetilmesi.
- Şirketin muhasebe ve finansal raporlama sistemlerinin bağımsız denetimde dahil olmak üzere bir bütün olarak çalıştığından, risk yönetim, finansal ve operasyonel kontrol gibi alanlarda uygun sistemlerin kullanıldığından ve bütün bunların yasalar ve ilgili standartlarla uyumlu olduğundan emin olunması.
- Duyuru ve iletişim süreçlerinin sağlıklı çalışmasının kontrol edilmesi.

Yönetim kurulları güçlü ve aralıksız bir şekilde liderlik rolünü üstlenmeli; gözle görünür, bütünleştirici, güçlü iletişimle ve isteklerini açıkça ifade eden bir şekilde buldukları şirkete liderlik etmelidirler. Bu liderlik rolü örgütteki hissedarlar ve diğer paydaşların dahil olduğu herkes için açık bir şekilde yerine getirilmelidir (Walker, 2009).

Yönetim kurulları stratejik liderlik teorisinin kapsamında yer alırlar. Yönetim kurulları her ne kadar şirketin rutin idari görevlerini üstlenmeseler de önemli politika seçimlerini gözden geçirirler. Şirketten şirkete yönetim kurullarının aktiflik derecesi ciddi ölçüde değişebilse de yönetim kurulunun özellikleri, satın alımlar, yeni alanlara yatırım yapılması, mevcut varlıkların satışı, araştırma ve geliştirme harcamaları, strateji değişiklikleri, yöneticilerin ücretlendirilmesi ve CEO'nun görevine son verilmesi gibi önemli stratejik kararlarda belirleyiciliğe sahiptir. Firma için strateji oluşturmaları dışında da kendi networklerini ve bağlantılarını kullanarak şirkete kritik kaynaklar temin edebilirler (Finkelstein vd., 2009).

Şirkette yönetim kurulu üyeleri genellikle tavsiye ve danışma kaynağı olarak, disiplin sağlayan ve kriz dönemlerinde komutayı alan rollerde faaliyet göstermeler de danışmanlık ve tavsiye veren rolleri genelde net değildir. Eğer yönetim kurulu üyelerinden bir ya da birkaçı belli uzmanlıklara sahiplerse CEO ve üst yönetim için belli kararlarda destek rolü üstlenebilirler. Demb ve Neubauer (1992)'in ABD'de yaptıkları araştırma, yönetim kurulu üyelerinin ancak üçte ikisinin şirketin stratejik olarak ne yöne gideceğine karar vermenin kendi görevlerinden biri olduğunu belirttiklerini göstermektedir. Yönetim kurulu üyelerinin yüzde sekseni şirketin strateji belirleme sürecine dahil olduğunu belirtmiştir. Aynı araştırma sonuçları, yönetim kurulu üyelerinin öngörme, şirketin üst yönetimini ve CEO'yu gözleme görevini %45; CEO ve üst yönetim pozisyonlarında yerine atama, işe alma ya da işten çıkarma görevini %26; hissedarlar adına yolsuzluklara karşı bekçilik yapmak ve kar paylarını koruma görevini ise %23 oranında gerçekleştirdiklerini göstermektedir (Adams vd. 2008, s.7).

#### **1.6.4. Komiteler**

Kurumsal yönetimde yönetim kurullarının merkezi bir rolü olmasına karşın yönetim kurullarının iç organizasyonları ve özellikle de bu kurulların yapısı hakkında sınırlı seviyede bir anlayış mevcuttur. Bu komitelerin toplantılarında yönetim kurulu toplantılarına kıyasla daha fazla yönetim kurulu fonksiyonu yerine getirilmektedir. Adams vd. (2015) yapmış olduğu çalışmaya göre S&P 1500 firmalarının yönetim

kurulu aktivitelerinin %52'si komiteler tarafından gerçekleştirilmektedir. Komitelerin yerine getirdiği önemli roller arasında gözetleme ve danışmanlık yapma görevleri gelmektedir (Wu ve Chen, 2016, s.2).

Yönetim kuruluna bağlı başlıca komiteler arasında aday belirleme komitesi, ödüllendirme komitesi, risk komitesi, denetim komitesi ve kurumsal yönetim komitesi bulunmaktadır.

Aday belirleme komitesi şirketin icracı olan ve olmayan yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesi ve yönetim kuruluna teklif edilmesi rollerini üstlenirler. ICSA (2016), tarafından yapılan çalışma aday belirleme komitesinin sorumluluklarını şu şekilde özetlemektedir. (1) Şirketin gelecekteki liderlerini bulmak için çalışanların potansiyellerinin farkına varmak ve onları önemli roller için hazırlamak. (2) Gelecekteki yöneticilerin seçimi için daha geniş çapta bir arayışın içinde olmak. (3) Emekli olan ya da görevinden istifa eden bir yönetim kurulu üyesinin yerini hemen doldurabilmek için hazırlık yapmak.

Ödüllendirme komitesi kurumsal yönetimde vekalet probleminin en çok tartışıldığı ve yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkar çatışmasının yaşanabileceği alanlardan biridir. Ödüllendirme komitesinin çalışmalarının bağımsız ve şeffaf bir şekilde yönetilmesi önem arz etmektedir. Hampel raporu (1998) başarılı yöneticilerin görevlendirilebilmesi için rekabetçi fiyat belirlenmesi ve adaletin sağlanması için bağımsızlık, şeffaflık ve objektiflik kriterlerin dikkate alınması gerektiğini bildirmiştir (Bkz. Bölüm 1.4.3). Ödüllendirme komitesi şirketin üst düzey yöneticilerinin maaşlarını ve prim mekanizmalarını belirler. Genellikle yılda iki kere toplanır. Bu toplantılarda geçmiş dönemdeki performans değerlendirildiği gibi gelecek dönem için de performans kriterleri ve hedefleri belirlenir (Arslantaş, 2012, s.112).

Risk komitesi şirketlerin risk yönetim ve raporlama fonksiyonunun sağlıklı çalışmasından sorumludur. Bu fonksiyonun temel görevleri arasında, mevcut olası risklerin belirlenmesi, riskler belirlenirken bütün paydaşların katkıda bulunmasının sağlanması, risklerin gerçekleşme olasılıklarının ve maliyetlerinin raporlanması ve bu

olası risklerin gerçekleşmesi durumunda kaçış planlarının oluşturulması yer almaktadır. Risk komitesi kurulurken (1) şirketin faaliyet gösterdiği alanın ne kadar riskli olduğu; (2) bütün paydaşların risk yönetimi ile ilgili ihtiyaçları; (3) şirketin stratejileri ile risk yönetiminin uyumu; (4) risk yönetimi alt yapısının değerlendirilmesi; (5) risk komitesi üyelerinin sorumlulukları ve (6) diğer komitelerle gerçekleştirilecek iletişim gibi faktörler değerlendirilmelidir (Deloitte, 2014).

Enron vb. skandallar denetleme komitelerinin sağlıklı bir şekilde çalışmadıklarını ortaya çıkarmıştır (Özsoy, 2011, s. 107). Yönetim kurulunun denetleme komitesinin temel görevi, finansal raporlama süreci ve denetim süreçlerine nezaret etmek ve şirketin iç denetim süreçlerinin ilgili kanunlar ve yönetmeliklerle uyumlu olduğundan emin olmaktır. Denetim komiteleri ciddi miktarda muhasebe ve raporlama konularını gözden geçirmek ve finansal tablolara olası etkilerini değerlendirmek durumundadır. Denetim komitesinin, şirket yönetiminin iç ara finansal raporları nasıl hazırladığını anlayabilmesi sağlıklı ve net bir değerlendirme için gereklidir (CFA Institute, 2019).

Kurumsal yönetim komiteleri şirketin kurumsal yönetim ile ilgili konularını değerlendirmek, izlemek, düzenlemek ve bu konuların gelişimleri için önerilerde bulunmak için kurulmaktadır. Eğer şirketin CEO'su aynı zamanda yönetim kurulu başkanı ise bu komiteye başkanlık etmesi uygun görülmemektedir. Bu komitenin başlıca sorumlulukları arasında, (1) şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyulup uyulmadığının denetlenmesi ve eğer uyulmuyorsa gerekli önlemlerin alınması, (2) hissedarlar ile ilişkilerin koordine edilmesi, (3) diğer komitelerin çalışmalarının gözlemlenmesi ve etkinliğin artırılmasına katkıda bulunulması vardır (Özsoy, 2011, s. 112-113).

#### **1.6.5. Değerlendirme**

Halka açık pay senetlerinin sahiplerinin yaşadığı vekalet maliyetleri iki temel kök nedenden kaynaklanmaktadır. Bu kök nedenlerin birincisi yönetim kurulunda, ikincisi ise şirket üst yönetiminde etkin bir şekilde temsil edilememeleridir.

Hissedarlar, yönetim kurulu ve şirket üst yönetiminden oluşan üçlü yapıda yönetim kurulları ve bu kurullara bağlı olarak çalışan komiteler merkezi rol üstlenmektedir. Eğer hissedarların tamamının yönetim kurulunda etkin bir şekilde temsil edilmesi ve yönetim kurulunun da gerek üst yönetimin belirlenmesi gerekse kontrol edilmesi konularında başarılı bir şekilde çalışması sağlanırsa, halka açık pay sahiplerinin yaşayacağı vekalet maliyetleri büyük ölçüde sınırlandırılmış olacaktır. Bu temsilin etkinliğinin artırılması amacıyla ABD gibi ülkelerde CEO dışındaki üst yöneticilerin şirket yönetim kuruluna girmesi engellenmekte, yönetim kurulu başkanı ile CEO pozisyonunda görev yapan çalışanın ayrı olması tercih edilmektedir. Kıta Avrupa'sında ise genellikle icracı üyelerden oluşan yönetim kurulunun üstünde icracı olmayan, şirket çalışanlarının ve diğer paydaşların temsilcilerinden ve bağımsız üyelerden oluşan bir yönetim kurulu yapılanmasına gidilmektedir. Özellikle şirket yönetim kuruluna hâkim ana hissedarların bulunduğu şirketlerde, halka açık pay sahipleri yönetim kurulunda etkin bir şekilde temsil edilememektedir. Bu durumun yol açacağı sıkıntıları önlemek için uygulanan bir diğer etkin yol ise bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanmasının zorunluluğudur. Bu üyelerin, özellikle denetleme komitesinde ve yönetim kurulu aday belirleme komitesinde rol alarak halka açık pay senedi sahiplerinin temsil edilmesine katkı sunmaları beklenmektedir.

## **BÖLÜM 2- TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM**

### **2.1. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEM KAZANMASININ ALTINDA YATAN TEMEL DİNAMİKLER**

Türkiye'de kurumsal yönetime olan ilgi 1980'lerdeki liberalleşme politikalarıyla başlamış, 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulmasıyla 1990'larla birlikte yükselmiş, 1994 ve 2001 ekonomik krizleri ile önem kazanmıştır. Avrupa Birliği üyelik süreci, 2000'li yıllarda yurt dışından gelen yatırımlar, dış ticaret ve globalleşmenin etkisiyle kurumsal yönetim alanındaki çalışmalar hızlanmıştır.

Türkiye Cumhuriyeti kurulduktan sonra 1930 ve 1945 yılları arasında devlet ekonomik kalkınmada anahtar rolü oynamış ve özel sektörün oluşmasına yardım etmiştir. 1945'den itibaren serbest piyasa ekonomisine geçilmeye çalışılmış fakat devletin ekonomideki baskın rolü de devam etmiştir. Aslında 1950'lerde devletin hem üretici hem de düzenleyici olarak rolü 1930'lara kıyasla daha baskın hale gelmiştir. 1960'lara ve 1970'lere gelindiğinde devletin ekonomideki rolü devam etmiş fakat özel sektör canlanmaya başlamış ve piyasa ekonomisi kurumları dinamizm kazanmıştır (Ararat ve Uğur, 2003, s. 63).

1970'li yıllara kadar geçerli olan baskıcı politikalar, bu politikaların karlı projelerin seçimindeki başarısızlığı, yüksek sermaye gerektiren yatırımların öne

çekilmesi, kaynakların verimsiz bir şekilde kullanılması ve özel tasarrufları baltalayıcı etkisi nedeniyle eleştirilmeye başlanmıştır. Finansal baskı uygulamalarının ekonomik büyüme üzerinden beklenenin aksi etki verdiği konusunda görüş bildiren akademik çalışmalar birçok ülkede 1980'lerle birlikte liberalleşme akımını başlatmıştır. Bu akımda bilgi ve iletişim alanlarındaki gelişmelerin sermayenin rahatça dolaşmasına imkân tanınması, finansal sistemde yatırımcıların kullanabileceği enstrüman sayısındaki artış ve yabancı yatırımcıların risk çeşitlendirmek için başka ülkelere yatırım yapmak istemesi de rol oynamıştır. Bu sayede 1980'lerle başlayan liberalleşme dalgası, sermayenin bol olduğu gelişmiş ülkelere sermayeye ihtiyaç duyan gelişmekte olan ülkelere fon akışlarının önünü açmıştır (Özşahin, 2012). Türkiye de bu akımdan faydalanmış, 1980'lerde Turgut Özal yönetimindeki hükümet tarafından liberalleşme reformları başlatılmıştır.

Türkiye'deki şirketler, belli hissedarların oransal olarak yüksek paya sahip olduğu hissedarlık yapısı ve büyük hissedarların temsilcilerinin ağırlıkta olduğu yönetim kurulları ile öne çıkmaktadırlar. 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlemler başladığında, piyasada çıkar sağlamaya dönük halka arzlar ve içeriden öğrenenler ve manipülasyon vakalarının sıklığı nedeniyle suiistimallerin yaşandığı bir ortam söz konusu olmuştur. Bu dönemde borç verme ve transfer fiyatlandırmaları düzenlemelere bağlı olmamıştır. Devlet tahvilleri özel tasarrufların önemli bir bölümünü kullanarak özel sektöre kısıtlı fon kaynağı bırakmış, şirketler stratejik olarak yön bulamamış, günlük işlemlere odaklanmış ve piyasanın serbest olduğu bir ortamda yapabilecekleri yatırımları ertelemek zorunda kalmışlardır. Bu ortam riske karşı duyarlılığın artmasına ve iş yönetim biçimlerinin resmi mekanizmalara olan güvensizlik nedeniyle resmi olmayan bir biçimde oluşmasına yol açmıştır. Daha sonrasında kurumsal yönetimde şirketlerdeki yoğun ortaklık yapısı gereği baskın yapı devam etmiştir. Bu nedenle de yönetim kurulları bir kurumsal yönetim mekanizması olarak ciddi ölçüde zayıf kalmayı sürdürmüştür (Ararat ve Orbay, 2006, s.2).

Türk borsasının kısa tarihinde 1990'lara kadar pay senetleri piyasasının gözlem ve denetleme rolünden faydalanılmadığı görülmüştür. Bunun yerine bankalar özel sektöre finansman sağlama rolünü sürdürmüştür. Türkiye'de bankacılık sektörü, ekonomide kritik bir rol oynasa da konu şirket yönetimine gelince gözetleme ve kontrol rollerini uygulamamaktadır. Bu rolün eksikliği şirket yönetimini elinde bulunduranların başkalarının haklarını gasp edebilmesine yol açmıştır. Yabancıların kurumsal yönetim konusunda hassasiyeti ve başka arayışlara yönelmesi nedeniyle kurumsal yönetim uygulamalarının yerleştirilmesi Türkiye'de de daha fazla konuşulur hale gelmiştir. (Töre, 2005, s.37). Özer ve Yamak (2000, s.7) bu dönemde Türkiye'de sermaye piyasasının genç ve sığ olduğunu, ilgili mevzuatın ve kurumsal yapının kontrol gücü olmayan hissedarların haklarını tam anlamıyla koruyamadığını, şirketlerin yoğun sahiplik yapısına sahip olduğunu, karşılıklı hissedarlık ve piramit şeklindeki yapıların bulunduğunu belirtmişlerdir. La Porta vd. (1997), yasal kuralları ve bu kuralların uygulamalarındaki kaliteyi 49 ülkede ele alarak inceledikleri çalışmalarında, yatırımcıları daha zayıf bir şekilde koruyan ülkelerin hem pay senetleri hem de tahvil piyasalarının dar ve sığ olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu yüzden Türkiye GSYH'ye kıyasla doğrudan yabancı sermaye girişinde gelişmekte olan diğer ülkelere kıyasla 2000 yılına kadar hep geride kalmıştır (UNCTAD, 2001).

Türkiye'nin daha hızlı ve sağlıklı büyümesinin yurt dışından gelecek sermaye akışlarına bağlı olması ve yabancıların kurumsal yönetim konusundaki kaygıları gerek hükümetin gerekse şirketlerin bu konuda adım atmasında motive edici bir unsur olmuştur.

1980'lerde ve 1990'larda Türkiye'nin makroekonomik performansında düşüş gerçekleşmiş ve yüksek faizler, yüksek enflasyon gibi nedenlerle iş dünyasındaki aktörlerin maruz kaldığı risklerde artışlar yaşanmıştır. Tablo 4'de görüleceği üzere 1970'lerde %4,76 olan büyüme hızı, 1980'lerde %4,04'e, 1990'lar ise %3,93'e düşmüştür. Bunun haricinde büyüme hızındaki varyasyon katsayısı da hızla yükselerek %51'den %137'ye çıkmıştır.



**Tablo 4- Türkiye’de Büyüme Oranında Düşüş ve Oynaklıktaki Artış: On Yıllık Ortalamalar**

<b>Dönem</b>	<b>Ortalama Yıllık Büyüme (%)</b>	<b>Standart Sapma %</b>	<b>Varyasyon Katsayısı (%)</b>
1970-79	4,76	2,43	51
1980-89	4,04	2,7	67
1990-99	3,93	5,37	137

**Kaynak:** Uğur ve Ararat (2006)

1990’larla birlikte devletin iç borçlanmadaki ağırlığını sürdürmesi ve yüksek faizler nedeniyle şirketlerin kendi grup bankaları aracılığı ile de olsa finansmana erişimi sorunlu olmuştur. Diğer yandan Türkiye’nin dünyada görünen doğrudan sermaye akışındaki artıştan istenilen payı alamaması (Bkz. Bölüm 1.3.4) nedeniyle Türk şirketleri ve Türkiye’deki politika yapıcılar, kurumsal yönetimin iyileştirilmesine daha fazla önem vermeye başlamıştır.

Türkiye 2000’li yıllara kadar yüksek enflasyon, yüksek bütçe açığı ve yüksek faizlerin yaşandığı bir ülke olmuştur. 1994, 1999 ve 2001 ekonomik krizleri yaşanmış ve bütün bu olumsuzluklar yasal altyapının ve kurumların gelişmesini engellemiştir. Mevcut yasal altyapının boşluğu, makro ekonomik belirsizlikler ve kendilerine tanınan geniş alan nedeniyle şirketler kurumsal yönetim açısından tercih edilmeyen yönetim tarzını idare ettirmişlerdir. Fakat 2001 krizi bir dönüm noktası oluşturmuş, kriz sonrası reform çabaları Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişiminde önemli rol oynamıştır (Uzkaralar, 2017, s.36). 2001 yılı mayıs ayında açıklanan *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*, yaygın kullanılan Ortodoks politikaların ötesine geçmiş, IMF ve dünya bankası tarafından sağlanan ciddi miktardaki uluslararası finansman yapısal reformların zorunlu olarak hız kazanmasına ve yakın bir şekilde takip edilmesine yol açmıştır. Devletin ekonomideki rolünün azaltılması, tarım ve enerji sektörlerindeki sorunlu yapının düzeltilmesi, kamu satın alma yasası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının bağımsızlığı, risk yönetimi ve şeffaflık, bankacılık sisteminin yeniden

düzenlenmesi ve uluslararası muhasebe standartlarının kullanılmaya başlanması programının başlıca önemli unsurları olmuştur (TUSIAD, 2002).

Özetlemek gerekirse, (1) 1980'lerde başlayan liberalleşme akımlarının özel sektöre getirdiği sorumluluk, (2) Borsa İstanbul'un kurulmasıyla yabancı sermaye girişleri için gereken güvenin sağlanması, (3) 1980'ler ve 1990'lar da ekonomik büyüme hızında yaşanan yavaşlama, oynaklıkta artış ve sıklaşan ekonomik krizler nedeniyle mevcut yapının sürdürülemez olduğunun anlaşılması, (4) Türkiye'deki şirketlerin ve TUSIAD gibi örgütlerin kurumsal yönetimin önemi ve bu sayede elde edilebilecek kazanımlar hakkında farkındalığının artması, (5) bankacılık sisteminde yaşanan büyük sorunlar ve sistemin iflas etmesi ve son olarak da (6) IMF ve Dünya bankası gibi uluslararası aktörlerin baskısı, Türkiye'de kurumsal yönetim alanındaki reformların altında yatan temel dinamikleri oluşturmuştur. Kurumsal yönetim alanında gelişimi tetikleyen bütün bu etkenler toplu olarak incelendiğinde, bu gelişimin yerli bireysel yatırımcı haklarının korunmasından ziyade uluslararası kurumların ve yabancı yatırımcıların talepleri doğrultusunda gerçekleştiği gözlemlenmektedir. Genel olarak halka açık payların tesliminde gerçekleştirilecek iyileşmelerin yerli ve yabancı ayrımı olmaksızın fayda sağladığı görülmekle birlikte yerli yatırımcı özelinde de konunun ele alınması fayda sağlayabilecektir. Haziran 2019 itibariyle, Borsa İstanbul'da yerliler portföy büyüklüğü olarak %35, işlem hacmi olarak ise %68 paya sahiptirler. Borsa İstanbul'daki yabancı yatırımcı sayısı 9.720 adet iken yerli yatırımcı sayısı 1.162.056 adettir (MKK, 2019). Bu veriler göz önünde bulundurulduğunda yerli yatırımcıların da etkin bir şekilde temsil edilmesinin Türkiye'deki gelir dağılımı ve sosyal açılardan önemi ortaya çıkmaktadır.

## **2.2. TÜRKİYE'DEKİ KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI HAKKINDA YAPILAN DEĞERLENDİRMELER**

Kurumsal Yönetim uygulamalarının etkinliğinin ölçülmesi şirketlerin belli alanlardaki performansının anlaşılabilmesi için yatırımcılar nezdinde önem arz

etmektedir. Bu alanlar arasında şirketlerin ne kadar açık ve şeffaf yönetildiği, şirketlerin etkin ve verimli şekilde çalışabilmesi için temel ilkelerin tanımlı olup olmadığı, olası risklerin değerlendirilip değerlendirilmediği ve denetimsizlik nedeniyle vekalet probleminin oluşma riski gibi konular bulunmaktadır. Kurumsal derecelendirme kuruluşlarının kurulmasına genellikle özel kurumlar, yatırım şirketleri, emeklilik fonları, menkul kıymet borsaları ve yatırım bankaları öncülük etmektedir. Deminor, Standart & Poors, Brunswick ve Warburg önde gelen kurumsal yönetim değerlendirme kuruluşları arasındadır. Ayrıca bazı emeklilik fonları gibi önde gelen finansal kurumlarda kendilerine özgü kurumsal yönetim kriterleri geliştirmiş ve yatırım yaptıkları şirketlerin bu kurallara uymasını zorunlu kılmışlardır. Kurumsal yönetimin ölçülmesinde izlenebilecek iki farklı alternatif yöntem vardır. Birincisi şirketin geçmişte paydaşlarını mağdur edip etmediği, kurumsal yönetim zafiyetlerine uğrayıp uğramadığıdır. İkincisi yöntem ise OECD, SPK ya da benzeri kurumların oluşturmuş olduğu standartlardaki kurallara ne ölçüde uyum sağlandığını tespit etmektir (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s.33-34).

### **2.2.1. LLSV Değerlendirmesi (1998)**

La Porta vd. (1998)'nin yaptıkları çalışmada yasal sistemin hissedar haklarını ve kreditor hakları ne kadar koruduğunu, yasaların uygulanışındaki etkinlik ve hissedarlık yapılarını değerlendirdikleri ölçekler oluşturmuşlardır. Daha sonrasında kullandıkları metodoloji birçok akademik makale tarafından alıntılanmıştır.

Bu değerlendirmede yasal sistemin azınlık hissedarların haklarını baskın hissedarlar ve yöneticiler karşısında ne kadar koruyabildiğini ölçmek için hissedarların sahip olduğu üç temel hakkın ölçüldüğü bir veri seti hazırlanmıştır. Bu üç temel hak arasında bir pay senedi – bir oy, yönetim kurulu üyelerine karşı haklar (Antidirector rights) ve zorunlu kâr payı dağıtım kuralının olup olmaması vardır. Antidirector rights altı maddeden oluşmakta ve altı puan üzerinden değerlendirilmektedir. Altı madde arasında (1) hissedarların posta yoluyla oylamalara katılabilmesi, (2) genel kuruldan önce hissedarların sahip oldukları hisselerin bloke edilmemesi, (3) azınlık hissedarların oylarının toplanması ya da toplam içinde kendi paylarına düşecek şekilde yönetim

kurulunda temsil edilebilmelerine olanak sağlanması, (4) mağdur olan azınlık hissedarların hakkını savunmak için bir mekanizmanın varlığı, (5) olağan dışı genel kurul talebinde bulunabilmek için gerekli olan şirket payının en fazla %10 olarak tanımlanmış olması, (6) hissedarların ancak kendi istekleriyle vazgeçebildikleri rüçhan haklarının olması bulunmaktadır. Değerlendirmede Kuzey ve Güney Amerika, Avrupa, Afrika, Asya ve Avustralya kıtalarından 49 farklı ülke ele alınmış fakat sosyalist ve geçiş ekonomileri hariç bırakılmıştır. Bu çalışmada Türkiye Fransız sistemi temelli ülkeler arasında gruplanmıştır (La Porta vd., 1998).

Anglo-Sakson (İngiliz) sisteminin hâkim olduğu ülkelerde idarecilere karşı hissedarların haklarının yüksek bir şekilde korunduğunu Alman ve Fransız sistemlerinin ise benzeri bir korumanın zayıf kaldığı görülmektedir. Türkiye, bu değerlendirmede, imtiyazlı pay senetlerinin bulunması nedeniyle bir pay senedi – bir oy bölümünden 0 puan, idarecilere karşı hissedarların haklarının korunması bölümünden 2 puan ve zorunlu kâr payı dağıtımı bölümünden 0 puan olarak hissedarların haklarının zayıf bir şekilde korunduğu ülkeler arasında yer almıştır (bkz. Tablo 5).

**Tablo 5-** LLSV'ye Göre Dünya Genelinde Hissedar Haklarının Değerlendirmesi

	İngiliz Sistemi Temelli Ülkeler	Fransız Sistemi Temelli Ülkeler	Alman Sistemi Temelli Ülkeler	İskandinav Sistemi Temelli Ülkeler	Ortalama	Türkiye
1. Bir Pay senedi – Bir Oy	0,17	0,29	0,33	0	0,22	0
2. Antidirector Rights Toplam	4	2,33	2,33	3	3	2
2.1 Posta ile Oylama	0,39	0,05	0	0,25	0,18	0
2.2 Genel kuruldan önce hisselerin bloklanmaması	1	0,57	0,17	1	0,71	1
2.3 Oyların toplanması, oransal temsil	0,28	0,29	0,33	0	0,27	0
2.4 Mağduriyet temsil mekanizması	0,94	0,29	0,50	0	0,53	0
2.5 Rüçhan Hakkı	0,44	0,62	0,33	0,75	0,53	1
2.6 Olağanüstü toplantı talebi için gerekli pay senedi oranı	0,09	0,15	0,05	0,1	0,11	0,10
3. Zorunlu Kar Payı Dağıtım Oranı	0	0,11	0	3	0,05	0

**Kaynak:** La Porta vd. (1998), tablo yazar tarafından düzenlenmiştir

La Porta vd.'nin aynı çalışmada yaptığı bir diğer önemli değerlendirme kreditor haklarının korunmasıdır. Bu değerlendirmede (1) varlıkların otomatik olarak korunması maddesinin olmaması, (2) kreditorlere yapılacak olan ödemelerin ilk önceliğe sahip olması, (3) kreditorlerin onayı olmadan şirketin reorganizasyonuna izin verilmemesi ve son olarak (4) reorganizasyon durumunda yönetimin değiştirilmesi parametreleri oluşturulmuştur. 4 puan üzerinden yapılan derecelendirmede, İngiliz sistemine sahip ülkeler 3,11, Fransız sistemine sahip olanlar 1,58, Alman sistemine sahip olanlar, 2,33 ve İskandinav sistemine sahip olanlar ise 2 puan almıştır. Türkiye

yalnızca kreditorlere yapılacak ödemelerin ilk önceliğinin olması ve kreditorlerin onayı olmadan reorganizasyona izin verilememesi maddelerinde gerekliliği sağlayarak 2 puan alabilmiştir (Bkz. Tablo 6).

**Tablo 6- Dünya Genelinde Kreditor Haklarının Değerlendirmesi**

	İngiliz Sistemi Temelli Ülkeler	Fransız Sistemi Temelli Ülkeler	Alman Sistemi Temelli Ülkeler	İskandinav Sistemi Temelli Ülkeler	Ortalama	Türkiye
Varlıkların Otomatik Korunması Maddesinin olmaması	0,72	0,26	0,67	0,25	0,49	0
Kreditorlere yapılacak olan ödemelerin önceliği	0,89	0,65	1	1	0,81	1
Kreditorlerin onayı olmadan şirketin reorganizasyonuna izin verilmemesi	0,72	0,42	0,33	0,75	0,55	1
Reorganizasyon durumunda yönetimin değiştirilmesi	0,78	0,26	0,33	0	0,45	0
Toplam	3,11	1,58	2,33	2	2,3	2

**Kaynak:** La Porta vd. (1998), tablo yazar tarafından düzenlenmiştir

Son olarak, bu çalışmada hukuk düzeninin etkinliği konusunda da değerlendirme yapılmış olup, 44 ülkenin dahil edildiği değerlendirmede Tablo 7’de özetlenmiş olan bulgulara ulaşılmıştır. Bu değerlendirmeye göre Türkiye özellikle adalet sisteminin etkinliğinde diğer ülkelerin gerisinde kalmaktadır.

**Tablo 7- Dünya Genelinde Hukukun Egemenliğinin Değerlendirmesi**

	İngiliz Sistemi Temelli Ülkeler	Fransız Sistemi Temelli Ülkeler	Alman Sistemi Temelli Ülkeler	İskandinav Sistemi Temelli Ülkeler	Ortalama	Türkiye
Adalet sisteminin etkinliği	8,15	6,56	8,54	10	7,67	4
Hukukun Egemenliği	6,46	6,05	8,68	10	6,85	5,18
Yolsuzluk	7,06	5,84	8,03	10	6,9	5,18
Hak ihlali riski	7,91	7,46	9,45	9,66	8,05	7
Sözleşme ihlali riski	7,41	6,84	9,47	9,44	7,58	5,95
Muhasebe standartları derecelendirmesi	69,62	51,17	62,67	74	60,93	51

**Kaynak:** La Porta vd. (1998), tablo yazar tarafından düzenlenmiştir

### 2.2.2. İMKB Değerlendirmesi (2001)

Varış vd. (2001) yapmış olduğu çalışmada OECD'ye ait anonim şirket yönetim ilke ve standartları baz alınarak oluşturulmuş olan anketler BİST'de işlem gören şirketler ve aracı kurumlara uygulanmıştır. Anket formunda 5 farklı grupta toplanan ilkeler ile ilgili 42 adet soru sorulmuş ve uygulanıyor "1" ya da uygulanmıyor "0" olarak katılımcıların cevapları doldurması istenmiştir. Aracı kurumların %56'sını oluşturan 115 kurum, BİST'de işlem gören şirketlerin %79'unu oluşturan 243 şirket olmak üzere toplamda piyasa oyuncularının %70'ini oluşturan 358 katılımcının anket formlarını doldurması sağlanmıştır.

Genel olarak şirketlerin %52 oranında kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalara katıldığı gözlemlenmiş bu da farkındalık seviyesinin yüksek olduğunu göstermiştir. Beş ana başlık altında yapılan değerlendirme aşağıda özetlenmiştir (Varış vd., 2001).

*Yöneticilerin Bağımsızlığı.* Her ne kadar OECD kriterlerine göre yönetim kurulu üyelerinin birden fazla kez seçilmesi pozitif bir durum olsa da bu kriteri çoğunlukla sağlayan Türk şirketleri aynı zamanda icra görevlerinde bulunan yöneticilerin yönetim kurulunda bulunması ve yönetim kurulu içinde akrabalık ilişkileri bulunması nedeniyle yöneticilerin bağımsızlığı ilkesini sağlıklı bir şekilde sağlayamamıştır. Örnek olarak yönetim kurulunda akrabalık ilişkisine %30,5, yönetim kurulu üyelerinin şirkette başka görev üstlenmesi durumuna ise %48 oranında rastlanılmıştır.

*Şeffaflık.* 13 sorunun sorulduğu şeffaflık alanında en iyi uyum sağlanan kriter %60,3 oranla pay sahiplerinin bilgilendirilmesidir. Yönetim Kurulu üyelerinin bilgi edinmesine dönük düzenlemelerin varlığı %51,4 ile ve Yönetim Kurulu üyelerine sağlanan haklar hakkında bilgilendirme yapılması ise %50,6 ile uyumun en fazla olduğu diğer kriterlerdir. Şeffaflık başlığında sorulmuş olan 13 soruya katılımcıların olumlu cevap verme oranı %38,5'dir.

*Şirket İçi Denetim.* Şirket içi denetim kriteri etkin bir işleyiş ve sağlıklı bir şekilde şirketin kendi performansını denetleyip iyileştirebilmesi açısından önemli bir işleve sahiptir. Son üç yılda denetçiler tarafından yönetim kurulu üyelerine dava açım oranı yalnızca %0,6 olarak bulunmuş, denetçilerin son üç yılda şirketi olağan üstü toplantıya çağırma ve Türkiye Cumhuriyeti vatandaşı bulundurmayan denetçi bulundurma kriterleri ise yalnızca %1,7 oranında sağlanmıştır. Denetçi ücretinin genel kurul onayına tabii olması kriteri %61,2, şirket yönetimi ile ilgili çalışma kriteri %52,2 ve denetçilerin iştirak ve bağlı şirketlerde görevi bulunmaması kriteri %41,3 oranlarında sağlanmıştır.

*Çalışanlarla İlişkiler.* Çalışanlara ücret dışı yan haklar verilmesi bu alandaki en yüksek oranda sağlanan OECD kriteri olup, firmaların %55,9'u ilgili soruya olumlu yanıt vermiştir. Çalışanlara pay senedi edindirme programı kriteri ise yalnızca %3,6 oranında sağlanmıştır. Çalışanlarla ilişkiler alanında dört farklı soru sorulmuş ve ilgili alandaki kriterlerin ortalamada %26,6 oranında sağlandığı bulunmuştur.



*Ortaklara eşit davranma.* Bu kriterde imtiyazlı pay senetleri olup olmaması, rüçhan hakkı kullanımında kısıtlama olup olmaması gibi sorular sorulmuş olup, yönetim kurulu üyeleri, memur ve işçilere kar dağıtımı %26, imtiyazlı pay senedi bulundurma oranı %24,6 ile en çok uyum sağlanan OECD kriterleri olmuştur.

Çalışmada ayrıca şirketlerin OECD kriterlerine uyumu ile 1997-1999 yılları arasındaki pay senedi performansları da incelenmiş ve OECD kriterlerine daha uyumlu olan şirketlerin hem daha az risk aldıkları yani düşük fiyat oynaklığına sahip oldukları hem de daha yüksek getiri elde ettikleri gözlemlenmiştir.

### **2.2.3. CLSA Değerlendirmesi (2001)**

1986 yılında kurulmuş olan CLSA şu anda Asya'nın lider aracılık ve yatırım kuruluşlarından biridir. CLSA 2001 yılında kendi oluşturmuş olduğu kurumsal yönetim derecelendirme sistemi ile içinde 25 farklı gelişmekte olan ülkenin bulunduğu 495 şirketin kurumsal yönetim derecelendirmesini yapmıştır (CLSA, 2001). 1'den 10'a kadar puanlamanın yapılmış olduğu beş ana başlık içinde Türkiye'ye ait makro açıdan belirleyici özellikler için verilmiş olan notlar Tablo 8'de gösterilmiştir. Bu derecelendirmede Singapur, Hong Kong ve Şili sırasıyla aldıkları 7,4, 6,8 ve 6,4 puanlarla en yüksek notları alan ülkeler olmuşlardır. En düşük dereceye sahip ülkeler Rusya (2,1), Çek Cumhuriyeti (2,8) ve Pakistan (3,1)'dir. Bu 25 ülke arasında Türkiye, ortalamada 5 puan alarak en yüksek puan alan 14. ülke olmuştur.

**Tablo 8-** CLSA tarafından yapılan Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Açık, şeffaf ve net bir şekilde tanımlanmış kurallar ve düzenlemeler	8
Kurallar ve düzenlemelerin etkin bir şekilde uygulanması	4
Politik ve yasal altyapının firmaların sağlıklı bir şekilde faaliyet gösterebilmesi için yeterli uygunluğa sahip olması	5
Uluslararası genel kabul görmüş muhasebe standartlarının uygulanması	4
Kurumsal yönetim kültürünün gelişmiş olması ve mekanizmalarının sağlıklı işlemesi	4

**Kaynak:** CLSA (2001), tablo yazar tarafından düzenlenmiştir

#### 2.2.4. SPK Değerlendirmesi (2004)

SPK yaptığı kurumsal yönetim anketinin sonuçlarını Kasım 2004'de yayınlamıştır. Yalnızca BİST'de işlem gören şirketlere yapılan bu ankette elde edilen önemli sonuçlar aşağıda özetlenmiştir (SPK, 2004).

- Pay sahipleri ve ilişkiler birimi BİST30 şirketleri için %81 olmak üzere toplamda şirketlerin %50'si tarafından oluşturulmuştur.
- Esas sözleşmelerinde pay devrine ilişkin kısıtlamaya giden şirketlerin oranı %23'dür.
- Şirketlerin %75 gibi yüksek bir oranda olmak üzere o dönemde henüz kamuya açıklanmış bir kar dağıtım politikasının olmadığı tespit edilmiştir.
- Şirketlerde en yaygın olarak kullanılan imtiyaz şeklinin %42 ile yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı olduğu görülmüştür. Bunu oy hakkında imtiyaz (%21) ve denetim kuruluna aday gösterme imtiyazı (%18) takip etmektedir.
- Şirketlerin büyük çoğunluğu (%77) genel kurulda pay sahiplerinin onayına sunulan Bilgilendirme Politikası dokümanına sahip değildir.
- Şirketlerin yalnızca %31'i faaliyet raporlarında kurumsal yönetim ilkelerine uyup uymadıkları konusunda bilgi vermektedir.

- Şirketlerin %84'ünün kendi internet sitelerine sahip oldukları ancak kendi internet sitelerinde kamuyu aydınlatma konusunda önemli ölçüde eksiklerin bulunduğu gözlemlenmiştir.
- Kilit yöneticileri ve önemli ortakları tarafından yapılan pay senedi işlemlerini kamuya açıklayan şirketlerin oranının %71 olduğu görülmüştür.
- Faaliyet raporlarında istenilen standartlara ulaşamadığı ve önemli eksiklikler bulunduğu görülmüştür.
- Şirketlerin menfaat sahiplerinin haklarının korunması konusunda genel anlamda iyi bir performans sergilediği, şirketlerin yaklaşık yarısının bu konuda politikalar ve prosedürler hazırladığı görülmüştür.
- Şirketlerin %56'sının çalışanların şirket yönetimine katılmasını sağlayıcı politikalar oluşturduğu görülmüştür.
- Şirketler %82 gibi yüksek oranda çalışanlarının gelişimine dönük eğitim planları ve programları oluşturmuştur.
- Şirketlerin yalnızca %23'ü sosyal sorumluluk ile ilgili kamuya açıklanmış bir politikaya sahiptir.
- Şirketlerin %52'si yönetim kurulu tarafından oluşturulmuş risk yönetim ve iç kontrol sistemine sahiptir.
- Şirketlerin %56'sı etik kurallar oluşturmuştur fakat yalnızca %11'i bu kuralları açıklamıştır.
- Şirketlerin %50'si kendi yöneticilerine şirket ile ilgili rekabet oluşturucu girişimlerde bulunma yasağı getirmiştir.
- Şirketlerin yalnızca %15'inin esas sözleşmelerinde yönetim kurulu üyelerinin sahip olması gereken vasıflar belirtilmiştir.
- Şirketlerin %78'i yönetim kurullarında icracı ve icracı olmayan üyelere sahiptir.
- Şirketlerin yalnızca %26'sında yönetim kurullarında bağımsız üye bulunduğu belirtilmiştir.

- Şirketlerin %96'sı yönetim kurulu üyelerine performansa dayalı ücret ödemesi yapmamaktadır.
- Şirketlerin yalnızca %9'u kurumsal yönetim komitesinin çalışma prensibini belirleyen prosedüre sahiptir.

### 2.2.5. TKYD ve BCG Değerlendirmesi (2005)

TKYD ve Boston Consulting Group firması 2005 yılında Türkiye'nin kurumsal yönetim haritası çalışmasını sunmuşlardır. Bu çalışma Eylül 2004 ve Şubat 2005 arasındaki altı aylık dönemi kapsamaktadır. 1000 farklı firmaya anket formları gönderilmiş ve içlerinde yönetim kurulu başkan ve üyeleri, üst düzey yöneticiler ve departman yöneticilerin bulunduğu 123 kişi tarafından bu formlar doldurulmuştur. Ayrıca üst düzey yöneticiler, denetçiler, derecelendirme uzmanları, akademisyenler ve hukukçulardan oluşan 12 kişilik bir katılımcı kitlesiyle de mülakatlar yapılmış ve anket çıktıları yeniden değerlendirilmiştir (TKYD, 2005).

Değerlendirmede elde edilen başlıca sonuçlar aşağıdaki gibidir (TKYD, 2005).

*Uyumluluk.* Bu bölümde (1) ülkenin kurumsal yönetim çevresi, (2) hissedar hakları ve hissedarlarla ilişkiler, (3) paydaşlar, (4) kamuoyunu bilgilendirme/şeffaflık ve (5) yönetim kurulu yapısı ve sorumlulukları olmak üzere beş farklı başlıkta değerlendirme yapılmıştır. Şirketlerin SPK tarafından yayınlanmış olan kurumsal yönetim ilkeleri hakkında bilgi sahibi oldukları fakat uygulamada kendilerine düşen sorumluluklar hakkında yeterli bilgileri olmadığı gözlemlenmiştir. Hissedarların korunması ile ilgili olarak kontrol sahibi hissedarların korunmasına odaklanıldığı, fakat azınlık hissedarların haklarının korunmasının önemi hakkında farkındalığın düşük olduğu gözlemlenmiştir. Şirketin başarısında paydaşların memnuniyetinin önemli olduğu düşünülmeyle birlikte bu konuda da bazı eksikliklerin olduğu görülmüştür. Kayıt dışı ekonomi ve ulusal kültür nedeniyle kamuoyunu bilgilendirme ve şeffaflık konusunda ciddi eksiklikler olduğu bu nedenle yasal olarak yapılacak düzenlemelerle belli düzeydeki bilginin paylaşılmasının mecburi tutulması gerektiği görüşüne ulaşılmıştır. Yönetim kurullarının Türkiye'de yeterli etkinlikte olduğu fakat birçok

şirkette yönetim kurulu üyelerinin icra süreçlerine de dahil olabildikleri ve yönetim kurulu üye seçim kriterlerinin sağlıklı bir şekilde tanımlanmadığı belirtilmiştir. Katılımcılar ayrıca İngiltere ve OECD kurumsal yönetim ilkelerinde de geçerli olan uygulama ya da açıkla yaklaşımının Türkiye’de de uygulanıyor olmasını desteklediklerini bildirmişlerdir.

*Performans.* Bu bölümde (1) yönetim kurulu rol belirginliği, (2) yönetim kurulu yetkinliği, (3) yönetim kurulu prosedürleri, (4) yönetim kurulu işlevleri, (5) yönetim kurulu bağımsız üyeler ve (6) yönetim kurulu yapıcı davranış olmak üzere altı farklı başlıkta değerlendirme yapılmıştır. Yönetim kurullarının rolleri açıkça belirlenmiştir fakat üyeler stratejilerin uygulanmasında da aktif olarak rol üstlenmektedirler ve daha çok kontrol gücüne sahip olan hissedarların beklentilerine uygun olarak hareket etmektedirler. Yönetim kurullarının yetkinliği konusunda sorun olmadığı düşünülse de belirleme kriterleri ve süreçleri sağlıklı bir şekilde tanımlı değildir. Bağımsız yönetim kurulu üyesi uygulamasının yeni bir uygulama olduğu performansın ise kişiden kişiye değiştiği gözlemlenmiştir. Genel olarak yönetim kurulları ve genel müdürler arasında uyumlu bir ilişki olduğu, yönetim kurullarının yeterli inisiyatif alma gücüne sahip olduğu ve başarılı bir şekilde çalıştıkları düşünülmektedir.

#### **2.2.6. IIF Değerlendirmesi (2005)**

Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF), 2002 yılında bir kod yayınlamıştır. Bu kod ile azınlık hissedarların haklarının korunması, yönetim kurullarının yapısı ve sorumlulukları, şirketlerin kontrol ve sahiplik yapısında şeffaflık gibi alanlarda iyileştirmeler yapılması ve uluslararası yatırım ortamının geliştirilmesi hedeflemiştir. Bu kodun uygulanmasını yaygınlaştırmak adına Brezilya, Çin, Hindistan, Lübnan, Meksika, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Güney Kore ve Türkiye’nin dahil olduğu ülkeler için ekipler kurulmuş ve bu ülkelerdeki kurumsal yönetim standartlarına uyum seviyeleri araştırılmıştır (IIF, 2005).

Türkiye için kurulan ekip, SPK, Borsa İstanbul, özel şirketler, derecelendirme kuruluşları, hukuk firmaları, TÜSİAD, Türkiye kurumsal yönetim forumu ve Türkiye kurumsal yönetim derneğinin dahil olduğu katılımcılarla toplantılar düzenlemiştir (IIF, 2005).

Raporda özellikle 2000'li yılların başında İMF iş birliği ile yürütülen yapısal reform çalışmalarının ve 2003 yılında yayınlanan uygulama ya da açıkla prensibine dayanan SPK kurumsal yönetim ilkelerinin ve yine SPK tarafından uyulması zorunlu tutulan muhasebe ve denetleme ile ilgili standartların son yıllarda Türkiye'deki kurumsal yönetim altyapısını iyileştirdiği belirtilmiştir (IIF, 2005).

Bu iyileştirmelere rağmen yine raporda bazı önemli kritik sorunların devam ettiği vurgulanmıştır. Türkiye pay senetleri piyasasında yaşanan temel sorunlar arasında, az sayıda şirketin borsada işlem görmesi; şirketlerin önemli bir kısmının tek bir aile tarafından idare edilmesi; azınlık hissedarların haklarının korunmasında yaşanan eksiklikler ve SPK kurumsal yönetim ilkelerine firmalar tarafından sınırlı düzeyde uyuluyor olması listelenmiştir (IIF, 2005).

Raporda belirtilen ilerleme kat edilmiş olan hususlar aşağıdaki gibidir (IIF, 2005).

- Şirketlerin sahiplik yapısının şeffaf olması.
- Uluslararası muhasebe standartlarının, enflasyon muhasebesinin ve konsolide raporlamanın hayata geçirilmiş olması.
- İcracı olmayan üyelerden oluşan denetleme komitelerinin oluşturulması ve denetleme standartlarının iyileştirilmiş olması.
- Kamu şirketlerinin yasal olarak denetlenmesi.
- Bankalar ve diğer finansal kurumlar için yasal ve yön verici altyapının oluşturulmuş olması.

Türkiye'de kurumsal yapının geliştirilmesi için IIF çalışma ekibin yaptığı başlıca iyileştirme önerileri de aşağıdaki gibidir (IIF, 2005).

- Oy verme ile ilgili imtiyazların belli bir plan dahilinde kaldırılması.
- Kontrol sahibi hissedarların yönetim kurulu üyesi gösterme imtiyazlarının kaldırılması, kurumsal yönetim aday belirleme komitesi tarafından aday gösterilebilecek yönetim kurulu üyesi sayısının sınırlandırılması ve en az oranda oy gücüne sahip hissedarların da aday belirleme hakkına sahip olması.
- Hissedarlar arasındaki anlaşmazlıkların çözümü için arabuluculuk mekanizması kurulması.
- Borsa İstanbul'da farklı bir endeks kurularak IIF'in kılavuzlarına uygun şekilde hazırlanmış objektif kurumsal kuralların belirlenmesi ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarının göstergesi olarak sunulması.
- Hatalı hareketlerde bulunan yönetim kurulu üyelerinin görevden alınabilmesi için SPK'ya yetki verilmesi.
- SPK'nın hazırlamış olduğu prensiplerin yasal olarak bağlayıcı hale getirilmesi ve borsaya açılmak için bu kriterlerin yerine getirilmesinin mecburi olması.

### 2.2.7. OECD Değerlendirmesi (2006)

OECD, 2006 yılında Türkiye'nin OECD kurumsal yönetim ilkelerine ne kadar uyumlu olduğunu tespit ettiği raporu yayınlamıştır. Genel değerlendirme olarak bazı kriterlere tam uyumun sağlandığı fakat kriterlerin çoğunluğuna kısmen uyulabildiği gözlemlenmiştir. Raporda sunulan Türkiye'nin OECD kurumsal yönetim ilkelerinin altı temel prensibine uyumu hakkındaki tespitler aşağıda özetlenmiştir (OECD, 2006).

*(1) Etkin bir kurumsal yönetim altyapısının sağlanması.* Türkiye'nin finansal raporlama, büyük hissedarların pay senedi alım satımı ve yönetim kurulu üyeleri hakkında kısa sunumların yapılması gibi konularda OECD prensiplerini karşıladığı fakat, karar verme politikaları, ilişkili taraf işlemleri ve iç kontrol sistemlerinin yeterliliği gibi konularda eksiklerinin olduğu belirtilmiştir. Kurumsal yönetim alanında yasal kurallar ve gerekliliklerle uyumunun değerlendirilmediği gözlemlenmiştir. Farklı

kurumlar arasındaki görev ve sorumlulukların net bir şekilde ayrıştırılmadığı ve belli kısımlarda kesişmeler olduğu gözlemlenmiştir. SPK'nın ciddi miktarda bilgi paylaşımında bulunduğu, çalışmalarını hakkında ilgili tarafları yeterince bilgilendirdiği fakat bu çalışmaların ne kadar etkin olduğu hakkında değerlendirmelerin yapılmadığı, bu eksikliklerin giderilmesi için de SPK'nın belli çalışmalar yaptığı not edilmiştir.

(2) *Hissedarların ve kritik sahiplik fonksiyonuna sahip olanların hakları.*

Hissedarların sahiplik kayıtlarının hissedarlara gösterilmesi ile ilgili eksiklikler olduğu fakat yeni devreye giren takasbank sistemi ile bu eksikliklerin giderilebileceği belirtilmiştir. Hissedarların pay senedi transferlerini yapabilmeleri, şirket hakkında yayınlanan finansal dokümanlara ulaşabilmeleri, genel kurula katılarak oy kullanabilmeleri, şirket karından kâr payı alabilmeleri, şirkette yaşanan önemli değişiklikler ile ilgili bilgi sahibi olabilmeleri ve genel kurullarda yönetim kurulu üyelerine soru sorabilmeleri gibi kriterlerin tam anlamıyla sağlandığı görülmüştür. Diğer yandan, kurumsal yatırımcıların hissedar haklarının ihlal edilebileceği çıkar çatışmalarını nasıl yönettiklerine dair bilgi paylaşmadıkları ve kritik konularda karar verme süreçlerine azınlık hissedarların katılımında ise bazı eksiklikler olduğu gözlemlenmiştir.

(3) *Kurumsal yatırımcılar, pay senedi piyasaları ve diğer araçlar.*

Belli bir pay senedi sınıfındaki bütün hisselerin aynı hakları taşıması; yabancıların eşit oy verme hakkına sahip olması ve genel kurullarda bütün yatırımcılara eşit muamele yapılması kriterlerinin büyük oranda sağlandığı gözlemlenmiştir. Diğer yandan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili gereklilik ve sınırlama; azınlık hissedarın kontrol gücüne sahip hissedar karşısında korunması ve üst düzey yöneticilerin girmiş oldukları şirketi doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyebilecek üçüncü parti iş ilişkileri hakkında kamunun bilgilendirilmesi gibi kriterlerin kısmen yerine getirildiği saptanmıştır.

(4) *Paydaşların kurumsal yönetimdeki rolleri.*

Paydaşların yasalarla ya da ortak anlaşmalarla kazanmış olduğu haklara saygı gösterilmesi ve kurumsal yönetim sürecine dahil olan paydaşlarla zamanında ve yeterli miktarda bilgi paylaşılması kriterlerinin sağlandığı belirtilmiştir. Paydaşların yasadışı ya da etik olmayan



durumlarla ilgili olarak gözlemlerini yönetim kurulları ile paylaşabilmesi ve performans artırıcı mekanizmalarla ilgili olarak çalışanların katılımının sağlanması maddelerinde kısmen uyum sağlanabildiği tespit edilmiştir.

(5) *Şeffaflık ile ilgili bildirimler.* OECD kriterlerine uygun olarak şirketin hedefleri ile ilgili önemli bilgiler kamuoyuyla paylaşılmaktadır; dış denetçiler hissedarlara karşı sorumlu tutulmaktadır ve denetim süreçlerini profesyonel bir şekilde yürütmektedir. Diğer yandan şirketin operasyonel ve finansal sonuçları ile ilgili bilgilerin paylaşılması; yüksek oranda pay senedi sahiplikleri ve oy haklarıyla ilgili bilgi paylaşılması; yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere sağlanan faydaları belirleme politikaların paylaşılması; ilişkili kimse ya da kurumlarla ilgili işlemler hakkında bilgi paylaşılması; kurumsal yönetim yapısı, politikaları ve standartları ile ilgili bilgilerin paylaşılması; muhasebe ve finansal olmayan bilgilerin paylaşılması sırasında yüksek kalite standartlarına uyulması; altı ayda bir yapılacak denetimlerin, bağımsız, yetkili ve yeterli denetçiler tarafından yapılması ve bilgilerin taraflar için eşit, zamanında ve maliyet yönünden etkin bir şekilde paylaşılması kriterlerinin ancak kısmen sağlandığı tespit edilmiştir. Ayrıca yatırımcıların karar alırken faydalanabilmeleri için analistlerin, aracı kurumların, derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerine ve tavsiyelerine çıkar çatışması olmayacak bir şekilde ulaşabilmeleri kriterinin ise sağlanamadığı belirtilmiştir. Bu tespitin gerekçesi olarak aracı kurumların önemli bir kısmının ülkedeki büyük grup şirketlerine ait olması ve bu durumun yarattığı çıkar çatışması gösterilmiştir.

(6) *Yönetim kurulunun sorumlulukları.* Hissedarların haklarının korunması ile ilgili olarak yüksek etik standartların uygulanması kriterine uyum sağlandığı belirtilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin şirketin ve hissedarların çıkarlarını koruyacak şekilde tamamen bilgilendirilmiş olarak çalışmaları; yönetim kurullarının karar verirken bütün hissedarların haklarını eşit bir şekilde gözetmesi; yönetim kurulu üyelerinin kurumsal yönetim dokümanlarını gözden geçirmesi, performans hedeflerini belirlemesi, performans gerçekleştirmelerini gözlemlemesi ve büyük sermaye yatırımlarını, satın alımları ve satışları izlemesi; yönetim kurulunun şirketin kurumsal

yönetim pratiklerinin etkinliğini takip etmesi ve gerekli değişiklikleri yapması; üst düzey yöneticilerin işe alımı, maaşlarının belirlenmesi ve gerektiğinde değişikliğe gidilmesi sorumluluklarının yerine getirilmesi; üst düzey yöneticilerin şirketin ve paydaşların uzun vadede elde edeceği faydayı gözetmesinin sağlanması; yönetim kurulu aday belirleme ve seçim sürecinin şeffaf bir şekilde gerçekleşmesinin sağlanması; şirket yöneticileri, yönetim kurulu ve hissedarlar arasında oluşabilecek çıkar çatışmalarının ve haksız şekilde elde edilebilecek menfaatlerin engellenmesi; muhasebe ve finansal kontrol sistemlerinin bir bütün halinde uyum içinde çalıştığına kontrol edilmesi; gerekli ya da önemli olan bilgilerin kamuoyuyla paylaşılmasının kontrol edilmesi; kurumsal olarak yapılan işlerle ilgili bağımsız bir şekilde değerlendirmenin yapılması; yönetim kurulu oluştuktan sonra nasıl çalışacakları, birleşimi ve çalışma prosedürlerinin belirlenmesi; gerçeği gösteren, yeterli ve doğru zamanda bilgiye ulaşılarak çalışmaların yapılması kriterlerinin kısmen yerine getirildiği tespit edilmiştir.

#### **2.2.8. Dünya Bankası Değerlendirmesi (2007)**

Dünya bankası 2007 yılında Türkiye için standartlara ve kanunlara uyum raporunu yayınlamıştır. Bu raporda Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ve Uluslararası Denetim Standartları (ISA) baz alınarak Türkiye'deki muhasebe ve denetim standartları ve uygulamalarının değerlendirilmesi yapılmıştır. Değerlendirmede Türkiye'de kurumsal ortamın yaşadığı gelişme sürecine değinilmiş, mali bilgilerin bağımsız denetçiler tarafından denetlenmesi ve kamuya açıklanmasının önemine işaret edilmiştir. Raporda Türkiye için öncelik arz eden aşağıdaki üç konunun ele alınmasının gerekliliği vurgulanmıştır (World Bank, 2007).

- Türkiye'de maliye bakanlığı tarafından oluşturulan muhasebe düzenlemeleri belli bir takım küçük istisnalar dışında bütün şirketlere uygulanmakta bu nedenle de şirketler esas olarak bütün kaynak yönetim sistemlerini vergi muhasebesine dayalı hazırlamak durumunda kalmaktadırlar. Bu hem farklı raporlama sistemlerini bir arada kullanma zorunluluğu çıkmakta, muhasebe sistemi karar vermeye destek

sağlayamamakta ve konsolidasyon açısından talep edilen bilgilerin tamamı elde edilememektedir.

- Gizli kullanım için çok sayıda ve birbirinden bağımsız muhasebe ve denetim sistemleri yerine beyan ve şeffaflık seviyesi olarak bütün katılımcıların erişebileceği tek bir sistemin oluşturulması için farklı paydaşların dahil olduğu koordineli çalışmalar yürütülmelidir.
- Bankalar, sigorta şirketleri ve kamuya açık şirketler UFRS ve ISA temelinde mali raporlamalarını ve denetimlerini gerçekleştirmiş olsa bile bazı eksiklikler bulunmaktadır ve bu konuda Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK), Türkiye Denetim Standartları Kurulu (TÜDESK), Gelir İdaresi Başkanlığı, Hazine Müsteşarlığı Sigortacılık Genel Müdürlüğü, Sermaye Piyasası Kurulu ile Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu halen çalışmalarını sürdürmektedir.

Raporda Türkiye'deki şirketlerin yapmış olduğu bilgilendirmelerin, şeffaflık ve genel bilgi seviyesi olarak, uluslararası yatırımcılar ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yetersiz bulunduğu belirtilmiştir. Kredi talep eden müşterilerin finansal bilgilerinin bankalara gayri resmi olarak verilebilmesi nedeniyle güvensizlik ortamı oluştuğu belirtilmiştir. Bu yüzden aşağıdaki önlemlerin alınması tavsiye edilmiştir (World Bank, 2007).

- Kurumsal yönetim çerçevesini tadil ederek, şirketlerin üst düzey yöneticilerinin mali raporlardan yalnızca hukuken değil aynı zamanda fiilen de sorumlu tutulması sağlanmalıdır.
- Muhasebe standartlarına uyarak raporlama yapma görevini yerine getiren denetim mesleğinin geliştirilmesi ve TÜRMOB'un denetçilerin lisanslarıyla ilgili olarak sorumlulukları yürütmeye devam etmesi desteklenmektedir.
- Muhasebe standartlarına uyumun iyileştirilmesi ve mali tablolarda denetçiler tarafından yeterince netleştirilmemiş aykırılıkların önlenmesi

için düzenleyicilerin daha aktif bir rol almaya devam etmesi önerilmektedir.

### 2.2.9. EBRD Değerlendirmesi (2017)

EBRD 2017 yılı aralık ayında OECD kurumsal yönetim ilkeleri, EBRD, IFC ve Dünya bankası kurumsal yönetim metodolojilerini baz alarak Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirmiştir. Değerlendirme aşağıda belirtilmiş olan ana başlıklar altında yapılmıştır (EBRD, 2017).

*Yasal altyapı.* Türkiye'deki kurumsal yapının dayandığı temel kaynakların Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun yayınlamış olduğu yönetmelikler ve sermaye piyasası kurulu tarafından yayınlanmış olan tebliğlerden oluştuğu belirtilmiştir. Ayrıca ilk olarak 2003 yılında yayınlanan son olarak 2014 yılında revize edilen Türkiye kurumsal yönetim ilkelerine uyum zorunluluğunun kısmen bazı ilkeler için geçerli olduğu, diğer ilkeler için ise uygulama ya da açıklama prensibinin geçerli olduğu belirtilmiştir.

*Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme.* Genel olarak şeffaflık ve kamuyu aydınlatma düzeyinin yeterli olduğu raporlanmıştır ve 5 üzerinden 4 puanın üstünde not verilmiştir. Borsada işlem gören şirketlerin bağımsız denetçi görüşleriyle birlikte yıllık raporlarını yayınlamaları gereklidir ve bu gerekliliğe uyulmaktadır. Şirketlerin web sitelerinin yeterli bilgiye sahip olduğu ve düzenli olarak güncellendiği gözlemlenmiştir. Şirketlerin her ne kadar prensiplere uyup uymadıklarını bildirmeleri ve uymuyorlarsa da açıklamaları gerekse de çoğunlukla açıklamaları zayıf bulunmuştur ve ilkelerdeki ya da yasada yazılan cümleleri değiştirerek sundukları gözlemlenmiştir. Borsada işlem gören en büyük on şirketin kendi etik kurallarını yayınladığı gözlemlenmiştir. Kamuyu bilgilendirme duyurularının yapılmamasının cezaya tabii olduğu ve dış denetçilerden alınan denetim dışındaki hizmetlerle ilgili duyuru ya da bilgilendirmelerin yetersiz sayıda olduğu gözlemlenmiştir.

*İç Kontrol.* Şirketlerin iç kontrol fonksiyonu kurmaları ve bankaların yönetim ve kontrol fonksiyonları arasında net bir ayırım oluşturmaları gerekliliğine uyulduğu

gözlemlenmiştir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri tarafından oluşturulması gereken denetim komitelerinin varlığı tespit edilmiştir fakat bu komitelerin toplantıları ve aktiviteleri ile ilgili bilgilendirmenin iyileştirilmesi gerekmektedir. Finansal tabloların bağımsız denetçi tarafından denetlenmesi ve bağımsız denetçilerin ve denetim firmalarının rotasyon mecburiyetine uyulduğu gözlemlenmiştir. İlişkili şirketlerle yapılan işlemler ve çıkar çatışmaları yasalar ve düzenlemeler ile düzenlenmiştir ve uluslararası en iyi uygulamalarla uyumlu olduğu gözlemlenmiştir. Şirket yöneticilerinin yaptığı uygunsuzlukları ihbar eden çalışanların korunması mekanizmasının mevcut olduğu fakat yetersiz olduğu raporlanmıştır.

*Hissedar Hakları.* Temel hissedar haklarının yasalarla korunduğu gözlemlenmiştir. Hisselerin %5'inden fazlasını temsil eden pay sahipleri genel kurul toplantısı talebinde bulunabilir ve toplantı gündemine ekleme yapabilir. Hissedarlar genel denetim ve önemli kurumsal değişiklikleri onaylama yetkisine sahiptir. Fakat yasalar genel kurulda kullanacak oyların sayısı ve etkisiyle ilgili imtiyazlı pay senetleri olmasına izin vermektedir ayrıca azınlık hissedarların faydalanabilmesi için birikimli oy sistemi tanımlanmamıştır. İçten öğrenenlerin ticareti sınırlandırılmıştır ve geçmişteki beş yılda bununla ilgili davalar yürütülmüştür. Halka açık şirketlerin hissedar kayıtlarının bağımsız bir kayıt kuruluşu tarafından saklanması gerektiği bildirilmiştir.

*Paydaşlar ve Kurumlar.* Türkiye'de kurumsal altyapının iyi kurumsal yönetimi desteklediği ve gelişmiş olduğu belirtilmiştir. Borsa İstanbul'un kurumsal yönetim endeksini yayınladığı ve şirketlerin ilkelerle uyumunu derecelendirdiği gözlemlenmiştir. Ayrıca SPK'nın da pay senetleri piyasasını aktif bir şekilde takip ettiği ve kurumsal yönetim ilkelerine uyumu teşvik ettiği belirtilmiştir. SPK'nın bu ilkelerin ihlal edilmesi durumunda disiplin önlemleri aldığı ve geçmişte cezaların uygulandığı bilinmektedir. Son olarak uluslararası örgütlerin sunmuş olduğu göstergelere göre Türkiye'nin yolsuzluk, rekabet ve yatırımcıyı koruma açısından görece iyi konumda olduğu saptanmıştır.

### 2.2.10. Diğer Değerlendirmeler

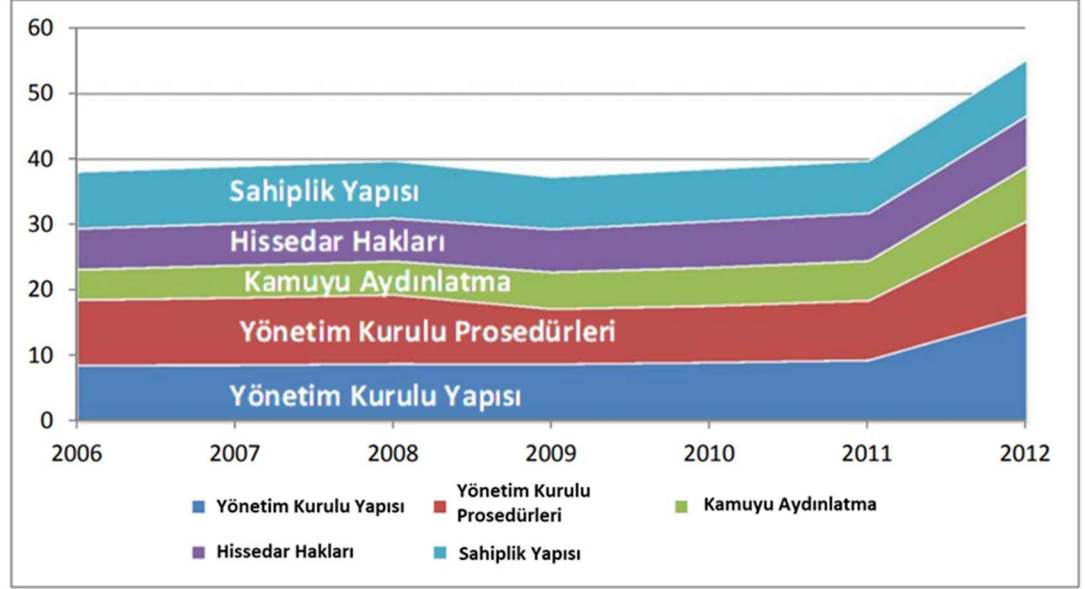
Yukarıdakilerin haricinde de Türkiye'deki kurumsal yönetim seviyesi hakkında uluslararası kurumlar tarafından çeşitli değerlendirmeler yapılmıştır.

Fitch Rating 2007 yılında "Corporate Governance – Turkish Perspective" raporunu yayınlamıştır. 2001 krizinden sonra özelleştirme akımıyla ve uluslararası sermaye piyasalarıyla bütünleşme süreci ile birlikte Türk şirketlerindeki kurumsal yönetim düzeylerinin belirgin bir şekilde iyileştiği belirtilmiştir. Bu raporda şeffaflık ve kamuyu aydınlatma konularında tatmin edici bir yapının mevcut olduğu, yönetim kurulları, ailelerin kontrol sahibi olduğu karmaşık ortaklık yapıları ve ilişkili taraflarla yapılan işlemler açısından belli birtakım zorlukların mevcut olduğu raporlanmıştır. Ayrıca Avrupa Birliği üyelik sürecinde yapısal reformların uygulandığı ve kurumsal yönetim yapısının iyileştirildiği son olarak da yayınlanması beklenen Türk Ticaret Kanunu ile birlikte kurumsal yönetim alanında gelişmelerin sağlanacağı not edilmiştir (Fitch, 2007).

Standard & Poor's 2007 yılında "Corporate Governance: Turkish Transparency And Disclosure Survey" raporunu yayınlamıştır. Rapor Türkiye kurumsal yönetim forumuyla birlikte hazırlanmıştır. 52 şirketin dahil edildiği çalışma ilerlemenin de not edilebilmesi için iki yıl süren gözlemlere dayandırılmıştır. Türk şirketlerinin bildirimlerinin 10 üzerinden 5 puan olarak orta seviyede olduğu görülmüştür. Finansallar ile ilgili bildirimler en üst seviyede, yönetim kurulu ve yönetim süreçleriyle ilgili bildirimler en düşük seviyede bulunmuştur. Gönüllü bildirimlerin son derece sınırlı olduğu, bildirimlerin kalitesinde iyileşme olmadığı ve şirketlerin sadece zorunlu olan kısımlarla ilgilendiği gözlemlenmiştir (Standard & Poor's, 2007).

Ararat vd. (2017), 2006 ve 2012 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören bütün şirketleri ele alarak, Türkiye kurumsal yönetim endeksini oluşturan yönetim kurulu yapılarının, sahiplik yapılarının, hissedar haklarının, yönetim kurulu prosedürlerinin ve kamuyu aydınlatma kriterlerinin yıllara bağlı olarak gelişimini

değerlendirmişlerdir. Özellikle 2011 yılında yeni Türk Ticaret Kanunu (yTTK)'nin yayınlanması ile birlikte şirketlerin kurumsal yönetim performanslarında belirgin bir iyileşme göze çarpmaktadır (Bkz. Şekil 12). Ayrıca kurumsal yönetim endeksinde bir standart sapma miktarındaki iyileşmenin Tobin's q oranında %7,7 iyileşme meydana getirdiği de görülmüştür.



**Şekil 12:** Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Endeksinin 2006-2012 Yılları Arasındaki Değişimi (0'dan 100'e kadar derecelendirilmiştir)

**Kaynak:** Ararat vd. (2017), yazar tarafından Türkçe'ye çevrilmiştir.

OECD, kurumsal yönetim ile ilgili 47 ülkeyi kapsayan değerlendirme raporu olan "OECD Corporate Governance Factbook"un son versiyonunu 2017 yılında yayınlamıştır. Bu raporda Türkiye hakkında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin çoğunluğunun aileler tarafından kontrol edilen finansal ve sanayi grup şirketleri olduğu, farklı gruplar arasında karşılıklı hissedarlık durumunun ise sınırlı derecede gözlemlendiği bildirilmiştir. Raporda uygulama ya da açıkla yaklaşımdaki dengenin bazı dönemlerde değişebildiği ve örnek olarak Türkiye'de 2011 yılında kurumsal yönetim ilkelerinin bir kısmının büyük ölçekli halka açık şirketler tarafından zorunlu yerine getirilmesi kuralı konulduğu belirtilmiştir. Türkiye'de yönetim kurulu üyelerinden en

az birinin sermaye piyasası kurulunda en az on yıl çalışma tecrübesinin olması ve yine en az bir diğer yönetim kurulu üyesinin özel sektördeki sermaye piyasası kurumlarında en az 10 yıl süreyle çalışma tecrübesine sahip olması gerekmektedir. Türkiye'nin %5 ile genel kurul gündemine madde koymak için gereken asgari hissedarlık oranı açısından diğer ülkelere kıyasla en yüksek oranlardan birini belirlediği bildirilmiştir. Türkiye'deki şirketlerin yönetim kurulu üye sayılarının 5 ile 14 arasında değiştiği ve ortalamada 7 üyeli oldukları belirtilmiştir. Ayrıca genellikle CEO pozisyonu ile yönetim kurulu başkanı rollerinin farklı kişiler tarafından üstlenildiği ve CEO'ların yönetim kurulu üyesi olmasının sıklıkla rastlanan bir durum olduğu belirtilmiştir. Raporda ayrı ayrı ülkelerin kurumsal yönetim mevzuatları kıyaslanmış ve birçok kurumsal yönetim kriterinde Türk mevzuatının kapsayıcı olduğu görülmüştür.

### 2.3. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİMİN MEVZUAT ÇERÇEVESİ

14 Şubat 2011 tarihinde resmî gazetede yayınlanan yTTK birçok düzenleme getirmekle birlikte kurumsal yönetim alanına da ilk kez doğrudan değinerek Türkiye'de kurumsal yönetim alanında ilerleme katedilmesini sağlamıştır. Kurumsal yönetim ilkeleri maddesinde kural ve uygulamaların SPK tarafından yönetileceği belirtilmiş olup kurumsal yönetim ile ilgili düzenleme yetkisi SPK'ya verilmiştir. 1982 yılında kurulan SPK Türkiye sermaye piyasasının ilk bağımsız düzenleyici otoritesidir ve ana düzenleyici ve denetleyici kurum olarak faaliyetlerine devam etmektedir. Türkiye sermaye piyasasında kurumsal yönetimin hukuki altyapısını TTK, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn), SPK düzenlemeleri, borsaların düzenlemeleri ve SPK kurumsal yönetim ilkeleri oluşturmaktadır. Türkiye de kurumsal yönetim mevzuatının gelişimini gösteren tablo aşağıda paylaşılmıştır.

**Tablo 9-** Türkiye'de Kurumsal Yönetim Mevzuatı İle İlgili Yaşanan Gelişmeler

TÜSİAD "Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu" hazırladı.	Aralık 2002
SPK "Kurumsal Yönetim İlkelerini" yayınladı.	Temmuz 2003
Kurumsal yönetim derecelendirmesi ile ilgili düzenleme yayınlandı.	Aralık 2003



SPK, BİST’de işlem gören firmalardaki kurumsal yönetim uygulamalarını inceleyen araştırma sonuçlarını yayınladı.	Kasım 2004
SPK, BİST’de işlem gören şirketlerin kurumsal uyum raporlarının faaliyet raporları içerisinde yer almasını ve internet sitelerinde uyum raporlarını içeren bir yatırımcı ilişkileri bölümü açıklamasını zorunlu hale getirdi. Şubat 2005 BİST, kurumsal yönetim endeksi ile ilgili kuralları belirledi.	Aralık 2004
SPK, OECD kurumsal yönetim ilkelerinde oluşan değişikliklerin ardından Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde düzenlemeler yaptı.	Şubat 2005
TKYD ve Boston Consulting Group “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırmasını tamamladı. Kasım 2005 Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Meclis’e sunuldu.	Mayıs 2005
Kurumsal yönetim ilkelerini içeren Bankacılık Kanunu BDDK tarafından yayımlandı. İyi Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir Büyüme “GOOD” projesi hayata geçirildi.	Kasım 2005
İyi Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir Büyüme “GOOD” projesi hayata geçirildi.	Ocak 2006
SPK bağımsız denetim standartları ile ilgili düzenlemeleri hazırladı.	Haziran 2006
OECD, “Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study” araştırma sonuçlarını açıkladı.	Ekim 2006
SPK, “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” güncelleyerek yayınladı.	Temmuz 2007
BİST Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlandı.	Ağustos 2007
GFK Türkiye ve TKYD iş birliğinde “Kurumsal Yönetim Algı Araştırması Raporu” hazırlandı	Kasım 2008
SPK, “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği’ni” yayınladı.	Şubat 2009
TÜSİAD, Yönetim Kurulları için Kurumsal Yönetim Prensiplerini yayınlamıştır.	Temmuz 2010
Yeni Türk Ticaret Kanunu Resmî Gazete’de yayımlandı.	Şubat 2011
SPK tarafından hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin belirlenmesine ve uygulanmasına ilişkin tebliğ resmî gazetede yayımlandı.	Aralık 2011
6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) resmî gazetede yayınlanmıştır.	Aralık 2012
6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na (SPKn) uyum kapsamında hazırlanan, II-17.1 sayılı “Kurumsal Yönetim Tebliği” resmî gazetede yayınlanmıştır.	Ocak 2014

**Kaynak:** Uğurlu (2018, s. 24-25), tablo yazar tarafından oluşturuldu ve güncellendi.

### 2.3.1. 6102 Sayılı TTK

1990'ların sonuna doğru kurumsal yönetim dünya çapında popülerleşmeye başlamış, borsada işlem gören anonim şirketlerde pay sahipleri başta olmak üzere bütün paydaşların haklarını korumak açısından yasa yapıcılar nezdinde de önemli bir unsur haline almıştır. Birçok ülke, kurumsal yönetimin dört büyük ayağı olan şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk konularında gelişme sağlamak için ciddi anlamda kanun revizyonları yapmış ve yeni kanun ve düzenlemeleri hayata geçirmişlerdir.

İngiltere 1992 yılında yayınlanan Cadbury raporu ile dünyadaki kurumsal yönetim alanındaki gelişmelere öncülük etmiştir. Ardından İngiltere'de FRC ve FSA'nın oluşturduğu birçok rapor ve değerlendirme ile kurumsal yönetim alanında gelişmeler hedeflenmiştir (Bkz. Bölüm 1.4). Bu çalışmalar ile oluşturulan kurumsal yönetim ilkeleri borsada işlem gören şirketler hukukunu derinden etkilemiştir. Almanya son yıllarda ticaret alanında en çok kanun düzenlemesine giden ülkelerden biridir. Almanya'da son dönemde yayınlanan kanunlar arasında Küçük Anonim Şirketler ve Anonim Şirketler Hukukunun Basitleştirilmesi Kanunu (1994); Gerçek Olmayan İtibari Değersiz Paylar Kanunu (1998); İşletmeler Alanında Kontrol ve Şeffaflığa İlişkin Kanun (1998); Euro Kanunu (1998); Nama Yazılı Pay senedi Senetleri Kanunu (2001); Devralmaların Düzenlenmesine İlişkin Kanun (2001); Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma Kanunu (2002); Alman Kurumsal Yönetim Kodeksi (2002); Bilânço Reformu Kanunu (2004); İşletmelerin Bütünlüğü ve Anonim Şirketlerin Modernleştirilmesi Kanunu (2005) bulunmaktadır. Almanya Anglo-Sakson sistemde kullanılan iç denetim uygulamasını ilk benimseyen kıta Avrupa ülkesidir. Fransa 2001 yılında yayınlanan kanun ile kurumsal yönetim ilkelerine bağlı olarak yönetim kurulları için belli seçeneklere yer verilmiştir. ABD'de 2002 yılında hayata geçen Sarbanes-Oxley yasası ile (1) şirket yönetimlerinin hesap verme mecburiyeti artırılmış; (2) şeffaflık düzeyi artırılmış; (3) şirketleri kontrol eden ve gözeten kamu kurum ve bağımsız kuruluşların yetki ve sorumlulukları artırılmış; (4) farklı paydaşlar arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarının önüne geçilmeye çalışılmış, (5) denetçinin

etkinliğinin artırılması hedeflenmiş ve denetçiyi de kontrol eden bir kurumun oluşturulması gerekliliği bildirilmiş, (6) muhasebe standartlarının geliştirilmesi gerektiği bildirilmiş, (7) SEC'in daha güçlü ve etkin hale gelmesi gerektiği bildirilmiştir (Bkz. Bölüm 1.4.6). İsviçre de kurumsal denetim ile ilgili uygulamaya ilişkin kod ve kurumsal denetim bilgileri hakkında yönergeyi yayınlamıştır. Bu ülkeler dışındaki tüm ülkelerde kurumsal yönetim ilkelerine önem vermekte ve bu ilkelerden oluşan en iyi uygulama kodekslerini yayınlamaktadır. yTTK'nın oluşturulmasına temel hazırlayan nedenlerden biri, diğer ülkelere paralel olarak anonim şirketlerin işleyişi, yönetimi, denetimi ve pay sahipleriyle diğer paydaşların haklarının korunması gibi konuları içeren kurumsal yönetim ilkelerini kanun maddelerine dahil etme ihtiyacıdır (6102 sayılı TTK, Genel Gerekçe, 2011). 1 Temmuz 2012 yılında yürürlüğe giren 6102 sayılı yTTK uluslararası alanda gerçekleşen yeniliklere ve Türkiye'nin gelişen ticaret koşullarına uyum sağlamak amacıyla oluşturulmuştur. yTTK ile değiştirilen bazı önemli değişiklikler aşağıda sunulmuştur (Ernst & Young Türkiye, 2012).

- Genel kurul toplantılarına çağruların elektronik ortamda yapılabilmesi, toplantılara internet ile katılıp elektronik imza ile oy kullanılabilmesi mümkün hale getirilmiştir.
- Bağımsız denetime tabii şirketlerin internet sitesi kurması ve bu sitelerde kamunun aydınlatılması ilkesine uygun olarak gerekli olan bilgi ve belgeleri yayınlama zorunluluğu getirilmiştir.
- Birçok hüküm UFRS'den etkilenecek oluşturulmuş, uluslararası standartlarla uyum sağlanmaya çalışılmıştır. Birçok maddede “şeffaflık” ve “tutarlılık” ilkelerine atıfta bulunulmuş, yabancı kurumsal yatırımcıların ve kredi kuruluşlarının dikkat ettiği birçok kriter yasa hükmünü almıştır.
- Sermaye Piyasası Kanununa göre bazı şirketler tarafından uygulanması gereken yönetici sorumluluk sigortası mekanizmasının tüm şirketlerin yönetim kurulu üyelerine yaygınlaştırılması teşvik edilmiştir (Naipoğlu, 2012, s. 35).

- Eğer yönetim kurulu üyelerinin görevlerini yaparken şirkete verebilecekleri zarar şirket sermayesinin %25'ini aşan bir oranda sigorta ettirilmişse bu durum borsa bülteninde duyurulacak ve kurumsal yönetim ilkelerine uygunluk açısından değerlendirilecektir.
- Yönetim kurulu üyeleri kanunla belirlenmiş olan yükümlülüklerini yerine getirmezlerse hukuki ve cezai sorumlulukları olacaktır.
- Bütün yönetim kurulu üyelerinin şirketin tüm iş ve işlemleri hakkında soru sorma, bilgi alma ve inceleme yapma hakkı bulunmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu bu hak kısıtlanamaz ve kaldırılmaz.
- Yönetim kurulunun verdiği bazı kararların batıl olup olmadığının tespitinin mahkemeden istenebilmesi mümkündür. Buna göre, eşit işlem ilkesine aykırı olan; anonim şirketin temel yapısına uymayan veya sermayenin korunması ilkesini gözetmeyen; pay sahiplerinin, özellikle vazgeçilmez nitelikteki haklarını ihlal eden veya bunların kullanılmasını kısıtlayan ya da güçleştiren; diğer organların devredilemez yetkilerine giren ve bu yetkilerin devrine ilişkin olan kararlar batıl olarak kabul edilmiştir.
- Yönetim kurulu üyelerine verilecek ücret, prim ve diğer yan haklar genel kurulu kararına bağlıdır.
- Genel kurulda pay sahiplerinin temsil edilebilmesi için getirilmiştir; organın temsilcisi, bağımsız temsilci ve kurumsal temsilci olmak üzere üç farklı temsilci oluşturulmuştur. Eğer şirket pay sahiplerine kendilerini temsil etmesi için bir kurumsal temsilci öneriyorsa aynı zamanda bir de bağımsız temsilci belirlemek zorundadır.
- Halka açık şirketlerde şirket sermayesinin %5'ine sahip olan pay sahipleri noter vasıtasıyla gerektirici sebepleri ve gündemi belirterek yönetim kurulundan genel kurulu toplantıya çağırmasını isteyebileceklerdir.
- Pay sahiplerine şirkete dava açmaları ile ilgili olarak yeni haklar tanımlanmıştır. Genel kurulda yapılan usulsüzlükler nedeniyle butlanını isteme hakkı; birleşme, bölünme ya da tür değiştirme durumunda bu

karara olumsuz oy veren pay sahibinin ortaklıktan çıkma hakkı; şirketin uğradığı kaybın denkleştirilmesi davaları ve haklı sebeple şirketin feshini isteme hakkı pay sahipleri için yeni tanımlanmış olan hukuki haklar arasında yer almaktadır.

- Yönetim kurulu üyelerinden en az birinin Türkiye’de ikamet etmesi ve Türk vatandaşı olması zorunludur, bu sayede üyelere yönelik hukuki ve cezai uygulamaların gerçekleştirilmesi kolaylaşmıştır (Tetik, 2013, s.53).
- Yeni bir olgu olarak Yönetim Kurulu üyeleri kusuru oranında sorumlu olması sağlanmıştır (Tetik, 2013, s.53).
- Yönetim Kurulu üyelerinin şirket hissedarı olma zorunluluğu kaldırılmış bu sayede profesyonelleşme ile belli konuda uzman, tecrübeli ve yetenekli profesyonellerin yönetim kurullarına girmesinin önü açılmıştır (Tetik, 2013, s.53). yTTK yönetim kurulunun fonksiyonunu daha da etkinleştirmiş, işlevsel bir niteliğe kavuşmasını sağlamıştır. Yönetim kurulu üyesi olarak tüzel kişiler de seçilebilecek ve belirleyecekleri temsilciler ile yönetim kurulunda temsil edilebileceklerdir (Kemahlı, 2012, s.27).
- İşletmelerin bağımsız denetime hazır olmaları için kendi iç denetim organizasyonlarını oluşturmaları gerekmektedir. Bu nedenle şirketler eğer iç denetim sistemleri yoksa bu konuda çalışmalı ve gerekli organizasyonu kurmalıdırlar (Tuan, 2012, s. 169).
- yTTK ile iş ahlakı açısından iyileştirmeler yapılmış, madde 54 ile haksız rekabet, aldatıcı davranışlar, dürüstlüğe aykırı uygulamaların hukuka aykırı olduğu vurgulanmış, madde 55 ile dürüstlük kuralına aykırı davranışlar, ticari uygulamalar tanımlanmış, madde 56 ile bu yönde dava ve hukuki süreçler hükme bağlanmıştır. Ayrıca 220 nolu gerekçe ile Avrupa Parlamentosu’nun Haksız İş Uygulamalarına ilişkin Yönergesine atıfta bulunmaktadır (Okay, 2014: s.39-40).

Aksoy (2013, s.48) yTTK’nın kurumsal yönetimle ilgili maddelerini aşağıdaki gibi özetlemiştir.

yTTK'nın kurumsal yönetim ile ilgili maddesi sadece halka açık şirketleri kapsamaktadır.

- SPK kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili yetkili kuruluş olarak tanımlanmış bu sayede oluşabilecek yetki karmaşasının önüne geçilmeye çalışılmıştır.
- SPK, kurumsal yönetim ile ilgili olarak, kurumsal yönetim ilkelerini, yönetim kurulunun kurumsal yönetime ilişkin çalışmalarının esaslarını ve şirketlerin kurumsal yönetim açısından derecelendirme, kural ve sonuçlarını belirleme ve yönetmekle görevlendirilmiştir.
- SPK dışındaki diğer kamu kurum ve kuruluşlarının kendi alanlarıyla ilgili olarak kurumsal yönetim ilkelerini belirleyebilmesi için SPK'nın onayını almaları ve ilgili kapsamın ayrıntıya ilişkin olması gerekmektedir.

yTTK ile ticaret açısından yasal mevzuat büyük ölçüde çağın gerekliliklerine uyumlu hale getirilmiştir. Özellikle yönetim kurulu ile ilgili düzenlemeler yönetim kurullarının etkinliği, yapısını, verimliliğini, şeffaflığını, sorumluluğunu ve vekalet problemi açısından çözüm sağlayan rolünü artırıcı yöndedir. Tetik (2013, s.56-57) yTTK'nın muhasebe, finans denetimi ve planlamasına gerekli önemin verilmesi; dürüst resim ilkesi uyarınca finansal tabloların hazırlanması; şeffaflık, güvenilirlik alanında gerekli iyileştirmelerin yapılması ve risk yönetimi ile ilgili olarak gerekli düzenlemelerin yapılması konularında önemli boşlukları doldurduğunu ve oldukça yerinde ve başarılı bir şekilde kanuna dönüştürüldüğünü bildirmiştir. Tetik'e göre adalet, şeffaflık ve sorumluluk anlamında yapılan iyileştirmeler ile keyfi yönetim uygulamaları kaldırılabilir ve yolsuzluklar asgari seviyeye çekilebilecektir.

### **2.3.2. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri**

SPK, OECD ilkelerini baz alarak yaptığı ilk kurumsal yönetim ilkeleri çalışmasını 2003 yılı temmuz ayında yayınlamıştır. Daha sonrasında yine OECD ilkelerinde 2004 yılında yapılan değişikliklere uyum sağlanması için 2005 yılında SPK kurumsal yönetim ilkeleri revize edilmiştir. 2011 yılı şubat ayında yTTK ile SPK kurumsal yönetim ile ilgili Türkiye'deki en sorumlu mercii haline gelmiş ve kurumsal yönetim ilkeleri yTTK'ya girmiştir (Bkz. Bölüm 2.3.1). SPK kurumsal yönetim

ilkelerinin kapsamında da OECD ilkeleri gibi pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulları bulunmaktadır. İlkeler yayınlandıktan sonraki yıl bir anket yapılarak şirketlerin bu ilkelere ne seviyede uyduğu belirlenmiştir (Bkz. Bölüm 2.2.4). Daha sonrasında ilkelere uyumun yaygınlaştırılması için 2005 yılında şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'na yer vermeleri zorunlu hale getirilmiştir (Develioğlu ve Haşit, 2008, s. 147). Kurumsal yönetim ilkelerini teşvik edici bir diğer etkinlik, kurumsal yönetim derecelendirmesi ve kurumsal yönetim endeksinin oluşturulması olmuştur. Endekse dahil olan şirketler için kotta kalma ücretlerinde ilk iki yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve ondan sonrası için %10 indirim uygulaması yapılmıştır (Uzkaralar, 2017, s. 90-91).

SPK kurumsal yönetim ilkeleri son olarak 2012 yılında yayınlanan sermaye piyasası kanununa uyumlu hale getirilmek için revize edilmiş ve 2014 yılı ocak ayında resmî gazetede yayınlanan tebliğ ile kamuoyuna duyurulmuştur. Kurumsal yönetim ilkelerinde bulunan önemli başlıklar ve bilgiler aşağıda özetlenmiştir (SPK, 2014).

### **2.3.2.1. Pay Sahipleri**

Pay sahipleri başlığında, (1) pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması, (2) bilgi alma ve inceleme hakkı, (3) genel kurul, (4) oy hakkı, (5) azınlık hakları, (6) kâr payı hakkı ve (7) payların devri ile ilgili maddeler bulunmaktadır.

Pay sahiplerinin kolayca bilgi alabilmesi için yatırımcı ilişkileri bölümünün sorumlulukları ve şirketin kurumsal internet sitesinin güncel bir şekilde gerekli bilgileri bulundurmasının gerekliliği vurgulanmıştır. Ortaklık yönetiminin özel denetimleri zorlaştırmaması gerekmektedir. Genel kurul tarihinin duyurulması, gündemin belirlenmesi, genel kurulda paylaşılacak bilgiler ile ilgili gereklilikler paylaşılmıştır. Oy hakkı ile ilgili olarak yeni imtiyazların uygulanamaması, mevcut oy imtiyazı varlığı halinde ise halka açık payların yönetimde temsilini engelleyecek şekilde olan imtiyazlardan kaçınılması gerekli görülmüştür. Azınlık haklarının kullanılmasına özen gösterilmesi ve bu hakların kapsamının esas sözleşmede düzenlenerek

genişletilebileceği belirtilmiştir. Kâr payı dağıtım politikası bulunmalıdır ve ortakların bu sayede gelecek yıllarda elde edebilecekleri gelirleri görebilecek şekilde net ve açık bir bilgiye ulaşabilmeleri sağlanmalıdır. Payların serbestçe devrini zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılmalıdır.

#### **2.3.2.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık**

Bu bölümde kurumsal internet sitesi ve faaliyet raporlarına ilişkin gereklilikler belirtilmiştir. Bu gerekliliklere göre şirketin kurumsal internet sitesinde en az son beş yıllık olmak üzere kamuoyu ile paylaşılması gereken bütün dokümanlar bulunmalıdır. Pay sahibi olan gerçek kişilerin varlıkları, dolaylı ya da karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılarak ve payları %5'den yüksekse sahip oldukları imtiyazlar ile birlikte, en az altı ayda bir güncellenecek şekilde şirketin web sitesinde paylaşılmalıdır. Şirketin faaliyet raporlarına, yönetim kurulu çalışmaları, şirketi önemli derecede etkileyecek mevzuat değişiklikleri, şirket aleyhine açılmış davalar, sermayeye doğrudan katılım oranının %5'i aştığı iştirakler vb. önemli olan bilgilerin eklenmesi gerekmektedir.

#### **2.3.2.3. Menfaat Sahipleri (Paydaşlar)**

Menfaat sahiplerini çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi şirketin faaliyetlerinde payı olan ya da bu faaliyetlerden etkilenen kişi, kurum veya çıkar grupları oluşurmaktadır. Menfaat sahiplerinin kanuni haklarının korunması; menfaat sahiplerinin şirketin internet sitesinden de faydalanılarak şirket politikaları ve uygulamaları hakkında bilgilendirilmesi ve menfaat sahipleri arasında çıkar çatışması oluşması durumunda bütün menfaat sahiplerinin haklarını korumak için dengeli bir politika izlenmesinin gerekliliği belirtilmiştir.

Doğrudan menfaat sahiplerini etkileyecek kararlarda onların da görüşlerinin alınması ve şirket faaliyetlerini aksatmayacak şekilde menfaat sahiplerinin de şirket yönetimine katılımının sağlanması tavsiye edilmiştir.



Şirketin insan kaynakları politikası kurumsal yönetim ilkelerinde önemli bir bölüm oluşturmuştur. Şirketin insan kaynakları politikası oluşturması; personel alımına ilişkin ölçütlerin yazılı olarak belirlenmesi; işe alımlarda ırk, din, dil ve cinsiyet ayrımı yapılmaması; şirketin finansal durumu hakkında ve çalışanlara sağlanan faydalar hakkında bilgilendirme yapılması; bütün çalışanlara adil davranılması ve ayrımcılık yapılmaması; çalışanlara güvenli çalışma ortamı ve koşulları sağlanması gerektiği belirtilmiştir.

Müşterilerin memnuniyetinin sağlanması, kalite standartlarına uyulması ve müşteriler ve tedarikçiler ile ilgili olarak ticari sır kapsamındaki bilgilerin gizliliğine önem gösterilmesi gerekmektedir.

Şirketin internet vasıtasıyla kamuoyuyla paylaştığı etik kurallar çerçevesinde, yolsuzluğun her türlü ile mücadele etmesi, paydaşlarına karşı saygılı olması ve evrensel insan hakları kurallarına uyması gerekmektedir.

#### **2.3.2.4. Yönetim Kurulu**

Yönetim kurulu şirketin uzun vadeli geleceğini gözeterek, şirket hedeflerinin belirlenmesi, gerekli stratejik kararların alınması, risklerin yönetilmesi, finansal kaynakların belirlenmesi ve yönetimin performansının denetlenmesi gibi önemli işlevleri yerine getirir.

Yönetim kurulunun, faaliyetlerini şeffaf, hesap verebilir, adil ve sorumlu bir şekilde yürütmesi gerekmektedir. Yönetim kurulunun yılda en az bir kez risk yönetimi ve iç kontrol sistemlerinin verimliliğini gözden geçirmesi gerekmektedir. Eğer yönetim kurulu başkanı ile icra başkanı/genel müdür aynı kişiye bu durumun gerekçesi KAP'da açıklanmalıdır. Yönetim kurulları kurumsal yönetim komitesi ve yatırımcı ilişkileri bölümü ile birlikte yakın bir koordinasyon sağlayarak şirketin pay sahiplerinin haklarının korunması, anlaşmazlıkların giderilmesi ve pay sahipleri ile etkin iletişimin sağlanmasından sorumludur. Yönetim kurulu üyelerinin şirkete verebilecekleri zararlar ilgili olarak şirket sermayesinin en az %25 oranındaki bir tutar sigorta ettirilir ve bu bilgi KAP'da paylaşılır.

Yönetim kurulu üye sayısı, en az beş kişi olmak kaydıyla, en etkin ve verimli çalışabilecek yapıya göre belirlenir. Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun icrada görevli olmaması, üçte bir oranından daha yüksek olmak kaydıyla en az iki bağımsız üyenin yönetim kurulunda bulunması gerekmektedir. Ayrıca bağımsız yönetim kurulu üyesinin taşınması gereken asgari şartlar ve aday gösterilme kriterleri detaylı bir şekilde tarif edilmiştir. Yönetim kurulunda kadın üye sayısının en az %25 olacak şekilde hedeflenmesi ve bu amaçla bu hedefe ne zaman ulaşılabileceğinin belirlenmesi gerekmektedir. Denetimden sorumlu komite üyelerinin en az denetim/ muhasebe ve finans konusunda 5 yıllık deneyime sahip olması gerekmektedir.

Yönetim kurulu toplantılarının yeterli sıklıkta yapılması, katılımın yüksek olması ve elektronik ortamda da katılımın mümkün olması gerekmektedir. Yönetim kurulu başkanı üyelerin toplantıdan önce bilgilendirilmesinden, toplantının verimli bir şekilde ilerlemesinden, başta icracı olmayan üyeler olmak üzere üyelerin aktif katılımına imkân verilmesinden sorumludur. Toplantılarda her üyenin bir oy hakkı vardır.

Bankalar dışındaki şirketlerde Denetimden Sorumlu Komite, Riskin Erken Saptanması Komitesi, Kurumsal Yönetim Komitesi, Aday Gösterme Komitesi ve Ücret Komitesi oluşturulur. Aday gösterme ve ücret komitelerinin olmadığı şirketlerde bu görevleri kurumsal yönetim komitesi üstlenir. Komiteler en az iki üyeden oluşmalıdır ve çoğunluğunun icrada görevli olmayan üyelerden oluşması gerekmektedir. Yönetim kurulu üyesi olmayan uzman kişiler denetim komitesi dışındaki komitelerde görev alabilir. İcra başkanı/genel müdür komitelerde görev alamaz. Komitelerin bütün çalışmaları hakkında yazılı kayıtlar tutulmalıdır. Komiteler çalışmaları hakkında raporları yönetim kuruluna sunar.

Denetimden sorumlu komite şirketin muhasebe, finans, iç kontrol ve iç denetim sistemlerinin sağlıklı işlemlerinden ve ilgili raporların ve bilgilendirmelerin detayları verilmiş olan kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak yapılmasından sorumludur. Denetim komitesi ayrıca bağımsız denetim firmasının seçimi ve yine gerekli görülen kriterlere uygun olarak çalışmasından sorumludur. Denetim komiteleri

en az üç ayda bir olmak üzere yılda en az dört kere toplanır ve toplantı tutanağı ve kararları yönetim kurulu ile paylaşılır.

Kurumsal yönetim komitesi şirket genelinde kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak çalışılması için gerekli tespitleri ve gözetimi yapar, tavsiyelerde bulunur ve yatırımcı ilişkileri bölümüyle yakın bir şekilde çalışır.

Aday gösterme komitesi yönetim kuruluna uygun olan adayların seçilmesi, yetiştirilmesi ve yönetim kurulu yapısı ve verimliliği hakkında düzenli değerlendirmeler yapmaktan sorumludur.

Riskin Erken Saptanması Komitesi, risk yönetim sistemlerini yılda en az bir kez gözden geçirir ve şirketin uzun vadeli geleceğini değerlendirerek risk yönetiminin sağlıklı bir şekilde yapılmasını sağlar.

Ücret komitesi yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin ücret belirleme kriterlerinin oluşturulması ve ücret sisteminin şirketin uzun vadeli menfaatleri ile uyumlu olmasından sorumludur.

Yönetim kurulu üyelerine sağlanan haklar yazılı hale getirilir, genel kurulda pay sahipleri ile yöneticilerin ücretlendirmelerine esas kriterler paylaşılır ve kişi bazında olmak üzere yöneticilere verilen bütün menfaatler yıllık faaliyet raporları aracılığı ile kamuya açıklanır.

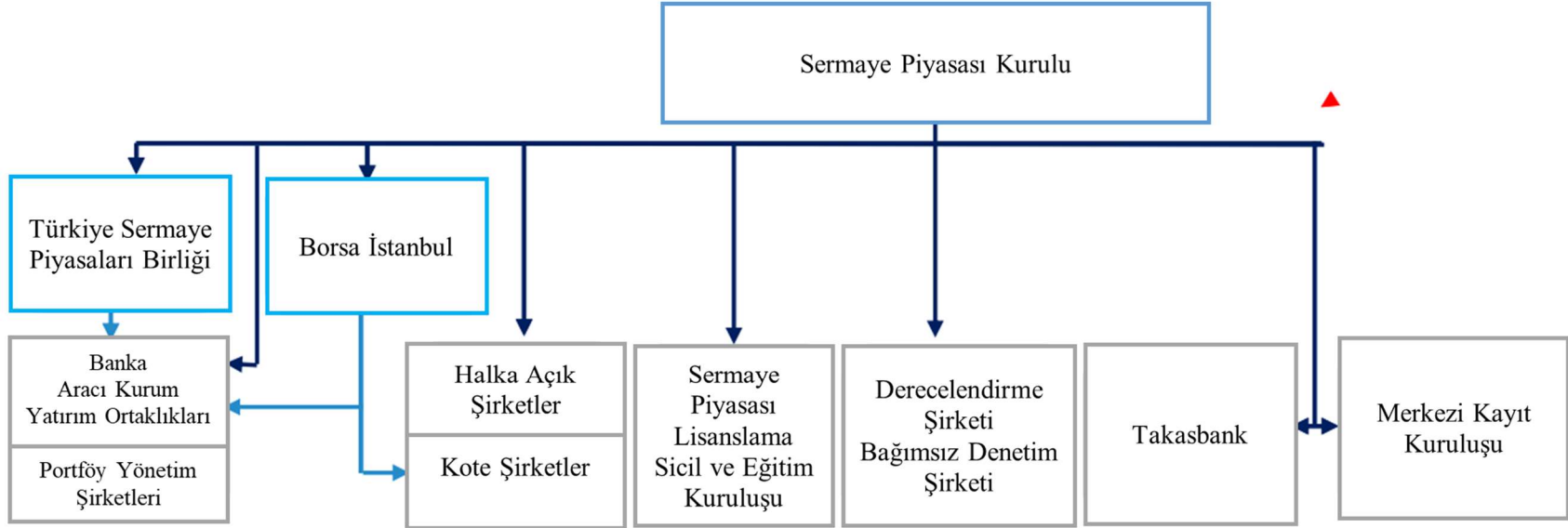
## **2.4. TÜRKİYE’NİN KURUMSAL YÖNETİM YAPISININ MEVCUT DURUMU**

### **2.4.1. Sermaye Piyasaları ve Kurumları**

Türkiye OECD’ye üye ülkeler arasında en hızlı büyüyen ülke konumunda olsa da sermaye piyasaları henüz gelişim aşamasındadır. Türkiye’de tasarruf oranı düşüktür ve sermaye oluşumu için ciddi sınırlandırmalar mevcuttur. Şirketlerin piyasa

değerlerinin GSYH'ye oranı OECD ortalamalarına göre oldukça düşüktür. İstanbul Finans Merkezi, Global Finans Merkezleri Endeksi (GFCI)'ya göre 83 finans merkezi arasında 47. sırada bulunmaktadır (Ararat vd., 2014, s.14).

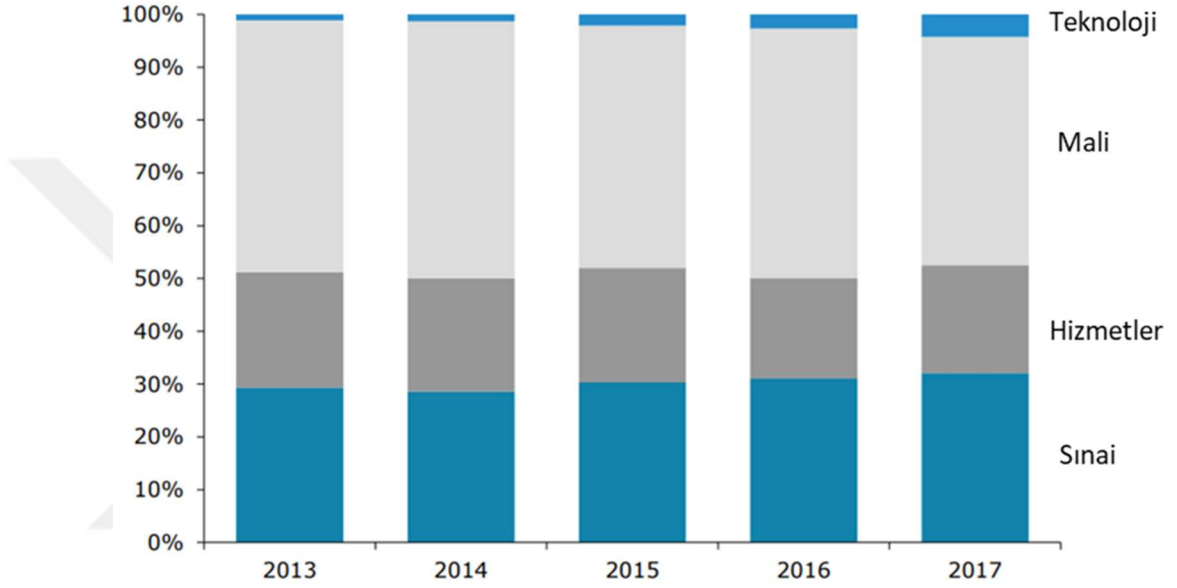
Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) 2001'de kurulmuştur. SPK denetimi altında olan örgüt, kamu tüzel kişiliğine haizdir ve öz düzenleyici bir yapıdadır (TSPB, 2017). Günümüzde SPK'ya kayıtlı 4'ü yabancı olan 77 aracı kurum, 44 banka, 7 girişim sermayesi ortaklığı, 33 gayrimenkul yatırım ortaklığı, 9 yatırım ortaklığı, 54 portföy yönetim şirketi bulunmaktadır (TSPB, 2019). Türkiye sermaye piyasasının organizasyonel yapısı Şekil 13'de gösterilmiştir.



**Şekil 13:** Sermaye Piyasası Kurumları Organizasyon Yapısı

**Kaynak:** TSPB, 2017

2 Ocak 2019 tarihi itibariyle Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayısı 415 adettir ve şirketlerin toplam piyasa değeri 148,5 milyar dolardır. Borsa İstanbul'daki şirketlerin %30'u sınai, %20'si hizmetler, %47'si mali ve %3'ü teknoloji alanında faaliyet göstermektedir (Bkz. Şekil 14).



*Şekil 14: Borsa İstanbul'daki Şirketlerin Sektörel Dağılımı*

**Kaynak:** TSPB (2018)

Borsa İstanbul'da halka açıklık oranı %40,17, fiili dolaşımdaki hisselerin oranı ise %32,1'dir (Bkz. Tablo. 10).

**Tablo 10-** Borsa İstanbul'da Endekslere Göre Halka Açıklık Oranları

ENDEKS	HALKA AÇIKLIK ORANI		HALKA AÇIKLIK ORANI (FİİLİ DOLAŞIM)	
	30.09.2017	30.09.2018	30.09.2017	30.09.2018
BIST BANK	43.31%	41.81%	32.07%	29.02%
BIST HOLDİNG ve YATIRIM	40.52%	41.19%	32.89%	33.42%
BIST TİCARET	54.22%	54.84%	41.43%	51.11%
BIST 30	41.33%	43.74%	37.66%	40.63%
BIST 50	40.46%	41.71%	36.25%	37.27%
BIST 100	40.90%	40.89%	35.11%	35.52%
BIST HİZMETLER	39.85%	41.26%	33.35%	37.54%
BIST MALİ	42.66%	42.20%	32.51%	31.02%
BIST SINAİ	41.05%	38.75%	31.99%	30.78%
BIST TEKNOLOJİ	21.69%	28.80%	19.67%	27.50%
BIST TÜM	40.77%	40.17%	32.00%	32.09%

**Kaynak:** MKK (2018)

Borsa İstanbul'da çeyreklik işlem hacimleri yaklaşık 100 milyar dolar seviyesindedir (Bkz. Tablo. 11).

**Tablo 11-** Borsa İstanbul Çeyreklik İşlem Hacimleri

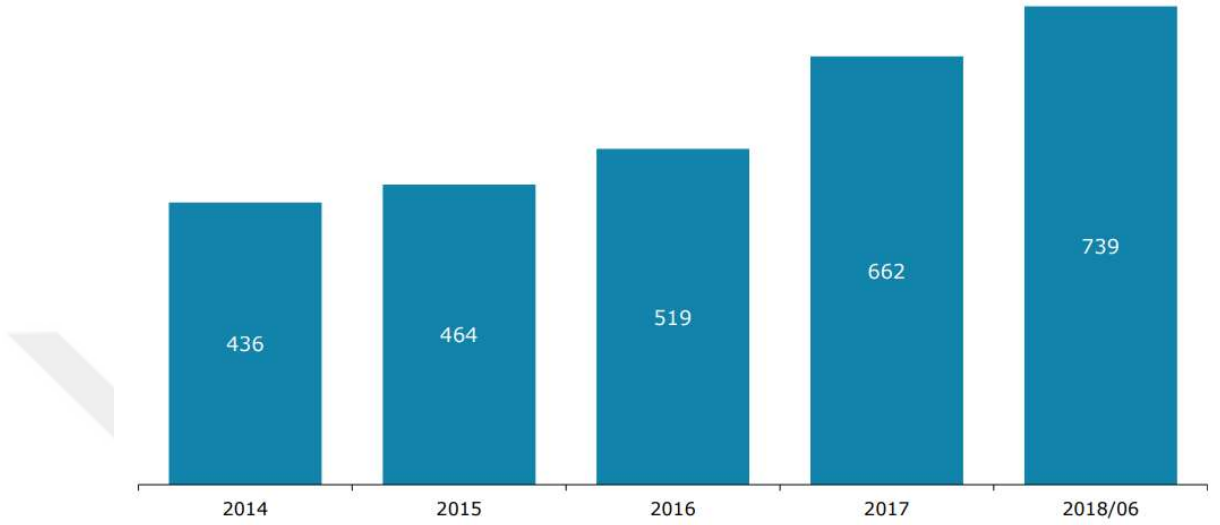
<b>MİLYON ABD DOLARI</b>	<b>2017 3. Çeyrek</b>	<b>2018 1. Çeyrek</b>	<b>2018 2. Çeyrek</b>	<b>2018 3. Çeyrek</b>
<b>BIST BANKA</b>	18,614	23,353	26,390	26,326
<b>BIST HOLDİNG VE YAT.</b>	10,504	11,606	7,371	6,290
<b>BIST TİCARET</b>	3,148	3,974	2,528	2,376
<b>BIST 30</b>	56,749	77,344	77,491	79,141
<b>BIST 50</b>	70,218	94,375	89,260	86,570
<b>BIST 100</b>	86,973	111,281	96,908	92,308
<b>BIST HİZMETLER</b>	24,444	33,852	24,612	23,705
<b>BIST MALİ</b>	36,017	40,933	37,037	34,212
<b>BIST SİNAİ</b>	40,194	50,286	38,914	30,957
<b>BIST TEKNOLOJİ</b>	4,096	5,473	5,214	11,248
<b>BIST TÜM</b>	104,752	130,544	105,776	100,122

**Kaynak:** MKK (2018)

2017 sonu itibariyle Borsa İstanbul, bütün dünya borsaları arasında, piyasa değeri olarak 32., borsaya kote olan şirket sayısı olarak 25. sırada yer almıştır. Borsa İstanbul'daki şirketlerin toplamının piyasa değeri / GSYH oranı 0.27'dir ve bu oran ile Borsa İstanbul 50 ülke arasında son sıradadır. Son yıllarda özel sektöre ait tahviller gibi borçlanma araçları sayısında önemli bir artış olmuş ve 2016 Haziran itibariyle özel sektör tarafından ihraç edilmiş, işlem gören, farklı vadelere sahip borçlanma aracı sayısı 739'a yükselmiştir (Bkz. Şekil 15).



## BORSA İSTANBUL'A KOTE OLAN ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARACI SAYISI



Kaynak: WFE

**Şekil 15:** Borsa İstanbul'a Kote Olan Özel Sektör Borçlanma Aracı Sayısı

**Kaynak:** TSPB (2018)

Borsa İstanbul'da şirketlerin halka arzlarında endeksin yüksek olduğu yıllarda yoğunlaşma olduğu göze çarpmakta hem sayı hem de hasılat olarak farklı yıllarda ciddi anlamda oynaklık söz konusu olmaktadır (Bkz. Şekil 16).



**Şekil 16:** Türkiye'deki Halka Arzların Yıllara Göre Değişimi

**Kaynak:** Paraborsa (2018)

#### 2.4.2. Sermaye ve Kontrol Yapısı

La Porta (1997) Türkiye'yi Fransız yasal altyapısına sahip olan ülkeler arasında sınıflamış olsa da şirketlerin bir bölümü Anglo-Sakson özelliklere sahiptir. Çalışanların yönetim kurulunda temsil edilmemesi, yönetim kurullarının tekli yapıda olması, yönetim kurullarının temel amacının şirketlerin karını maksimize etmek olması, bankalar ve diğer finansal kurumların şirket hisselerine sahip olmaması ve iş yapış şekillerinde etkili olmaması Türkiye'nin kıta Avrupası yerine Anglo-Sakson ülkelerle benzerliklerini oluşturan bazı özelliklerdir. Fakat Türkiye'de sermaye piyasaları Anglo-Sakson ülkelere kıyasla yeterli büyüklükte değildir ve şirketlerin piyasa değerleri düşüktür. Türkiye'de hissedar yapısı oldukça dağınık bir durumdur. Yasalarla tanımlanmış olan mülkiyet hakları görece olarak biraz daha zayıftır. Türkiye'de halka açık en büyük 100 şirketin 68'inin kontrolü ailelerin elindedir ve bu ailelerin %53'ü %50'nin üstünde oy hakkına sahip olarak belirleyici konumdadır. 1940'lardan itibaren Türkiye'de büyük şirketlerin ailelerin kontrolünde olması geleneği devam etmektedir. Ayrıca ailelerin bazı durumlarda, birbirine ortak olan şirketler vasıtasıyla ana büyük şirkete sahip olarak azınlık hisseyle birçok şirketi idare edebildikleri gözlemlenmektedir (Çiftçi vd., 2019, s.91).

Özsoy tarafından yapılan Borsa İstanbul'a kayıtlı 151 firmanın dahil olduğu çalışmada, firmalardaki hâkim ortakların dağılımı aileler %43,2, holdingler %31,2, gerçek kişiler %16,2, devlet %2 ve diğerleri %7,4 şeklindedir (Özsoy, 2011, s.127). Türkiye'de bulunan 13 büyük holding şirketi ve bu holdinglerin sahip olduğu sekiz banka Borsa İstanbul'un piyasa değerinin %40'ını oluşturmaktadır. Bu 13 büyük holding şirketinden 11'i Türkiye'nin önde gelen 11 ailesi tarafından yönetilmektedir. Bu şirketler arasındaki karşılıklı hissedarlık yapıları grup şirketi şeklinde yapılmaktadır. Aynı hissedar ya da aynı grup tarafından kontrol altında bulundurulmuş şirketlerin listesi tam olarak şeffaf bir şekilde elde edilememektedir (Ararat vd., 2014, s.17).

Türkiye'de aile yönetiminde olan şirketlerin yapısı birbirlerine oldukça benzemektedir. Genelde bir banka etrafında toplanmışlardır ve profesyonel bir yönetim altında başarılı bir şekilde düzenlenmiş grup şirketleri yapısındadırlar. Bu şirketler profesyonel yönetimlere sahip olmalarına rağmen aile üyeleri stratejik kararlara hatta bazı durumlarda günlük işlere bile karışabilmektedirler. Türk şirketlerindeki ailelerin sahip olduğu nakit akış ve oy hakları da aile sahipliğinin yoğun olduğu diğer ülkelere kıyasla daha baskındır (Gürarda vd., 2016, s.2).

Öktem ve Üsdiken (2010, s.13) İstanbul Ticaret Odası'na kayıtlı, en büyük 299 aile şirketini ele alarak yaptıkları çalışmada, Türkiye'nin bir gelişmekte olan ülke olarak global standartlara ulaşması açısından yurt dışı sermaye akışından fayda sağlayamadığı tespit edilmiştir. Bu çalışmada ele alınan firmalarda, yabancı ortak olarak şirket yönetimine dahil olan yabancı grupların da yerli ortakları gibi hareket ettiği gözlemlenmiştir. Yabancıların dahil olduğu şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının arttığı gözlemlenmiş, fakat diğer yandan profesyonel maaşlı yönetici sayısında ya da bağımsız yönetim kurulu üyesi sayısında bir artış gerçekleşmemiştir.

Türkiye'de politika yapıcıları tarafından doğrudan yabancı sermaye girişleri desteklenmektedir. Akademik çalışmalarda yabancıların hissedar olduğu şirketlerin yerli rakiplerine kıyasla daha yüksek performans sergilediklerini göstermektedir.

Yabancı yatırımcıların sahip oldukları teknik uzmanlık ve yönetim becerileri ile yerel şirketleri daha etkin hale getirdikleri düşünülmektedir (Gürarda vd., 2016, s.2).

### **2.4.3. Hissedar Hakları ve Korunması**

Borsa İstanbul'da 1.163.807 adet yerli, 9.597 adet yabancı yatırımcı işlem yapmaktadır. Piyasa değeri olarak yabancı yatırımcılar 199 milyar TL, yerli yatırımcılar 121 milyar TL yönetmektedir (MKK,2018).

Türkiye hissedar hakları ile ilgili yapılan LLSV değerlendirmesinde (1998) 4 puan üzerinden 2 puan olarak ortalamanın altında kalmıştır (Bkz. Bölüm 2.2.1). Dünya bankası vd. (2006)'nin yaptığı değerlendirmede ise çalışmaya dahil edilen 155 ülke arasında hissedar haklarının korunması yönünden 73. sırada yer alabilmiştir. Türkiye bu değerlendirmede, kamuyu aydınlatma kriterinde 10 üzerinden 8, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu kriterinde 10 üzerinden 3 ve hissedarların dava açma hakları kriterinde 10 üzerinden 4 olmak üzere hissedarların korunmasının güvenilirliği açısından 10 üzerinden 5 alabilmiştir.

2000'li yılların başında hissedar hakları hakkında belli mevzuat sorunları olsa da (Ararat ve Orbay, 2006, s. 21), 2011 yılında yayınlanan yTTK (Bkz. Bölüm 2.3.1) ve SPK tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine ve uygulanmasına ilişkin tebliğ (Bkz. Bölüm 3.3.2) ile Türkiye'de mevzuat ile ilgili yapı ciddi anlamda iyileştirilmiş, bu da son dönemde yapılan değerlendirmelerde önemli bir iyileşme olarak kendini göstermiştir (Bkz. Bölüm 2.2.10).

yTTK gerekçe raporunda (2011) bulunan pay sahiplerinin korunması ile ilgili olarak yapılan iyileştirmelerin açıklamaları aşağıda özetlenmiştir.

- Pay sahibinin haklarının listesi zenginleştirilmiştir. Şirketten çıkma hakkı, özel denetim isteme hakkı, şarta bağlı sermaye artırımında öncelikle kendisine önerilme hakkı ve eşit işlem isteme hakkı pay sahibi haklarına eklenmiştir.

- Pay sahibine birleşme ve bölünme, hakimiyetin kötüye kullanılması, denetçi atanması, genel kurulun hükümsüzlüğü ve kanuni şartlara uygun tasfiye memuru seçimi konularında yeni dava açma hakları tanınmıştır.
- Web sitesi gibi şeffaflığı artırıcı ve bilgi almayı kolaylaştırıcı unsurlar zorunlu hale getirilmiştir.
- Oyda imtiyaz ile ilgili sınırlandırmalar getirilmiştir.
- Şirketin tanımlanmış olan bazı önemli dokümanları hakkında bildirim yükümlülükleri getirilmiş ve yönetim kurullarının bazı konularda beyanda bulunmaları mecburi kılınmıştır.

#### **2.4.4. Yönetim Kurulları**

Daha önce de belirtildiği gibi Türkiye’de icracı, icracı olmayan ve bağımsız üyelerin bir arada bulunduğu tek bir yönetim kurulu yapısı vardır. Türkiye’de ilk yönetim kurulu üyeleri esas sözleşme ile atanır. Daha sonrasında genel kurullar aracılığı ile hissedarlar tarafından seçilirler. Seçilen yönetim kurulu üyelerinin görev süreleri en fazla üç yıl olabilir, eğer esas sözleşmede aksi bir hüküm yoksa aynı üye görev süresi bitiminde yeniden seçilebilir. Yönetim kurulları, şirketin yönetim şeklini etkileyen her türlü kararı, kanun ve şirketin esas sözleşmesi tarafından genel kurulda hissedarlar tarafından karar verileceği tanımlanmamış olması kaydıyla, almaya yetkilidir. Tek kişiden oluşmayan yönetim kurullarında üyeler, eğer esas sözleşmede aksi bir hüküm yoksa temsil yetkilerini çift imza ile kullanırlar (yTTK, 2011).

Deloitte Türkiye (2009) tarafından yapılan bir anket çalışmasına göre, Türkiye’deki yönetim kurulu üyeleri, %30 ile %40 arasındaki bir oranla, kendi yönetim kurullarının şirketin mevcut CEO’sunun yerine geçecek alternatif bir planının olmadığını ve mevcut CEO’nun performansının değerlendirilmesiyle ilgili herhangi bir rol almadıklarını belirtmiştir. Diğer yandan yönetim kurulu üyelerinin %80’i, buldukları yönetim kurullarının, danışmanlık yaparak, finansal performansı değerlendirerek, uzun vadeli stratejileri formüle ederek ve potansiyel riskleri ve fırsatları tanımlayarak CEO’nun performansına katkıda bulduklarını belirtmişlerdir. Bu ankete katılan kişilerin %18’i ise yönetim kurullarının etik olarak iş yapış davranışı

konusunda görev almalarının gerekmediğini düşündüklerini belirtmişlerdir. Bu sonuçlar önemli kararların yönetim kurulları dışında şirketin hâkim ortakları tarafından verildiği konusunda fikir vermektedir (Ararat vd., 2010, s.5).

Öktem ve Üsdiken (2010)'in ailelerin hâkim olduğu, İstanbul ticaret odasına kayıtlı 299 şirketi ele aldıkları çalışmalarında, yönetim kurullarındaki üye sayısının %20'si ve buna ilave olarak maaşlı çalışan yönetim kurulu üyelerinin %47'si ailelerin kontrolü altında olduğunu tespit etmişlerdir. Bağımsız üyeler ancak yönetim kurulu üyeliklerinin %33'ünü doldurmaktadır ve bağımsız üyelerin ancak %10'u başka şirketlerde yönetim pozisyonundadır ve %40'nın ise tam zamanlı bir işi yoktur. Bu çalışmada ele alınan şirketlerin %18'i Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

Özsoy (2011) tarafından yapılan Kasım 2005 itibariyle Borsa İstanbul'a kayıtlı 151 firmanın dahil olduğu çalışmada yönetim kurulundaki üye sayısının ortalama altı ile yedi arasında olduğu, bu örneklemdaki şirketlerin %80'inin yönetim kurullarında beşten fazla sayıda üyeye sahip olduğu yalnızca %5'inde 10'dan fazla üye olduğu ve sayıca en büyük yönetim kurulunun 14 üyeye sahip olduğu görülmüştür. Bu çalışmaya göre yönetim kurulu üyelerinin %88'i finansal tabloları okuma ve anlama becerisine, %65'i ise firmanın faaliyetlerini yürütürken tabii olacağı hukuki mevzuata hakimdir. Firmaların yalnızca %27'sinde yönetim kurulu üyelerine yönelik oryantasyon programı uygulaması olduğu tespit edilmiştir. Araştırma sonuçlarında bağımsız üye sayısı %21,7 gibi düşük bir oranda saptanmıştır. Şirketlerin %35'inin yönetim kurulu üyelerine ücret ödemediği, %19'unun ise sembolik bir ücret ödediği görülmüştür. Ankete katılanların yarısı yönetim kurulu üyelerinin içsel bir kontrol mekanizması olduğunu belirtirken diğer yarısı böyle bir kontrol mekanizması olmadığını belirtmişlerdir. Ankete katılanların yalnızca %25'i yönetim kurulu üyelerinin performansının belli kurallar çerçevesinde periyodik olarak takip edildiğini belirtmiştir. Firmaların ödül sistemlerinde değerlendirme yaparken %2'sinin yönetim kurulu üyelerinin bireysel performansına baktığı, %28'inin ise topyekûn şirket performansına göre değerlendirme yaptığı görülmüştür.

Gökçen vd. (2012), 2010 yılı verilerini kullanarak BİST kurumsal yönetim endeksinde bulunan 24 şirket ve BİST50 endeksinde bulunan ve ilk gruba dâhil olmayan diğer 29 şirketin yönetim kurulu özelliklerini ve performanslarını incelemiştir. Bu 53 şirket arasında yalnızca kurumsal yönetime tabii olmayan üç şirkette yönetim kurulu başkanı ve CEO'nun aynı kişi olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim endeksinde bulunan 24 şirketin 15'inin yönetim kurullarında bağımsız üye bulunmadığı ve sadece 2 şirkette SPK kurumsal yönetim ilkelerine uygun sayıda bağımsız üye bulunduğu görülmüştür. Kurumsal yönetime tabii olmayan diğer 29 adet şirkette ise 18'inin bağımsız üyesinin bulunmadığı ve 6 şirketin bu açıdan kurumsal yönetim ilkelerine uyduğu görülmüştür. Araştırma konusu olan 53 şirketten yalnızca 9'unda icracı olmayan yönetim kurulu üye sayısının yönetim kurulunda çoğunluk oluşturduğu tespit edilmiştir. SPK kurumsal yönetim ilkelerine göre denetim kurullarının başkanlığının bağımsız yönetim kurulu üyesi tarafından üstlenilmesi gerektiği halde 53 şirket arasından yalnızca 10'unun bu şarta uyum sağladığı görülmüştür. Ayrıca bu 53 şirket arasında 34 şirkette kurumsal yönetim komitesinin varlığı saptanmıştır.

yTTK ile yapısal ve işlevsel olarak yönetim kurullarının SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyumlu olarak düzenlenmesi hedeflenmiştir (Bkz. Bölüm 2.3.1). Profesyonel yönetim kurullarının teşvik edildiği yTTK'da yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olma şartı kaldırılmıştır (Karasu, 2016, s.38). Halka açık şirketlerde yönetim kurullarının yapısı ile ilgili gereklilikler SPK'nın kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili tebliğinde yayınlanmıştır (Bkz. Bölüm 2.3.2.4).

## 2.5. DEĞERLENDİRME

Türkiye'de 1980'lerle başlayan liberalleşme süreci beraberinde bir dizi sıkıntıyı getirmiştir. Bu dönüşüm sürecinde yasal altyapının ve bürokrasinin yeni sisteme uyum sağlaması zaman almıştır. Özellikle 1990'larda yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranları sağlıklı bir yatırım ortamının kurulmasına imkân tanımamış,

yüksek borçluluğa sahip kamu, az miktardaki yurtiçi tasarrufların önemli bir bölümünü kullanarak özel sektörün finansmana ulaşmasını zorlaştırmıştır. Bu nedenlerle de Türkiye yabancı yatırımcılar için cazip bir ülke olamazken, yerli tasarruflardaki eksiklik de sermaye piyasalarının gelişimini engellemiştir. 2001 ekonomik kriziyle birlikte İMF ve Avrupa birliği süreçleriyle desteklenen reformlar, ülkenin iç borç stokunu önemli derecede kontrol altına almasına yardımcı olmuştur.

Bu süreçte başta SPK'nın yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri ve 2012 yılında yürürlüğe giren Yeni Türk Ticaret Kanunu olmak üzere atılan bir dizi adım ile kurumsal yönetim alanındaki yasal mevzuatla ilgili eksiklikler önemli derecede azaltılmış; bu durum, ilgili ulusal ve uluslararası değerlendirmelere de yansımıştır. yTTK ile SPK, kurumsal yönetim ilkeleri hakkında yetkili kuruluş olarak tanınmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerinde ise pay sahiplerinin hakları, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurullarının yapısı hakkında başta hissedarlar olmak üzere bütün paydaşlarının haklarını koruyucu düzenlemeler yapılmıştır.

Her ne kadar Türkiye'de son yıllarda mevzuat ile ilgili önemli adımlar atılmış olsa da Türkiye'deki şirketlerin önemli bir bölümünde hâkim hissedarlar bulunmakta ve yine bu hâkim hissedarların önemli bir bölümü sahip oldukları imtiyazlı pay senetleri ile gerek genel kurullarda gerekse yönetim kurulunda baskın bir şekilde temsil edilmektedir. Son yıllarda SPK kurumsal yönetim ilkelerinin getirdiği zorunluluktan ötürü bağımsız yönetim kurulu üyesi uygulaması yaygınlaşmış olsa da bu üyelerin yine hâkim hissedarların çoğunlukta olduğu yönetim kurulları tarafından seçilmesi bağımsızlığın sorgulanmasına yol açmaktadır. Diğer yandan gelişmiş ülkeler ile kıyaslandığında hem hacim olarak hem de etkinlik olarak sığ kalan Türkiye'deki yatırım fonlarının ve kurumsal yatırımcıların, şirket yönetimlerinde etkin bir şekilde temsil edildiğini söylemek mümkün değildir. Ayrıca Türkiye'deki portföy yönetim şirketlerinin ve aracı kurumların önemli bir bölümünün yine Türkiye'deki bankalar ya da holdinglerin çatısı altında bulunması; bu kurumların, diğer grup şirketlerine yatırım yaparken objektif ve bağımsız bir şekilde çalışmasını ve çıkar ilişkisi nedeniyle kendi



hâkim hissedarı olan bankanın müşterisi konumunda olan şirketlerin yönetiminde etkin bir şekilde rol almasını, engelleyici riskler oluşturabilir.

Türkiye’deki mevcut durum toplu olarak değerlendirildiğinde, yasal mevzuat ile ilgili son yıllarda elde edilen ciddi kazanımlara rağmen hem şirketlerin mevcut sermaye yapısının hem de mevcut kurumsal yatırımcıların özelliklerinin, halka açık pay sahiplerinin yaşadığı vekalet maliyetlerini önleme açısından gerekli olan niteliklere sahip olmadıkları düşünülmektedir.



## **BÖLÜM 3- KURUMSAL YÖNETİMDE SERBEST YATIRIM FONLARININ YERİ**

### **3.1. HALKA AÇIK PAYLARIN ETKİN TEMSİLİNDE AKTİVİST SERBEST YATIRIM FONLARININ ROLÜ**

#### **3.1.1. Serbest Yatırım Fonları**

Diğer fonlar gibi serbest yatırım fonları da yatırımcıların paralarını aynı havuzda toplar ve pozitif getiri elde etmek amacıyla yatırımlarda kullanır. Bu fonlar genel olarak diğer fonlara kıyasla çok daha çeşitli yatırım stratejileri kullanırlar. Serbest yatırım fonları, normal fonların uygulamadığı, kaldıraç kullanımı, açığa satma ve spekülasyon yatırım pratiklerini kullanarak her türlü piyasa şartında kar elde etmeyi amaçlarlar (SEC, 2019). Tek bir resmi tanımı bulunmayan serbest yatırım fonları hakkında yalnızca SEC'in web sitesinde 14 farklı tanım mevcuttur (Vaughan, 2003). Finansal piyasalar, serbest yatırım fonları, kaldıraç ve uzun vadeli sermaye yönetimi hakkında faaliyet gösteren ABD başkanlık çalışma grubunun 1999 yılında yaptığı tanıma göre, serbest yatırım fonları benzer özellikler gösteren çeşitli yatırım araçlarını tanımlamak için kullanılmaktadır. Serbest yatırım fonları özel bir girişim tarafından organize edilen, profesyonel portföy yöneticileri tarafından idare edilen ve halka geniş bir şekilde açılmamış olan bir araya toplanmış yatırım aracıdır. Bir diğer tanım ABD'de serbest yatırım müşavirleri hakkında esasları düzenleyen Fed. Reg. 72054-01, 72055 (2004)'de yapılmıştır. Bu tanıma göre, serbest yatırım fonları; profesyonel fon

yöneticileri tarafından yönetilen, kendi yöneticileri tarafından bazı durumlarda belli oranda hissesine sahip olunan, yatırımcılarından yönetim ücreti kesilen ve fon getirisinin belli bir payının fon yöneticilerine verildiği yatırım enstrümanlarıdır.

Serbest yatırım fonlarının dört adet temel özelliği bulunmaktadır. Bu özellikler, (1) belli bir havuzda toplanmış ve özel olarak organize edilmiş yatırım enstrümanları olmaları (Partnoy ve Thomas 2007); (2) fon yöneticileri tarafından ciddi anlamda ortak olunmaları ve yönetim ücretlendirmesinin büyük oranda performansa dayalı olarak yapılması (Brav vd. 2008); (3) halka doğrudan açık olmamaları ve yalnızca nitelikli yatırımcılara hitap etmeleri (Partnoy ve Thomas 2007); ve (4) “Securities Act of 1933”, “Securities Exchange Act of 1934”, “Investment Company Act of 1940” ve “Investment Advisers Act of 1940” gibi düzenlemelerde kendilerine özel tanımlanmış muafiyetlerin olmasıdır (O'Halloran, 2004).

Serbest yatırım fonları üç farklı birleşenden oluşmaktadır. Bu birleşenler, (1) fonun kendisi, (2) fonun yönetim şirketi ve (3) fonun yatırımcılarıdır. ABD’de serbest yatırım fonu şirketinin ana ortağı fonun bütün işlerini ve yatırım portföyünü yönetmekten sorumludur. Serbest yatırım fonlarının yasal düzeni işletmecilik üzerine kurulmuştur ve fon yönetimine geniş bir takdir yetkisi ve hareket alanı verilmiştir. Serbest yatırım fonlarının yöneticileri, şirket yöneticilerine ve fon yöneticilerine kıyasla oldukça üstün bir şekilde kontrol ve idare yetkisine sahiptirler (Shadab, 2013, s. 152).

Schneider ve Ryan (2011, s. 362) ABD Genel Muhasebe Kurumu’nun tanımlarına bağlı kalarak serbest yatırım fonlarının uyguladığı stratejileri aşağıdaki Tablo 12’de özetlemişlerdir.

**Tablo 12-** Serbest Yatırım Fonlarının Uyguladığı Stratejiler

<b>Strateji</b>	<b>Tanım</b>
Çevrilebilir Arbitraj	Değiştirilebilir pay senetlerini alıp, diğer yandan pay senedi, kredi ve faiz etkilerine karşı pay senedini açığa satarak ya da sabit fiyatlı diğer türev ürünleri kullanarak önlem alınması
Kısa Pozisyonlar	Özellikle pay senetleri olmak üzere fiyatının yüksek olduğu düşünülen hisselerin açığa satılması
Gelişen Piyasalar	Gelişmekte olan pay senetleri piyasalarında uzmanlaşılması
Piyasaya Duyarsız	Uzun ve kısa pozisyonları aynı anda açarak piyasa hareketleri ile fonun getiri ilişkisinin sınırlanması
Olay Odaklı	Şirketlerle ilgili satın alma ve birleşme gibi önemli gelişmeleri kullanarak pay senedi alım satımı yapılması
Sabit Fiyatlı Arbitraj	Tahvillerde uzun ve kısa pozisyonlar açılması
Makro	Pay senetleri, tahviller, FX piyasası ve emtia hareketlerini öngörerek pozisyon açılması
Uzun/Kısa Pay Senetleri	Uzun vadeli olarak pay senetlerinde uzun ve kısa pozisyonların açılması
Vadeli İşlemler	Vadeli işlemler borsasında uzmanlaşmak ve trend kullanan stratejilerin izlenmesi

**Kaynak:** Schneider ve Ryan (2011, s. 362), Yazar tarafından Türkçe'ye çevrilmiştir

### **3.1.2. Serbest Yatırım Fonlarının Aktivist Strateji ile Hareket Etmesi**

Yatırımcıların aktivist strateji ile hareket etmesi, bir şirketin yönetimini kontrol altına alarak şirketin işleyişini ve konumunu pay sahiplerinin menfaatine olacak şekilde değiştirme durumudur. ABD'de şirketlerin etkin bir şekilde kontrol edilebilmesini sağlayacak şekilde hissedarların baskın bir şekilde bulunmaması ve geleneksel kurumsal yatırımcıların ise pasif bir şekilde hareket etmesi, yönetim kurullarının izole bir şekilde çalışmasına yol açmıştır. Yönetim kurullarının kendilerini değişikliklere karşı korudukları bu yapı hissedarlar ve ülke ekonomisi açısından

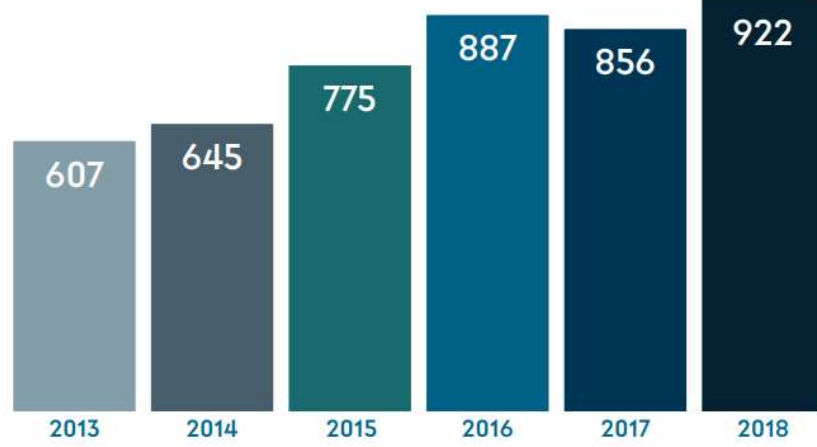
maliyet yaratma potansiyeline sahiptir. Bu maliyetlerin önüne geçmek için yönetimin zorla ele geçirilmesi bir alternatif haline gelmiştir (Bebchuk, 2007).

Berle ve Means (1932)'in ifade ettiği yöneticilerin kontrol edilmeyen takdir yetkileri, yatırımcıların uyguladığı aktivist strateji sayesinde kontrol altına alınabilmektedir. 2018 yılı sonu itibariyle serbest yatırım fonlarının yönettiği varlıklar 3,11 trilyon dolar seviyesindedir (Hedge Fund Research, 2019). Aktivist serbest yatırım fonları, yüksek tutarda fonları yönetmeleri ve sermaye piyasaları düzenlemelerinin kendilerine tanıdığı geniş hareket alanı sayesinde belli avantajlara sahip olarak çalışabilmektedir.

Serbest yatırım fonları aktivist işlemleri uygularken dört farklı açıdan diğer kurumsal yatırımcılardan ayrılırlar. (1) Serbest yatırım fonları yöneticileri elde edilen getiri üzerinden yaklaşık %20 performans primi almaları nedeniyle karlılığa karşı daha yüksek oranda motivedirler. Aynı zamanda birçok serbest yatırım fonu yöneticisi kendi fonuna kişisel servetini yatırmaktadır. (2) Diğer fonlar kadar sert bir şekilde yasaların ve yönetmeliklerin sınırlamalarına maruz kalmadıkları için serbest yatırım fonları aktiflerinin istedikleri kadar yüksek oranını tek bir şirkete yatırım yapabilirler ve bir şirketin istedikleri kadar yüksek oranda hissesini alabilirler. Ayrıca yaptıkları işlemleri duyururken bilgi paylaşımında daha esnek kurallara tabii olmaları nedeniyle rahat bir hareket alanına sahip olmaktadırlar. (3) Serbest yatırım fonları diğer fonlara kıyasla daha dar bir portföy çeşitliliğine, daha esnek bir portföy seçim şansına ve dolayısıyla şirket yönetimleriyle daha sınırlı ilişkilere sahiptirler. Bu da diğer kurumsal yatırımcıların ve fonların sahip olduğu çıkar çatışması gibi durumlara daha az maruz kalmalarını sağlamaktadır. (4) Serbest yatırım fonları genelde kendilerine yatırılan fonları belli süre boyunca geri çekilmesini sınırlamaktadırlar. Bu sayede yatırım yaptıkları şirkette uzun süre kalarak aktivist stratejiyi uygulamaları mümkün olmaktadır (Brav vd., 2010, s. 2-3).

Aktivist serbest yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 2008 yılında 32 milyar dolar iken (Toonkel ve Kim, 2013) 2016 yılında 200 milyar dolara ulaşmıştır (Activist Insight, 2018). Aktivist yatırım fonlarının portföylerindeki büyüme, bu fonların Apple,

McDonald's, Wendy's ve Hess Corporation gibi yüksek piyasa değerine sahip ve dünya çapında faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapmalarını sağlamıştır (Seretakis, 2014). Aktivistlerin hedef aldığı şirket sayısında son altı yıldaki gelişimin bulunduğu Şekil 19'da yıldan yıla bu işlemlerin sayısının arttığı görülmektedir. 2018 yılında dünya çapında 922 adet aktivist işlem gerçekleşmiş ve bu işlemlerin 207 adeti yönetim kurulu üyeliklerindeki değişikliklerle sonuçlanmıştır. 2018 yılında ABD'nin 491 adet işlemle öncülük ettiği aktivistlerin en çok işlem yaptığı ülkeler sıralamasında, Avustralya 78, Kanada 75, İngiltere 47, Japonya 47, Çin 13, Almanya 15, Polonya 10, İsveç 8, İtalya 8, Fransa 7 ve İspanya 5 işlemle aktivist yatırımcıların en aktif olduğu diğer ülkeleri oluşturmaktadır (Activistinsight, 2019).



*Şekil 17: Aktivistlerin Hedef Aldığı Şirket Sayısının Gelişimi*

**Kaynak:** Activist Insight (2019)

Serbest yatırım fonlarının kullandığı aktivist strateji farklı şekillerde uygulanabilir. Bunlardan bazıları, iyi olan kurumsal yönetim uygulamalarının teşvik edilmesi, yönetim kurulunda üyelik sahibi olunması, şirketin kurumsal stratejisinin değiştirilmesi, şirketin başka bir şirket ya da direkt fonun kendisi tarafından satın alınmasının desteklenmesidir. ABD'de aktivist stratejinin halka duyurularak uygulanması gerekirken İngiltere'de bu strateji gizlice de yapılabilmektedir (Christie, 2017, s.8).

### 3.1.3. Hedef Alınan Şirketlerin Ortak Özellikleri

Aktivist serbest yatırım fonlarının hedefine giren şirketlerin temel özelliklerini inceleyen çok sayıda akademik çalışma yapılmıştır. Hedef alınan şirketlerin diğer şirketlere göre daha yüksek aktif getiri oranı ve öz kaynak getiri oranına sahip oldukları halde “Piyasa Değeri / Defter Değeri” oranlarının piyasadaki diğer şirketlere kıyasla daha düşük olduğu görülmüştür. Diğer yandan hedef alınan şirketler diğer şirketlere kıyasla daha fazla nakit akış fazlası vermektedirler; yüksek Z skoruna sahiptirler yani iflas etme riskleri düşüktür; faaliyet alanlarındaki çeşitlilik yüksektir; analistler tarafından daha yoğun bir şekilde takip edilmektedirler; içerden öğrenebilenler tarafından daha fazla oranda paya sahip olmaktadır; kurumsal yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmektedirler; satışlarındaki büyüme oranları fazladır; CEO'larına diğer benzer şirketlere kıyasla daha fazla maaş ödemektedirler; kaldıraç oranları daha fazladır; AR-GE'ye daha az bütçe ayırmaktadırlar ve başka şirketler tarafından devralınmaya karşı daha fazla korumacıdırlar (Ünal,2014, s. 11).

Yukarıda belirtilen araştırmalarda elde edilen bulguların bir kısmı bu şirketlerin pozitif özelliklere sahip olduğunu gösterirken kimi bulgular ise zayıf özelliklerinin varlığına işaret etmektedir. Pozitif özellikler özellikle şirket yöneticilerinin alacakları prim ödemelerini maksimize etmek için kısa vadeli göstergelere odaklanmaları nedeniyle oluşabilmektedir. Mesela şirket yönetimleri kısa vadeli karlılığa odaklanabilmekte, fakat yatırımcılar tarafından yüksek karlılığın uzun vadede devam edemeyeceğine dönük kaygılar nedeniyle bu şirketlerin piyasa değerleri benzeri şirketlerin altında kalmaktadır. Vekalet probleminin ortaya çıktığı şirketlerde

temel sorunlardan biri olarak CEO'ların benzeri şirketlere kıyasla daha yüksek maaş alması ve yine üst yönetimin görev başındayken elde edecekleri prim ödemelerini maksimize etmek için yüksek kaldıraç oranı ile daha fazla risk alabildikleri görülmektedir. ARGE yatırımları genel olarak uzun vadede sonuç veren bir unsur olduğu için hedef alınan şirketlerin ortak bir özelliği olarak ARGE yatırımlarının daha düşük düzeyde tutulduğu görülmektedir.

#### **3.1.4. Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Şirketlere etkisi**

Literatürdeki çalışmaların önemli bir çoğunluğu hem operasyonel performans açısından hem de pay senedi getirileri açısından aktivist serbest yatırım fonlarının işlem yaptıkları şirketlere olumlu katkılar sunduklarını göstermektedir.

Aktivist serbest yatırım fonları, işlem yaptıkları firmalarda yenilikçi bir politika izlemekte ve ARGE verimliliğini artırmaktadırlar (Brav vd., 2010, He, Qiu ve Tang, 2014). Bu şirketlerde aktif getiri oranlarında, Tobin's q oranlarında, operasyonel kar marjlarında ve nakit akışlarında iyileşmeler gözlemlenmiştir (Brav, 2010, Bessler vd., 2008, Boyson ve Mooradian, 2011, Clifford, 2008, Goodwin, 2016). Bu şirketlerin fabrikalarının verimliliğinde işlemden önceki yıllarda yaşanan düşüşün işlemden sonra yükselişe dönüştüğü görülmüştür (Brav vd., 2013). Aktivist yatırım fonlarının yönetimini elde ettikleri şirketlerde muhasebe işlemlerinin takibi ve raporlanması konusunda aksiyon aldıkları ve etkin muhasebe yönetimi uyguladıkları görülmüştür (Warfield vd., 1995, Hall ve Trombley, 2012). Aktivist serbest yatırım fonlarının faaliyetleri satın alma ve birleşmelerde de artışa yol açmış ve tekliflerin başarıyla



sonuçlanma olasılığında artış meydana gelmiştir (Burkart ve Lee, 2015, Wu ve Chung, 2019)

Bazı çalışmalar ise aktivist serbest yatırım fonları tarafından hedef alınan firmalar ile diğer firmalar arasında operasyonel yönden bir farkın söz konusu olmadığını bildirmiştir (Gillan ve Starks, 2007, Katelouzou, 2013).

Operasyonel iyileştirmeler dışında aktivist serbest yatırım fonları aynı zamanda işlem yaptıkları şirketlerde hem kısa hem de uzun vadede piyasadaki diğer şirketlere kıyasla üstün getiri sağlanmasında etkin olmuşlardır. Araştırmalar aktivist serbest yatırım fonu işlemine uğramadan önce şirketlerin piyasanın altında performans gösterdiğini, aktivist işlem gerçekleştikten sonra ise ilk 20 gün içinde yaklaşık %6, ilk üç yıl içinde ise ortalamada %25-%30 seviyesinde piyasayı geçen performans elde ettiklerini göstermektedir (Bkz. Tablo 13).

Aktivist serbest yatırım fonları özellikle dağınık halde bulunan ve sağlıklı bir şekilde temsil edilemeyen halka açık payların temsilinde önemli bir boşluğu doldurmakta ve gerek operasyonel performans gerekse pay senedi fiyatlamaları dikkate alındığında şirket hissedarları açısından katma değer sağlamaktadırlar.

**Tablo 13-** Aktivist Serbest Yatırım Fonlarının Aktivist İşlemlerini ve Getirilerini İnceleyen Çalışmalar

(Tablo birinci sütündeki makalelerde bulunan bilgiler kullanılarak yazar tarafından hazırlanmıştır)

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Becht vd. 2017	1740	2000-2010	Uluslararası, 23 farklı ülke	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli, Fama-French-Carhart Fiyatlama Modeli	-10, +10 gün -20, +20 gün	%6,33 %6,42	-	-	13D Monitor
Ünal, 2014	1364	1994-2014	ABD	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli, Fama-French-Carhart Fiyatlama Modeli	-10, +10 gün -20, +20 gün 0, +20 gün	%5,8 %5 %3,6	-1 yıl, 0 0, +1 yıl 0, + 3 yıl 0, +5 yıl	-%2,6 +%7,2 +%30,8 +%44,7	SEC'e ait EDGAR veri seti

**Tablo 13 Devam**

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Bebchuk vd. 2014	2.040	1994-2007	ABD	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli; Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM); Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20, +20 gün	%6,00	0, +3 yıl	%25,78	SEC'e ait EDGAR veri seti
He vd. 2014	2.040	1994-2007	ABD	Piyasa Modeli; Probit Regresyon Analizi	-	-	0, +5 yıl	-	Bebchuk vd. 2014 ile aynı veri seti kullanılmıştır.

**Tablo 13 (Devam)**

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Katelouzou, 2013	494	2000-2010	Uluslararası, 17 farklı ülke	-	-	-	-	-	Factivai ve ORBIS/BvD
Cheng vd. 2012	2.981	1994-2008	ABD	-	-	-	-	-	SEC'e ait EDGAR veri seti
Collin ve Fos, 2012	1.725	2001-2010	ABD	Piyasa Modeli; Tek Etkenli Piyasa Modeli; Fama ve French 4 Faktör Modeli	-60, +40 gün	%13,20	-	-	SEC'e ait EDGAR veri seti
Boyson ve Mooradian, 2011	272	1994-2005	ABD	Piyasa Modeli	-25, +25 gün	%4,87	-	-	Lipper TASS

**Tablo 13 (Devam)**

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Boyson ve Mooradian, 2011	272	1994-2005	ABD	Piyasa Modeli	-25, +25 gün	%4,87	-	-	Lipper TASS
Brav vd. 2010	1.172	2001-2007	ABD	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20, +20 gün	%6,00	0, +12 ay	%6,00	Factiva ve SEC'e ait EDGAR veri seti
Klein ve Zur, 2009	151	2003-2005	ABD	Piyasaya Göre Düzeltilmiş Getiri Modeli	-30, +30 gün	%10,20	0, +12 ay	%11,35	SEC'e ait EDGAR veri seti
Greenwood ve Schor, 2009	990	1993-2006	ABD	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-15, +5 gün	%3,50	-1, +18 ay	%10,00	SEC'e ait EDGAR veri seti

**Tablo 13 (Devam)**

Makale	Kapsadığı 13D Form Sayısı	13 D Formların Kapsadığı yıllar	Çalışmanın Kapsadığı Ülkeler	Kullanılan Modeller	Çalışmanın Kısa Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Kısa Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Çalışmanın Uzun Vadeli Dönem Aralığı (Raporlama Tarihini Göre)	Uzun Vadeli Dönemde Piyasa Göre Düzeltilmiş Getiri	Veri Kaynağı
Brav vd. 2008	1.059	2001-2006	ABD	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM); Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-20, +20 gün	%7,20	-	-	Factiva ve SEC'e ait EDGAR veri seti
Clifford, 2008	788	1998-2005	ABD	Piyasa Modeli; Fama-French-Carhart Varlık Fiyatlama Modeli	-2, +2 gün	%3,39	0, +12 ay	%19,70	Factiva, "CFA Weekly Summary Of Key 13D Filings To The SEC"
Stockman, 2007	188	2000-2007	Uluslararası, 9 farklı ülke	Piyasa Modeli	-25, +25 gün	%10,86	-25,+180 gün	%12,38	Factiva, Abi/Inform

## 3.2. TÜRKİYE’DE SERBEST YATIRIM FONLARI

### 3.2.1. Türkiye’de Serbest Yatırım Fonlarının tabii olduğu hukuksal düzenlemeler

Türkiye’de serbest yatırım fonları sermaye piyasası kanununa ve bu kanuna uygun olarak hazırlanmış SPK tebliğlerine bağlı kalarak faaliyetlerini sürdürmektedirler. SPK tarafından serbest yatırım fonları için hazırlanmış özel bir tebliğ bulunmayıp 9 Temmuz 2013 tarihinde resmî gazetede yayınlanmış olan III-52.1 nolu “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde yatırım fonlarının uyması gereken kurallar tanımlanmıştır (SPK, 2013).

Bu tebliğin serbest yatırım fonlarını ilgilendiren bazı önemli maddeleri aşağıda özetlenmiştir (SPK, 2013).

- Yatırım fonlarının varlıklarının %10’undan fazlasını belli bir ihraççıya ait finansal enstrümanlarına yatırması mümkün değildir. Yatırım fonları bir ihraççıya ait fonların %10’undan fazlasını alamaz. Bu gibi yatırım fonlarının tabii olduğu kısıtlar serbest yatırım fonları için geçerli değildir (Madde 25/1).
- Serbest yatırım fonlarının yabancı fonlara yatırımıyla ilgili belli kısıtlar getirilmiştir (Madde 25/2).
- Ancak nitelikli yatırımcılar serbest yatırım fonlarına yatırım yapabilirler. Mevcut nitelikli yatırımcı kriterine göre bir yatırımcının 1 milyon TL’nin üstünde finansal varlığa sahip olması gerekmektedir (Madde 25/4).
- Yatırım fonları ile ilgili olarak yönetim ücreti dahil izahnamede belirtilen bütün giderler için belli bir sınır söz konusuysen, serbest yatırım fonları için böyle bir sınırlandırma yapılmamıştır (Madde 25/6).
- İzahname ve yatırımcı bilgi formunda belirtilmek kaydıyla serbest yatırım fonları vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin yanı sıra swap sözleşmelerine de yatırım yapabilirler (Madde 25/7).

- En az ayda bir kere olacak şekilde Serbest yatırım fonlarının pay fiyatlarının hesaplanması ve yatırımcılara duyurulması gerekmektedir (Madde 25/9).
- Serbest yatırım fonları fon sepeti şeklinde de kurulabilir (Madde 25/12).

SPK aynı zamanda serbest yatırım fonları ile ilgili olarak bir yatırım rehberi de hazırlamıştır. Bu rehberde serbest yatırım fonları ile ilgili olarak yatırımcılara ilişkin kısıtlar, yatırım amacı ve politikası, portföye alınabilecek varlıklar ve yapılabilecek işlemler, yönetici şirkete ve kurucuya yönelik getirilen ek şartlar, kuruluş ve kayda alma süreçleri, değerlendirme esasları ve pay fiyatı ilanı, asgari alım ve satım limiti, dağıtım kanalları ile reklam ve ilanlar, nitelikli yatırımcılara yönelik periyodik bilgilendirme, performans ücretlendirmesi ve fonun sorumluluğu başlıkları altında bilgiler verilmiştir. Bu rehberde en az 1 milyon TL tutarında finansal varlığa sahip olan gerçek ve tüzel kişilerin de serbest yatırım fonlarına yatırım yapabileceği belirtilmiştir. Serbest yatırım fonlarının tek bir portföyden oluşan yüksek riskli yatırım fonu olarak ya da diğer serbest yatırım fonlarından oluşan fon sepeti şeklinde kurulabileceği belirtilmiştir. Serbest yatırım fonlarına yatırım yaparken herhangi bir alım satım limiti yoktur. Serbest yatırım fonları halka arz ya da satış amacıyla reklam vermemekte olup yalnızca nitelikli yatırımcılara özel olarak tanıtım faaliyetlerinde bulunabilirler. Serbest yatırım fonlarının yöneticilerine verilecek olan performans ücretlendirmesinde oran olarak herhangi bir sınır söz konusu olmayıp, hangi oranda uygulanacağı iç tüzükte ve kamuyu aydınlatma dokümanlarında belirtmek kaydıyla nispi getiri üzerinden tahakkuk ettirileceği belirtilmiştir (SPK, 2019).

### **3.2.2. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Serbest Yatırım Fonları**

Dünya’da serbest yatırım fonlarının varlığı 1949 yılına kadar uzansa da (Barry ve Donald, 1999), Türkiye’de serbest yatırım fonları ile ilgili yasal mevzuat SPK tarafından 22.09.2006 tarihinde oluşturulmuş ve ilk serbest yatırım fonu olan İş Yatırım Arbitraj Serbest Yatırım Fonu ancak 2008 yılında kurulabilmiştir (İşyatırım, 2019).



2008 yılında faaliyet göstermeye başlayan serbest yatırım fonları 2014'de 33 adete (Terzi, 2014, s.157) günümüzde ise 123 adete yükselmiş olup sayıları hızla artmaktadır. Günümüzde faaliyet gösteren serbest yatırım fonları arasında 36 adet döviz içerikli, 7 adet mutlak getiri hedefli fon bulunmaktadır. Başlıca portföy yönetim şirketlerinden İş Portföye ait 18, Deniz Portföye ait 14, Azimut Portföye ait 14 ve Ak Portföye ait 10 adet serbest yatırım fonu bulunmaktadır (KAP, 2019).

ABD'de serbest yatırım fonları, yatırımcılarından fonun aktif değeri üzerinden %2-%5 arasında değişen oranlarda sabit ücretler alırken, fon getirisinin %15-%25'i oranında da performans dayalı ücret almaktadırlar (Katelouzou, 2013). Türkiye örneğine bakıldığında, KAP'da paylaşılan yatırım performansı sunumları verilerine göre serbest yatırım fonlarının aldığı yönetim ücretinin %0,1 ile %1 arasında değiştiği görülmektedir. Yine KAP verilerine göre serbest yatırım fonlarının büyüklüklerinin 2018 sonu itibariyle 10 milyon TL ile 322 milyon TL arasında değiştiği görülmektedir (KAP, 2019). Fonların aktif değerlerinin ABD'deki fonlara kıyasla oldukça düşük olmasına rağmen yönetim ücretlerinin oranlarının da oldukça düşük olduğu görülmektedir. Bu da Türkiye'deki serbest yatırım fonlarının ABD'deki gibi tam zamanlı çalışan büyük ekipler kullanılarak profesyonel bir şekilde yönetilmediği konusunda fikir vermektedir.

### **3.2.3. Serbest Yatırım Fonlarının Türkiye'de Aktivist Yatırım Stratejisini Uygulaması**

Türkiye'de 2008 yılında faaliyet göstermeye başlamış olan serbest yatırım fonları halen gelişimini sürdürmektedir. Gelişmiş ülkelerle kıyasladığımızda serbest yatırım fonlarının Türkiye'de aktivitelerinin sınırlı olduğunu ve aktivist işlemlerin Türkiye'de uygulanamadığını görmekteyiz. Vekalet problemine etkin bir çözüm olan aktivist işlemler azınlık hissedarların haklarının savunulması açısından önemli bir yere sahiptir. Aktivist serbest yatırım fonlarının Türkiye'de faaliyet gösterebilmesi için aşağıdaki engellerin aşılması gerektiği düşünülmektedir.

(1) *Serbest Yatırım Fonlarının Ortaklık Yapısı*. Gelişmiş ülkelerde serbest yatırım fonları tamamen bağımsız olarak kurulmuş ve tek işi serbest yatırım fonu yönetmek olan yatırım şirketleri tarafından idare edilmekteyken, Türkiye’de geniş bir ürün ve hizmet çeşitliliğine sahip portföy yönetim şirketleri tarafından idare edilmektedirler. 123 adet serbest yatırım fonununun 58’i bankalar tarafından kurulmuş portföy yönetim şirketleri tarafından idare edilmektedir. Kalan fonların ise serbest yatırım fonları dışında diğer yatırım fonlarını da yönettiği görülmektedir. Serbest yatırım fonlarının özgür bir şekilde aktivist işlemler yapabilmeleri için diğer şirketlerle iş ilişkilerinin olmaması ve bağımsız bir şekilde hareket edebilmeleri gerekmektedir. (Brav vd., 2010, s. 2-3). Türkiye’deki portföy yönetim şirketlerinin serbest yatırım fonları dışında diğer portföy yönetim işleriyle de meşgul olması, bazılarının ana hissedarının banka olması aktivist stratejiyle işlem yapabilecekleri şirketlerle başka iş ilişkilerine sahip olmalarına neden olmakta ve ortaya çıkar çatışması potansiyeli çıkmaktadır. Bu nedenle bağımsız serbest yatırım fonlarının kurulması teşvik edilmelidir.

(2) *Serbest Yatırım Fonlarının Yönetim Şekli*. SPK tarafından ilgili tebliğlerde belli istisnalar tanınarak gelişmiş ülkelere benzer şekilde faaliyet göstermelerinin önü açılmış olsa da mevcut haliyle Türkiye’deki serbest yatırım fonları normal yatırım fonlarına benzerlik göstermektedir. Genellikle, ABD’deki fonlara kıyasla daha düşük olan %0,1 ile %1 arasında değişen yönetim ücretleri almakta ve portföy yönetim şirketlerinin yapısı altında dar bir şekilde oluşturulmuş yönetim kadrolarıyla çalışmaktadırlar. Gelişmiş ülkelerde, fon büyüklüklerinde serbest yatırım fonu yöneticisinin kendi servetinin de önemli bir paya sahip olduğu birçok örnek bulunmaktadır (Brav vd., 2010, s. 2-3). Gelişmiş ülkelerde serbest yatırım fonlarının uyguladığı yüksek performans ücretleri maaşlı olarak serbest yatırım fonlarında çalışan başarılı insanların aldıkları primler sayesinde kendi servetlerini oluşturabilmesini ve daha sonrasında kendilerine ait serbest yatırım fonlarını kurabilmelerini sağlamıştır. Türkiye’de de serbest yatırım fonlarının yüksek performans ücreti alabilmesi ve bu doğrultuda yüksek maliyetli ve oldukça yetenekli ve başarılı fon yöneticilerinin bu fonlarda istihdam edilebilmesi, Türkiye’deki sermaye piyasalarının gelişmesine ve bu

fonlara olan talebin artırılmasına bağlıdır. Bu açıdan SPK'nın yürütmekte olduğu kurumsal yönetim ilkeleri çalışmaları hem teorik hem de pratik çerçevede büyük öneme sahiptir.

(3) *İmtiyazlı Pay Senetleri ve Yönetim Kurulu Üye Seçimindeki Engeller*. 18 Şubat 2003 tarihli resmî gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren “Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Birikimli Oy Kullanımına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” azınlık hissedarların yönetim kurulunda etkin bir şekilde temsili açısından önemli bir yere sahip olan birikimli oyun genel kurul toplantılarında nasıl kullanılabileceğini açıklamıştır. Bu tebliğe göre genel kurula katılan kişilerin yönetim kurulu ve denetim kurulu üyeliği seçiminde kullanacakları birikimli oyun tarifi şu şekilde yapılmıştır. Genel kurula katılımcıların sahip oldukları veya vekil sıfatıyla kullanmaya yetkili oldukları oy sayısı ile seçim yapılacak yönetim kurulu ve denetim kurulu üye sayısının çarpılması suretiyle toplam birikimli oy sayısı bulunacak ve bu oyların tamamı bir aday için veya birden fazla adaya bölünerek kullanılabilir. Türkiye’de birikimli oyun kullanılabilmesi için şirketin esas sözleşmesinde bunun açık bir şekilde ifade edilmiş olması gerekmektedir (Arslantaş, 2012, s.94). Bu durum birçok şirkette birikimli oy kullanımının mümkün olmamasını doğurmaktadır. Türkiye’deki şirketlerin %55’inde aday belirleme ve oy verme konusunda imtiyazın bulunması pratikte bu imtiyaza sahip olmayan hissedarların çoğunluk paya sahip olmaları halinde bile yönetim kurulunda yeterli bir şekilde temsil edilememelerine yol açmaktadır. SPK kurumsal yönetim ilkeleri madde 1.4.2’ye göre oy hakkında imtiyazdan kaçınılması bu tür bir imtiyazın varlığı halinde halka açık payların sahiplerinin yönetimde temsilini engelleyecek nitelikteki imtiyazların kaldırılması gerekmektedir. Fakat bu madde uygulanması zorunlu maddeler arasında listelenmemiştir. Aktivist serbest yatırım fonlarının varlığının yaygınlaşması açısından bu tarz imtiyazların kaldırılması ya da sınırlanması büyük önem arz etmektedir.

(4) *Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Seçimi*. Yabancı yatırımcıların önem verdiği konulardan biri olan bağımsız üyelerin sayılarının artırılması yönetim kurullarında da farklı paydaşların etkin bir şekilde temsil edilebilmesi açısından gerekli

bir unsurdur (Tahiroğlu, 2012). SPK kurumsal yönetim ilkelerine göre yönetim kurulunun en az üçte biri ve en az iki üye olacak şekilde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seğıilmesi gerekmektedir. İlgili ilkelerde her ne kadar bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sahip olması gereken kriterler detaylı olarak listelenmiş olsa da bu üyeler yönetim kurulu aday belirleme komitesi tarafından seğıilmektedir. Mevcut SPK yönetim ilkelerinde aday belirleme komitesinin bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşması şeklinde bir kriter bulunmamaktadır. Haliyle kontrol sahibi olan hissedarların bağımsız yönetim kurulu üyelerini seğıme avantajı devam etmektedir. Bu da bağımsız yönetim kurulu üyelerinin gerçek anlamda bağımsız olmamalarına yol açacaktır. Bu durumun önüne geçilmesi için yapılabilecek iyileştirmelerin tartışılmasının faydalı olacağı düşünülmektedir.

(5) *Kurumsal Yönetim İlkelerinin Standartlarının Geliştirilmesi ve Uygulamalarının İyileştirilmesi.* Şirketlerin kurumsal yönetiminde yapılacak iyileştirmeler yeni yatırımcıların piyasaya kazandırılması, mevcut yatırımcıların ise güvenle yatırıma devam edebilmesi açısından önemli bir güven unsurudur. Bu nedenle bu alanda yapılacak iyileştirmeler yeni serbest yatırım fonlarının kurulmasına ve daha etkin bir şekilde faaliyet göstermesine katkı sağlayacaktır.

### 3.3. DEĞERLENDİRME

Her geçen yıl halka açık payların oranında artış gerçekleşmekte, sermayedarlık tabana yayılmakta, buna rağmen işlem maliyetleri hissedarların yönetim kurulunda etkin temsili konusunda önemli bir handikap oluşturmakta; emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların şirket yönetiminde etkin rol oynaması konusunda kısıtlar bulunmakta ve bütün bu gelişmeler, şirket yönetimleri üzerindeki halka açık pay sahiplerinin kontrolünün etkinliğini azaltmaktadır. Bu gelişmelerle birlikte başta ABD olmak üzere gelişmiş piyasalarda yaşanan şirket skandalları ve şirketlerin yönetiminde yaşanan zafiyetler, bu alanda yeni ve etkin bir aktör olarak aktivist serbest yatırım fonlarının oyuna dahil olmasının önünü açmıştır.

Serbest yatırım fonları kötü yönetilen ve hissedarları için uzun vadede potansiyel sunmayan şirketlerin yönetimini ele geçirerek hem temel finansal göstergeler hem de pay senedi fiyat performansı olarak işlem yaptıkları şirketlere kısa ve uzun vadede önemli katkılar sağlamaktadır.

Türkiye’de hali hazırda mevzuat ile ilgili olarak serbest yatırım fonlarının çalışması için uygun altyapı oluşturulmuş olsa da piyasanın mevcut işleyişi incelendiğinde bu fonların yönetim tarzı olarak diğer fonlardan ayrışamadıkları, pasif yönetim tarzını sürdürdükleri ve şirket yönetimlerini ele geçirme gibi stratejiler ortaya koymadıkları gözlemlenmektedir. Bu durumun oluşmasının temel nedenleri arasında, (1) serbest yatırım fonlarında bankaların ağırlıkta olduğu hissedar yapısı, (2) yönetim kademesinde kendi fonunu yöneten ve daha fazla inisiyatif alabilen profesyonel yöneticilerin eksikliği, (3) Türk borsasında işlem gören birçok şirkette imtiyazlı pay senetlerinin varlığı nedeniyle şirket yönetimini pay senedi olarak ele geçirmenin çok zor oluşu ve (4) bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seçimi sırasında yine mevcut yönetim kurulunun karar verici konumda oluşu sıralanabilir. Halka açık payların yaşadığı vekalet maliyetlerinin önlenmesi konusunda dünyada önemli bir oyuncu olan aktivist serbest yatırım fonlarının Türkiye’de de faaliyette bulunabilmeleri için bu engellerin aşılması gerekmektedir.

## **BÖLÜM 4- TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK PAY SAHİPLERİNİN YAŞADIĞI VEKALET MALİYETLERİ**

### **4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI**

Bu çalışmada, Türkiye’de borsada işlem gören şirketlerin halka açıklık oranlarının ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadıklarının şirket performansına etkisi incelenmiştir. Değişik halka açıklık oranına ve farklı imtiyaz yapısına sahip şirketlerin pay senedi getirileri, operasyonel performansları, büyüme oranları, piyasa tarafından oluşan değer algıları ve şirketlerin risk iştahları tespit edilerek halka açık pay senetlerinin yaşadığı vekalet maliyetleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçların, halka açık payların temsilinde bütün dünyada aktif rol oynayan serbest yatırım fonlarının Türkiye’de de güçlendirilmesi ve bu fonların aktivist işlemleri rahatlıkla uygulayabilecekleri bir alan yaratılmasının gerekliliği hakkında bilgi sunması hedeflenmiştir.

### **4.2. ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ**

15 Şubat 2019 itibariye BİST’de işlem göre 408 şirketten 92’sinin halka açıklık oranı %50’nin, 44 adetinin ise %70’in üstündedir. Bu 44 şirketin günümüzdeki piyasa değeri 8,4 milyar TL’dir (İşyatırım, 2019). Günümüzde Türkiye’de 1,18 milyon adet pay senedi yatırımcısı vardır (MKK, 2019). Bu veriler BİST’de işlem gören önemli sayıdaki şirkette sermayenin çoğunluğunun dağınık bir şekilde bulunan ve

büyük ölçüde yönetim kurullarında temsil şansı bulunmayan halka açık pay sahiplerine ait olduğunu göstermektedir.

BİST’de işlem gören birçok şirkette imtiyazlı pay sahiplerinin yönetim kurullarında yüksek oy ya da doğrudan yönetim kurulu üyesi belirleme hakları vardır. Ayrıca aynı hissedarlar ellerinde bulundurdukları şirket hisselerini büyük oranda satabilmekte ve buna rağmen şirketin yönetimini ellerinde bulundurmaya devam etmektedirler.

Diğer yandan halka açık payların sahipleri gerek çok sayıda ve dağınık halde bulunmaları ve gerekse yüksek işlem maliyeti nedeniyle organize olamamakta ve bu nedenle de yönetimi elinde bulunduran azınlık hissedarlarının ellerinde bulundurdukları imtiyazlı payların etkisiyle yönetim kuruluna müdahale edememektedirler.

Şirketin ana hissedarları, yönetim kuruluna hâkim olmaları nedeniyle halka açık payların temsilinde yaşanan sorunları kendi çıkarları doğrultusunda istismar edebilme imkanına sahip olabilmektedirler. Yönetimde söz sahibi olmaları, bu hissedarların ilişkili taraf işlemlerinde kendilerinin sahip olduğu diğer firmaların lehine karar verebilmesine, kendileri için yüksek prim ve ödeme maddeleri ekleyebilmelerine ve finansal sunumları kendi çıkarları doğrultusunda oynayabilmelerine olanak sağlamaktadır.

İlk halka arzlardan sonra da ana hissedarların pay senedi alışverişleri mümkün olmaktadır. Bu hissedarlar şirketin yönetiminde temsil edilmeleri nedeniyle henüz halka duyurulmamış bilgilere ulaşabilmekte ve şirketin finansal tablolarındaki dönemsel hareketlerin kalıcı olup olmayacağını halka açık pay sahiplerine kıyasla çok daha net analiz edebilmektedirler. Bu da ancak dönemsel olarak elde edilebilmiş ve gerçekte sürdürülebilir olmayan bir finansal gelişmenin istismar edilerek satış fırsatına dönüştürülebilmesine imkân vermektedir. Hatta hâkim hissedarlar, pay senedi satma fikrine sahiplerse, ispatı oldukça güç olan bir şekilde şirketin finansallarında oynama

yaparak şirketin mali durumunu olduğundan daha iyi gösterme gibi yasa dışı yollara da yönelebilirler.

Bu araştırmada mevcut halka açıklık oranının yüksekliği, halka açıklık oranındaki değişim ve imtiyazlı pay senedi bulunup bulunmaması olarak belirlenmiş olan bağımsız değişkenler kullanılmıştır. Halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerdeki performansın halka açıklık oranı düşük şirketler ile kıyaslanması, genel olarak bu şirketlerde halka açık paylara sahip hissedarların vekalet maliyeti yaşayıp yaşamadığı konusunda önemli bir göstergedir. Ayrıca ana hissedarın fazladan pay senedi satışı sonrasında da şirketin değişik performans göstergelerinin incelenmesi ana hissedarların içerden öğrendikleri bilgiyi kullanarak ilave getiri sağlayıp sağlamadıkları konusunda belirleyici bir diğer gösterge olarak karşımıza çıkmaktadır. Son olarak ana hissedarın imtiyazlı pay senedine sahip olması ve bu imtiyaz ile genel kurulda fazla oy ve yönetim kurulunda aday belirleme gibi haklarının olması halka açık pay sahiplerinin yaşayacağı vekalet maliyeti açısından önemli bir etkidir. Bu araştırmada belirlenen bu üç bağımsız değişken ile şirketin karlılık, büyüme performansı, pay senedi fiyat performansı ve şirketin sahip olduğu risk alma motivasyonu gibi alanlardaki ilişkiler ve buna bağlı olarak yaşanan vekalet maliyetleri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Araştırma kapsamında vekalet maliyetleri araştırıldığı gibi bu maliyetlerin önlenmesi amacıyla izlenebilecek yollar da tartışılmıştır. Aktivist serbest yatırım fonları bu konuda gelişmiş ülkelerde ön plana çıkan önemli bir kurumsal aktördür. Aktivist serbest yatırım fonları diğer yatırım fonlarına kıyasla daha esnek davranabilmekte, kötü yönetime sahip şirketlere müdahale edip yönetimi değiştirme inisiyatifi alabilmektedir.

Gelişen dünyada pay senetleri, bireysel yatırımcılar açısından gerek birikimlerini değerlendirme noktasında gerekse emeklilik planlarına hizmet etmesi açısından önemli bir role sahiptir. Türkiye’de bir milyonu aşkın insan birikimlerini pay senetleri piyasasında değerlendirmektedir ve devletin de teşvikleriyle bireysel emeklilik sistemine dahil olan ve bu sistemde pay senedi yatırımı yapan kişi sayısı gün geçtikçe artmaktadır. Halka açık pay sahiplerinin yaşadıkları vekalet probleminin



tespiti ve bu vekalet probleminin giderilmesi konusunda atılabilecek adımların belirlenmesi sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunacaktır. Özetle bu tez çalışmasında halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin yaşadığı vekalet maliyetleri incelenmiş olup Türkiye'nin aktivist serbest yatırım fonlarının faaliyetlerine ihtiyacı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışma ile literatüre aşağıdaki katkıların yapılması amaçlanmıştır.

- (1) Literatürdeki çalışmaların önemli bir kısmını kapsayacak bir bağımlı değişken seti oluşturulmuştur. Bu sayede bağımsız değişkenlerin şirketlerin performansına yapmış oldukları etkilerin farklı boyutlarıyla ele alınmasına çalışılmıştır.
- (2) Literatürde genel olarak kullanılan şirketlerin halka açıklık oranları bağımsız değişkeni dışında “imtiyazlı pay senedi olup olmaması” ve “halka açıklık oranındaki değişim” değişkenleri de ilave edilerek şirketlerin vekalet maliyetleri farklı açılardan değerlendirilmeye çalışılmıştır.
- (3) Kontrol değişkenlerine araştırmada ele alınan bağımlı değişkenlerin her birine ait sektör ortalamaları da dahil edilerek çalışma sonuçlarının sektör ile ilgili etkilerden arındırılmasına çalışılmıştır.
- (4) BİST’de işlem gören bütün şirketlerin verileri çalışmaya dahil edilerek kapsayıcılığın artırılması hedeflenmiştir.
- (5) Halka açıklık oranlarının artışıyla etkisi giderek artan azınlık hissedarların yaşadığı vekalet problemine bir çözüm getirmek amacıyla Aktivist Serbest Yatırım fonlarının etkinliğinin artırılması tartışılmıştır.

### 4.3. ARAŞTIRMANIN LİTERATÜRÜ

Türkiye’de şirketlerin ortaklık yapısının ve halka açıklık oranının operasyonel performansa, karlılığa, şirket piyasa değeri değerlendirmesine ve pay senedi getiri

performansına etkisini inceleyen çeşitli dönemlerde yapılmış çalışmalar mevcuttur (Bkz. Tablo 14).

Özer ve Özen (2018), Borsa İstanbul sanayi endeksine kayıtlı 112 şirketi ele aldıkları çalışmada bu şirketlerin 2006-2014 yılları arasındaki 8 yıllık verilerine bakarak halka açıklık oranının, %10'dan fazla paya sahip olan ortak sayısının, yabancı payının ve en büyük hisseye sahip ortağın sahip olduğu hisse payının şirketlerin aktif karlılığına ve öz kaynak karlılığına etkisini bulmaya çalışmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre, halka açık payların ve kurumsal yatırımcıların sahip olduğu payların oranları arttıkça şirketlerin aktif karlılıklarında düşüş olduğu tespit edilmiştir. Diğer yandan kurumsal yatırımcı oranının öz kaynak karlılığı ile de ters yönde ilişkili olduğu fakat yabancı hissedarlık oranı arttıkça öz kaynak karlılığının da arttığı görülmüştür.

Avcı (2018), 2006-2010 yılları arasında BİST100 endeksinde sürekli olarak işlem görmüş olan 55 şirkete ait veriyi kullandığı çalışmada ortaklık yapılarının şirket performansına etkisini ölçmeye çalışmıştır. Pay senedi getirisi ile halka açıklık oranı arasında negatif bir ilişki görülmüş olsa da elde edilmiş olan sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının pay senedi getirisine etkisini incelemiş olan Turnacıgil (2018), 2009-2016 yılları arasında BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve en az beş yıllık kurumsal yönetim notu olan 19 firmaya ait veriyi kullanmıştır. Panel Var modelinin kullanıldığı bu çalışmaya göre kurumsal yönetim uygulamalarının pay senedi getirisine istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etki ettiği bulunmuştur.

Doğan ve Topal (2016), 2002-2012 yılları arasında BİST imalat sanayide faaliyet gösteren 136 şirketi ele aldığı çalışmada yönetim kurulunda yabancı üye sayısının ve yabancı sahipliğinin şirket performansına etkisini ölçmeye çalışmıştır. Bu çalışma sonuçlarına göre yönetim kurulunda yabancı üye bulunan şirketlerde istatistiksel olarak anlamlı olarak Tobin's q değerinin daha yüksek olduğu

bulunmuştur. Ayrıca yabancı payı arttıkça şirketin özkaynak karlılığının azaldığı buna karşın Tobin's q değerinin yükseldiği bulunmuştur.

Doğan (2016), mülkiyet yapısının finansman kararları üzerindeki etkisini incelediği çalışmasında 2005-2012 arasında BİST imalat sanayide pay senetleri işlem gören 136 firmanın verisini kullanmıştır. Bu çalışmada sermaye yoğunluğunun artmasıyla kontrolünde arttığını, kontrolün yüksek olduğu şirketlerde ise özkaynak yerine yabancı kaynaklarla büyümenin tercih edildiği bulunmuştur.

Yılmaz (2016), 2007 ile 2013 yılları arasında BİST100'de işlem gören kurumsal yönetim endeksinde bulunan 50 şirketi kullandığı çalışmada yönetim kurulu yapısı ve yabancı sahipliğinin şirket performansına etkisini araştırmıştır. Bu çalışmada yönetim kurulu büyüklüğü ile aktif karlılığı, FAVÖK, kaldıraç, finansal borç / toplam varlıklar ve piyasa değeri / öz kaynaklar arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu çalışmaya göre yönetim kurulunun bağımsızlığı ile şirket performansı arasında ilişki yoktur. Çalışmada yabancı sahipliği ile kaldıraç kullanım oranı arasında pozitif ilişki, piyasa değeri / öz kaynaklar arasında ise negatif ilişki bulunmuştur.

Gümüş vd. (2016), 2007 ile 2013 yılları arasında düzenli olarak BİST kurumsal yönetim endeksinde yer almış olarak 12 şirketi ele aldıkları çalışmalarında kurumsal yönetim kalitesi ile pay senedi getirileri arasında bir ilişki olup olmadığını incelemişlerdir. Araştırma sonuçlarına göre kurumsal yönetim endeksi ile BİST endeksi arasında uzun vadede uyumlu bir ilişki olduğu bulunmuştur. Ayrıca şirket bazında kurumsal yönetim değerlendirmelerinin duyurulduğu zamanlarda, yayınlanma tarihinin bir gün öncesinden başlayıp üç gün sonrasına kadar süren şekilde bu değerlendirmeye bağlı olarak olağan dışı fiyat hareketleri olduğu gözlemlenmiştir. Bütün bu bilgiler piyasanın kurumsal yönetim derecelendirmesine ve kalitesine duyarlı olduğunu göstermektedir.

Çam (2016), Borsa İstanbul'da işlem gören 27 adet tekstil firmasının 2010-2014 yılları arasındaki verisini kullanarak halka açıklık oranının firmaların karlılığına

olan etkisini incelemiştir. Bu çalışmada firmaların net kârlılık oranı, öz kaynak kârlılığı, aktif kârlılık oranı ve pay senedi başına kâr oranlarının halka açıklık oranı ile istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü ilişkisinin bulunduğu sonucuna varılmıştır.

Önem ve Demir (2015), BİST’de imalat sektöründe faaliyet gösteren 135 adet şirketin 2009-2012 yılları arasındaki verilerini kullanarak mülkiyet yapısının firma performanslarına etkisini ölçmüşlerdir. Bu çalışmaya göre halka açıklık oranı arttıkça fiyat kazanç oranının düştüğü bulunmuştur.

Büyükmert (2015) BİST’de işlem gören 133 adet imalat işletmesinin 2010-2013 arasındaki verilerini kullanarak sahiplik yapısının karlılık ve sermaye yapısı üzerine etkilerini incelemiştir. Elde ettiği sonuçlara göre, aile işletmeleri diğer işletmelere kıyasla daha fazla yabancı kaynak kullanmaktadır ve en büyük ortağın payı ve karlılık arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır.

Aytekin ve İbiş (2014), 2009-2012 döneminde BIST metal eşya, makina endeksinde işlem görmüş olan 23 işletmeyi ele aldıkları çalışmalarında mülkiyet yapısının finansal performans üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bu çalışmada halka açıklık oranı ile aktif karlılığı, öz kaynak karlılığı ve Tobin’s q rasyoları arasında ters yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

Sayman (2012), 1999-2009 yılları arasında BİST’de işlem gören 177 imalat işletmesini kapsayan çalışmasında sahiplik yapısının firma performansı ve sermaye yapısı üzerine etkilerini incelemiştir. Çalışmada, halka açıklık oranları arttıkça sermaye yapısında yabancı kaynak oranının düşmekte olduğu bulunmuştur. Diğer yandan halka açıklık oranları arttıkça veya işletmenin büyük ortağının sermaye içindeki payı azaldıkça, işletmelerin değerinin buna paralel olarak artmakta olduğu bulunmuştur.

Çıtak (2011b), BİST100’deki firmaların 2000-2004 tarihleri arasındaki verisini kapsayan çalışmasında şirketlerin sahiplik yapısının pay senedi performansına etkisini incelemiştir. Bu çalışmada, en büyük hissedarın hisse payı ile öz kaynak karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Diğer yandan en büyük hissedarın hisse oranı arttıkça şirketin piyasa değeri ’nin öz

kaynaklara oranının arttığı tespit edilmiştir. Son olarak şirketin en büyük hissedarının kimliğinin (bir holding ya da başka bir şirket olmasının) ne karlılığa ne de fiyatlamaya herhangi bir etkisi olmadığı görülmüştür.

Seçkin (2011), çok ortaklı anonim şirketlerde azınlık hakları ve vekaleten oy kullanma sistemini ele aldığı çalışmasında, yasalar ve ilgili tebliğler gereği azınlık hissedarların sahip olduğu hakları işlemiş, üç adet örnek olay ile azınlık hissedarların yaşadığı hak ihlallerine ve azınlık hissedarların genel kurullarda oy kullanmayı genellikle tercih etmemeleri nedeniyle oluşan boşluğa değinmiştir. Azınlık hissedarların daha etkin bir şekilde temsili için vekaleten oy kullanmanın yaygınlaştırılması ve bu vekaletin payların saklama hizmetini sağlayan kurumlar tarafından kullanılabilmesi ifade edilmiştir.

Bayrakdaroğlu (2010), BİST100’de işlem gören şirketlerin 2005-2009 yılları arasındaki verisini kullandığı çalışmasında mülkiyet yapısının öz kaynak karlılığı, aktif karlılık ve Tobin’s q üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada büyük hissedarların payları ile aktif karlılık ve özkaynak karlılığı ile ölçülen finansal performans arasında negatif bir ilişki, Tobin’s q ile ölçülen finansal performans arasında ise pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Halka açıklık oranı artıça aktif karlılık ve özkaynak karlılığı oranlarının arttığı Tobin’s q değerinin ise düştüğü görülmüştür.

Önder (2003), 1992-1997 yılları arasında BİST’de işlem gören bütün şirketleri ele aldığı çalışmasında hissedar yapısı ile firma performansını incelemiştir. 1992 yılında BİST’de işlem gören firma sayısı 116 iken, 1997 yılında bu sayı 257’ye yükselmiş ve araştırmanın kapsamına toplamda 1071 adet şirket x yıl verisi dahil edilebilmiştir. Bu çalışmada 11 farklı endüstriye ait verilerin ortalaması kontrol değişkeni olarak kullanılarak elde edilen sonuçların sektör etkisinden arındırılması sağlanmıştır. Çalışmada sermaye yapısı ile aktif karlılığı arasında bir ilişki bulunamazken, en büyük hissedarın payı %56 olduğunda Tobin’s q değerinin en yüksek halini aldığı, en büyük hissedarın payı bu değerden yukarı ve aşağı yönlü uzaklaştıkça Tobin’s q değerinin düştüğü tespit edilmiştir.

**Tablo 14-** Türkiye’de Son Dönemde Yapılan Benzer Çalışmalar

<b>Çalışma</b>	<b>Durağanlık - Birim Kök Testleri</b>	<b>Regresyon Modeli Seçimi</b>	<b>Kullanılan Regresyon</b>	<b>Otoko_ relasyon Problemi</b>	<b>Kapsam</b>	<b>Dönem</b>
Özer, G. Ve Özen, A. K., (2018)	LLC, IPS, ADF	Hausman	Rassal Etki	Durbin Watson	BİST İmalat	2006-2014
Avcı, E., (2018)	-	-	Rassal ve Sabit Etki	-	BİST100	2006-2010
Ege, İ., Nur Topaloğlu, T., (2017)	LLC	F testi, Hausman, Breusch Pagan LM	(Feasible Generalized Least Squares), FGLS	Levene Brown ve Forsythe Değişen Varyans Testi	BİST30	2009-2015
Doğan, Mesut ve Topal, Yusuf (2016)	LLC, PP Fisher	Hausman	ROB; dirençli tahminci BeckKatz	Durbin Watson	BİST İmalat	2002-2012
Çam, Alper, (2016)	Peseran	Hausman	Rassal Etki	Durbin Watson	BİST Tekstil	2010-2014
Önem, H ve Demir, Y., (2015)	ADF	Hausman	Rassal ve Sabit Etki	-	BİST İmalat	2009-2012
Acaravcı, S., Kandır, S. ve Zelka, A., (2015)	-	F testi, Hausman	Rassal ve Sabit Etki	-	BİST İmalat	2005-2011
Aytekin, S., İbiş, A. (2014)	-	-	Panel Regresyon	-	BİST İmalat	2009-2012
Sayman, Y. (2012)	LLC, PP Fisher	Hausman	Rassal ve Sabit Etki	Durbin Watson, LBI ve Wald	BİST İmalat	1998-2009
Çıtak, Levent, (2011b)	-	Hausman	Rassal ve Sabit Etki	Durbin Watson	BİST100	2000-2004
Bayrakdaroğlu, Ali, (2010)	-	Hausman	Panel Regresyon	-	BİST100	2005-2009
Önder, Z. (2003)	-	-	Panel Regresyon	-	BİST Tamamı	1992-1997

#### 4.4. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE SINIRLILIKLAR

2010-2018 yılları arasında, Türk borsasında işlem gören 402 şirketin verisinin dahil edildiği 3607 “Şirket x Yıl” dan oluşan veri seti kullanılmıştır. 2010-2018 yılları arasındaki dönemin kullanılmasının nedeni 2008 finansal krizinin ardından dünya ekonomisinde önemli değişimlerin yaşanması ve Türkiye’de kurumsal yapının hızlı bir gelişim süreci yaşaması nedeniyle güncel durumu son yıllardaki verinin daha iyi yansıtacağı düşünülmesidir. Araştırmanın gerçekleştirildiği dönemde yayınlanmış olan en güncel veriler 2018 yılına aittir.

Araştırmada kullanılan veri seti oluşturulurken, pay senedi fiyatları yahoo finans sitesinden, şirketlere ait finansal tablolar iş yatırım sitesinden, halka açıklık oranları iş yatırım ve şeker yatırım bültenlerinden, şirket paylarına ait imtiyaz bilgisi 330 şirket için KAP’da yayınlanmış olan formlardan, KAP’da bulunmayan 72 adet şirket için ise şirketlerin esas sözleşmelerinden alınmıştır.

Diğer çalışmalarda Borsa İstanbul sitesindeki pay senedi fiyatları ve yine Borsa İstanbul’dan ulaşılabilen şirket yıllıklarından elde edilen verinin kullanıldığı belirtilmiştir. Bu çalışmada hisseler için kar payı ödemeleri ve sermaye artışlarının sağlıklı bir şekilde pay senedi fiyatlarına yansıtılması ve şirket finansal tablolarının tek bir formata dönüştürürken oluşabilecek hataların engellenmesi için Yahoo finans ve iş yatırım sitelerindeki on binlerce kullanıcı tarafından kontrol edilmiş veri setinin kullanılmasının daha güvenli olacağı düşünülmüştür.

**Tablo 15- Çalışmaya Dahil Edilen Toplam 402 ADET Şirketin Sektörel Dağılımı**

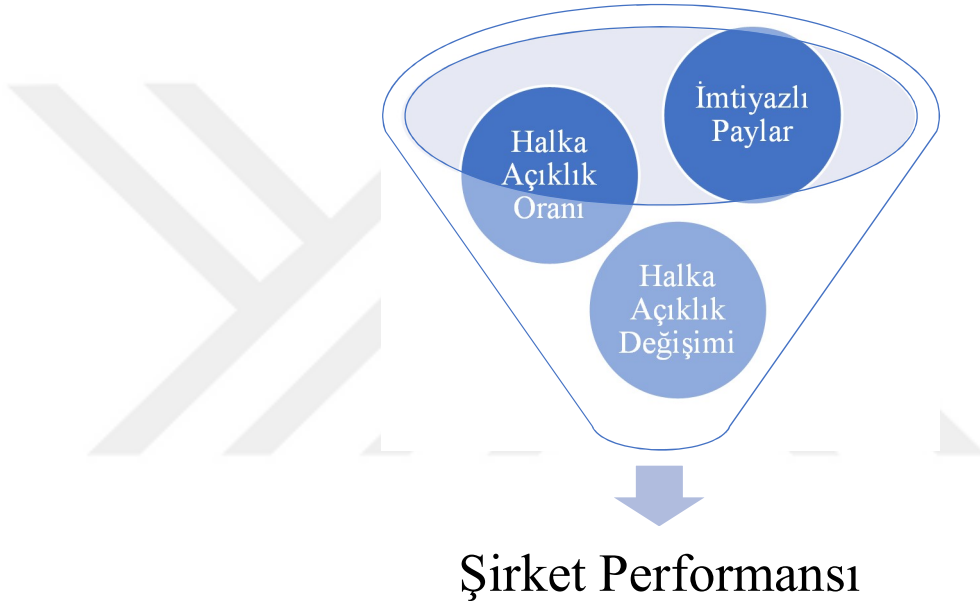
Sektör	Sektörde Bulunan Şirket Sayısı	Sektör	Sektörde Bulunan Şirket Sayısı
Aracı Kurumlar	5	Kablo	2
Bankacılık	13	Kağıt Ürünleri	12
Bilgisayar Toptancılığı	5	Kırtasiye	2
Boya	5	Kimyasal Ürün	10
Cam	4	Madencilik	3
Çimento	18	Medya	6
Dayanıklı Tüketim	7	Meşrubat / İçecek	8
Demir-Çelik Döküm	5	Mobilya	5
Demir-Çelik Temel	8	Otomotiv	8
Deri Giyim	2	Otomotiv Lastiği	2
Diğer	12	Otomotiv Parçası	10
Elektrik	14	Pazarlama	3
Elektrik Makinaları Üretimi	1	Perakende - Ticaret	10
Endüstriyel Tekstil	3	Petrol	7
Fin.Kiralama ve Faktoring	8	Sağlık ve İlaç	6
Gıda	23	Seramik	3
GYO	34	Sigorta	7
Havayolları ve Hizm.	4	Spor	4
Hayvancılık	1	Tarım Kimyasalları	4
Holdingle	36	Teknoloji	8
İletişim	3	Tekstil Entegre	20
İletişim Cihazları	4	Turizm	12
İnşaat Malzemeleri	13	Ulaştırma-Lojistik	4
İnşaat- Taahhüt	4	Yatırım Ortaklıkları	14

Çalışmada BİST’de işlem gören bütün şirketlerin verileri kullanıldığı için veri setiyle ilgili bir kısıt bulunmamaktadır.



#### 4.5. ARAŞTIRMANIN MODELİ VE HİPOTEZLER

Araştırma modeli, şirket fiyatlamasını, şirket karlılığını, şirketin yatırımcılarının getirisini, şirketin büyüme oranını ve risk iştahını ölçen dokuz farklı bağımlı değişken ile halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki değişim ve imtiyazlı pay senedinin varlığını gösteren üç adet bağımsız değişken kullanılarak oluşturulmuştur (Bkz. Şekil 18).



Şekil 18: Araştırma Modeli

Araştırma sorularıyla ilgili olarak oluşturulmuş modeller aşağıdaki gibidir.

##### *Şirketlerin fiyatlamaları ile ilgili soru*

**Model 1-** BİST’de işlem gören şirketlerin ne derece olumlu fiyatlandığını gösteren Tobin’s q oranı, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

### ***Şirketlerin karlılıkları ile ilgili sorular***

**Model 2-** BİST’de işlem gören şirketlere ait aktif karlılıklar, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

**Model 3-** BİST’de işlem gören şirketlere ait özkaynak karlılıkları, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

**Model 4-** BİST’de işlem gören şirketlere ait net kar / satış rasyoları, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

### ***Yatırımcıların pay senediyatırımlarından elde ettikleri kazanç ile ilgili soru***

**Model 5-** BİST’de işlem gören şirketlere ait getiriler, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

### ***Şirketlerin büyümeleri ile ilgili sorular***

**Model 6-** BİST’de işlem gören şirketlerin özkaynaklarındaki büyüme oranları, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

**Model 7-** BİST’de işlem gören şirketlerin satışlarındaki büyüme oranları, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

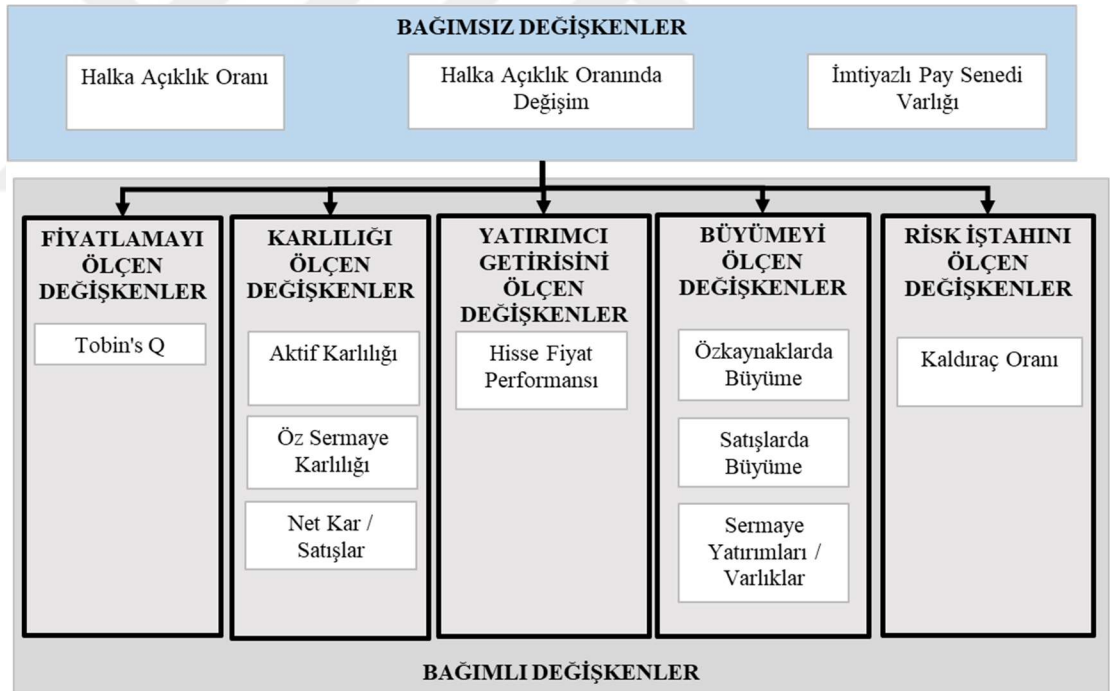
**Model 8-** BİST’de işlem gören şirketlerin sermaye yatırımları / varlıklar oranları, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

### *Şirketlerin risk iştahları ile ilgili soru*

**Model 9-** BİST’de işlem gören şirketlerin kaldıraç oranları, şirketlerin halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki yükselme ve imtiyazlı pay senedi bulundurup bulundurmadığından etkilenmekte midir?

#### 4.6. ARAŞTIRMA’DA KULLANILAN DEĞİŞKENLER

Araştırma yapılırken Türkiye’de ve dünyada yapılmış olan benzer çalışmalar incelenmiş ve oldukça kapsayıcı olacak şekilde bağımlı değişken seti belirlenmiştir (Al-Matari vd. 2013, Doğan ve Topal, 2015).



**Şekil 19:** Araştırma’da Kullanılan Bağımsız ve Bağımlı Değişkenler

## 4.6.1. Bağımlı Değişkenler

### 4.6.1.1. *Tobin's q*

İlk olarak Michael Tobin tarafından 1969 yılında hesaplanmış olan firma üzerindeki finansal hakların pazar değerini, firma varlıklarının cari yerine koyma maliyetine bölerek elde edilen orandır. Tobin's q'nun hesaplanmasında değişik yaklaşımlar mevcuttur (Canbaş vd. 2004). Bu çalışmada uygulamadaki pratikliği ve Türkiye'deki benzer çalışmalarda kullanılması nedeniyle Mandacı ve Gümüş (2010, s.62) ile aynı formül kullanılmıştır. Tobin's q değerinin yüksek olması bir şirketin değerinin piyasa tarafından yüksek bir şekilde fiyatlandığını ve gelecek hakkında piyasanın bu şirket hakkında beklentisinin yüksek olduğunu ifade etmektedir. Bu nedenle yüksek Tobin's q değerleri başarılı bir yönetime ve şirket hakkında uzun vadeli olarak pozitif beklentiye işaret etmektedir (Buchanan vd., 2018, s.14). Tobin's q değeri yüksek olan şirketler elde ettikleri nakitle karlılığı yüksek olan faaliyet alanlarına yatırım yapabilecekleri gibi, diğer şirketlere kıyasla daha kolay sermaye artışı gerçekleştirerek finansal risklerini azaltabilirler.

### 4.6.1.2. *Aktif Karlılık*

Aktif karlılığı bir şirketin performansını ölçerken en sık kullanılan yöntemlerden biridir (Kaufman ve Watstein, 2008). Aktif karlılığı şirketin net karının toplam varlıklara bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu oranın yüksek olması şirketin sermayesini etkin bir şekilde kullanabildiği ve finansal riskinin düşük olduğunu göstermektedir. Aktif karlılığı yüksek olan firmalar diğer şirketlere kıyasla sermaye maliyetlerini daha rahat karşılayabilmekte bu sayede de borçlanarak büyümeye gidebilmektedirler.

### 4.6.1.3. *Özkaynak Karlılığı*

Özkaynak karlılığı, aktif karlılığa benzer şekilde şirket yönetiminin verimliliğini ve şirketin rekabet gücünü ölçen önemli oranlardan biridir. Şirketin net karının toplam özkaynağa bölünmesi ile bulunmaktadır. Bir şirkete hissedarlar

tarafından yatırılmış olan sermayenin ne kadar etkin bir şekilde kullanıldığını göstermektedir. Aktif karlılıktan farklı olarak yüksek kaldıraç kullanımından oldukça ciddi düzeyde etkilenmektedir. Finansal borcu az olan bir şirketin elde edeceği yüksek özkaynak karlılığı finansal borcu yüksek olan bir şirkete kıyasla çok daha sağlıklıdır.

#### **4.6.1.4. Net Kar / Satışlar**

Net karın satışlara oranı akademik çalışmalarda diğer iki karlılık kalemi kadar popüler olmasa da şirketin mevcut kâr marjını gösteren ve akademik çalışmalarda tercih edilen bir diğer karlılık kalemidir (Çam, 2016, Önem ve Demir, 2015 ve Karamustafa vd., 2009). Yüksek net kar / satışlar oranına sahip olan şirketler çevresel etkilere ve operasyonel sorunlara karşı daha dayanıklıdırlar. Sektörün uğrayacağı büyük şoklarda net kar / satışlar oranı en yüksek olan şirketin ayakta kalma şansı daha yüksektir. Ayrıca dış kaynak kullanarak satış miktarını artırma şansları vardır.

#### **4.6.1.5. Pay Senedi Fiyat Performansı**

Her ne kadar karlılık oranları şirketin piyasa değerine etki eden en önemli göstergeler olsa da yatırımcıların mevcut hisselerini satmaları halinde elde edebilecekleri geliri ancak pay senedi fiyat performansı doğrudan göstermektedir. Piyasanın algısı, makro ekonomik değişkenler, risk iştahı, diğer yatırımcıların değerlendirmesi gibi etkenlerden de etkilenen pay senedi fiyat performansı özellikle kısa ve orta vadeli yatırımcılar açısından önemlidir. Türkiye’de yapılan çalışmalarda genelde kullanılmamış olan bu değişkeni Avcı (2018)’nin çalışmasında uygulanmıştır.

#### **4.6.1.6. Öz Kaynaklarda Büyüme**

Öz kaynaklarda büyüme oranı şirketlerin finansal tablolarında bulunan öz kaynak kalemindeki yıllık değişim oranını göstermektedir. Öz kaynaklarda büyüme hissedarların yapmış olduğu sermaye artırımları, şirketin sahip olduğu varlıkların değerlendirilmesi ya da elde ettiği karın dağıtılmayıp kendi bünyesinde tutulması gibi işlemlerle mümkün olabilmektedir. Bu araştırma kapsamında incelenmiş olan çalışmalarda bağımsız değişken olarak kullanılmamış olan öz kaynaklarda büyüme

oranı, Chen (2012) tarafından yapılan çalışmada, bağımlı değişken olarak, firma sahiplik yapısının firma performansına etkilerini analiz etmek amacıyla kullanılmıştır. Bir şirketin öz kaynaklarının büyümesi ana hissedarların şirketin geleceğine olan güvenleri ve aldıkları riskleri yükseltmeleri açısından olumlu bir gösterge olmakla birlikte Warren Buffett gibi ünlü yatırımcıların da göz önünde bulundukları en önemli başarı kriterlerinden biridir (Buffett ve Loomis, 2001).

#### **4.6.1.7. Satışlarda Büyüme**

Satışlardaki büyüme oranı şirketlerin gelir gider tablolarında bulunan satış kalemine ait değerlerin yıllık olarak değişim oranını göstermektedir. Satışlarda büyüme oranı birçok şirket tarafından kullanılan geleneksel performans ölçüm metriklerinden biridir (Slater vd., 1997). Kore firmalarında kurumsal yönetimin firma değeri üzerine etkisini inceleyen Black vd. (2010) bu oranı bağımlı değişken olarak kullanmışlardır.

#### **4.6.1.8. Sermaye Yatırımları /Varlıklar**

Şirketin finansal tablolarında bulunan sermaye yatırımlarına ait 12 aylık değerlerin yıl sonundaki varlıklar değerine bölünmesiyle bulunmuştur. Sermaye yatırımları şirketlerin uzun vadeli geleceği ve karlarının sürekliliği açısından önemli olan, kısa vadede ise şirketten nakit çıkışına neden olan bir unsurdur. Buchanan vd. (2018) bu oranı şirket yönetiminin bakış açısını göstermesi açısından kendi çalışmalarında bağımlı değişken olarak kullanmışlardır.

#### **4.6.1.9. Kaldıraç Oranı**

Şirketin toplam borcunun toplam varlıklarına bölünmesiyle elde edilen kaldıraç oranı, şirket yönetiminin risk alma motivasyonunu göstermektedir. Oldukça başarılı bir şekilde yönetilmesi gereken bu oran, yüksek olması halinde şirketin iflas etme olasılığı açısından da önemli bir gösterge niteliğindedir.

## **4.6.2. Bağımsız Değişkenler**

### **4.6.2.1. Halka Açıklık Oranı**

Halka açıklık oranı, azınlık hissedarların sahip olduğu payı göstermesi açısından önemli bir bağımsız değişkendir. Halka açıklık oranının arttığı şirketlerde bağımlı değişkenlerin hareketlerine bakarak azınlık hissedarların yaşadığı vekalet problemi belirlenmeye çalışılmıştır.

### **4.6.2.2. Halka Açıklık Değişim Oranı**

Halka açıklık oranı dışında, bu orandaki yıllık değişim oranı da bağımsız değişken olarak çalışmaya dahil edilmiştir. Bu sayede halka açıklık oranındaki artışın şirket performansına etkisi ölçülmeye çalışılmıştır.

### **4.6.2.3. İmtiyazlı Pay Senedi Bulunması**

İmtiyazlı pay senetlerinin varlığı yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesinde ana hissedarlara önemli ölçüde yetki vermektedir. Bu nedenle de azınlık payların yönetim kurulunda temsil şansı azalmaktadır. Bu uygulamanın şirket performansına etkisi incelenerek, doğurduğu sonuçlar analiz edilmeye çalışılmıştır.

## **4.6.3. Kontrol Değişkenleri**

### **4.6.3.1. Bağımlı Değişkenlere Ait Sektör Ortalamaları**

Bağımlı değişkenlerde gösterilmiş olan birçok oran sektörel bazı özellikler içermektedir. Bazı sektörlerde belli oranlar tipik olarak düşük ya da yüksek olabilmektedir. Mesela bilişim sektöründe öz kaynak karlılığı yüksek iken, perakende sektöründe net kar / satışlar oranı düşük olabilmektedir. Bu etkinin önüne geçilmesi amacıyla bütün regresyon denklemlerine kontrol değişkeni olarak ilgili bağımlı değişkene ait sektör ortalaması da konulmuş bu sayede analiz sektörel etkilerden arındırılmıştır.

#### **4.6.3.2. İşlem Gördüğü Yıl Sayısı**

Belli bir şirketin borsaya açıldıktan sonra işlem gördüğü yıl sayısı, vekalet maliyetlerinin olgunlaşması açısından önem arz edebilmektedir. Bağımlı değişkenlere ait farklılıklar şirketin işlem gördüğü yıl sayısı arttıkça daha da belirgin hale gelecektir. Özellikle halka arzı yeni gerçekleştirmiş şirketlerde karlılığın, şirketin fiyatına dair piyasa algısının, büyüme oranlarının ve kaldıraç kullanımının bir anda değişmesi beklenmemektedir. Bu nedenle şirketin BİST’de işlem gördüğü yıl sayısının logaritması bağımlı değişkenlere dahil edilmiştir.

#### **4.6.3.3. Kaldıraç Oranı**

Kaldıraç oranı yukarıda tanımlanan bağımsız değişkenlerden ayrı olarak şirketin karlılığı, piyasa fiyatlaması ve büyüme oranlarına etki edebilmektedir. Bu nedenle bağımlı değişkenler üzerindeki etkisinin kaldırılması için kaldıraç oranı kontrol değişkeni olarak da tanımlanmıştır.

#### **4.6.3.4. Piyasa Değerinin Logatırması**

Şirketlerin büyüklükleri yukarıda tanımlanan bağımsız değişkenlerden ayrı olarak şirket performansına etki eden önemli unsurlardan biridir. Oluşturulan regresyon modellerinde büyüklük etkisinin arındırılması için kontrol değişkeni olarak tanımlanmıştır.



**Tablo 16- Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Tanımları**

<b>Bağımlı Değişkenler</b>	<b>Kısaltma</b>	<b>Tanım</b>
Tobin's q	Tobin	(Şirketin Piyasa Değeri + Toplam Şirket Borcu) / Toplam Varlıklar
Aktif Karlılık	ROA	Net Kar / Toplam Varlıklar
Öz kaynak karlılığı	ROE	Net Kar / Öz Kaynaklar
Net Kar/ Satışlar	Kar/Satis	Net Kar / Satışlar
Pay Senedi Fiyat Performansı	Hgetiri	Yıllık Pay Senedi Fiyat Performansı
Öz Kaynaklarda Büyüme	DDBuyume	Yıllık Öz Kaynak Büyüme Oranı
Satışlarda Büyüme	StsBuyume	Yıllık Satış Büyüme Oranı
Sermaye Yatırımları / Varlıklar	Ytr/Varlik	Sermaye Yatırımları / Varlıklar
Kaldıraç Oranı	Kaldirac	Toplam Borç / Toplam Varlıklar

<b>Bağımsız Değişkenler</b>	<b>Kısaltma</b>	<b>Tanım</b>
İmtiyazlı Pay Senedi Bulunması	İmtiyaz	İmtiyazlı pay senedi olması
Halka Açıklık Oranı	LHacik	Log Halka Açıklık Oranı
Halka Açıklık Değişim Oranı	HAcikD	Halka Açıklık Değişim Oranı

<b>Kontrol Değişkenleri</b>	<b>Kısaltma</b>	<b>Tanım</b>
Sektör Ortalama Tobin's q	Stobin	Sektöre Ait Ortalama Tobin's q oranı
Sektör Ortalama Aktif Karlılığı	SROA	Sektöre Ait Ortalama Aktif Karlılığı
Sektör Öz kaynak karlılığı	SROE	Sektöre Ait Öz kaynak karlılığı
Sektör Net Kar/ Satışlar	SKar/Satis	Sektöre Ait Net Kar/ Satışlar
Sektör Ortalama Fiyat Performans	Sgetiri	Sektöre Ait Ortalama Fiyat Performans
Sektör Defter Değerinde Büyüme	SDDBuyume	Sektöre Ait Defter Değerinde Büyüme
Sektör Satışlarda Büyüme	SStsBuyume	Sektöre Ait Satışlarda Büyüme
Sektör Sermaye Yatırımları / Varlıklar	SYtr/Varlik	Sektöre Ait Sermaye Yatırımları / Varlıklar
Sektör Kaldıraç Oranı	SKaldirac	Piyasa Değerinin Logaritması
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı	IslYLog	BİST'de İşlem Gördüğü Yıl Sayısının Logaritması
Kaldıraç Oranı	Kaldirac	Toplam Borç / Toplam Varlıklar
Piyasa Değeri	PDLog	Piyasa Değerinin Logaritması

## 4.7. YAPILAN ANALİZLER

Çalışmada literatürde genel olarak kabul görmüş olan Korelasyon, Birim Kök Testi ve Otokorelasyon testleri yapılarak regresyon modelleri oluşturulmuş ve sonuçlar hesaplanmıştır (Özer ve Özen, 2018, Avcı, 2018, Ege ve Topaloğlu, 2017, Doğan, 2016, Çam, 2016 ve Sayman, 2012).

### 4.7.1. Korelasyon Analizi

İlk olarak korelasyon katsayılarına bakılmış olup değişkenler arasında 0,7'den daha büyük katsayılı bir korelasyon bulunmaması nedeniyle varyans artış faktörü (VIF) değerlerinin hesaplanmasına gerek duyulmamıştır (Özer ve Özen, 2018).

### 4.7.2. Birim Kök Analizi

Çalışmada panel veri seti kullanıldığı için kullanılan değişkenlerin zaman içinde durağanlık gösterip göstermediğinin kontrol edilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde elde edilen sonuçlar da hatalar meydana gelecektir. Birim Kök Testinde PP testi - Phillips and Perron (1988), Augmented Dickey Fuller testi (ADF) -Dickey and Fuller (1979), LLC testi Levin, Lin & Chu (2002) ve IPS testi Im, Pesaran & Shin (2003) kullanılmıştır.

### 4.7.3. Otokorelasyon Analizi

Tablo 14'de verilmiş olan çalışmalara paralel olarak Durbin Watson istatistiği kullanılmıştır.

### 4.7.4. Regresyon Analizi

Literatürde yaygın olarak kullanılan En Küçük Kareler (EKK) yöntemi Rassal Etki modeli ile kullanılarak regresyon sonuçları elde edilmiştir. Daha sonrasında Hausman testi (Hausman, 1978) yapılarak rassal etkiler ve sabit etkiler modellerinden hangisinin geçerli olduğu bulunmuştur. Regresyon sonuçlarındaki Durbin-Watson

istatistiğine bakarak regresyon modellerinin önemli bir kısmında otokorelasyon sorununun olma riski olduğu tespit edilmiştir.

Panel veri analizinde rassal ya da sabit etkiler modellerinden hangisinin seçileceği konusunda literatürdeki hemen hemen bütün çalışmalar Hausman testini kullanmış olsa da Avcı (2018, s.42) bu testin yanıltıcı sonuçlar verebileceğini bildirmiş ve kendi çalışmasında Hausman testi uygulamadan her iki modeli birden uygulamıştır. Doğan ve Topal (2016) ise çalışmalarında otokorelasyon varlığı nedeniyle sağlam tahmincileri kullanmışlardır. Bu çalışmada kapsayıcılığı sağlamak adına rassal etkiler, sabit etkiler ve sağlam tahmincilere ait sonuçlar bir arada verilmiştir.

Regresyon denklemlerinde kullanılan değişkenler Tablo 17’de özetlenmiştir.

**Tablo 17-** Denklemlerde Kullanılan Değişkenlerin Özeti

	Kısaltma	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9
<b>Bağımlı Değişkenler</b>										
Tobin's q	Tobin	X								
Aktif Karlılık	ROA		X							
Özkaynak karlılığı	ROE			X						
Net Kar/ Satışlar	Kar/Satis				X					
Hisse Fiyat Performansı	Hgetiri					X				
Öz Kaynaklarda Büyüme	DDBuyume						X			
Satışlarda Büyüme	StsBuyume							X		
Sermaye Yatırımları / Varlıklar	Ytr/Varlık								X	
Kaldıraç Oranı	Kaldirac									X
<b>Bağımsız Değişkenler</b>										
İmtiyazlı Pay Senedi Olması	İmtiyaz	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Halka Açıklık Oranı	LHacik	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Halka Açıklık Oranı Değişim Oranı	HAciKD	X	X	X	X	X	X	X	X	X
<b>Kontrol Değişkenleri</b>										
Sektör Ortalama Tobin Q	Stobin	X								
Sektör Ortalama Aktif Karlılığı	SROA		X							
Sektör Özkaynak karlılığı	SROE			X						
Sektör Net Kar/ Satışlar	SKar/Satis				X					
Sektör Ortalama Fiyat Performans	Sgetiri					X				
Sektör Defter Değerinde Büyüme	SDDBuyume						X			
Sektör Satışlarda Büyüme	SStsBuyume							X		
Sektör Sermaye Yatırımları / Varlıklar	SYtr/Varlık								X	
Sektör Kaldıraç Oranı	SKaldirac									X
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı	IslYLog	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Kaldıraç Oranı	Kaldirac	X	X	X	X	X	X	X	X	
Log Piyasa Değeri	PDLog	X	X	X	X	X	X	X	X	X

Regresyon modellerinde kullanılan denklemler aşağıda verilmiştir.

**Model 1 –**

$$\text{TOBIN}_{it} = \beta_1 \text{IMTIYAZ}_{it} + \beta_2 \text{LHACIK}_{it} + \beta_3 \text{HACIKD}_{it} + \beta_4 \text{STOBIN}_{it} + \beta_5 \text{ISLYLOG}_{it} + \beta_6 \text{KALDIRAC}_{it} + \beta_7 \text{PDLOG}_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

**Model 2 –**

$$\text{ROA}_{it} = \beta_1 \text{IMTIYAZ}_{it} + \beta_2 \text{LHACIK}_{it} + \beta_3 \text{HACIKD}_{it} + \beta_4 \text{SROA}_{it} + \beta_5 \text{ISLYLOG}_{it} + \beta_6 \text{KALDIRAC}_{it} + \beta_7 \text{PDLOG}_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

**Model 3 –**

$$\text{ROE}_{it} = \beta_1 \text{IMTIYAZ}_{it} + \beta_2 \text{LHACIK}_{it} + \beta_3 \text{HACIKD}_{it} + \beta_4 \text{SROE}_{it} + \beta_5 \text{ISLYLOG}_{it} + \beta_6 \text{KALDIRAC}_{it} + \beta_7 \text{PDLOG}_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

**Model 4 –**

$$\text{KAR/SATIS}_{it} = \beta_1 \text{IMTIYAZ}_{it} + \beta_2 \text{LHACIK}_{it} + \beta_3 \text{HACIKD}_{it} + \beta_4 \text{SKAR/SATIS}_{it} + \beta_5 \text{ISLYLOG}_{it} + \beta_6 \text{KALDIRAC}_{it} + \beta_7 \text{PDLOG}_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

**Model 5 –**

$$\text{HGETIRI}_{it} = \beta_1 \text{IMTIYAZ}_{it} + \beta_2 \text{LHACIK}_{it} + \beta_3 \text{HACIKD}_{it} + \beta_4 \text{SGETIRI}_{it} + \beta_5 \text{ISLYLOG}_{it} + \beta_6 \text{KALDIRAC}_{it} + \beta_7 \text{PDLOG}_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

**Model 6 –**

$$\text{DDBUYUME}_{it} = \beta_1 \text{IMTIYAZ}_{it} + \beta_2 \text{LHACIK}_{it} + \beta_3 \text{HACIKD}_{it} + \beta_4 \text{SDDBUYUME}_{it} + \beta_5 \text{ISLYLOG}_{it} + \beta_6 \text{KALDIRAC}_{it} + \beta_7 \text{PDLOG}_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

**Model 7 –**

$$\text{STSBUYUME}_{it} = \beta_1 \text{IMTIYAZ}_{it} + \beta_2 \text{LHACIK}_{it} + \beta_3 \text{HACIKD}_{it} + \beta_4 \text{SSTSBUYUME}_{it} + \beta_5 \text{ISLYLOG}_{it} + \beta_6 \text{KALDIRAC}_{it} + \beta_7 \text{PDLOG}_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

#### **Model 8 –**

$$YTR/VARLIK_{it} = \beta_1 IMTIYAZ_{it} + \beta_2 LHACIK_{it} + \beta_3 HACIKD_{it} + \beta_4 SYTR/VARLIK_{it} + \beta_5 ISLYLOG_{it} + \beta_6 KALDIRAC_{it} + \beta_7 PDLOG_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

#### **Model 9 –**

$$KALDIRAC_{it} = \beta_1 IMTIYAZ_{it} + \beta_2 LHACIK_{it} + \beta_3 HACIKD_{it} + \beta_4 SKALDIRAC_{it} + \beta_5 ISLYLOG_{it} + \beta_6 PDLOG_{it} + \alpha + \epsilon_{it}$$

### **4.8. TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER**

Çalışmaya dahil edilmiş olan şirketlerin belli halka açıklık oran aralığındaki sayılarının yıllara göre değişimi Tablo 18’de gösterilmiştir. Buna göre, halka açıklık oranı %50’nin üstündeki şirket sayısı 2010 yılında 48’iken 2018 sonu itibariyle 90’a yükselmiştir. QNB Finansbank ve Denizbank’ın örnek olarak verilebileceği bazı durumlarda şirket satışı sonrasında yeni hakim ortakların pay senedi geri alım programı uygulaması nedeniyle bir grup şirkette halka açıklık oranları düşmüş olsa da, genel trendin halka açıklık oranlarında artış şeklinde geliştiği görülmektedir.

**Tablo 18-** BİST’de İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarının Yıllara Göre Değişimi

Halka Açıklık Oranı (%)	N	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Ort.
		287	339	348	364	382	386	389	400	402	366
<b>0-10</b>	356	28	39	39	37	42	41	45	43	42	40
<b>10-20</b>	596	53	69	69	72	66	69	65	66	67	66
<b>20-30</b>	708	68	72	75	83	83	94	77	80	76	79
<b>30-40</b>	590	56	66	64	72	73	67	72	59	61	66
<b>40-50</b>	449	34	39	44	44	51	50	53	68	66	50
<b>50-60</b>	208	11	18	17	21	27	24	33	25	32	23
<b>60-70</b>	128	11	10	12	12	13	17	17	18	18	14
<b>70-80</b>	116	9	15	16	12	11	12	12	15	14	13
<b>80-90</b>	82	10	6	5	7	10	9	9	13	13	9
<b>90-100</b>	64	7	5	7	4	6	3	6	13	13	7

Tablo 19’de şirketlerin yüzdesel olarak yıllara göre buldukları halka açıklık oran aralıkları verilmiştir. Bazı şirketlerde geri alımlar nedeniyle halka açıklık oranının düştüğü ve bu şirketlerin genelde halka açıklık oranının %10’un altında olduğu gözlemlenmektedir. Halka açıklık oranı %20 - %40 aralığında olan şirket sayısının son yedi yılda %43,2’den %34,8’e düştüğü, halka açıklık oranı %40’ın üstünde olan şirketlerin oranının ise %28,6’dan %38’e çıktığı gözlemlenmektedir.

**Tablo 19- BİST’de İşlem Gören Şirketlerin Halka Açıklık Oranlarının Yıllara Göre Değişimi (%)**

Halka Açıklık Oranı (%)	N	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Ort.
		287	339	348	364	382	386	389	400	402	366
<b>0-10</b>	356	9.8%	11.5%	11.2%	10.2%	11.0%	10.6%	11.6%	10.8%	10.4%	10.9%
<b>10-20</b>	596	18.5%	20.4%	19.8%	19.8%	17.3%	17.9%	16.7%	16.5%	16.7%	18.3%
<b>20-30</b>	708	23.7%	21.2%	21.6%	22.8%	21.7%	24.4%	19.8%	20.0%	18.9%	21.7%
<b>30-40</b>	590	19.5%	19.5%	18.4%	19.8%	19.1%	17.4%	18.5%	14.8%	15.2%	18.1%
<b>40-50</b>	449	11.8%	11.5%	12.6%	12.1%	13.4%	13.0%	13.6%	17.0%	16.4%	13.8%
<b>50-60</b>	208	3.8%	5.3%	4.9%	5.8%	7.1%	6.2%	8.5%	6.3%	8.0%	6.4%
<b>60-70</b>	128	3.8%	2.9%	3.4%	3.3%	3.4%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	3.9%
<b>70-80</b>	116	3.1%	4.4%	4.6%	3.3%	2.9%	3.1%	3.1%	3.8%	3.5%	3.6%
<b>80-90</b>	82	3.5%	1.8%	1.4%	1.9%	2.6%	2.3%	2.3%	3.3%	3.2%	2.5%
<b>90-100</b>	64	2.4%	1.5%	2.0%	1.1%	1.6%	0.8%	1.5%	3.3%	3.2%	2.0%

Sektörel olarak bakıldığında imtiyaz kullanımında ve halka açıklık oranlarında belirgin farklar göze çarpmamaktadır ve bütün sektörler birbirine benzerlik göstermektedir (Bkz. Tablo 20).



**Tablo 20-** BİST’de İşlem Gören Şirketlerin Sektörel Olarak Sahip Oldukları Aday Belirleme ya da Oy İmtiyazları ve Halka Açıklık Oranları

Sektör	Toplam Şirket Sayısı	Aday Belirleme ya da Oy İmtiyazı Olan (Adet)	Aday Belirleme ya da Oy İmtiyazı Oran%	Ortalama Halka Açıklık Oranı
Aracı Kurumlar	5	3	60%	21%
Bankacılık	13	2	15%	25%
Bilgisayar Toptancılığı	5	4	80%	38%
Boya	5	3	60%	19%
Cam	4	0	0%	34%
Çimento	18	5	28%	32%
Dayanıklı Tüketim	7	3	43%	30%
Demir-Çelik Döküm	5	1	20%	40%
Demir-Çelik Temel	8	3	38%	32%
Deri Giyim	2	1	50%	26%
Diğer	12	9	75%	46%
Elektrik	14	11	79%	36%
Elektrik Makinaları Üretimi	1	0	0%	77%
Endüstriyel Tekstil	3	0	0%	27%
Fin. Kiralama ve Faktöring	8	4	50%	11%
Gıda	23	13	57%	44%
GYO	34	30	88%	33%
Havayolları ve Hizm.	4	2	50%	38%
Hayvancılık	1	0	0%	8%
Holdingle	36	24	67%	46%
İletişim	3	2	67%	40%
İletişim Cihazları	4	3	75%	36%
İnşaat Malzemeleri	13	4	31%	31%
İnşaat- Taahhüt	4	0	0%	46%
Kablo	2	0	0%	46%
Kağıt Ürünleri	12	6	50%	28%
Kırtasiye	2	1	50%	59%
Kimyasal Ürün	10	7	70%	35%
Madencilik	3	3	100%	36%
Medya	6	4	67%	27%
Meşrubat / İçecek	8	4	50%	37%

Mobilya	5	0	0%	36%
Otomotiv	8	6	75%	23%
Otomotiv Lastiği	2	0	0%	18%
Otomotiv Parçası	10	6	60%	31%
Pazarlama	3	2	67%	23%
Perakende - Ticaret	10	2	20%	36%
Petrol	7	6	86%	44%
Sağlık ve İlaç	6	5	83%	34%
Seramik	3	1	33%	39%
Sigorta	7	1	14%	18%
Spor	4	4	100%	41%
Tarım Kimyasalları	4	2	50%	42%
Teknoloji	8	8	100%	45%
Tekstil Entegre	20	7	35%	37%
Turizm	12	6	50%	36%
Ulaştırma-Lojistik	4	3	75%	62%
Yatırım Ortaklıkları	14	12	86%	67%

Çalışmanın konusu olan 402 şirket arasında imtiyazlı pay senedi bulunmayan şirketlerin, yabancı paylarının ve ortalama piyasa değerlerinin yüksek olduğu, halka açıklık oranlarının ise düşük olduğu görülmektedir. 171 adet şirkette (%42) herhangi bir imtiyaz bulunmazken, 223 adet şirkette (%55) aday belirleme ya da oy imtiyazı bulunmaktadır (Bkz. Tablo 21). BİST’de işlem gören şirketlerin %58’i imtiyazlı pay senetlerine sahipken, ABD’de bu oran yalnızca %20’dir. ABD’de ağırlıklı olarak teknoloji şirketleri oy verme imtiyazı uygulamasına sahipken, Türkiye’de genel olarak bütün sektörlerde bu uygulamaya rastlanmaktadır (Govindarajan vd., 2018). ABD’de hissedar yapısı çok daha dağınıkken, Türkiye’deki şirketlerde baskın hissedarların bulunması ve bu hissedarların her ne kadar şirketlerini halka açmış olsalar dahi, şirket kontrolünü kaybetmek istememeleri buna neden olarak gösterilebilir. 34 şirketin borsada işlem gördüğü Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) %88 gibi yüksek imtiyaz kullanımı ile dikkat çekmektedir. Bu şirketlerin sık sık yeni yatırım projelerine karar verdiği ve genel kurullarında şirketin geleceğini belirleyen önemli kararların sık sık alındığı düşünülürse, imtiyaz kullanımının halka açık payların etkin bir şekilde karar süreçlerine dahil olmasını engellediği anlaşılmaktadır. Kurumsallaşmanın ileri

seviyede olduğu, büyük ölçekli firmaların bulunduğu ve yabancıların daha çok tercih ettiği bankacılık sektöründe ise imtiyazlı pay senedi oranının yalnızca %15 olması dikkat çekicidir.

**Tablo 21-** BİST’de İşlem Gören Şirketlerde Bulunan İmtiyazlar ve Temel Bilgiler

Şirkette Bulunan İmtiyazlar	Şirket Adeti	Ortalama Halka Açıklık %	Ortalama Piyasa Değeri (Milyon TL)	Ortalama Yabancı Payı (%)
<b>İmtiyaz Yok</b>	171	30.9	2,497	17.7
<b>Aday Belirleme İmtiyazı</b>	188	41.1	1,357	12.3
<b>Oy İmtiyazı</b>	78	45.3	749	5.5
<b>Aday Belirleme Ya da Oy İmtiyazı</b>	223	40.9	1,354	11.6
<b>Kar Payı İmtiyazı</b>	26	35.3	1,119	10.6
<b>Toplam</b>	402	36.5	1,970	14.5

Tablo 22’de araştırmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon katsayıları verilmiştir. Buna göre ROA ve ROE değişkenleri haricinde yüksek korelasyonun bulunduğu değişken bulunmamaktadır. ROA ve ROE değişkenleri ise aynı denklemde kullanılmadıkları için sorun bulunmamaktadır (Bkz. Bölüm 4.7.1). Korelasyon verileri analiz edildiğinde halka açıklık oranı arttıkça halka açıklık değişiminin de pozitif yönlü olduğu yani halka açıklık oranı yüksek şirketlerin halka açıklık oranlarını diğer şirketlere kıyasla daha fazla yükseltmeye devam ettikleri görülmektedir. Halka açıklık oranıyla imtiyaz kullanımı arasındaki ilişki de pozitifdir. Diğer yandan halka açıklık oranı yüksek şirketlerde Tobin’s q oranının, aktif karlılığın, öz kaynak karlılığının ve pay senedi getiri performansının düştüğü, öz kaynaklarda ve satışlardaki büyümenin ise arttığı görülmektedir. Halka açıklık oranındaki değişimin Tobin’s q oranı, karlılık ve getiri oranları ile negatif ilişkiye sahip olduğu bulunmuştur. İmtiyazlı pay senetlerine sahip şirketlerin ise karlılık oranlarının, pay senedi getiri performanslarının ve büyüme oranlarının arttığı, Tobin’s q değerinin ise düştüğü görülmektedir. Bu ilişkilerle ilgili ayrıntılı analiz daha sonraki bölümde regresyon modelleriyle yapılmıştır.

**Tablo 22-** Değişkenlere Ait Korelasyon Katsayıları

	<b>TOBIN</b>	<b>ROE</b>	<b>ROA</b>	<b>HGETIRI</b>	<b>DDBUYUME</b>	<b>STSBUYUME</b>	<b>KAR_SATIS</b>	<b>YTR_VARLIK</b>	<b>IMTIYAZ</b>	<b>HACIK</b>	<b>HACIKD</b>	<b>STOBIN</b>	<b>SROA</b>	<b>SGETIRI</b>	<b>ISLYLOG</b>	<b>KALDIRAC</b>	<b>PDLOG</b>
<b>TOBIN</b>	<b>1.00</b>	0.02	0.03	0.15	-0.03	0.06	-0.07	-0.05	-0.06	-0.07	-0.02	0.33	0.02	0.05	0.04	-0.06	0.16
<b>ROE</b>		<b>1.00</b>	<b>0.80</b>	0.20	0.22	0.05	0.36	0.03	0.06	-0.10	-0.04	0.01	0.37	0.12	0.03	-0.29	0.27
<b>ROA</b>			<b>1.00</b>	0.20	0.19	0.06	0.49	-0.01	0.03	-0.18	-0.02	0.04	0.44	0.11	0.06	-0.32	0.30
<b>HGETIRI</b>				<b>1.00</b>	0.13	0.02	0.05	-0.01	0.01	-0.03	-0.04	0.05	0.15	0.58	0.09	0.00	0.20
<b>DDBUYUME</b>					<b>1.00</b>	0.10	0.08	0.29	0.01	0.02	-0.05	0.02	0.04	0.05	-0.01	-0.07	0.06
<b>STSBUYUME</b>						<b>1.00</b>	0.12	-0.02	0.02	0.05	0.00	0.00	0.00	0.02	0.00	0.03	-0.02
<b>KAR_SATIS</b>							<b>1.00</b>	-0.04	0.04	-0.11	-0.03	-0.01	0.15	0.03	-0.01	-0.18	0.11
<b>YTR_VARLIK</b>								<b>1.00</b>	-0.04	-0.03	0.00	0.01	0.03	-0.02	0.05	0.08	0.10
<b>IMTIYAZ</b>									<b>1.00</b>	0.19	0.04	0.04	0.03	0.01	-0.32	-0.12	-0.16
<b>HACIK</b>										<b>1.00</b>	0.27	-0.05	-0.05	0.03	-0.06	-0.05	-0.32
<b>HACIKD</b>											<b>1.00</b>	0.04	0.04	0.07	-0.09	0.02	-0.05
<b>STOBIN</b>												<b>1.00</b>	0.02	0.10	-0.06	-0.03	0.04
<b>SROA</b>													<b>1.00</b>	0.27	0.08	-0.17	0.20
<b>SGETIRI</b>														<b>1.00</b>	0.05	0.07	0.12
<b>ISLYLOG</b>															<b>1.00</b>	0.01	0.27
<b>KALDIRAC</b>																<b>1.00</b>	0.10
<b>PDLOG</b>																	<b>1.00</b>

## 4.9. ARAŞTIRMADA ELDE EDİLEN SONUÇLAR

### 4.9.1. Şirketlerin Aktif Karlılık Oranları

Öncelikle eldeki verinin yüzeysel bir analizinin yapılması için halka açıklık oranları ve imtiyazlı pay senetlerinin varlığı ile şirketlerin karlılık oranları arasındaki ilişkiye bakılmıştır. Özellikle halka açıklık oranı %40'ı geçtiğinde şirketlerin aktif karlılık oranlarının belirgin bir şekilde düşüş görülmektedir (Bkz. Tablo 23).

**Tablo 23-** Şirketlerin Yıllara ve Halka Açıklık Oranlarına Göre Aktif Karlılık Oranlarındaki Değişim Dağılımı

Halka Açıklık Oranı (%)	N	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Ort.
		402	402	390	387	383	365	348	339	287	367
0-10	314	57.9%	60.5%	62.2%	70.7%	54.8%	45.9%	56.4%	51.3%	35.7%	55.0%
10-20	529	51.5%	54.5%	55.4%	62.3%	50.0%	51.4%	52.2%	49.3%	56.6%	53.7%
20-30	632	49.3%	56.3%	49.4%	47.9%	39.8%	47.0%	52.0%	55.6%	54.4%	50.2%
30-40	529	50.8%	57.6%	47.2%	52.2%	47.9%	40.3%	54.7%	54.5%	50.0%	50.6%
40-50	383	57.1%	58.8%	47.2%	52.0%	52.9%	40.9%	27.3%	46.2%	41.2%	47.1%
50-60	176	45.2%	44.0%	48.5%	37.5%	48.1%	38.1%	47.1%	50.0%	45.5%	44.9%
60-70	110	29.4%	33.3%	35.3%	52.9%	38.5%	50.0%	50.0%	40.0%	54.5%	42.7%
70-80	102	21.4%	33.3%	33.3%	41.7%	45.5%	33.3%	25.0%	40.0%	11.1%	31.6%
80-90	69	53.8%	46.2%	22.2%	44.4%	40.0%	42.9%	60.0%	16.7%	30.0%	39.6%
90-100	57	30.8%	20.0%	42.9%	50.0%	28.6%	20.0%	28.6%	60.0%	57.1%	37.5%

Şirketlerin imtiyazlı pay senedi bulunup bulunmaması ile aktif karlılık oranları arasında ilk bakışta bir ilişki görülmemektedir.

**Tablo 24-** Şirketlerin Yıllara ve İmtiyaz Durumlarına göre Aktif Karlılık Oranlarının Değişimi

İmtiyaz	N	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Ort.
Var	230	3.84%	4.28%	2.52%	2.06%	4.10%	2.16%	3.66%	1.79%	4.33%	3.19%
Yok	172	2.81%	4.05%	3.14%	2.84%	3.94%	6.74%	2.98%	0.96%	2.23%	3.30%

#### 4.9.2. Birim Kök Testleri

Tezin ilk aşamasında kontrol değişkeni olarak kullanılması planlanan satışların logaritması ve aktiflerin logaritmasının durağan olmadığı anlaşılmış olup, birinci dereceden farkları alınarak durağanlaştırılmıştır. Fakat farkların şirket büyüklüklerini doğru temsil etmemeleri nedeniyle bu değişkenlerin çalışmada kullanılmamasına karar verilmiştir. Bunun yerine piyasa değerinin logaritması kullanılmıştır (Bkz. Tablo 25).

**Tablo 25- Araştırmada Kullanılan Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri**

Bağımlı Değişkenler		LLC		IPS		ADF		PP	
		İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri
Tobin Q	Tobin	-124.93	0.000	-26.89	0.000	1686.25	0.000	1953.31	0.000
Aktif Karlılık	ROA	-38.28	0.000	-11.89	0.000	1455.70	0.000	1795.09	0.000
Hisse fiyat Performansı	Hgetiri	-63.52	0.000	-26.75	0.000	2077.01	0.000	2656.83	0.000
Defter Değerinde Büyüme	DDBuyume	-110.83	0.000	-28.24	0.000	2023.21	0.000	2385.13	0.000
Satışlarda Büyüme	StsBuyume	-90.49	0.000	-20.04	0.000	1540.72	0.000	2007.72	0.000
Özkaynak karlılığı	ROE	-43.77	0.000	-12.50	0.000	1410.27	0.000	1666.62	0.000
Net Kar/ Satışlar	Kar/Satis	-165.85	0.000	-15.58	0.000	1235.37	0.000	1470.02	0.000
Sermaye Yatırımları / Varlıklar	Ytr/Varlik	-148.94	0.000	-26.36	0.000	1780.52	0.000	2153.34	0.000

Bağımsız Değişkenler		LLC		IPS		ADF		PP	
		İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri
Halka Açıklık Oranı	Hacik	-702.94	0.000	-83.29	0.000	1193.18	0.000	1374.88	0.000
Halka Açıklık Oranı Değişim	HAcikD	-924.82	0.000	-81.83	0.000	1792.28	0.000	2301.84	0.000
Sektör Ortalama Tobin Q	Stobin	-59.76	0.000	-23.92	0.000	2189.81	0.000	3046.16	0.000
Sektör Ortalama Aktif Karlılığı	SROA	-31.26	0.000	-11.42	0.000	1414.08	0.000	1507.73	0.000
Sektör Ortalama Fiyat Performans	Sgetiri	-83.39	0.000	-42.93	0.000	3405.39	0.000	4087.31	0.000

Kontrol Değişkeni		LLC		IPS		ADF		PP	
		İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri	İstatistik	P Değeri
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	IslYLog	-184.24	0.000	-487.00	0.000	6469.10	0.000	6802.73	0.000
Kaldıraç Oranı	Kaldirac	-62.54	0.000	-9.43	0.000	1090.29	0.000	1296.38	0.000
Piyasa Değerinin Logaritması	PDLog	-22.51	0.000	-3.14	0.001	949.97	0.000	1170.11	0.000
Log Satışlar	SatisLog	1613.27	<b>1.000</b>	81.25	<b>1.000</b>	798.32	0.004	1136.46	0.000
Log Aktifler	AktifLog	-15.84	0.000	5.52	<b>1.000</b>	744.54	0.885	1033.56	0.000
Log Satışların Farkı	Fsatislog	-71.71	0.000	-17.78	0.000	1491.23	0.000	1957.13	0.000
Log Aktiflerin Farkı	Faktiflog	-82.59	0.000	-22.52	0.000	1933.09	0.000	2396.92	0.000

### 4.9.3. Model 1 (Tobin's q) Test Sonuçları

Model 1'e ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 26'da gösterilmiştir. Model 1'de Hausman testi sonucunun 0,05'den büyük çıkması nedeniyle rassal etkiler yöntemi geçerlidir. Durbin-Watson istatistiği ise 0,37 çıkmaktadır. Bağımlı değişken ile hata terimi arasında sıfır korelasyon olduğunu belirten H0 hipotezinin sınanması için Durbin-Watson istatistiği kullanılmaktadır. Savin ve White (1977) tarafından hazırlanan Durbin-Watson anlamlılık tablosundaki maksimum gözlem sayısı olan 200 (bu çalışmadaki modelde n=2236 olduğu için tablodaki en yüksek değer alınmıştır) ile regresyon denkleminde bulunan bağımsız değişkenlerin sayısı olan 7 eşleştirildiğinde, düşük dL değeri 1,603, yüksek dL değeri ise 1,746 olarak çıkmaktadır. Sabit etkiler modeli için Durbin Watson istatistik değeri olan 0,37 alt limit değerinden daha düşük olduğu için H0 hipotezi reddedilmiştir ve bağımlı değişken ile hata terimi arasında pozitif korelasyon olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle sağlam tahminciler yöntemi ile hesaplanan değerlerin geçerliliği daha yüksektir.

Sonuçlara baktığımızda, imtiyazlı pay senedi olup olmamasının Tobin's q oranına etkisi bulunmamaktadır.

Halka açıklık oranı bağımsız değişkeni ise istatistiksel olarak %0'a yakın bir anlamlılıkta Tobin's q değerini negatif olarak etkilemektedir. Aradaki ilişki kat sayısı -0,17'dir. Bu da halka açıklık oranı yüksek şirketlerin piyasa fiyatlamasının diğer şirketlere kıyasla düşük olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak halka açıklık oranı ne kadar yüksek olursa şirketin gelecek performansı konusunda piyasa algısı o kadar zayıf olmaktadır.

Bayrakdaroğlu (2010) BİST 100'de 2005 ve 2009 yılları arasında işlem gören şirketleri incelemiş Tobin's q ile halka açıklık oranı arasında negatif yönlü ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulmuştur. Aytekin ve İbiş (2014) de 2009-2012 döneminde BIST metal eşya, makina endeksinde işlem görmüş olan 23 firmayı ele aldıkları çalışmada bu çalışmaya benzer şekilde Tobin's q ile halka açıklık



oranı arasında negatif yönlü ilişki bulmuşlardır. Bu çalışmada elde edilen sonuçlar literatürdeki diğer çalışmalarda elde edilen sonuçları teyit etmektedir.

Halka açıklık oranındaki değişimin Tobin's q değerine etkisine bakıldığında ise %5 güven aralığında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bunun iki nedeni olabilir. Tobin's q değeri denkleminin payında şirketin piyasa değeri, paydasında ise şirketin finansal tablolarında yer alan öz kaynakları bulunmaktadır. (1) Eğer şirket öz kaynaklarına kıyasla daha fazla değerlendirildiği bir dönemdeyse ve şirketin yönetiminde söz sahibi hissedarlar bunun kalıcı olacağını düşünmüyorsa, şirket hisselerini uygun fiyattan satmayı yani halka açıklık oranını artırmayı tercih etmiş olabilirler. (2) Tobin's q değerinin yüksek çıkmasının bir diğer nedeni ise şirketin öz kaynaklarındaki azalma olabilir. Yüksek kar payı dağıtan ya da zarar etmesi nedeniyle öz kaynakları azalmış olan şirketlerde bu duruma rastlanabilmektedir. Bu durumun yaşandığı bir senaryoda henüz pay senedi fiyatları düşmemişse Tobin's q değerinde yükselme meydana gelecektir. Öz kaynaklardaki azalma nedeniyle şirket karlılığının sürdürülemez olduğu düşünülen yönetimde söz sahibi hissedarlar, pay senedi satışına öncülük edebilirler. Benninga vd. (2003) yaptıkları çalışmada ekonomik şartların dolayısıyla şirket fiyatlamalarının iyi olduğu dönemlerde halka arz olan şirketlerin sayısının arttığını göstermişlerdir. Benninga vd. (2003)'nin çalışmasına göre halka arz kararı alan ana hissedarların halka arz işleminden elde edecekleri kazanç, şirketin halka arz zamanındaki karlılığı ile doğru orantılıdır. Bu bulgu, ana hissedarın elinde bulunan hisseleri mümkün olduğunca iyi fiyattan satmayı tercih edeceğini açıklamakta dolayısıyla da halka açıklık oranındaki artış ile şirket fiyatlaması arasındaki pozitif ilişkiyi açıklamaktadır. Brau ve Fawcett (2004) ise 336 CFO ile mülakat yaparak topladıkları veriyi analiz ettikleri çalışmalarında, şirketlerin üst düzey yöneticilerin kendilerini halka arz kararı almakta en çok motive eden iki etkeni, genel piyasa koşullarının iyi olması ve kendi sektörlerindeki şartların iyi olması olarak belirlemişlerdir. Şirketlerinin sermaye ihtiyacının karara etkisi ise önem derecesi olarak ancak 3. sırada yer almıştır.

**Tablo 26- Model 1 Regresyon Analizi Sonuçları**

Model 1 Tobin's q	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminciler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	-0.08	0.06	-0.08	0.06	-0.01	0.02
Halka Açıklık Oranı (%)	-0.04	0.13	-0.03	0.13	-0.17***	0.04
Halka Açıklık Oranı Değişim	0.01	0.04	0.01	0.04	0.03*	0.01
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	0.96***	0.05	0.95***	0.05	0.29***	0.01
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	0.08	0.07	0.09	0.07	0.03	0.02
Kaldıraç Oranı	0.31***	0.07	0.32***	0.07	0.41***	0.02
Log Piyasa Değeri	0.19***	0.04	0.19***	0.04	0.06***	0.01
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.17		0.16		0.11	
Durbin-Watson İstatistiği	0.37		0.37			
Hausman Test Sonucu	1.00					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.4. Model 2 (Aktif Karlılık) Test Sonuçları

Model 2'ye ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 27'de gösterilmiştir. Model 2'de Hausman istatistiğinin 0,95 olması nedeniyle ilk aşamada rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. Ardından Durbin Watson değeri 1,21 olarak hesaplanmış ve bağımlı değişken ile hata terimi arasında pozitif ilişki bulunduğu için sağlam tahminciler modelinin geçerli olduğu tespit edilmiştir.

İmtiyazlı pay senedinin bulunması %1 anlamlılık düzeyinde aktif karlılığa pozitif etki yapmaktadır. Her ne kadar halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerde imtiyazlı pay senedinin bulunması hisselerin çoğunluğuna sahip yatırımcıların yönetime dahil olmasının önünde bir engel teşkil etse de halka açıklık oranı düşük olan şirketlerde imtiyazlı pay senetlerinin varlığının yönetim kurulu seçimine doğrudan etkisi, halka açık hisselerin azınlığı nedeniyle, söz konusu değildir. Bu sonucu halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerde aktif karlılığın düşük olduğu istatistiği ile

birleştirecek, güçlü yönetimin ve yönetim kurulu konusundaki belirsizliklerin sınırlı olmasının düşük halka açıklık oranlarına sahip şirketlerde getiriye pozitif etkisi olduğunu çıkarabiliriz. Fakat vekalet problemi özellikle halka açıklık oranı yüksek olduğu durumlarda belirgin bir etkiye sahip olmaktadır.

Özer ve Özen (2018), Çam (2016) ve Aytekin ve İbiş (2014) halka açıklık oranı ile aktif karlılığı arasında bu çalışmada elde edilen sonuca benzer şekilde ters yönlü bir ilişki bulmuşlardır. Bayrakdaroğlu (2010) ve Önder (2003) aktif karlılığı ve halka açıklık oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı olan bir ilişki bulamamışlardır.

Model 1’de olduğu gibi aktif karlılık ile halka açıklık oranının değişimi arasında aynı yönlü ilişki mevcuttur. Benninga vd. (2003) yaptıkları çalışmada nakit akışın pozitif olduğu yıllarda şirketlerin halka arz olmayı daha çok tercih ettiklerini göstermişlerdir.

**Tablo 27-** Model 2 Regresyon Analizi Sonuçları

Model 2 ROA	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	0.01**	0.00	0.01**	0.00	0.01**	0.00
Halka Açıklık Oranı (%)	-0.05***	0.01	-0.05***	0.01	-0.03***	0.01
Halka Açıklık Oranı Değişim	0.01*	0.00	0.01*	0.00	0.01**	0.00
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	0.79***	0.04	0.78***	0.04	0.63***	0.03
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	-0.002	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Kaldıraç Oranı	-0.06***	0.00	-0.07***	0.00	-0.10***	0.00
Log Piyasa Değeri	0.03***	0.00	0.03***	0.00	0.03***	0.00
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.33		0.33		0.25	
Durbin-Watson İstatistiği	1.21		1.21			
Hausman Test Sonucu	0.95					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.5. Model 3 (Öz Kaynak Karlılığı) Test Sonuçları

Model 3'e ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 28'de gösterilmiştir. Model 3'de Hausman istatistiğinin 0,68 olması nedeniyle ilk aşamada rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. Durbin Watson değerinin rassal etkiler modelinde 1,19 olması nedeniyle bağımlı değişken ile hata terimi arasında pozitif ilişki bulunduğu anlaşılmış ve sağlam tahminciler modelinin geçerli olduğu tespit edilmiştir.

Bir şirkette yönetim kurulu seçiminde belli hissedarlara imtiyaz sağlayan pay senetlerinin bulunması, şirketin öz kaynak karlılığını istatistiksel olarak %1 anlamı düzeyinde artırmaktadır. Her ne kadar günümüzde borsada işlem gören şirketler arasında halka açıklık trendinde artış olsa dahi, çoğu şirketin ana hissedarları, hisselerin çoğunluğunu elinde tutmaları nedeniyle yönetim kurulunu belirlerken imtiyazlı pay senetlerine ihtiyaçları duymamaktadır. Birikimli oy sisteminin kullanılmadığı şirketlerde imtiyazlı pay senedinin bulunup bulunmaması, ancak halka açıklık oranının çoğunluk hisse seviyesine ulaşması durumunda anlam kazanmaktadır. Diğer yandan kaldıraç oranı arttıkça da istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamı olarak öz kaynak karlılığı düşmektedir. Bu durum gerek yönetim kurulu seçim yetkisinin diğer halka açık hissedarlarla paylaşmayı tercih etmemek yönünden gerekse şirketin sermaye yapısını belirlerken borçlanmayı minimize etmeleri açısından temkinli tarafta kalan ana hissedarların şirketlerinde öz kaynak karlılık oranının daha yüksek çıktığını göstermektedir.

Tobin's q oranı ve aktif karlılık değerlerine benzer şekilde öz kaynak karlılığı değeri de halka açıklık oranı arttıkça istatistiksel olarak %0,01 anlam düzeyinde düşmektedir. Halka açıklık oranındaki artışın öz kaynak karlılığına etkisi -%5 gibi düşük bir değerdir.

Özer ve Özen (2018) ve Çıtak (2011b) halka açıklık oranı ile öz kaynak karlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır. Bayrakdaroğlu (2010)'nun öz kaynak karlılığı ve halka açıklık oranı arasında bulunduğu ilişki istatistiksel olarak %5

düzeyinin altındadır. Çam (2016) halka açıklık oranı ile öz kaynak karlılığı arasında negatif bir ilişki olduğunu bu tez çalışmasındaki sonuçlar ile uyumlu şekilde istatistiksel olarak %1 anlam düzeyinde tespit etmiştir. Aytekin ve İbiş (2014) de halka açıklık oranı ile öz kaynak karlılığı arasında ters yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki olduğunu bulmuştur.

Halka açıklık oranındaki değişim ile şirketlerin öz kaynak karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

**Tablo 28-** Model 3 Regresyon Analizi Sonuçları

Model 3 ROE	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminciler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	0.03*	0.01	0.02*	0.01	0.02**	0.01
Halka Açıklık Oranı (%)	-0.07**	0.02	-0.07**	0.02	-0.05***	0.01
Halka Açıklık Oranı Değişim	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	0.87***	0.04	0.86***	0.04	0.44***	0.02
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	-0.02	0.01	-0.02	0.01	-0.01	0.01
Kaldıraç Oranı	-0.25***	0.02	-0.26***	0.02	-0.09***	0.01
Log Piyasa Değeri	0.07***	0.01	0.07***	0.01	0.06***	0.00
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.28		0.28		0.13	
Durbin-Watson İstatistiği	1.19		1.19			
Hausman Test Sonucu	0.68					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.6. Model 4 (Net Kar / Satışlar) Test Sonuçları

Model 4'e ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 29'da gösterilmiştir. Model 4'de Hausman istatistiğinin 0.05'den büyük bir değer olarak 0,99 olması nedeniyle ilk aşamada rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. Ardından Durbin Watson değeri sabit etkiler modeli için 1,34 olarak hesaplanmış ve hesaplanan bu değer 1,603 olan alt sınır dL değerinden düşük olması nedeniyle

bağımlı değişken ile hata terimi arasında pozitif ilişki bulunduğu tespit edilmiş ve bu model için sağlam tahminler modelinin geçerli olduğu anlaşılmıştır.

Şirketlerin sahip olduğu net kar / satışlar değeri ile imtiyazlı pay senedinin bulunması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Halka açıklık oranı daha yüksek olan şirketlerin, istatistiksel olarak %0,1 anlamlı düzeyde, net kar / satışlar değerlerinin daha düşük olduğu bulunmuştur. Çam (2016) halka açıklık oranı ile net kar / satışlar değerleri arasında negatif bir ilişki olduğunu %1 anlamlılık düzeyinde tespit etmiştir. Bu çalışmadaki bulunan sonuç ile uyum söz konusudur.

Halka açıklık oranındaki değişim ile net kar/ satışlar arasında Tobin's q ve aktif karlılığı bağımlı değişkenlerindeki benzer şekilde %1 anlam düzeyinde pozitif bir ilişki mevcuttur. Bu ilişki ana hissedarların şirketin dönemsel operasyonel sonuçlarındaki ve piyasa fiyatlamasındaki yüksek değerleri pay senedi satışı şeklinde değerlendirdikleri tezini desteklemektedir.

**Tablo 29-** Model 4 Regresyon Analizi Sonuçları

Model 4 KarSatış	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	0.05	0.04	0.05	0.04	0.01	0.00
Halka Açıklık Oranı (%)	-0.35***	0.08	-0.35***	0.08	-0.07***	0.01
Halka Açıklık Oranı Değişim	0.00	0.03	0.00	0.03	0.02***	0.00
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	0.96***	0.06	0.96***	0.06	0.04***	0.01
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	-0.04	0.05	-0.04	0.05	0.00	0.01
Kaldıraç Oranı	-0.20***	0.04	-0.20***	0.04	-0.19***	0.01
Log Piyasa Değeri	0.10***	0.02	0.10***	0.02	0.04***	0.00
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.14		0.14		0.08	
Durbin-Watson İstatistiği	1.34		1.34			
Hausman Test Sonucu	0.99					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.7. Model 5 (Pay Senedi Fiyat Performansı) Test Sonuçları

Model 5'e ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 30'da gösterilmiştir. Model 5'de Hausman değerinin 1,0 olması nedeniyle ilk aşamada rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. Rassal etkiler modeline göre hesaplanan Durbin Watson istatistiği 1,93 olarak bulunmuştur. Bu değer yüksek dL değer aralığı olan 1.746 ile 2.254 değerlerinin arasında olması nedeniyle bağımlı değişken ile hata terimi arasında korelasyon olmadığı tespit edilmiştir.

İmtiyazlı pay senedinin bulunması ile şirketlerin pay senetlerinin yıllık fiyat performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Rassal etkiler modelinde bağımsız değişkenler ile ba

Avcı (2018)'da benzer şekilde BİST 100 şirketlerinin 2006-2010 yılları arasındaki verisini içeren çalışmada halka açıklık oranı ile pay senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Halka açıklık oranı ile diğer bağımlı değişkenlerin aksine pay senedi getirileri arasında anlamlı bir ilişki olmaması şirketin halka açıklık oranının operasyonel performansa ya da şirket fiyatlamasına önceden yansımış olması nedeniyle devam eden yıllardaki getirilerinde ilave bir getiri düzeltilmesine gerek kalmaması olarak yorumlanabilir.

Diğer yandan Tobin's q oranı, aktif karlılık ve net kar / satışlar bağımlı değişkenlerinin aksine pay senedi getirisi ile halka açıklık oranının değişimi arasında istatistiksel olarak %5 anlam düzeyinde ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu durum, ana hissedarların şirketin olumlu operasyonel sonuçlarını ve şirket fiyatlamasını pay senedi satış fırsatı olarak değerlendirebildiği, pay senetlerinin fiyat performansında bu durumun negatif olarak yansıdığı ve halka açık olan payların sahiplerinin şirketin pozitif faaliyet performansından ilave pay senedi halka arzı nedeniyle yararlanamadıkları şeklinde yorumlanabilir.

**Tablo 30 - Model 5 Regresyon Analizi Sonuçları**

Model 5 Hgetiri	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminciler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01
Halka Açıklık Oranı (%)	-0.06	0.04	-0.06	0.04	-0.05	0.03
Halka Açıklık Oranı Değişim	-0.03*	0.01	-0.03*	0.01	-0.02	0.01
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	0.99***	0.03	0.98***	0.04	0.95***	0.02
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	0.03	0.02	0.03	0.02	0.08***	0.02
Kaldıraç Oranı	-0.04*	0.02	-0.04*	0.02	-0.03	0.01
Log Piyasa Değeri	0.06***	0.01	0.06***	0.01	0.06***	0.01
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.33		0.33		0.28	
Durbin-Watson İstatistiği	1.93		1.93			
Hausman Test Sonucu	1.00					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.8. Model 6 (Öz Kaynaklarda Büyüme) Test Sonuçları

Model 6'ya ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 31'de gösterilmiştir. Model 6'da Hausman değerinin 0,06 olması nedeniyle ilk aşamada rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. Rassal etkiler modeline göre hesaplanan Durbin Watson istatistiği 2,02 olarak bulunmuştur. Bu değer yüksek dL değer aralığı olan 1.746 ile 2.254 değerlerinin arasında olması nedeniyle bağımlı değişken ile hata terimi arasında korelasyon olmadığı tespit edilmiştir. Sağlam Tahminciler modelinin kullanılmasına gerek yoktur.

Sabit etkiler modelinin sonuçlarına göre bağımsız değişkenler ile Model 6'nın bağımlı değişkeni olan öz kaynak büyümesi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Her ne kadar halka açıklık oranı düşük olan şirketlerin aktif ve öz kaynak karlılıkları diğer şirketlere kıyasla yüksek olsa da elde ettikleri karı



hissedarlarına dağıtmaları nedeniyle öz kaynak büyümesi tarafında bunun yansıması gerçekleşmiyor olabilir.

**Tablo 31-** Model 6 Regresyon Analizi Sonuçları

Model 6 DDBuyume	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminciler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	-0.01	0.02	-0.01	0.02	0.01	0.01
Halka Açıklık Oranı (%)	0.04	0.05	0.03	0.05	-0.02	0.02
Halka Açıklık Oranı Değişim	0.00	0.02	-0.01	0.02	0.00	0.01
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	0.80***	0.05	0.83***	0.05	0.14***	0.02
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	-0.03	0.03	-0.03	0.03	-0.02*	0.01
Kaldıraç Oranı	-0.07**	0.02	-0.07**	0.02	-0.03**	0.01
Log Piyasa Değeri	0.04**	0.01	0.04**	0.01	0.06***	0.01
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.11		0.11		0.03	
Durbin-Watson İstatistiği	2.02		2.02			
Hausman Test Sonucu	0.06					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.9. Model 7 (Satışlarda Büyüme) Test Sonuçları

Model 7'ye ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 32'de gösterilmiştir. Model 7, satışlardaki büyüme bağımlı değişkeninde Hausman istatistiğini 0,65 gibi yüksek bir değer çıkması nedeniyle birinci aşamada Rassal Etkiler modeli tercih edilecektir. Durbin Watson istatistiği olarak bulunan 1,96 değeri yüksek dL değer aralığı olan 1.746 ile 2.254 değerlerinin arasında olması nedeniyle bağımlı değişken ile hata terimi arasında korelasyon olmadığı tespit edilmiştir. Sağlam Tahminciler modelinin kullanılmasına gerek yoktur.

Bu modelde de bağımsız değişkenler ile satışlardaki büyüme bağımlı değişkeni arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Model 9 anlatımında görüleceği üzere, kaldıraç oranı bağımlı değişkenine ait sonuçlar halka

açıklık oranı ile kaldıraç oranı arasında pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Yani her ne kadar halka açıklık oranı yüksek şirketler düşük karlılığa sahip olsalar da yüksek kaldıraç kullanarak satış değerlerini artırmış olabilirler.

**Tablo 32-** Model 7 Regresyon Analizi Sonuçları

Model 7 STSBuyume	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminciler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	-0.02	0.04	-0.03	0.04	0.01	0.01
Halka Açıklık Oranı (%)	0.03	0.10	0.02	0.10	-0.07**	0.03
Halka Açıklık Oranı Değişim	-0.03	0.03	-0.03	0.03	0.00	0.01
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	0.89***	0.05	0.90***	0.05	0.11***	0.01
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	0.07	0.05	0.07	0.05	0.00	0.01
Kaldıraç Oranı	0.07	0.05	0.07	0.05	0.06***	0.01
Log Piyasa Değeri	-0.03	0.03	-0.03	0.03	0.03***	0.01
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.11		0.11		0.02	
Durbin-Watson İstatistiği	1.96		1.96			
Hausman Test Sonucu	0.65					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.10. Model 8 (Sermaye Yatırımları / Varlıklar) Test Sonuçları

Model 8'e ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 33'de gösterilmiştir. Model 8, yatırım / varlıklar bağımlı değişkeninde Hausman istatistiğini 0 olarak bulunduğu için ilk aşamada sabit etkiler modeli tercih edilmiştir. Sabit etkiler modeline göre Durbin Watson istatistiği olarak bulunan 1,70 değerinin yüksek dL değeri olan 1,746'den küçük olması nedeniyle bağımlı değişken ile hata terimi arasında korelasyon bulunması riski mevcuttur. Bu yüzden Sağlam Tahminciler modelinin kullanılması daha uygundur.

Bu modelde elde edilen sonuçlara göre istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir şekilde sermaye yatırımları ile halka açıklık oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Fakat halka açıklık oranı yüksek şirketlerin sermaye yatırımları konusundaki bu tercihleri araştırma sonuçlarına göre özkaynakların ve satışların büyümesine ait bulgulara yansımamaktadır.

**Tablo 33- Model 8 Regresyon Analizi Sonuçları**

Model 8 Yatırım/Varlık	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminciler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Halka Açıklık Oranı (%)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01*	0.00
Halka Açıklık Oranı Değişim	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	0.99***	0.02	0.94***	0.03	0.28***	0.01
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00
Kaldıraç Oranı	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00
Log Piyasa Değeri	0.01***	0.00	0.01***	0.00	0.01***	0.00
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.44		0.45		0.04	
Durbin-Watson İstatistiği	1.72		1.72			
Hausman Test Sonucu	0.14					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.11. Model 9 (Kaldıraç Oranı) Test Sonuçları

Model 9'a ait regresyon analizi ve Hausman testinde elde edilen sonuçlar Tablo 34'de gösterilmiştir. Hausman istatistik değeri 0,99 çıktığı için ilk aşamada rassal etkiler modeli tercih edilmiştir. Rassal etkilere göre Durbin Watson istatistiği 0,23'dür ve bu değer dL istatistiğinin alt sınırı olan 1,603'den düşük olması nedeniyle kaldıraç bağımlı değişkeni ile hata terimi arasında pozitif korelasyon olduğu tespit edilmiş ve sağlam tahminciler yöntemine ait sonuçların geçerli olduğu anlaşılmıştır.

Sağlam değişkenler ile yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre halka açıklık oranı ile kaldıraç oranı arasında istatistiksel olarak %1 anlam düzeyinde pozitif ilişki bulunmaktadır. Bu sonuca göre şirket yönetimine hâkim ortakların hisse payları azaldıkça risk alma iştahlarının arttığı gözlenmektedir. Bunun birden fazla nedeni olabilmektedir. Bazı şirketlerde finansal yapının bozulması ve şirketin varlığını sürdürmesi konusunda endişelerin belirmesi durumunda şirketin ana hissedarlarının şirketteki paylarını azaltmaları söz konusu olabilmektedir. Örneğin 2019 yılında iflas başvurusu yapmış olan Bimeks şirketinde halka açıklık oranı 2014 yılında %39 iken, 2016'da %61'e ve 2017'de %95'e yükselmiştir. Yine 2018 yılında konkordato ilan eden Yeşil GYO'nun halka açıklık oranı 2016 yılında %28 iken, 2017 yılında %67'ye çıkmıştır. Bu örnekler, finansal sıkıntıya giren ve bu nedenle de yüksek kaldıraç kullanmak zorunda kalan şirketlerin halka açıklık oranlarının arttığını ve yüksek seviyelere ulaşabildiğini göstermektedir. Bir diğer neden ise muhafazakâr yönetim anlayışına sahip bir grup şirketin, hem özkaynak yoluyla finansman yöntemi olan halka açılmayı hem de borçlanarak finansman sağlamayı daha düşük oranda kullanmalarından kaynaklanabilir.

**Tablo 34-** Model 9 Regresyon Analizi Sonuçları

Model 9 Kaldıraç	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminçiler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
İmtiyazlı pay senedi olması	-0.04**	0.01	-0.04**	0.01	-0.03**	0.01
Halka Açıklık Oranı (%)	0.11**	0.03	0.11**	0.03	0.07**	0.02
Halka Açıklık Oranı Değişim	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01
Bağımlı Değişkene Ait Sektör Ortalaması	1.02***	0.03	1.02***	0.03	0.87***	0.02
İşlem Gördüğü Yıl Sayısı Logaritması	0.02	0.02	0.02	0.02	-0.01	0.01
Log Piyasa Değeri	0.01	0.01	0.01	0.01	0.03***	0.01
Ayarlanmış R <sup>2</sup>	0.30		0.30		0.29	
Durbin-Watson İstatistiği	0.23		0.23			
Hausman Test Sonucu	0.99					

\*\*\*%0,1 düzeyinde anlamlı, \*\*%1 düzeyinde anlamlı, \*%5 düzeyinde anlamlı

#### 4.9.12. 9 Farklı Modele Ait Sonuçlarla İlgili Genel Değerlendirme

Oluşturulan dokuz farklı modele ait yapılan regresyon analizlerinin sonuçları Tablo 35’de gösterilmiştir. Özet olarak belirtmek gerekirse bir şirkette imtiyazlı pay senedinin bulunması istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde aktif karlılığını ve öz kaynak karlılığını artırmaktadır. Halka açıklık oranı yükseldikçe şirketlerin Tobin’s q oranlarının, aktif ve öz kaynak karlılıklarının, net kar / satışlar oranlarının, satışlardaki büyüme oranlarının düştüğü ve yüksek kaldıraç kullanımı nedeniyle daha fazla riske maruz kaldıkları görülmektedir. Şirketlerin Tobin’s q, aktif karlılığı, öz kaynak karlılığı, net kar / satışlar gibi finansal göstergelerinin iyi olduğu zamanlarda ana hissedarların halka açıklık oranını artırmaya istekli olduğu buna karşın halka açıklık oranı artırılınca ilgili yıldaki pay senedi getirilerinin düştüğü görülmüştür.

**Tablo 35- 9 Farklı Modelin Regresyon Analizinin Sonuçlarının Özeti**

Değişkenler	Rassal Etkiler		Sabit Etkiler		Sağlam Tahminçiler	
	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata	Beta	Standart Hata
<b>Halka Açıklık Oram (%)</b>						
Model 1 Tobin's q	-0.04	0.13	-0.03	0.13	-0.17***	0.04
Model 2 ROA	-0.05***	0.01	-0.05***	0.01	-0.03***	0.01
Model 3 ROE	-0.07**	0.02	-0.07**	0.02	-0.05***	0.01
Model 4 KarSatış	-0.35***	0.08	-0.35***	0.08	-0.07***	0.01
Model 5 Hgetiri	-0.06	0.04	-0.06	0.04	-0.05	0.03
Model 6 DDBuyume	0.04	0.05	0.03	0.05	-0.02	0.02
Model 7 STSBuyume	0.03	0.10	0.02	0.10	-0.07**	0.03
Model 8 Yatırım/Varlık	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01*	0.00
Model 9 Kaldıraç	0.11**	0.03	0.11**	0.03	0.07**	0.02
<b>Halka Açıklık Oram Değişim</b>						
Model 1 Tobin's q	0.01	0.04	0.01	0.04	0.03*	0.01
Model 2 ROA	0.01*	0.00	0.01*	0.00	0.01**	0.00
Model 3 ROE	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00
Model 4 KarSatış	0.00	0.03	0.00	0.03	0.02***	0.00
Model 5 Hgetiri	-0.03*	0.01	-0.03*	0.01	-0.02	0.01
Model 6 DDBuyume	0.00	0.02	-0.01	0.02	0.00	0.01
Model 7 STSBuyume	-0.03	0.03	-0.03	0.03	0.00	0.01
Model 8 Yatırım/Varlık	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Model 9 Kaldıraç	0.00	0.01	0.00	0.01	0.00	0.01
<b>İmtiyazlı pay senedi olması</b>						
Model 1 Tobin's q	-0.08	0.06	-0.08	0.06	-0.01	0.02
Model 2 ROA	0.01**	0.00	0.01**	0.00	0.01**	0.00
Model 3 ROE	0.03*	0.01	0.02*	0.01	0.02**	0.01
Model 4 KarSatış	0.05	0.04	0.05	0.04	0.01	0.00
Model 5 Hgetiri	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01
Model 6 DDBuyume	-0.01	0.02	-0.01	0.02	0.01	0.01
Model 7 STSBuyume	-0.02	0.04	-0.03	0.04	0.01	0.01
Model 8 Yatırım/Varlık	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Model 9 Kaldıraç	-0.04**	0.01	-0.04**	0.01	-0.03**	0.01

## 5. TARTIŞMA

### 5.1. VEKALET MALİYETLERİNİN TESPİTİ

Bu çalışmada, halka açık pay sahiplerinin yaşadığı vekalet maliyetleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla Borsa İstanbul'da halka açık şirketlerde (1) imtiyazlı pay senedi olup olmamasının, (2) şirketlerin halka açıklık oranının ve (3) içinde bulunan yılda halka açıklık oranındaki değişimin, şirketlerin finansal göstergeleri ve pay senedi fiyatı performanslarına etkileri ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlarının bağımsız değişken bazında değerlendirmesi aşağıda yapılmıştır.

#### 5.1.1. İmtiyazlı Pay Senedi Bulunması ile İlgili Maliyetler

Bölüm 4.8'de belirtildiği üzere Türk borsasında faaliyet gösteren şirketlerin %55'inde genel kurulda oy verme ya da yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı bulunmaktadır. Bu durum, az sayıdaki imtiyaza sahip hisseyi bulunduran hissedarların şirket yönetiminde kontrolü tek başlarına sağlayabilmelerine yol açmaktadır. Her ne kadar bağımsız yönetim kurulu üyesi bulundurma zorunluluğu ve seçim kriterleri SPK kurumsal yönetim ilkelerinde tanımlanmış olsa da bağımsız yönetim kurulu üyeleri, kontrol sahibi hissedarın atadığı yönetim kurulu üyeleri tarafından seçilmektedir. Bu uygulama, şirketlerin tek bir elden yönetilmesine ve bazı durumlarda halka açık payların sahiplerinin çoğunluk hisseye sahip oldukları halde şirket yönetiminde söz sahibi olamamalarına yol açabilmektedir. Bu nedenle imtiyazlı pay senedi kullanımının şirketlerin yönetim kalitesine ve hissedar haklarının etkin bir

şekilde korunmasına etkilerini ölçmek maksadıyla bu çalışmada bağımsız değişken olarak imtiyazlı pay senedi bulunup bulunmaması tanımlanmıştır.

Sonuçlara baktığımızda, imtiyazlı pay senedi ile Tobin's q oranı arasında bir ilişki bulunmadığı görülmektedir. Tobin's q oranının yüksek olması, bir şirketin finansal borcu ve elindeki varlıklar düşünüldüğünde pay senedi fiyatlamasının yüksek olduğunu göstermektedir. Tobin's q oranı ile imtiyazlı pay senedi bulunması arasında bir ilişkinin olmaması ise yatırımcıların bir şirkete yatırım yaparken imtiyazlı pay senedi bulunup bulunmamasına dikkat etmediklerini göstermektedir. Araştırma sonuçlarına göre imtiyazlı pay senedi bulunan şirketler, diğer şirketlere benzer şekilde fiyatlanmaktadır.

Karlılık ile ilgili değişkenler ile imtiyazlı pay senedi arasındaki ilişki incelendiğinde ise imtiyazlı pay senetlerinin, aktif karlılık değerlerine ve öz kaynak karlılığı değerlerine düşük düzeyde de olsa istatistiksel olarak anlamlı ve olumlu bir etkisi olduğu görülmektedir. İmtiyazlı pay senetleri ile arasında anlamlı bir ilişki olan bir diğer bağımlı değişken ise kaldıraç oranıdır. Bir şirkette imtiyazlı pay senedi bulunmasının kaldıraç kullanımında negatif tesiri olduğu görülmektedir. Net karın satışlara oranı ile imtiyazlı pay senedi bulunması arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Bu da göstermektedir ki imtiyazlı pay senedi bulunan şirketlerde öz kaynak karlılığı ile aktif karlılığının yüksek olması bu şirketlerde düşük kaldıraç kullanılmasından kaynaklanmaktadır. İmtiyazlı pay senedi bulunan şirketlerde büyük hissedarların şirket yönetimini halka açık payların sahipleriyle paylaşmak istemedikleri ve sermaye yapısında finansal borçları yüksek oranda kullanmak konusunda muhafazakâr davrandıkları görülmektedir.

Şirketlerin büyüme oranları ve pay senedi fiyat performansları ile imtiyazlı pay senedi bulunması arasında ise yine istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

İmtiyazlı pay senedi bulunan şirketlerin birçoğunda büyük hissedarlar, halka açık pay senedi miktarının düşük olması nedeniyle, imtiyaz haklarına ihtiyaç



duymadan, genel kurulda bütün yönetim kurulu üyelerini seçecek oy oranına sahip olmaktadırlar. Fazla oy kullanma ya da yönetim kurulu üyesi belirleme imtiyazlarına sahip olan pay senetleri sadece halka açıklık oranının yüksek olduğu durumlarda işlevsel olmaktadır. Halka açıklık oranı ile şirketlerin karlılık ve pay senedi getirileri arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Bu durum imtiyazlı pay senetlerinin işlevsel olduğu koşullarda şirketlerin negatif performansının yine halka açıklık oranı ile açıklanması sonucunu doğurmaktadır. Kısaca, bir şirketin imtiyazlı pay senedi bulundurması, sadece halka açıklık oranının yüksek olduğu durumlarda, halka açık pay senedi sahiplerinin vekalet maliyetleri yaşamasına neden olmaktadır.

Bu çalışma kapsamında imtiyazlı pay senetleri ile şirket performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamış olsa da imtiyazlı pay senetleri, halka açık payların genel kurulda etkin bir şekilde temsilini engellemektedir. Sonuç olarak imtiyazlı pay senedi sahipleri, az miktardaki şirket payı ile kontrolün tamamına sahip olabilmekte ve vekalet kuramı çerçevesinden bakıldığında halka açık pay sahipleri açısından olumsuz bir ortam (*ahlaki risk*) oluşturmaktadırlar. Bu nedenle halka açık pay sahiplerinin yaşadığı vekalet maliyetlerini azaltmak amacıyla, doğrudan ya da dolaylı olarak yönetim kurulu üyelerinin seçimine etki eden imtiyazların sınırlandırılmasının, yetkili kurumlarca tartışılması ve değerlendirilmesinin fayda sağlayacağı düşünülmektedir.

### **5.1.2. Halka Açıklık Oranına Bağlı Olarak Gelişen Maliyetler**

Halka açıklık oranı ne kadar yüksek olursa şirket yönetimine sahip olan ana hissedarın şirketteki payı o kadar düşük olabilecektir. Bu duruma vekalet kuramında tanımlanan çerçeve ile bakıldığında, kontrol sahibi hissedarların, şirketin genel çıkarlarındansa kendi çıkarlarını ön planda tutmalarının getirisi, kendisine ait hisse payı azaldıkça artacaktır. Bu nedenle bağımsız değişken olarak halka açıklık oranı tanımlanarak oluşturulan 9 farklı modelde, halka açıklık oranı ile şirket performansı arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır.

Model 1’de halka açıklık oranı arttıkça istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde Tobin’s q oranının düştüğü görülmektedir. Defter değeri ve finansal borç oranı baz

alındığında hissedarların, halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin pay senedi fiyatına diğer şirketlere kıyasla daha düşük değer biçtikleri görülmektedir. Bu da halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin hissedarlarının yaşadığı vekalet maliyetinin pay senedi fiyatlaması olarak yansımalarıdır. Model 2 (Aktif Karlılık), Model 3 (Öz Kaynak Karlılığı) ve model 4 (Net Kar/ Satışlar)'deki sonuçlar ele alındığında şirketlerin karlılık oranı ile halka açıklık oranları arasında negatif bir ilişki olduğu gözle çarpılmaktadır. Karlılık oranları şirketlerin en önemli finansal göstergelerinden birisidir. Kurulan modellerde elde edilen sonuçlar, halka açıklık oranı arttıkça şirketlerin yönetim kalitesinin düştüğünü ve karlılığın azaldığını göstermektedir. Model 5 incelendiğinde ise pay senedi fiyat performansı ile halka açıklık oranı arasında bir ilişki olmadığı görülmektedir. Halka açıklık oranı önceki dönemde de mevcut olduğu için hissedarlar nezdinde bir değişiklik yoktur ve şirketin halka açıklık oranının yüksekliği nedeniyle yaşamış olduğu karlılık kaybı, pay senedi fiyatına önceden yansımıştır. Büyüme oranları incelendiğinde ise Model 6'da incelenen defter değerindeki büyüme ile ilişki ve Model 8'de incelenen duran varlık yatırımları ile ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Diğer yandan Model 7 sonuçlarına göre halka açıklık oranı ile satışlardaki büyüme arasında negatif bir ilişki söz konusudur ve bu durum halka açıklık oranı yükseldikçe satışların büyümesi anlamında da vekalet maliyetleri yaşandığını göstermektedir. Model 9'a bakıldığında ise halka açıklık oranı arttıkça kaldıraç oranının yükseldiği görülmektedir. Kaldıraç oranı yükselmesi daha çok finansal olarak zora giren şirketlerde görülmektedir ve buradan durumu bozulan şirketlerde halka açıklık oranının daha yüksek olduğu sonucu çıkarılabilir.

Kısaca özetlemek gerekirse, halka açıklık oranı yüksek olan şirketler, düşük bir değer ile fiyatlanmakta, karlılık oranları diğer şirketlere kıyasla düşük seyretmekte, satışlarındaki büyüme oranı düşük olmakta ve bu şirketler diğer şirketlere kıyasla daha fazla borçlanarak daha fazla risk almaktadırlar. Halka açıklık oranı arttıkça gerek pay senedi fiyatlaması gerek karlılık oranları gerekse yatırımlarının yüksek riske maruz kalması açısından, pay sahiplerinin vekalet maliyeti yaşadıkları görülmektedir.

### 5.1.3. Halka Açıklık Oranındaki Değişim Nedeniyle Oluşan Maliyetler

Bölüm 4.8’de belirtildiği üzere yıllar geçtikçe şirketlerin halka açıklık oranlarında bir artış trendi söz konusudur. Vekalet kuramı çerçevesinden bakılırsa, ana hissedarlar eğer şirketlerinin geleceğine güvenmiyorlarsa; pay senedi fiyatlamasında beklentilerinin üstünde sürdürülebilir olmayan bir yükselme söz konusuysa ya da şirkette hissedar olarak değil de şirket yönetiminde söz sahibi olarak çıkar sağlama düşüncesindeyse sahip oldukları pay senedi miktarını azaltmayı düşünebilmektedirler. Tam tersi ele alındığında, şirketin geleceğine inanan, şirketi daha üstün noktalara taşıma konusunda çaba sarf eden ve şirket hissedarlarının menfaatini üst düzeyde temsil eden kontrol gücü sahibi hissedarların ise daha fazla pay senedi sahibi olma noktasında motive olacakları düşünülebilir. Bu nedenle araştırma kapsamında üçüncü bağımsız değişken olarak halka açıklık oranındaki değişim belirlenmiş ve bu değişken ile şirket performanslarını gösterir bağımlı değişkenler arasında ilişki olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Şirket fiyatlaması, pay senedi getiri oranı ve karlılıkla ilgili bağımsız değişkenlerdeki performans ölçen Model 1 (Tobin’s q), Model 2 (Aktif Karlılık), Model 3 (Öz Kaynak Karlılığı), Model 4 (Net Kar / Satışlar) ve Model 5 (Pay Senedi Fiyat Performansı)’de istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilirken; büyüme ve kaldıraç oranı ile ilgili değişkenlerde anlamlı sonuçlar elde edilememiştir. Model 1’de Tobin’s q oranı ile halka açıklık oranındaki değişim arasında olumlu bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu durum ana hissedarların, şirketin piyasa değerinin, defter değerine ve finansal borç ile almış olduğu riske kıyasla daha yüksek seviyede seyrettiği dönemlerde, yani pay senedi fiyatlamasının nispeten yüksek olduğu zamanlarda oluşan durumu satış fırsatı olarak değerlendirdiklerini göstermektedir. Tobin’s q oranına benzer şekilde, Model 2, Model 3 ve Model 4’de belirtilen karlılıkla ilgili bağımlı değişkenler ile halka açıklık oranı arasındaki ilişkinin de pozitif yönlü olduğu görülmektedir. Bu modellerdeki sonuçlara göre ana hissedarlar, şirketin karlılığının dönemsel olarak yükseldiği zamanları satış fırsatı olarak değerlendirmektedir. Çalışma ile ilgili bir diğer önemli sonuç Model 5’de elde edilmiştir. Her ne kadar ana hissedarlar

pay senedi satmak için pay senedi fiyatlamasının ve şirketin dönemsel karlılığının yüksek olduğu zamanları seçmiş olsa da piyasa bu durumu olumsuz bir gelişme olarak algılamış ve halka açıklık değişimi ile pay senedi fiyat performansı arasında olumsuz bir ilişki gözlemlenmiştir.

Elde edilen sonuçlar göstermiştir ki şirketin finansal tablolarına hâkim olan hissedarlar, pay senedi satmak için şirket fiyatlamasının ve karlılığın iyi olduğu dönemleri tercih etmekte; halka açık paylara yatırım yapan yatırımcılar ise nispeten pahalı şirketleri finansal tabloların geçici olarak cazip olduğu dönemlerde almakta; bunun sonucunda da pay senedi fiyatlamasındaki düşüş nedeniyle zarara uğramaktadırlar. Bu durum vekalet kuramındaki bilgi asimetrisi kavramı çerçevesinde değerlendirildiğinde; şirketin finansal ve operasyonel durumu ve gelecek beklentisi hakkında doğrudan bilgi sahibi olan ana hissedarların, bu bilgiyi avantaja çevirerek, nispeten kendilerine kıyasla daha az bilgi sahibi olan yatırımcılara hisselerini sattıkları görülmektedir. Sonuç olarak halka açık pay sahipleri, halka açıklık oranında artış olan pay senetlerine yatırım yaparken de vekalet maliyetine katlanmaktadırlar.

## **5.2. AKTİVİST SERBEST YATIRIM FONLARI VEKALET PROBLEMİNE BİR ÇÖZÜM OLABİLİR Mİ?**

Kurumsal yönetim konusunda yapılan birçok akademik çalışmanın ve kamu otoritelerince alınan önlemlerin amaçlarının başında azınlık hissedarların haklarının korunması gelmektedir. 2000’li yıllarda kurumsal yönetim, dünya çapında önem kazanmış ve özellikle 2008 finansal krizinden sonra kurumsal yönetim ile ilgili birçok önlem alınmış olsa da bu araştırma sonuçlarına göre Türkiye’de vekalet maliyetleri halen devam etmektedir. Araştırma kapsamında tespit edilen vekalet maliyetlerinin, yeni halka arzlar yapıldıkça ve borsaya kote olarak işlem gören şirketlerde halka açıklık oranları yükseldikçe daha da artması beklenmektedir.

Vekalet maliyetlerinin sınırlandırılması amacıyla atılabilecek adımlar arasında (1) mevcut yasal altyapının ve ilgili uygulamaların iyileştirilmesi ve (2) sisteme yeni bir aktör olarak aktivist serbest yatırım fonlarının dahil edilmesinin sağlanması bulunmaktadır.

Birinci adım olarak mevcut yasal alt yapıyı ele aldığımızda, 2011 yılında resmî gazetede yayınlanan Yeni Türk Ticaret Kanunu ve en son 2014 yılında güncellenen SPK kurumsal yönetim tebliği, ana iskeleti oluşturmaktadır. Her iki doküman dünyadaki en iyi uygulamalar ele alınarak oluşturulmuş olup yine Türkiye'deki kurumsal yönetim altyapısı Bölüm 2.2'de paylaşılmış olan çeşitli uluslararası değerlendirmelere göre olumlu notlar almıştır. Kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmalar ve iyileştirmeler uluslararası ölçekte ilerlemekte, Türkiye ise global gelişmelere uygun olarak kendi mevzuat altyapısını güncellemektedir. Buna karşın mevcut hissedarların, yeni düzenlemelerden önce imzalanmış olan esas sözleşmelerden elde ettikleri haklar nedeniyle belli konularda istenilen adımlar atılamamaktadır. Yine de yönetim kurullarının yapısında yapılacak iyileştirmeler, yönetim kurulu denetim ve aday belirleme komitelerinin standartlarının yükseltilmesi, genel kurulda oylama kriterlerinin halka açık pay sahiplerinin lehine gözden geçirilmesi, imtiyazlı pay senetlerinin imtiyazlarında sınırlama, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterlerinin yükseltilmesi gibi maddelerde yapılabilecek iyileştirmeler gündemde tutulabilir.

İkinci adımın atılacağı alan olarak uygulamada sermaye piyasasında faaliyet gösteren aktörlerin kapasiteleri ve vekalet maliyetlerini önleme açısından alabilecekleri roller değerlendirilebilir. Bu konuda rol üstlenebilecek aktörler arasında, bağımsız yönetim kurulu üyeleri, SPK, büyük ölçekli fonlar ve serbest yatırım fonları sıralanabilir.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin rolleri ve sorumlulukları kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmalarda oldukça sık bir şekilde ele alınan konulardan biridir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin gerek sayı gerekse yetkinlikleri açısından sağlamaları gereken minimum kriterler mevcut yasal mevzuatta tanımlanmış bulunmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerinde de bağımsız yönetim kurulu üyelerinin

etkinliklerinin artırılması ve bağımsızlıklarının sağlanması açısından belli kriterler getirilmiş bulunmaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin kurumsal yönetim standartlarının yükseltilmesi noktasında önemli ölçüde katkıları mevcuttur. Bununla birlikte dışardan bir oyuncu olarak yönetim kurulunda bulunmaları; hissedar haklarını koruma ile elde edecekleri kazanç arasında doğrudan bir ilişki olmaması nedeniyle etkin performans konusunda motivasyonlarının diğer yönetim kurulu üyelerine kıyasla düşük olabilme riski; mevcut yönetim kurulu tarafından seçilmeleri yani dolaylı olarak yönetim kuruluna girebilmeleri için hakim hissedarın desteğine ihtiyacı duymaları ve yönetim kurulunda alınan bir çok önemli kararda azınlık durumunda olmaları gibi etkenler, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin tek başlarına vekalet maliyetini önleme konusunda etkin bir rol oynamalarını sınırlamaktadır. Ayrıca bu konuda yapılabilecek birçok iyileştirme halihazırda yürürlükte bulunmaktadır.

Sermaye piyasalarının etkin bir şekilde işleyebilmesi için SPK'nın rolü kritik derecede önemlidir. 2011 yılında yayınlanan yTTK ile kurumsal yönetim alanında düzenleme yetkisi SPK'ya verilmiştir. SPK'da OECD kurumsal yönetim ilkelerine ve yTTK'ya paralel olarak kendi kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamakta, denetim ve düzenleme işlevini yerine getirmektedir. Halka açık payların yaşadığı vekalet maliyetlerini azaltma konusunda SPK'nın görev ve sorumlulukları önemli bir etkiye sahip olmakla birlikte aktif bir oyuncu olarak hissedarları vekaleten genel kurullarda ve yönetim kurullarında görev alması ve karar verici rolde olması mümkün değildir.

Fonlar yapıları gereği hissedarları doğrudan temsil etme pozisyonundadırlar. Portföy yönetim şirketleri, birçok farklı yatırımcıdan topladıkları kaynaklar ile ciddi fon büyüklüklerine ulaşabilmektedir. Her ne kadar fonların genel kurulda temsil imkânı bulunsa da bazı kısıtlar fonların aktif bir şekilde hissedarları temsil etmesine engel olmaktadır. Bu kısıtlar arasında, emeklilik fonları gibi yatırım fonlarının risk yönetim kriterleri gereği kaynaklarının belli bir oranından fazlasını tek bir hisseye yatıramamaları yine bir hissede belli bir oranın üstünde hissedar olamamaları gibi unsurlar söz konusudur. Ayrıca emeklilik fonları ve yatırım fonlarının yönetim ücretleri sınırlı bir seviyede tutulmakta bu da fon yöneticilerinin hissedarlar adına aktif

bir şekilde şirket yönetiminde temsil rolü üstlenmelerini engellemektedir. Bu konuda yalnızca nitelikli yatırımcılara açık olmaları dolayısıyla risk alma konusunda sahip oldukları esneklik, SPK kuralları gereği tanımlanmış olan geniş hareket alanları ve performansa dayalı yönetim ücretlerinin önemli bir motivasyon oluşturması nedeniyle serbest yatırım fonları diğer fonlardan ayrılmaktadır.

ABD örneği incelendiğinde, literatürdeki birçok çalışmada serbest yatırım fonlarının halka açık pay senetlerinin yaşadığı vekalet maliyetlerinin önlenmesinde kritik rol üstlendikleri görülmektedir. Aktivist serbest yatırım fonları, ABD’de potansiyelinin altında idare edilen şirketleri belirlemekte, yönetim kurulu üyelerine karar verebilecek kadar büyüklükte pay senedi almakta ve şirketin yönetimine doğrudan müdahale ederek kısa ve uzun vadede hem pay senedi fiyatlaması hem de şirkete ait finansal göstergeler açısından müspet sonuçlar alabilmektedirler. Türkiye’de borsada işlem gören şirketlerde mevcut olan halka açıklık artış trendi düşünüldüğünde vekalet maliyetlerinde de artış kaçınılmaz olmaktadır. Bu nedenle gün geçtikçe aktivist serbest yatırım fonlarının devreye girmesinin önemi artmaktadır. Türkiye’de serbest yatırım fonlarının daha aktif olabilmeleri için mevcut duruma kıyasla ortaklık yapılarının ve yönetim şekillerinin gelişmesi gerekebilir. Diğer yandan imtiyazlı pay senetlerinin oluşturduğu sınırlamanın azaltılması, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi ve görev tanımlarında yapılabilecek değişiklikler aktivist serbest yatırım fonlarına mevcut duruma kıyasla daha iyi bir çalışma ortamı sunabilir.

## 6. SONUÇ

1990'larda ve 2000'lerin başında yaşanan şirket skandalları ve finansal krizler, kurumsal yönetim kavramının ön plana çıkmasına ve bütün Dünya'da kurumsal yönetim anlayışının ve ilkelerinin belirlenmesine dönük çalışmaların artmasına neden olmuştur. Büyük iflaslar durumunda devletlerin de vatandaşlarından aldığı vergilerle şirketlere sermaye koymak zorunda kalabildiği ve bu iflasların ölçeğine bağlı olarak dünya çapında ekonomik aktiviteyi sarsabildiği gözlemlenmiştir. Bu tecrübeler, kurumsal yönetimin ne derece önemli olduğunu ve hissedarlar, şirket çalışanları, doğrudan şirketle ilişkisi olan kişiler ve kuruluşlar ile birlikte bütün halkı ilgilendirdiğini göstermektedir.

Kurumsal yönetimin temelinde başta hissedarlar olmak üzere bütün paydaşların etkin bir şekilde temsil edilmesi yani vekalet probleminin çözümü yatmaktadır. Bölüm 1.2.3'de değinilmiş olan vekalet problemini konu edinen çalışmalar etkin bir şekilde yönetilmeyen şirketlerde yöneticilerin, kendi çıkarlarını korumak adına şirketlerini gereksiz bir şekilde riske atabildiklerini, doğrudan zarara uğratabildiklerini ya da uzun vadeli büyüme performansını sınırlayabildiklerini göstermektedir. Kurumsal yönetim anlayışında ve uygulamasındaki gelişim, vekalet problemlerinin çözümünde anahtar role sahiptir.

Kurumsal yönetim ile ilgili olarak öncülüğünü İngiltere'nin üstlendiği daha sonrasında ise OECD'nin ve diğer ülkelerin de katıldığı çalışmalar 1992 yılında başlamıştır ve günümüzde aktif olarak gelişimini sürdürmektedir. Genel olarak kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmaların; İngiltere'de Coloroll ve Pollypeck



firmaları iflasları, 1998 Doğu Asya Ekonomik krizi, ABD’de 2000 yılında yaşanan teknoloji balonu ve 2001 yılında gerçekleşen Enron skandalı ve 2008 yılında Lehman Brothers gibi dev şirketlerin iflas ettiği ya da kurtarılmak zorunda kaldığı büyük finansal kriz gibi olumsuz gelişmeleri takip ettiği görülmektedir. Bu nedenle geçmişte yaşanan tecrübelerin gündemde tutulması ve benzeri ekonomik ve finansal krizleri yaşamamak adına sistemin sürekli olarak bu tehditlere karşı kontrol edilmesi büyük önem arz etmektedir.

Dünya çapında kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinde, özellikle OECD’nin liderlik ettiği ve yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri önemli bir yere sahiptir. Türkiye’de de SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkeleri OECD ilkeleri baz alınarak oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluğun dahil olduğu dört temel ilke üzerine kurgulanmaktadır. Şirketlerin bütün paydaşlara karşı adil olması, büyük ve küçük hissedarlara karşı eşit muamele gerçekleştirilmesi; şeffaflığın ön planda tutulması, şirketin gerek finansal gerekse operasyonel performansı ve önemli gelişmeler hakkında kamunun aydınlatılması; şirket yönetiminin bağımsız denetim ve iç denetim tarafından denetlenmesi; yönetim kurulu üyelerinin başta hissedarlar olmak üzere bütün paydaşları bağımsız ve etkin bir şekilde temsil etmesi; yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yönetimin yaptıkları hatalara karşı sorumlu olması, kurumsal yönetim uygulamaları açısından dikkat edilen önemli hususlar arasındadır.

Türkiye 1980’lerde başlayan liberalleşme akımının ardından 1990’larda yüksek faiz, yüksek enflasyon ve kamunun yüksek borcunun bütün iç finansal kaynakları tükettiği bir döneme girmiştir. 1994, 1999 ve 2001’de art arda yaşanan ekonomik krizler mevcut durumun sürdürülemeyeceğini göstermiştir. Ardından İMF’nin öncülük ettiği daha sonrasında ise Avrupa Birliği’ne giriş müzakereleri ile devam eden önemli bir yapısal dönüşüm süreci başlamıştır. 2000’li yıllarda dünya çapında hızla artan uluslararası ticaret, gelişmiş ülkelerden gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları ve uluslararası yabancı yatırımcıların kurumsallık anlamında yüksek beklentileri, bu süreci desteklemiştir. Bu yapısal dönüşüm sürecinin önemli birleşenleri

arasında 1999 yılında kurulan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun aktif bir şekilde faaliyetlerine başlaması, devletin ekonomideki rolünün azaltılması, tarım ve enerji sektörlerindeki sorunlu yapının düzeltilmesi, Kamu İhale Kanunu, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının bağımsızlığı, risk yönetimi ve şeffaflık ve uluslararası muhasebe standartlarının kullanılmaya başlanması, 2003 yılında SPK kurumsal yönetim ilkelerinin yayınlanmış olması yer almaktadır. 2011 yılında yayınlanan yTTK ise gerek SPK'yı halka açık şirketlerde kurumsal yönetimden sorumlu kuruluş olarak belirlemesi gerekse gelişen dünyanın doğurduğu birçok ihtiyaca karşılık vererek boşlukları doldurması açısından kurumsal yönetimin gelişiminde önemli bir yere sahip olmuştur.

Dünya'da ve Türkiye'de mevzuat ile ilgili olarak yapılan çalışmalar, kamuoyunun bilincinin artması, sermaye piyasalarının her geçen yıl gelişmesi belli ölçülerde vekalet problemlerine çözüm sağlamış olsa da mevcut akademik çalışmalar gerek dünyada gerekse Türkiye'de halka açık payların etkin temsilinde yaşanan sorunun devam ettiğini göstermektedir. Özellikle yönetim kurullarını konu alan çalışmalar bu yapıların yapılan birçok düzenlemeye karşın tam anlamıyla bağımsız bir şekilde çalışmadığını ve büyük ölçüde ana hissedarların ya da şirket yönetiminin kontrolünde olduğunu göstermektedir. Şirketin kontrolüne sahip olan hissedarların, bağımsız yönetim kurulu üyeleri tarafından etkin bir şekilde denetlenmemeleri durumunda, ilişkili oldukları başka şirketlere haksız bir şekilde servet aktarımı yapmaları riski söz konusu olabilecektir.

Azınlık hissedarların hakları yasalarla korunmuş olsa da bu hissedarların önemli bir bölümü düşük bedellerle yatırım yapmaktadır. Özellikle halka açık payların sahibi olan bireysel yatırımcılar, oransal olarak yüksek işlem maliyetlerine sahiptir ayrıca bilgi ve yetkinlikleri kendilerini etkin bir şekilde temsil edecek düzeyde olmayabilir. Bu nedenlerle halka açık payların sahiplerinin genel kurullarda etkin bir şekilde temsil edildiğinin ve eşit söz hakkı sahibi olduklarının söylenmesi güç olacaktır.

ABD’de birçok şirketin hissedar yapısının oldukça dağınık olması, azınlık hissedarların etkin bir şekilde temsil edilememesi nedeniyle şirket yönetimlerinin üzerindeki kontrolün azalmasına yol açmış ve önemli derecede vekalet maliyetleri gerçekleşmiştir. Bu koşullar aktivist serbest yatırım fonlarının harekete geçmesini sağlamış ve son yıllarda aktivist işlem sayısında hem tutar hem de sayı olarak ciddi artış gerçekleşmiştir. Aktivist serbest yatırım fonlarının portföy büyüklüğü 2008 yılında 32 milyar dolar iken (Toonkel ve Kim, 2013) 2016 yılında 200 milyar dolara ulaşmıştır (Activist Insight, 2018). Ulaştıkları büyüklük seviyesi, bu fonların Apple, McDonald’s, Wendy’s ve Hess Corporation gibi yüksek piyasa değerine sahip ve dünya çapında faaliyet gösteren şirketlere aktivist strateji ile yatırım yapmalarını sağlamıştır (Seretakis, 2014).

Literatürdeki birçok çalışma aktivist serbest yatırım fonlarının yatırım yaptıkları şirketlerde vekalet problemine çözüm getirdiklerini, 1990’larda hızlı bir artış eğilimine giren yönetici gelirlerini sınırladıklarını, şirketin operasyonel verimliliklerinde iyileşme kat ettiklerini, karlılıklarını yükselttiklerini ve hissedarların bu şirketlerde hem kısa vadede hem de uzun vadede piyasanın üstünde getiriler elde ettiklerini göstermektedir.

Gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça genç bir sermaye piyasasına sahip olan Türkiye’de birçok şirket aileler tarafından idare edilmektedir. Bu şirketlerin nesilden nesile aktarımı sırasında hissedar sayısı artmaktadır. Diğer yandan bireysel emeklilik sistemi gibi özel tasarruflardaki artış ve gelişmiş ülkelerden Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere doğru yaşanan fon akışı bu şirketlerin sermaye artışı yaparak finansman sağlamasını kolaylaştırmaktadır. Bütün bu destekleyici faktörler Borsa İstanbul’da halka açıklık oranının sürekli bir şekilde artmasına yol açmaktadır. Günümüzde Borsa İstanbul’un halka açıklık oranı %40’ın üstüne çıkmış bulunmaktadır (Bkz. Bölüm 2.4.1). Halka açıklık oranı %50’nin üstündeki şirket sayısı 2010 yılında 48’iken 2018 sonu itibarıyla bu değer 90’a yükselmiştir (Bkz. Bölüm 4.8). Halka açıklık oranında devam eden artış trendi beraberinde azınlık hissedarlar açısından vekalet problemini de getirmektedir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan gelişmeler dikkate alındığında, vekalet

problemine en etkin çözüm sağlayacak piyasa oyuncularından biri serbest yatırım fonlarıdır.

Türkiye’de 2006 yılında yasal altyapının hazırlanmasının ardından ilk serbest yatırım fonu 2008 yılında kurulmuştur. Günümüzde sayısı 123’e varan serbest yatırım fonları büyük ölçüde aracı kurumlar tarafından idare edilmektedir. Çoğunlukla, %0,1 ile %1 arasında yönetim ücreti alan bu fonlar gelişmiş ülkelerdeki kadar aktif bir şekilde yönetilmemektedir. ABD’deki örnekleri ele aldığımızda fonların yöneticileri aynı zamanda birçok fonda en büyük yatırımcı rolündedir. Bu fon yöneticileri tam zamanlı olarak ve kendi fonunu yönetmenin sağladığı yetki ve risk alabilme avantajıyla çalışmaktadırlar. Bu sayede ABD’deki serbest yatırım fonları aktivist stratejiyi rahatlıkla uygulayabilmektedirler.

Bu tez çalışmasının araştırma bölümünde, Borsa İstanbul’da işlem gören bütün şirketlerin dahil edildiği 402 şirkete ait 2010 ve 2018 yılları arasındaki 9 yıllık veri seti kullanılarak panel veri seti oluşturulmuştur. Bağımsız değişkenler olarak halka açıklık oranı, halka açıklık oranındaki değişim ve imtiyazlı pay senedi bulunması seçilmiştir. Rassal Etkiler, Sabit Etkiler ve Sağlam Tahminçiler yöntemleri kullanılarak bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla her bir bağımlı değişken için içinde üç bağımsız değişkenin birden bulunduğu dokuz farklı regresyon denklemi oluşturulmuştur.

Yapılan analizlerin çıktılarına göre halka açıklık oranı arttıkça Tobin’s q oranı, aktif karlılığı, öz kaynak karlılığı ve net kar / satışlar değerleri düşmektedir. Ayrıca halka açıklık oranı arttıkça ana hissedarların ellerindeki düşük pay ile daha fazla risk iştahına sahip oldukları ve kaldıraç oranının arttığı tespit edilmiştir. Pay senedi yatırımlarından elde edilen kazancın halka açıklık oranı artan şirketlerde daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Halka açıklık oranı ile öz kaynaklarda büyüme, satışlarda büyüme ve sermaye yatırımlarının yüksek olması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Diğer yandan, şirketlerin karlılık oranlarının ve fiyatlamalarının yüksek olduğu dönemlerde ana hissedarların ilave pay senedi satışı yaparak halka açıklık oranlarını artırdığı, bu satış sonucunda da iyi gelen operasyonel verilere rağmen pay senedi getirilerinde düşüş olduğu gözlemlenmiştir.

BİST’de işlem gören 402 şirketin 223’ünde yönetim kurulu üyesi belirlenmesi konusunda imtiyaz bulunmaktadır. Halka açıklık oranı yüksek olan bazı şirketlerde bu imtiyazın uygulaması nedeniyle şirketin çoğunluğuna sahip olan hissedarlar yönetim kurulu üyesini belirleyememektedir. Araştırma sonuçlarına göre halka açık pay sahiplerinin imtiyazlı paylar nedeniyle yönetim kurulunda temsil edilemeyişinin halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerde vekalet maliyetine yol açabileceği görülmüştür.

Gerek literatürdeki diğer çalışmalar gerekse bu çalışma halka açıklık oranı arttıkça şirketlerin performanslarının düştüğünü ve azınlık pay sahiplerinin vekalet maliyeti yaşadığını göstermektedir. Türkiye’de serbest yatırım fonları tarafından aktivist stratejinin uygulanabilmesi ve bu yolla halka açık payların şirketlerin yönetim kurullarında etkin bir şekilde temsil edilebilmesi için belirli iyileştirmelerin yapılması değerlendirilebilir. Öncelikle bağımsız yatırım şirketleri tarafından kurulan serbest yatırım fonlarının Türkiye’de faaliyet göstermeye başlaması gerekmektedir. İkinci olarak bazı şirketlerin belli pay senedi sınıflarında, yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme ve oy verme konusunda imtiyazların bulunması halka açık payların yönetim kurulunda etkin bir şekilde temsilini engellemektedir. Bu imtiyazların kullanımı ile ilgili sınırlamaların artırılması aktivist yatırımcıların faaliyet gösterebilmesi için kritik öneme sahiptir. Üçüncü olarak bağımsız yönetim kurulu üye seçimi ile ilgili kriterlerin geliştirilmesi, bu üyelerin tam anlamıyla bağımsız çalışabilmesi, sayılarının daha fazla olması ve daha etkin bir şekilde yönetim kurullarında varlık gösterebilmeleri için iyileştirmeler yapılması değerlendirilebilir. Son olarak kurumsal yönetim ilkelerinin standartlarının geliştirilmesi ve uygulamalarının iyileştirilmesi aktivist serbest yatırım fonlarının gelişmesine destek olacak bir diğer unsur oluşturmaktadır.

## KAYNAKÇA

### *Kitaplar*

Arslantaş, C. C., (2012). Kurumsal Yönetimin Yönetim Kuruluna Yansımaları, İstanbul: Beta basım, yayım, dağıtım.

Bartol, K. M ve Durham, C. C. (2000) Incentives: Theory and practice. In Cooper, C. L. And Locke, E. A. (Eds.) Industrial and Organizational Psychology: Linking Theory with Practice. Oxford: Blackwell.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). The modern corporation and private property. New York: Macmillan.

Demb, A. ve Neubauer, F. F. (1992), The Corporate Board, Oxford: Oxford University Press.

Financial Reporting Council (FRC), (2003), The Combined Code, Londra

Financial Reporting Council (FRC), (2018), The UK Corporate Governance Code, Londra

Gürbüz, A. O. ve Ergincan, Y., (2004). Kurumsal Yönetim – Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Literatür Yayıncılık : İstanbul

Independent Commission on Banking (Vickers Commission) (2011), Final Report: Recommendations, Londra

International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, (2004) Basel Committee on Banking Supervision

Jones I.W., Pollitt M.G. (2002) Understanding How Issues in Business Ethics Develop: Introduction. In: Jones I.W., Pollitt M.G. (eds) Understanding How Issues in Business Ethics Develop. Palgrave Macmillan, Londra

Karpuzoğlu, E., (2010). Kurumsal Yönetişimde Yönetim Kurulu, Hayat Yayıncılık, İstanbul.

Myners, P. (2001). Institutional Investment in the United Kingdom: A Review. London: HM Treasury.

OECD (1999), OECD Principles of Corporate Governance

OECD (2004), OECD Principles of Corporate Governance

OECD (2015), OECD Principles of Corporate Governance

Özsoy, Z. (2011). Kurumsal yönetim ve yönetim kurulları. Ankara: İmge Kitabevi.

Roland, G. (2008). Privatization: Successes and Failures. Newyork: Columbia University Press.

Seligman J. (1982). The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance. Boston: Houghton, Mifflin.

SPK (2003), Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri, Ankara.

SPK (2011), Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, Ankara.

SPK (2013), Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Ankara.

SPK (2014), Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, Ankara.

Study Group on Directors' Remuneration (1995), Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury, [Greenbury Report], London: Gee Publishing.

Tahiroğlu, F., (2012). Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği Zamana Geldi mi? Ne Söylüyorlar, Ne Düşünüyorlar?, İstanbul: Hayat Yayınları

Terzi, N., (2014). Hedge Fonlar, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım

The combined code on corporate governance (2003), Financial Reporting Council

Internal Control- Guidance for Directors on the Combined Code. Rehber. Londra. The Institute of Chartered Accountants in England & Wales

Turner Gözden Geçirmesi (2009) A Regulatory Response to the Global Banking Crisis, Financial Services Authority.

Useem, M. (1996). Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America. New York: Basic Books.

Uzkaralar, Ö. (2017). Kurumsal yönetim ve sermaye maliyeti. Ankara: Akademisyen Kitabevi.

Walker, D., (2009). A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities, 26 November, 1-175

YTTK (2011). 6102 sayılı TÜRK TİCARET KANUNU

### ***Sürelî Yayınlar***

Abotsi, A. K. (2016). Theory of foreign direct investment and corruption. International Journal of Asian Social Science, 6(6), 359–378.

Abotsi, A. K. (2018). Influence of Governance Indicators on Illicit Financial Outflow from Developing Countries. Contemporary Economics, Vol. 12, No. 2, pp. 139-152, 2018.

Acaravcı, S. , Kandır, S , Zelka, A. (2015). Kurumsal Yönetimin Bıst Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması. Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 8 (1), 171-183.

Activist Insight (2018). The Activist Investing Annual Review 2018

Activist Insight (2019). The Activist Investing Annual Review 2019



- Adams, R., Hermalin, B. E. ve Weisbach, M. S. (2008). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey. UC Berkeley: Center for Responsible Business.
- Akdoğu, E. (2011). Türkiye’de 1988-2008 Dönemindeki Firma Birleşmeleri, Birleşme Dalgaları ve Genel Tablo. Muhasebe ve Finansman Dergisi, (52), 137-152.
- Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. In Uncertainty in economics (pp. 235-251). Academic Press.
- Aksoy, M. A. (2013). Türk Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu, Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 17 (1-2).
- Aksu Sansar, N. (2018). Kurumsal Yönetim: Borsaların Rolü ve Yatırım. Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi, (72), 89-100.
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K. ve Fadzil, F. H. Bt. (2013). Ownership Structure Characteristics and Firm Performance: A Conceptual Study, Journal of Sociological Research ISSN 1948-5468, Vol. 4, No.2, p. 464-493
- Allen, F. (2005) Corporate governance in emerging economies, Oxford Review of Economic Policy, 21, s. 164–177.
- Anans, A. (2019). Shareholder-Driven Corporate Governance. Forthcoming Oxford University Press
- Anderson, R. C. ve David M. R. (2003). “Founding Family Ownership and Firm Performance.” Journal of Finance. 58(3): 1301–28
- Anne HO, C. ve Williams, M. S. (2003). International Comparative Analysis of The Association Between Board Structure and The Efficiency of Value Added by a Firm From Its Physical Capital and Intellectual Capital Resources, The International Journal of Accounting, 38, 465-491.
- Appel, I., Gormley, T. A. ve Keim, D. B. (2016). Passive Investors, Not Passive Owners. Journal of Financial Economics (JFE).
- Ararat, M., Black, B. S. ve Yurtoglu, B. B. (2017). The Effect of Corporate Governance on Firm Market Value and Profitability: Time-Series Evidence from Turkey (September 15, 2016). Emerging Markets Review, Vol. 30, 2017

- Ararat, M., Süel, E. ve Yurtoğlu, B. B. (2014). Sustainable Investment in Turkey: The Case in Context - An Update, Sabancı University Corporate Governance Forum of Turkey
- Ararat, M., Orbay, H. ve Yurtoglu, B. B. (2010). The Effects of Board Independence in Controlled Firms: Evidence from Turkey.
- Ararat, M. ve Orbay, H. (2006). Corporate governance in Turkey: implications for investments and growth, Sabancı University ID:SU\_FMAN\_2006/0003
- Ararat, M. ve Uğur, M. (2003). Corporate governance in Turkey: an overview and some policy recommendations, Corporate Governance: The international journal of business in society, Vol. 3 Issue: 1, pp.58-75.
- Avcı, E. (2018). Ortaklık Yapısı ve Şirket Performansı: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. Journal of Research in Business, 3 (1), 31-52.
- Aytekin, S. ve İbiş, A. (2014). Mülkiyet Yapısının İŞletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi: BİST Metal EŞya, Makina Endeksi (Xmesy) Üzerinde Bir Uygulama, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi Sayı 40, s. 119-130
- Baker, G. P. and Jensen, M. C. and Murphy, K. J. (1998). Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. Michael C. Jensen, Foundations Of Organizational Strategy, Harvard University Press,; Journal of Finance, Vol. 63, No. 3, pp. 593-616, July 1998.
- Barry J. E., Donald J. M. (1999), What Do We Really Know?, 19. cilt/Economic issues, ISSN 1564-5177: Washington: International Monetary Fund
- Bartol, K. M. (1999) Refraining salesforce compensation systems: An agency theory-based performance management perspective. Journal of Personal Selling & Sales Management, 19(3), 1-16.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği, Ekonomi Bilimleri Dergisi, Cilt 2, Sayı 2, 2010 ISSN: 1309-8020, s. 11-20
- Bebchuk, L. A., (2007). The Myth of the Shareholder Franchise, Virginia Law Review, 675-714

- Biais, B., and E. Perotti, (2000). Machiavellian Privatization, *American Economic Review*.
- Borisova, G., Paul Brockman, J. S., Andrey Z. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance* 36, 2917–2934.
- Boyson, N. M., Gantchev, N. ve Shivdasani, A. (2017). Activism Mergers *Journal of Financial Economics (JFE)*.
- Boyson, N. M. ve Mooradian, R. M. (2011), Corporate Governance and Hedge Fund Activism, *Review of Derivatives Research* Vol. 14, No. 2
- Brav, A., J. W. ve Kim, H. (2010). Hedge Fund Activism: A Review, *Foundations and Trends in Finance*
- Buchanan, J., Chai, D. H. ve Deakin, S., (2018). Unexpected corporate outcomes from hedge fund activism in Japan, *Socio-Economic Review*, 2018, Vol. 00, No. 0, 1-22
- Byrd, J. W. ve Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids, *Journal of Financial Economics*, Volume 32, Issue 2, October 1992, Pages 195-221
- Calkoen, W. J.L, (2011). The One-Tier Board in the Changing and Converging World of Corporate Governance, A comparative study of boards in the UK, the US and the Netherlands, 187-200
- Canbaş, P , Doğukanlı, P , Düzakın, Y . (2004). Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13 (2).
- Cheffins, B. R. (2000). Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter. *Hume Papers on Public Policy*, vol. 8, no. 1, 10-28.
- Cheng, C.S. A., Huang, H., Li, Y. ve Stanfield, J. (2012). “The Effect of Hedge Fund Activism on Corporate Tax Avoidance,” *The Accounting Review* 87, 1493-1526.
- Clifford, C. P. (2008). Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, 2008.

- Coates, J. C., (2007). The Goals and Promise of the Sarbanes–Oxley Act, *Journal of Economic Perspectives*—Volume 21, Number 1—Winter 2007—Pages 91–116
- Corbett, J., (1994). An Overview of the Japanese Financial System. In Dimsdale, N. and M. Prevezer (ed.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford: Clarendon Press
- Çam, A. V. (2016). Halka açıklık oranının firmaların kârlılığına etkisi: tekstil sektöründe bir araştırma. *International Journal of Management Economics and Business*. 12. 10.17130/ijmeb.2016icaf22459.
- Çıtak, L. (2011a). Kurumsal yönetim sistemlerinde yakınsama. *Siyasal / Journal of Political Sciences*, 0 (35), 145-172.
- Çıtak, L. (2011b). The Impact of Ownership Structure on Company Performance; A Panel Data Analysis on Istanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies, *Journal of Financial Markets Research – Issue 2*, p. 34-46
- Çiftçi, İ. (2017). Yönetim Kurullarının Bağımsızlığı Vekâlet İlişkisi Açısından Bir Değerlendirme, *TKYD- Kurumsal Yönetim Dergisi*, 33.
- Çiftçi, İ., Tatoğlu, E., Wood, G., Demribaş, M. ve Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey, *International Business Review* 28 (2019) 90–103
- Daily, C. M. ve Schwenk, C. (1996). Chief Executive Officers, Top Management Teams, and Boards of Directors: Congruent or Countervailing Forces? *Journal of Management*, Vol. 22, No. 2, 185-208
- Davies, P. L. (2000) Board structure in the UK and Germany: convergence or continuing divergence? *International and Comparative Corporate Law Journal*, 2 (4). S.. 435-456. ISSN 1388-7084
- Dedman, E. (2015), CEO Succession in the UK: An Analysis of the Effect of Censuring the CEO-to-Chair Move in the Combined Code on Corporate Governance 2003 (February 23, 2015). *British Accounting Review*, Forthcoming.
- Denis, D. K. (2001). Twenty-five years of corporate governance research... and counting. *Review of Financial Economics*, 10(3), 191-212.

- Doğan, M. ve Topal, Y. (2015). Yönetim Kurulu Büyüklüğü ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiye Yönelik Literatür Taraması. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2 (1)
- Doğan, M. ve Topal, Y. (2016). Yönetim Kurulundaki Yabancı Üye Sayısının ve Yabancı Sahipliğinin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi. *Ege Akademik Bakis (Ege Academic Review)*. 16. 31-31. 10.21121/eab.2016119952.
- Doğan, M. (2016). Mülkiyet Yapısının Finansman Kararları Üzerindeki Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (70), 157-170. DOI: 10.25095/mufad.396687
- Dyck, A. ve Zingales, L. (2004) Private benefits of control: an international comparison, *Journal of Finance*, 59(2), s. 537–600.
- Ege, İ. ve Nur Topaloğlu, T. (2017). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (2), 471-492. DOI: 10.18506/anemon.285974
- Eisenhardt, K. (1989), “Agency theory: an assessment and review”, *Academy of Management Review*, Vol.14 no. 1, pp.57- 74
- Enriques, L. ve Volpin, P. (2007). Corporate Governance Reforms in Continental Europe, *Journal of Economic Perspectives—Volume 21, Number 1—Winter 2007—Pages 117–140*
- Erkens, D. H., Hung, M. ve Matos, P. P., (2012). Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, 2012.
- Fama, E. F., ve Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Finkelstein, S., Donald, H. ve Albert, C. Jr. (2009). *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*, Oxford: Oxford University Press.
- Gay, K. (2002) Board Theories and Governance Practices: Agents, Stewards and their Evolving Relationships with Stakeholders, *Journal of General Management* 27(3): 36-61.

- Gillan, S. ve Starks, L. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume19, Issue 1, 55-73
- Gompers, P. A., Ishii, Joy L. ve Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155
- Gökçen, Z , Sözüer, A , Arslantaş, C . (2011). Yönetim kurulu özellikleri ve şirket performansları: İMKB kurumsal yönetim ve İMKB 50 endekslerindeki işletmelerin karşılaştırılması. *Istanbul Management Journal*, 23 (72), 77-89.
- Greenough, W.C. (1980), "Keeping Corporate Governance in the Private Sector." *Business Horizons*, February 1980, 71-74.
- Greenwood, R. M. ve Schor, M. (2009). "Investor Activism and Takeovers," *Journal of Financial Economics* 92(3): 362 - 375.
- Gupta, R. K. (2013). "Effects of Corporate Governance on Foreign Direct Investment", *International Journal of Management*", MIT College of Management, Vol. 1, No.1, pp. 46-51.
- Gümüş, G. K., Güngör, B. ve Gümüş, Y. (2016). The Relationship Between Corporate Governance and Stock Returns, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. Temmuz, p124-143.
- Gürarda, S.; Özsöz, E. Ve Ateş, A. (2016). Corporate governance rating and ownership structure in the case of Turkey, *International Journal of Financial Studies*, ISSN 2227-7072, MDPI, Basel, Vol. 4, Iss. 2, pp. 1-16.
- Jackson, G. ve Miyajima, H. (2007). Introduction: The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan, *Corporate Governance in Japan*, s.1-50
- Jensen, M. C., ve Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Karamustafa O., Varıcı, İ., Er, B. (2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (17) 2009 / 1 : 100 - 119)

- Karasu, R . (2016). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ile İlgili Getirilen Yenilikler. İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 4 (2), 33-60.
- Katelouzou, D. (2013). Myths and Realities of Hedge Fund Activism: Some Empirical Evidence, Virginia Law and Business Review 459
- Kaufman, P., ve Watstein, S.B. (2008). Library Value (Return On Investment, ROI) And the Challenge of Placing A Value on Public Services, Reference Services Review, V.36, N.3, pp. 226-231.
- Kemahlı, N. H. (2012). Yeni Türk Ticaret Kanunu Halka Açılmalar Açısından Neler Getiriyor?, Kurumsal Yönetim Dergisi, (16).
- Ketenci, S. ve Çoban, O. (2016). Özelleştirmelerin finans piyasaları üzerine etkisi: Türkiye örneği. Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 16 (31), 1-23. DOI: 10.30976/susead.302155
- Köksal, S. (2017). Tepe yöneticileri şirket satın alma ve birleşme kararlarında aşırı güven hatasına düşmekten nasıl korunabilirler? Uluslararası Afro-Avrasya Araştırmaları Dergisi, 2 (3), 10-19.
- La Porta, R., Lopez-de-Salines, F. ve Shleifer, A. ve Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance, Journal of Finance 53, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny R. W. (1998). Law and Finance, Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, s. 1113-1155
- Liao, L., Bibo L. Ve Hao W. (2014). China's secondary privatization: perspectives from the split-share structure reform. Journal of Financial Economics 113, 500–518.
- Mandacı, P. E. ve Gümüş, G. K. (2010). Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey. South East European Journal of Economics and Business. 5. 10.2478/v10033-010-0005-4.
- Masson, R.T. 1971. Executive motivations, earnings, and consequent equity performance, Journal of Political Economy, Vol. 79(2), pp.1278-1292.
- Megginson, W. L., (2016). Privatization, State Capitalism, and State Ownership of Business in the 21st Century. Foundations and Trends in Finance.

- Miyajima, H. ve Aoki, H. (2002). 'Changes in the J-Type Firm: From Bank-Centered Governance to Internal Governance,' in J. Maswood et al. (eds.), *Japan—Change and Continuity*. London: RoutledgeCurzon, 72–105.
- Morck, R., Wolfenson, D. ve Yeung, B. (2005) Corporate governance, economic entrenchment, and growth, *Journal of Economic Literature*, 43, s. 655–720.
- Mueller, D. C. (2006). Corporate Governance and Economic Performance, *International Review of Applied Economics*, Vol. 20, No. 5, 623–643, December
- Naipoğlu, S. (2012). Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun Yönetim Kurullarına Getirdikleri, *Kurumsal Yönetim Dergisi*, 2012 (16).
- Nenova, T. (2003). The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 68, s. 325–351.
- Ngwu, F., Osuji, O. ve Stephen, F. (2016). *Corporate Governance in Developing and Emerging Markets*.
- Ntongho, R. A. (2015). Culture and Corporate Governance Convergence. *International Journal of Law and Management*, Vol 58, Iss. 5 pp. 523-544.
- O'Halloran, R. B. (2004). "Overview and Analysis of Recent Interest in Increased Hedge Fund Regulation," *Tulane Law Review*, 79: 461.
- Okay, E. (2014). Yeni Türk Ticaret Kanunu İle Türkiye'de Kurumsal Yeniden Yapılandırma ve Mali Ortamın İyileştirilmesi", *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi* (42).
- Osano, H. (1996). 'Intercorporate Shareholdings and Corporate Control in the Japanese Firm,' *Journal of Banking and Finance*, 20: 1047–68.
- Öktem, Y. Ö. ve Üsdiken, B., (2010). Contingencies versus external pressure: Board composition in firms affiliated to diversified family business groups in late-industrializing countries. *Br. J. Manag.* 21, 115–130
- Önder, Z. (2003). Ownership Concentration and Firm Performance; Evidence from Turkish Firms. *METU Studies in Development* 30 , pp. 181-203.



- Önem, H. ve Demir, Y., (2015). Mülkiyet yapısının firma performansına etkisi: b1st imalat sektörü üzerine bir uygulama. Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner dergisi, 6 (13), 31-43.
- Özer, G., Özen, A. K. (2018). The effects of ownership structure on financial performance of enterprises in the light of accounting based performance indicators: a research on the firms traded on the BIST industrial index. Journal of Economics, Finance and Accounting (JEFA), V.5(2), p.184-203.
- Özşahin, Ş. (2012). Türkiye ekonomisinde finansal liberalizasyon ve ekonomik büyüme etkileşiminin ARDL yöntemi ile analizi. Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi, 12 (23), 379-413.
- Pauly, L. W. and Reich, S. (1997). National Structures and Multinational Corporate Behavior: Enduring Differences in the Age of Globalization . International Organization, Vol. 51, No. 1, Winter 1997.
- Pauly, M. V. (1968). The economics of moral hazard: comment. American economic review, 58(3), 531-537.
- Perotti, E. C. ve Von T. E., (2003) Strategic Transparency and Informed Trading: Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance?. Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 61-86.
- Rechner, P. L. ve Dan R. D. (1991). CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis, Strategic Management Journal, 12, 155–160.
- Schneider, M. ve Ryan, L. V. (2011) A review of hedge funds and their investor activism: do they help or hurt other equity investors? Journal of Management & Governance August 2011, Volume 15, Issue 3, pp 349–374
- Semerciöz, F., Altuntas, G., ve Sundu, M. (2010). Contractual relationships in family firms: An agency theory interpretation from a managerial perspective. China-USA Business Review, 9(1), 53.
- Seretakis, A. (2014). “Hedge Fund Activism Coming to Europe? Lessons from the American Experience,” Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law
- Shleifer, A., ve Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance 52:737–83.

- Siems, M. ve Macotela, O. A. (2017) The G20/OECD Principles of Corporate Governance 2015: A Critical Assessment of Their Operation and Impact *Journal of Business Law*, p. 310-328.
- Slater, S. F., Olson, E. M. ve Reddy, V. K. (1997). Strategy-based performance measurement. *Business horizons*, 40(4), 37-45.
- Şahin, S. , Özdemir, Z. , Önal, Y. (2019). Türkiye’de bireysel emeklilik sisteminin sermaye piyasasının gelişimi üzerindeki etkisi. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33 (2), 517-541. DOI: 10.24988/deuiibf.2018332767
- Taylor, J. (2009). The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong. *Crit. Rev.* 21, 341–364.
- Tetik, N. (2013). Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Düzenlemelerinin İşletmelerin Finansal Yönetimi Üzerinde Etkileri, *İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt. 2, Say. 1, 2013, 43-58
- Tilba, A. (2015). The Cadbury Committee: a history. *Business History*. 58. 1-2. 10.1080/00076791.2015.1123806.
- Uğur, M. ve Ararat, M. (2006). Does Macroeconomic Performance Affect Corporate Governance? Evidence from Turkey. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14, No. 4, pp. 325-348.
- Varış, M., Küçükçolak, A., Erdoğan, O. ve Özer, L. (2001). Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri, *İMKB Dergisi*, Özel Sayı, Yıl: 5, Sayı; 19, ss. 129-168.
- Warfield, T. D., Wild, J. J. ve Wild, K. L.4. (1995). “Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings,” *Journal of Accounting and Economics* 20: 61–91.
- Weimer, J. ve Pape, J.C., (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance, 7 *Corporate Governance: An International Review* 152.
- Wells, H. (2010). “The Birth of Corporate Governance.” *Seattle University Law Review*, 33: 1247-92.
- Yalçınkaya, Ö. ve Yazgan, Ş . (2017). Özelleştirme gelirlerinin ekonomik büyüme üzerindeki etkileri: Türkiye örneği (1986-2016). *Journal of life economics*, 4 (4), 157-178.

Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and implications for minority shareholders in Turkey. *Corporate Ownership & Control*, 1(1), 72-86.  
<http://doi.org/10.22495/cocv1i1p9>

### ***Diğer Yayınlar***

A report and proposed guidance by an FRC-appointed group (Sir Robert Smith, chair) (2003). Rapor. Londra: The Financial Reporting Council Limited

Abed, G. T. ve Hamid R. D. (2000). Corruption, Structural Reforms and Economic Performance in the Transition Economies. IMF Working Paper. WP/00/132. The International Monetary Fund, Washington D.C.

Adams R. B., Rangunathan, V., Tumarkin, R. (2015). Death by committee? An analysis of delegation in corporate boards. Working Paper.

Adeoye, A., (2007). Macro-Economic Level Corporate Governance and FDI in Emerging Markets: Is There a Close Relationship?

Alesina, A. ve Weder, B. (1999). Do corrupt governments receive less foreign aid? National Bureau of Economic Research Working Paper 7108. NBER, Cambridge, MA.

Aman, H., Beekes, W. ve Brown, P. R. (2018). Corporate Governance and Transparency in Japan.

Ambler, T. ve Saltiel, M. (2011). Bank regulation: can we trust the Vickers report?, Adam Smith Institute

Becht, M., Bolton, P. ve Röell, A. A., (2002). Corporate Governance and Control. NBER Working Paper No. w9371.

Becht, M., Franks, J. R., Grant, J. ve Wagner, H. F. (2017), Returns to Hedge Fund Activism: An International Study (May 2017). Review of Financial Studies, Forthcoming; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 402/2014.

- Beltratti, A. ve Stulz, R. M. (2009). Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation. Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-012.
- Benninga, S. and Helmantel, M. ve Sarig, O. H. (2003) The Timing of Initial Public Offerings. EFA 2001 Barcelona Meetings.
- Bessler, W., Wolfgang, D. ve Holler, J. (2008). Capital Markets and Corporate Control: Empirical Evidence From Hedge Fund Activism in Germany, Working Paper, Giessen: Justus-Liebig University.
- Black, B. S. and Kim, W. ve Jang, H. ve Park, K. S. (2010). How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea . ECGI - Finance Working Paper No. 103/2005; KDI School of Pub Policy & Management Paper No. 08-19; Northwestern Law & Econ Research Paper No. 09-23; U of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 51; McCombs Research Paper Series No. 01-05.
- Block, D. ve Gerstner, A. (2016). One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany, Comparative Corporate Governance and Financial Regulation. Paper 1.
- Brau, J. C. ve Fawcett, S. E., (2004). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice
- Brav, A., Wei J., Partnoy, F. ve Thomas, R. S. (2008). The Returns to Hedge Fund Activism, ECGI - Law Working Paper No. 098/2008, Durham: Duke University
- Brav, A., Jiang, W. ve Kim, H. (2013). The Real Effects of Hedge Fund Activism: Productivity, Asset Allocation, and Industry Concentration
- Buffett, W., ve Loomis, C. (2001). Warren Buffett on the stock market. Fortune Investor's Guide, 80-94.
- Burkart, Mike ve Lee, S. (2015). Hedge Fund Activism vs. Hostile Takeover Bids. Swedish House of Finance Research Paper No. 15-04.
- Büyükmert, N. (2015). İşletmelerde sahiplik yapısının karlılık ve sermaye yapısı üzerine etkileri: Borsa İstanbul'da ampirik bir uygulama (Master's thesis, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).

Cannata, F ve Quagliariello, M. (2009). The Role of Basel II in the Subprime Financial Crisis: Guilty or Not Guilty? CAREFIN Research Paper No. 3/09.

CFA Institute, (2019). Audit Committee Role and Practices, <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/audit-committee-role-practices>, Erişim tarihi: 11.02.2019

Cheffins, B. R. (2011). The History of Corporate Governance. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 54/2011; ECGI - Law Working Paper No. 184/2012.

Chen, K. D. ve Wu, A. (2016). The Structure of Board Committees, Harvard Business School, Working Paper 17-032,

Chen, L. (2012). The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Non-financial Listed Companies in Scandinavia. Msc in Finance & International Business, Aarhus School of Business. Aarhus University.

Cheng-Han, T., Puchniak, D. W. Ve Varottil, U. (2015). State-owned enterprises in Singapore: Historical insights into a potential model for reform. NUS Law School Working Paper 2015/003, National University of Singapore.

Christie, A. L. (2017). Hedge Fund Activism and the Market for Corporate Quasi-Control, the University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies

CLSA, (2001). Corporate Governance in Emerging Markets, CG Watch Report

Collin-Dufresne, P. ve Fos, V. (2012). “Do prices reveal the presence of informed trading?,” Swiss Finance Institute Research Paper No. 13-69, Lausanne: Swiss Finance Institute.

Coffee, J. C. (2005). A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. And Europe Differ. Columbia Law and Economics Working Paper No. 274.

Committee on Corporate Governance (1998), Final Report [Hampel Report], Londra: Gee Publishing.

Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Sir Adrian Cadbury, chair) (1992). Rapor. Londra: Gee.

Conduct of Monetary Policy: Hearing Before the House Comm. on Financial Services, 107th Cong. 60 (2002) (statement of Alan Greenspan, Chairman, Federal Reserve Board)

Canyon, M. J. ve Simon I. P. (1998). Recent Developments in U.K. Corporate Governance, in Tony Buxton, Paul Chapman, and Paul Temple, eds.: Britain's economic performance (Routledge, London and New York).

Develioğlu, K. ve Haşit, G. (2008). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Farklılaşma Düzeyi: Eskişehir Sanayi Odası ve Ticaret Odası'na Bağlı İşletmeler Üzerine Bir Uygulama, 1.Ulusal Yönetim Bilimleri ve Ekonomi Kongresi, İzmir.

Deloitte Turkey. (2009). Modern dünyaya ayak uyduran yönetim kurulları.

Deloitte. (2014). Risk Committee Resource Guide

Deloitte. (2019). Türkiye 2018 Yılı Birleşme ve Satın Almalar Raporu

Demircan A. S. (2007). "Sarbanes Oxley (2002) Yasası ve Bağımsız Denetime Etkileri", Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Dermine, J. (2011). Bank Corporate Governance, Beyond the Global Banking Crisis

EBRD. (2017). Corporate Governance in Transition Economies Turkey Country Report

Eckbo, B. E. (2011). Elsevier/Academic Press; Tuck School of Business Working Paper No. 2011-92.

Efendi, J., Srivastava, A. ve Swanson, E. P. (2007). Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? the Role of Option Compensation and Other Factors.

Emeklilik Gözetim Merkezi (2019), Şirket Bazında Temel Göstergeler, [http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg\\_sirketview\\_tablolu.asp?rapo\\_rtip=10](http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?rapo_rtip=10), Erişim Tarihi: 26.01.2019

Ernst & Young Türkiye. (2012). 100 Soruda Yeni Türk Ticaret Kanunu, 6335 sayılı Değişiklik Kanunu ile yapılan değişiklikleri içerir

Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Third Quarter 2018, 100(3), pp. 201-36

Fitch Ratings, (2007). Corporate Governance - The Turkish Perspective, Special Report.

Folsom, R. (2019). A Commentary on the Globalization of Foreign Corrupt Practices Law. San Diego Legal Studies Paper No. 19-373.

Fortune. (2015), 7 Fortune 500 companies with the most employees. (n.d.). Retrieved October 4, 2018, from <http://fortune.com/2015/06/13/fortune-500-most-employees/>

Franks, J.R, ve Mayer, C. (1994). Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence, IFA Working Paper, s. 165-92,

Fukao, M. (1995). Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies, Washington, D.C: The Brookings Institution.

Gleason, P. (2015). Weighing the Benefits of a Combined Chair and CEO Role, <https://www.brinknews.com/weighing-the-benefits-of-a-combined-chair-and-ceo-role/>, Erişim tarihi: 11.02.2019

Global Corporate Governance Forum, (2010). Role of Board of Directors in Corporate Governance Financial Media Workshop Chile, January 2010

Goodwin, S. (2016). The Long-Term Efficacy of Activist Directors.

Govindarajan, V., Rajgopal, S., Srivastava, A. ve Enache, L. (2018). Should Dual-Class Shares Be Banned?, Harvard Business Review, <https://hbr.org/2018/12/should-dual-class-shares-be-banned>, Erişim Tarihi: 19.02.2019

Goyal, A., Muckley, C. B., Qian, J. ve Tehranian, H. (2018). Investment and Deleveraging Financed by Dividends: Evidence from Japanese Business Groups . Michael J. Brennan Irish Finance Working Paper Series Research Paper No. 18-2.

Hall, C. ve Trombley, M. A. (2012). Accounting Responses to Hedge-Fund Activism, Working Paper, Philadelphia: Drexel University

Hansmann, H.B. ve Kraakman, R. H. (2001), The End of History for Corporate Law, 89 Georgetown Law Journal 439

He, Z. L., Qiu, J. ve Tang, T. (2014). Hedge Fund Activism and Corporate Innovation, Working Paper Ontario: Brock University

Hedge Fund Research, (2019). Hedge Fund Industry Capital Falls From Record On Investor Outflows, <https://www.hedgefundresearch.com/reports/hfr-global-hedge-fund-industry-report>, Erişim Tarihi: 15-02-2019

Hellman, J. S. and Jones, G. ve Kaufmann, D. (2002) Far from Home: Do Foreign Investors Import Higher Standards of Governance in Transition Economies?.

Higgs, D. (2003) Review of the role and effectiveness of non-executive directors, Department of Trade and Industry, Londra

Holmström, B. R. ve Kaplan, S. N. (2003) The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?. ECGI - Finance Working Paper No. 23/2003.

IIF. (2005). Corporate Governance in Turkey - An Investor Perspective, Task Force Report

ICI. (2018). Trends in Mutual Fund Investing November 2018  
[https://www.ici.org/research/stats/trends/trends\\_11\\_18](https://www.ici.org/research/stats/trends/trends_11_18) Erişim tarihi: 25.01.2019

ICSA. (2016). The nomination committee — coming out of the shadows,

İşyatırım. (2019). Temel Değerler ve Oranlar, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Temel-Degerler-Ve-Oranlar.aspx#page-1>, Erişim Tarihi: 17-02-2019

İşyatırım. (2019). Kronoloji, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/biz-taniyin/hakkimizda/Sayfalar/kronoloji.aspx>, Erişim Tarihi: 18-04-2019

KAP. (2019). Yatırım Fonları, <https://www.kap.org.tr/tr/YatirimFonlari/YF>, Erişim Tarihi: 16.02.2019

Kawai, M. (2000). East Asian Economic Recovery and Structural Reform, ABCDE Europe Workshop “Development Thinking at the Millennium,” World Bank, Paris

Kawai, M., Newfarmer, R. ve Schmukler, S. (2001). Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons. World Bank Policy Research Working Paper No. 2610.



- Klein, A. ve Zur, E. (2007), Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors, Financial Accounting & Reporting Section (FARS) Meeting Paper; ECGI - Finance Working Paper No. 140/2006; NYU Law and Economics Research Paper No. 06-41; 1st Annual Conference on Empirical Legal Studies.
- Klein, A. ve Zur, E. (2009). “The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders” Working Paper, New York: New York University (NYU)
- KPMG 2018 yılı Türkiye’de ve Dünya’da Bireysel Emeklilik Sistemleri Raporu.  
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2018/02/bes-2018.pdf> , Erişim tarihi: 26.01.2019
- Lins, K. V. and Lemmon, M. L. (2001). Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. William Davidson Institute Working Paper No. 393; 3rd Annual Fin. Mkt. Dev. Conference, Hong Kong 2001; U of Utah Working Paper.
- McGrath, C. (2017). 80% of equity market cap held by institutions.  
<https://www.pionline.com/article/20170425/INTERACTIVE/170429926/80-of-equity-market-cap-held-by-institutions> , Erişim tarihi: 25.01.2019
- Mitnick, B. M. (2013). Origin of the Theory of Agency: An Account By One of the Theory's Originators
- MKK, (2018). Borsa Trendleri Raporu (Ocak – Eylül 2018)
- MKK, (2019). Borsa Trendleri Raporu (Ocak – Haziran 2019)
- Montgomery, C. A. ve Kaufman, R. (2003). Harvard Business Review, Mart 2003 sayısı,  
<https://hbr.org/2003/03/the-boards-missing-link> kaynağından 09.02.2019 tarihinde indirilmiştir.
- Murphy, J. A. (2008). An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions.
- Nakamura, M. ve Morck, R. K. (2000). Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems. Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1893; Sauder School of Business Working Paper.
- Nuno, F. (2005), Board Compensation and Firm Performance: The Role of “Independent” Board Members, Working Paper N°. 104/2005

OECD (2006), Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study

OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017

OECD (2018), Privatisation and the Broadening of Ownership of State-Owned Enterprises

Özkan, N. (2007). CEO Compensation and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Panel Data.

Paraborsa, (2018), Türkiye’deki halka arzlar, <https://www.paraborsa.net/i/2018de-halka-arz-edilecek-sirketler/>, Erişim Tarihi: 14-02-2019

Partnoy, F. ve Randall T. (2007). Gap filling, hedge funds, and financial innovation, Brookings-Nomura Papers on Financial Services, Washington: 101-140.

Petajisto, A. (2013). Active Share and Mutual Fund Performance, Working Paper

Ruhi, M. E., (2005). Türkiye’de Özelleştirmenin Hukuksal Boyutu, AÜEHFD, C. IX., 235-290.

Sale, H. (2004), Delaware’s Good Faith, 89 CORNELL L. REV. 456, 460.

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

SEC. (2019). Hedge Funds, <https://www.sec.gov/fastanswers/answershedgehtm.html>, Erişim tarihi: 15-02-2019

Seçkin, Ö. B. (2011). Servetin Yaygınlaştırılması Politikaları Açısından Çok Ortaklı Anonim Şirketlerde Azınlık Hakları ve Vekaleten Oy Kullanma Sistemi, Doktora Tezi, İstanbul: İstanbul Üniversitesi

Senaratne, S. ve Gunaratne, P. (2012). The anglo-saxon approach to corporate governance and its applicability to Sri Lanka. 5.

Shadab, H. B., (2013). Hedge Fund Governance. Stanford Journal of Law, Business, and Finance, Vol. 19, No. 1, 2013; NYLS Legal Studies Research Paper.

Smarzynska, B. ve Wei, S. (2000). Corruption and the Composition of Foreign Direct Investment: Firm-Level Evidence. World Bank Working Paper 2360. The World Bank, Washington D.C.

SPK. (2004), Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları

SPK. (2018). Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler Raporu, Eylül,2018

SPK. (2019), Serbest Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi,  
<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/819>, Erişim Tarihi: 16.02.2019

Stokman, Nick W. A., (2007). Influences of Hedge Fund Activism on the Medium Term Target Firm Value, Working Paper, Rotterdam: Erasmus University Rotterdam

Standard & Poor's (2007). Corporate Governance: Turkish Transparency And Disclosure Survey

Sun, M. (2019). More U.S. Companies Separating Chief Executive and Chairman Roles,  
<https://www.wsj.com/articles/more-u-s-companies-separating-chief-executive-and-chairman-roles-11548288502>, Erişim tarihi: 11.02.2019

The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), (2019), Number & Value of M&A Worldwide, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>, Erişim Tarihi: 28.01.2019

TKYD, (2005). Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları

Toonkel, J. ve Kim, S. (2013). Activist Investors Find Allies in Mutual, Pension Funds,  
<http://www.reuters.com/article/2013/04/09/us-funds-activist-idUSBRE9380DU20130409>, Erişim Tarihi: 15.02.2019

TSPB. (2017). Türkiye Sermaye Piyasaları (Aralık, 2017)

TSPB. (2017). Türkiye Sermaye Piyasaları (Ekim, 2018)

TSPB. (2019). TSPB detaylı üye listesi, <https://www.tspb.org.tr/tr/uye-bilgileri/>, Erişim tarihi: 14-02-2019.

Transparency International (2019), 2018 Yolsuzluk Algı Endeksi sonuçları  
<https://www.transparency.org/cpi2018>, Erişim Tarihi: 29.01.2019

Tuan, K. (2012). ''Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Denetim Fonksiyonunun Modernizasyonu'', 1.Uluslararası Muhasebe ve Finans Sempozyumu, Gaziantep.

Turnacıgil, S. (2018). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: BİST'de Bir Araştırma, Doktora Tezi, Adana: Çukurova Üniversitesi

TUSIAD (2002), Quarterly Economic Survey, January-April 2002, TUSIAD publication, Istanbul.

Tyson, L. (2003) The Tyson Report on the Recruitment and Development of Non-Executive Directors, Department of Trade & Industry, Londra : London Business School

Ueda, R. (2015). How is corporate governance in Japan changing? Developments in listed companies and roles of institutional investors. OECD corporate governance working papers no. 17, OECD: Paris.

Uğurlu, F. (2018). Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Etik İlkelerin Karapara Akلامayı Önleme Politikalarına Etkisi: TRC-3 Bölgesi Lojistik Sektöründe Bir Araştırma, Doktora Tezi, Konya: Selçuk Üniversitesi

UNCTAD, (2001). World Investment Report 2001, UN Publications, New York and Geneva

Ünal, S. (2014). Aktivist strateji ile hareket eden serbest yatırım fonlarının getirileri, Yüksek Lisans Tezi, Ankara: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi.

Van der Elst, C. (2014). Economic View on Corporate Law and Corporate Governance in Europe

Vaughan, D. A. (2003). Selected Definitions of "Hedge Fund",  
<http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm> Erişim Tarihi: 15.02.2019.

Wei, S. (1997). How Taxing is Corruption on International Investors. National Bureau of Economic Research Working Paper 6030. NBER, Cambridge, MA

World Bank. (2000), Global Economic Prospects and the Developing Countries, Washington, DC, USA

World Bank, IFC ve Lex M. (2006). Protecting Investors, Doing Business

World Bank, (2007). Turkey - Report on the observance of standards and codes (ROSC) : Accounting and Auditing

World Bank. (2019). Foreign direct investment, net inflows (BoP, current US\$), <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD>, Erişim Tarihi: 28.01.2019

Wu, S. ve Chung, K. H. (2019). Hedge Fund Activism and Corporate M&A Decisions

Yermo, J. (2008). Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries. OECD Working Paper No. 15.

Yılmaz, C. (2016). The Effect of Board Structure And Foreign Ownership on Firm Performance: Turkey Case, PHD Thesis, İstanbul: Okan University

## ÖZGEÇMİŞ

### Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Serkan Ünal  
Doğum Yeri ve Tarihi : Erzurum, 1981

### Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Boğaziçi Üniversitesi İnşaat Mühendisliği Bölümü  
Yüksek Lisans Öğrenimi : TOBB ETÜ, MBA  
Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

### İş Deneyimi

Çalıştığı Kurumlar : ENKA İnşaat, Saha Mühendisi, 2005-2006  
Tekfen İnşaat, Sözleşme Şefi, 2006-2008  
CCN Holding, Teknik Ofis Şefi, 2008-2010  
MNG Holding, Teklif Mühendisi, 2010-2011  
Enerjisa, Proje Kontrol Yöneticisi 2011-2015  
CCN İnşaat, Teknik Ofis Müdürü, 2015-2018  
Ufuk Üniversitesi, Öğretim Görevlisi 2019-Devam ediyor

### İletişim

E-Posta Adresi : s\_unal25@yahoo.com

Tarih : 02.12.2019