

T.C.
NUH NACI YAZGAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

KURUMSAL YÖNETİŞİM VE FİRMA DEĞERİ ETKİLEŞİMİ:
BİST İMALAT SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA
(Yüksek Lisans Tezi)

Hazırlayan
Ahmet ÖZSOY

Danışman
Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

Haziran 2019
KAYSERİ

ÖNSÖZ / TEŞEKKÜR

Bu tezi yazmamda yardımcı olan ve benden desteğini esirgemeyen saygıdeğer danışmanım Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI 'ya sonsuz teşekkür ederim (Kayseri, 29/08/2019).

Ahmet ÖZSOY

İmza



BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Ahmet ÖZSOY

İmza



YÖNERGEYE UYGUNLUK

Kurumsal Yönetişim ve Firma Değeri Etkileşimi: BİST İmalat Sektöründe Bir Uygulama adlı yüksek lisans tezi Nuh Naci Yazgan Üniversitesi Lisansüstü Tez Yazım Yönergesi'ne Uygun olarak hazırlanmıştır.

Tezi Hazırlayan

Ahmet ÖZSOY

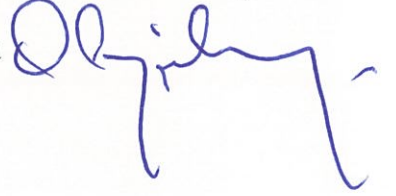
İmza



Tez Danışmanı

Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

İmza



İşletme ABD Başkanı V.

Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

İmza 

KABUL VE ONAY SAYFASI

Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI danışmanlığında Ahmet Özsoy tarafından hazırlanan “Kurumsal Yönetişim ve Firma Değeri Etkileşimi: BİST İmalat Sektöründe Bir Uygulama” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Nuh Naci Yazgan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalında **Yüksek Lisans Tezi** olarak kabul edilmiştir.

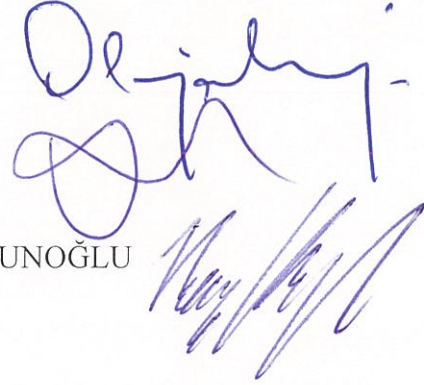
.....25 / 03 / ..2019

JÜRİ:

Danışman : Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

Üye : Prof. Dr. Alper ARSLAN

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Hayrettin UZUNOĞLU



ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 30.05.2019 tarih ve 2019/016-1 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

.....30 / 05 / ..2019

Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

Enstitü Müdürü



KURUMSAL YÖNETİŞİM VE FİRMA DEĞERİ ETKİLEŞİMİ: BİST İMALAT SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

Ahmet ÖZSOY

Nuh Naci Yazgan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Yönetimi Yüksek Lisans Tezi, Haziran 2019
Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI

ÖZET

Serbestleşme ve küreselleşme süreci ile beraber klasik yönetim yapıları firmaların ihtiyaçlarını karşılamada yetersiz kalmış ve yeni bir yönetim anlayışı olarak “Kurumsal Yönetişim” kavramı doğmuştur. 2000’li yıllarda büyük firmalarda yaşanan skandallar sonrası kurumsal yönetime olan ihtiyaç artmış, devletler küçük hissedarları korumak için daha net adımlar atmak zorunda kalmıştır. Böylece işletmelerin yönetim yapıları yeni düzenlemeler ile güçlendirilmiştir. Bu düzenlemeler kurumsal yönetişim anlayışının gelişmesinde temel teşkil etmiştir.

Yapılan bu çalışma ile BIST 100 endeksinde yer alan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetişim faktörleri ile firma değerleri arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma kapsamına dahil edilen 39 firmanın Mart 2011 - Eylül 2018 tarihleri arasındaki çeyrek dönemlik verileri incelenmiştir. Çalışmada bağımlı değişken hisse senedi kapanış değeri iken; bağımsız değişkenler sırasıyla halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması, en büyük hissedar oranı, aktif toplamı ve kaldıraç oranıdır. Yapılan panel veri analizleri sonucunda firma değeri ile kurumsal yönetişim faktörleri arasında ilişki tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetişim, firma değeri, imalat sektörü, panel veri analizi, Borsa İstanbul

CORPORATE GOVERNANCE AND COMPANY VALUE INTERACTION: AN APPLICATION IN THE BIST MANUFACTURING SECTOR

Ahmet ÖZSOY

**Nuh Naci Yazgan University, Graduate School of Social Sciences
Business Administration Master With Thesis, June 2019
Doç. Dr. Onur GÖZBAŞI**

ABSTRACT

With the liberalization and globalization process, classical management structures were inadequate to meet the needs of firms and the concept of Corporate Governance was born as a new management approach. In the 2000s, the need for corporate governance increased after the scandals in large firms, and the states had to take clearer steps to protect small shareholders. Thus, the management structures of the enterprises have been strengthened with new regulations. These regulation are the basis for the development of corporate governance.

In this study, it has been investigated whether there is a significant relationship between corporate governance factors and firm values of firms operating in manufacturing sector in BIST 100 index. The quarterly data of the 39 companies included in the scope of the study between March 2011 and September 2018 were examined. In the study, while the dependent variable is the stock closing value; The independent variables are the free float ratio, the size of the board of directors, whether the general manager is a board member, the largest shareholder ratio, the total assets and the leverage ratio. As a result of the panel data analysis, the relationship between company value and corporate governance factors was determined.

Keywords: Corporate governance, firm value, manufacturing sector, panel data analysis, Borsa Istanbul

İÇİNDEKİLER

Sayfa

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK.....	i
YÖNERGEYE UYGUNLUK.....	ii
KABUL VE ONAY SAYFASI	iii
ÖNSÖZ / TEŞEKKÜR	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
TABLolar LİSTESİ	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ	x
KISALTMALAR	xi
GİRİŞ.....	1

1. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİŞİM KAVRAMI

1.1. Kurumsal Yönetişimin Tanımı	2
1.2. Kurumsal Yönetişim İlkeleri	3
1.3. Kurumsal Yönetişimin Önemi ve Fonksiyonları	7
1.4. Kurumsal Yönetişim Süreci	9
1.5. Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları.....	11
1.6. Kurumsal Yönetişimin Ölçümlenmesi	14
1.7. Kurumsal Yönetişim Modelleri	17
1.8. Kurumsal Yönetişime İlişkin Çalışmalar	19
1.8.1 Cadbury, Greenbury ve Hampel Raporları	20
1.8.2. Higgs ve Turnbull Raporları	21
1.9. Türkiye’de Kurumsal Yönetişim Çalışmaları.....	21

2. BÖLÜM

FİRMA DEĞERİ KAVRAMI

2.1. Değer Kavramı.....	27
2.2. Firma Değerinin Tanımı	29

2.3. Firma Değerini Etkileyen Faktörler	38
2.3.1 Tahmin Dönemi.....	38
2.3.2. Paranın Zaman Değeri	38
2.3.3. Artık Değer	39
2.3.4. Şerefiye.....	40
2.3.5. Firmanın Sermaye Bileşimi.....	40
2.3.6. Kâr Dağıtım Politikası.....	41
2.3.7. Nakit Akımlar	42
2.3.8. Firmanın Finansal Yapısı.....	42
2.3.9. Firmanın Ar-Ge Giderlerinin Düzeyi	44
2.3.10. Firmanın Yönetim Yapısı.....	45

3. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİŞİM VE FİRMA DEĞERİ ETKİLEŞİMİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA: BİST UYGULAMASI

3.1. Literatür Özeti.....	47
3.2. Veri Seti ve Modeller	51
3.3. Araştırmanın Yöntemi	54
3.4. Bulgular	56
SONUÇ	59
KAYNAKÇA	61
ÖZGEÇMİŞ	66

TABLolar LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. Analiz Kapsamında İncelenen Firmaların Alt Sektörleri, Sayıları ve Örneklem İçindeki Oranı	51
Tablo 2. Analiz Kapsamında Kullanılan Değişkenler.....	52
Tablo 3. Panel Birim Kök Testi Sonuçları	56
Tablo 4. Panel Havuzlanmış OLS Analiz Sonuçları	57
Tablo 5. LR Testi Sonuçları	57
Tablo 6. Panel EGSL ve SUR Testi Sonuçları.....	58



ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Şekil 1. Kurumsal Yönetişim Prensipleri	4
Şekil 2. Kurumsal Yönetişimin Süreci	10
Şekil 3. Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları	11
Şekil 4. BİST-100’de İşlem Gören, Finansal Olmayan Firmaların Yıllara Göre Ortalama Kurumsal Yönetişim İlkelerine Uyum Derecesi	17
Şekil 5. Kurumsal Yönetişim Unsurları ve Kurumsal Yönetişim Sistemleri Arasındaki İlişki.....	19



KISALTMALAR

BİST	: Borsa İstanbul
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ISS	: Institutional Shareholder Services
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
XKURY	: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi
CEO	: Yönetim Kurulu Başkanı
TUSİAD	: Türkiye Sanayi ve İş Adamları Derneği
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
KYD	: Kurumsal Yönetim Derneği
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
AR-GE	: Araştırma – Geliştirme
SG	: Sermaye Getirisi
SM	: Sermaye Maliyeti
PD	: Piyasa Değeri
DD	: Defter Değeri
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
HSKD	: Hisse Senedi Kapanış Değeri
HAO	: Halka Açıklık Oranı
YKS	: Yönetim Kurulu Sayısı
GMYO	: Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olup Olmaması
EBHO	: En Büyük Hissedar Oranı
AT	: Aktif Toplamı
KO	: Kaldıraç Oranı
LLC	: Levin, Lin ve Chu
IPS	: Im, Peseran ve Shin
KYF	: Kurumsal Yönetim Faktörleri
FD	: Firma Değeri
ADF	: Augmented Dickey Fuller
vd	: Ve diğerleri

GİRİŞ

Küreselleşme ile ülkeler arasındaki ilişkilerin hızla geliştiği ve tüm dünyanın açık pazara dönüştüğü günümüzde işletmelerin yanı sıra sermaye sahibi insanların da istedikleri ülkelere çok rahat bir şekilde yatırım yapabilmesi ve istedikleri firmanın hissesine sahip olabilmesi oldukça kolaylaşmıştır. Bu durum hissedarlara çok fazla seçme hakkı vermekte ve hissedarların kendilerini güvende hissedebilecekleri firmalara yönelmelerini sağlamaktadır. Firmalar açısından bakıldığında küreselleşme firmaların daha bilinçli, bilgi sahibi ve daha çok seçme hakkı bulunan hissedarlara ulaşmak için hissedarların istek ve beklentilerini daha çok önemsemesini ve bu doğrultuda daha şeffaf bir yapıya sahip olmasını gerekli kılmaktadır.

İşletmelerin tüm paydaşları göz önünde bulundurulduğunda, her paydaşın işletmeden beklentisinin farklı olduğunu ve işletme sahipleri ile paydaşlar arasındaki farklı beklentiler sebebiyle anlaşmazlıkların, mağduriyetlerin ve çıkar çatışmalarının oluşma ihtimalinin arttığı görülecektir. Paydaşlar arasında her ne kadar farklı beklentiler ve istekler olsada, her paydaş bir diğerine muhtaçtır. İşletme paydaşları arasındaki ilişkileri düzenlemek ve daha sağlam bir yapıya sahip işletmeler oluşturabilmek amacıyla yapılan çalışmalar sonucunda kurumsal yönetim anlayışı oluşmuştur. Çalışma 3 bölümden oluşmaktadır. 1. bölümde kurumsal yönetim kavramı, 2. bölümde firma değeri kavramı, 3. bölümde kurumsal yönetim ile firma değerinin bazı kavramlarla olan ilişkilerini araştıran literatür çalışmalarına yer verilerek bu iki kavram arasındaki ilişkiyi tespit etmek amacıyla uygulama bölümüne geçilmiştir. Bu çalışmada Borsa İstanbul (BİST) 100 endeksinde, imalat sektöründe faaliyette bulunan 39 firma kullanılmıştır. Bu firmaların inceleme zaman aralığı olarak Mart 2011 – Eylül 2018 yılları seçilmiştir. Bu tarihlerin seçilme sebebi, güncel veriler kullanılarak literatüre katkıda bulunmaktır. Verileri değerlendirmek için zaman aralığı içerisinde dolaylı zaman serisi analizlerinden panel veri analizi kullanılmıştır. Analiz testlerinden sırasıyla verilere panel OLS testi, panel LR testi, panel EGLS testi ve panel SUR testi uygulanarak ekonometrik analiz gerçekleştirilmiştir.

Çalışmanın amacı kurumsal yönetim kavramı ve firma değeri kavramını daha kapsamlı bir biçimde incelemek, kurumsal yönetim faktörlerinin, firma değeri üzerindeki etkisini ölçmektir.

1. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİŞİM KAVRAMI

Çalışmanın bu bölümünde kurumsal yönetim tanımlanarak, kurumsal yönetişmin ilkeleri, önemi, fonksiyonları, süreci, mekanizmaları, ölçümlenmesi modelleri ve kurumsal yönetişimle ilgili çalışmalara yer verilmiş olup, son olarak Türkiyede gerçekleştirilen kurumsal yönetişim çalışmalarına değinilmiştir.

1.1. Kurumsal Yönetişimin Tanımı

Gelişmiş ülkeler 21. Yüzyılda büyük bir refah dönemi yaşadılar ve vatandaşları için yüksek standartları oluşturdular. Bu yüksek düzeydeki gelişimin, kapitalist ekonomik sistemin, bununla beraber serbest girişimin ve rekabetin bir sonucu olduğu bilinmektedir. Üretilen yüksek teknolojik ürünler, gelişmiş ülkelerde sürdürülebilir bir rekabet için enerji oluşturarak, yarışın hızlanmasına ve gelişmesine neden olmuştur (Colley, 2003, ss. 1-2). Yüksek gelişmenin bir belirleyicisi olan küreselleşme ile beraber, ticari açıdan ülke sınırları önemini yitirmiştir. Finansal piyasalarda fonlar olabildiğince özgür hareket etmeye başlamış, şirketler de finansal ihtiyaçlarını yalnız iç piyasalardan değil, dış piyasalardan da karşılar hale gelmiştir (Demişbaş ve Uyar, 2006, s.15). Küreselleşme ve sınır ötesi ticari faaliyetlere bir örnek verilmek istenirse, General Electric'in 1985 yılı öncesinde Amerika Birleşik Devletleri (ABD) dışı olmayan pazarlardan elde ettiği gelir %20 seviyesinde iken, 1997 yılının sonlarında gelirlerinin %42'sini ABD dışı pazarlardan elde etmiştir (Slater, 2000, s. 194). Yine gelişmenin bir sonucu olarak, işletmeler ölçek ve organizasyon yapısı açısından da değişim içine girmiş, geçmişin büyük ölçekli üretim tesisleri yerine, daha küçük ölçekte ama müşteri odaklı üretim yapan ve bu yapıya yanıt vermekte zorlanan klasik işletmelerin yerine, şebeke türü organizasyonlar ortaya çıkmıştır. Ancak işletmelerin ölçek ekonomisinden çıkmaları, ticari faaliyetlerini yalnızca kendi ülkeleri sınırları içinde sürdürmemeleri, ulaşabildikleri tüm dünya ülkelerinde ticari faaliyet içinde bulunmaları nedeni ile finansal getirileri yada finansal yapıları, üretimlerindeki küçülmeye paralel gitmeyecek bir şekilde devam etmiştir. Yani, üretim içeriği küçülmesine rağmen büyük bir hızla büyüyen şirketler oluşmaya başlamıştır. Bu durum yukarıda bahsedildiği gibi faaliyet alanı, müşterileri, finansal portföyü karmaşık hale gelen işletmelerin, şebeke türü organizasyonlar yardımı ile yönetimi için uygun bir zemin ve gereklilik oluşturmuştur.

Modern ekonominin en önemli unsurlarından birisi olan işletmeler, çeşitli amaç ve hedefleri olan sosyal ve iktisadi varlıklardır. Amaç ve hedefleri çok farklılıklar gösterebilen işletmeler, genel olarak başarmak istedikleri hedeflere ulaşma yolunda çeşitli paydaşlara yarar sağlamaya veya onlar için faydayı maksimize etmeye çalışmaktadırlar ki, bunlardan en bilineni, ticari bir işletmenin yasal sınırlar içinde hissedarlarının servetini arttırmaya çalışmasıdır (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s. 1).

Geçmişte sadece işletme sahipleri aracılığı ile yapılmaya çalışılan bu maksimizasyon süreci, günümüz modern işletme bilimi ile beraber, işletme sahipleri adına bu fayda sağlamayı üstlenmiş profesyonel yöneticiler aracılığı ile yapılmaktadır. Bahsedilen yöneticiler, kendilerine verilen görevler doğrultusunda işletmenin amaçlarına ulaşması için gerekli stratejik faaliyetleri yürütürken, kimler adına ve kimlere karşı nasıl karar almaktadırlar ? Yani işletmenin faaliyetleri ile ilgili bir olası bir çıkar çatışması olması durumunda, görevi işletme adına rasyonel karar almak olan üst düzey yöneticiler, kimin çıkarlarını, kime karşı ve nasıl koruyacaklar sorusu ile karşılaşmaktadır. İşte burada, işletmeler ve günümüzün tüm modern organizasyonları için hak sahipleri ve söz sahibi olma konuları ortaya çıkmaktadır. Geçmişin klasik işletmelerinde hak sahipleri aynı zamanda söz sahipleri konumundayken, günümüz modern işletmecilik anlayışında, hak sahipleri adına karar almak ve işletmeleri yönetmekle yükümlü olan yöneticiler söz sahibi konumunda olmaktadır. Ayrıca klasik anlayışta işletmenin hak sahipleri, o işletmenin sermayedarları iken, günümüzde kendilerini çeşitli nedenlerle işletmeler üzerinde hak sahibi gören çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler ve diğer toplumsal kurumlar bulunmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2006, ss. 422-423).

İşte İngilizce’de “corporate governance” olarak tanımlanan ve Türkçe’ye “kurumsal yönetim” olarak yerleşen terim, işletmenin hak sahipleri ile söz sahipleri arasındaki ilişkiler bütünüdür (Ülgen ve Mirze, 2006, ss. 423).

1.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Bir kültür olarak ele alınan kurumsal yönetim, kurum içinde belirli kural ve ilkelerin benimsenmesiyle sağlanmaktadır. Aslında, kurumsal yönetim bir kurallar bütününden çok daha ötedir. Ülkeden ülkeye kurumsal yönetim uygulamaları farklı olabilmekte beraber, evrensel olarak kabul edilen ve geçerliliği olan prensipler bulunmaktadır (Şen, 2013, s.62). Düzenleyici otoriteler tarafından ortaya konulan

kurumların uyması gereken kurumsal yönetişime ilişkin kurallar ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Kurumlar, temelde yedi farklı kurumsal yönetişim ilkesini benimsemeye ve kurum içinde yayılımını sağlamaya odaklanmaktadır.

Kurumsal yönetişim ilkeleriyle ilgili farklı kaynaklar bulunmaktadır. Hesap verebilirlik, şeffaflık, adillik ve sorumluluk olmak üzere dört ana başlık altında karşımıza çıkan kurumsal yönetişim ilkelerine, yönetişim felsefesine uygun olarak etkililik, tutarlılık, katılım ve yayılım prensipleri de dâhil olmuştur. Bu ilkeler tutarlılık (consistency), sorumluluk (responsibility), hesap verebilirlik (accountability), adil olmak (fairness), şeffaflık (transparency), etkililik (effectiveness), katılım ve yayılım (deployment)'dır.

Şekil 1. Kurumsal Yönetişim Prensipleri



Kaynak: Şen, 2013, s. 64

Kurumsal yönetişimin sorumluluk ilkesi, kurum yönetiminin kurum adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata, firma esas sözleşmesine ve firma içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade etmektedir (SPK, 2005, s.3). Bu prensip gereği kurumların bütün faaliyetlerinde, kurum içinde ve dışında, paydaşları, hissedarları, kısacası buldukları sosyal çevreyi etkileyebilecek her kararlarında sorumlu yaklaşımı benimsemeleri gerekmektedir. Bu sorumlu yaklaşımın, kurumda kurum kültürü olarak yayılması gerekmektedir. Kurum kültürünü öncelikli olarak yönetim kurulu belirler. Burada, yönetim kurulunun sorumlu yaklaşımı benimseyerek, kurum içinde de bu kültürün yayılmasını sağlama sorumluluğu vardır.

Kurum içinde etkili bir yönetim anlayışının oluşması için yukarıda bahsedilen prensiplerin benimsenmesi ve bununla beraber kurum içinde sürdürülebilir iyileştirme

ortamını sağlamak için düzenli ölçümler gerçekleştirilmelidir. Kurumsal yönetim ilkelerinden tutarlılık ilkesi gereğince kurumun, politikalarında ve aksiyonlarında tutarlı davranması gerekir. Yazılı belirlenen kuralların, söylem ve aksiyonlarda tutarlı olarak uygulanması, tüm değer zincirinde kurumun değerini artırması beklenir.

Hesap verebilir olmak demek, kurumun aldığı kararlarda, yetki sahibi kişilerin bu yetkiyi kullanarak gerçekleştirdiği, yürüttüğü her türlü işlemde sorumlu tutulabilmek ve açıklama yapabilmek demektir. Hesap verebilirlik prensibi gereği kurumlar, faaliyetleriyle ilgili doğru, tam ve önyargısız bilgiyi paydaşlarıyla kamuya açık olarak paylaşmalı ve bu faaliyetlerinin sonuçlarından doğan sorumlulukları üstlenmelidirler (Apaydın, 2007, ss. 73-74). Bu bağlamda, kurumların her türlü seviyede, yetki, görev ve sorumluluklarını açık ve net bir şekilde tanımlaması gerekmektedir. Bu yetkiler hesap verebilir düzeyde olmalıdır. Bu ilke kapsamında, kurumun etkin bir iç kontrol mekanizması kurmuş olması ve aynı zamanda kaliteli bir bağımsız denetim hizmeti almış olması önem taşır. Kurum içinde farklı düzeylerde hesap veren ve hesap soran kişiler farklılaşabilmektedir. Bazen, yönetim kurulu hesap soran, üst düzey yöneticiler hesap veren olmakla beraber, bazı durumlarda ise yönetim kurulu hesap veren, hissedarlar ise hesap soran konumunda olur.

Kurumsal yönetişimin adil olmak ilkesi gereği, şirket yönetimi bütün paydaşlara karşı eşit davranmalıdır (Deloitte ve TKYD, 2006, s. 4). Yönetişim kültürü özünde kuruma “iyi kurum” olmak için uyulması gereken prensipleri ortaya koyar. Kurum, karar alırken bulunduğu çevrede kendisiyle aynı şartta bulunan kişilere adil bir yaklaşım benimsemelidir. Aslında, kurumlar için de durum pek farklı değildir. Bir kurumun tüm paydaşlarına adil davranması ve ayrımcılık yapmaması gerekir. Bahsi geçen paydaşları; hissedarları, yatırımcıları, iş ilişkisinde bulunduğu kişi ve kurumlar ile çalışanları olabilir. Bu paydaşlar arasında aynı seviyede/grupta bulunanlar arasında ayrımcılık yapmadan eşit yaklaşımı benimsemelidir. Ayrıca, adillik ilkesi gereğince, kurum içinde içeriden öğrenebilecek ve fırsat eşitliğine ters düşecek ticari işlem yapılmaması gerekir. Bu noktada, şirketin yönetiminde veya yönetim kurulunda bulunan kişilerin şirketle çıkar çatışması yaratacak durumlarını yönetim kuruluna önceden beyan etmesi de yine adillik ilkesi gereğidir.

Kurumsal yönetim ilkelerinden şeffaflık ilkesi gereğince, şirketin paydaşlarına önemli finansal ve finansal olmayan bilgileri, tam, eksiksiz, incelemeye uygun ve

anlaşılabilir olarak zamanında paylaşması gerekmektedir. Şirketin “önemlilik” ölçütüne göre paydaşlarıyla paylaşmaya açacağı bilgi farklılık gösterebilmektedir. Şeffaflık, ticari sır niteliğinde ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler haricinde, firma ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, eksiksiz, anlaşılabilir, doğru, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulmasını gerektirir (Tokgöz, 2005, s.4). Şeffaf olarak paylaşılması gereken bilgilerden bazıları şunlardır: finansal raporlar, faaliyet raporları, sosyal sorumluluk raporları, kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu, yönetim kurulu toplantısı katılım tutanakları, şirketin hedefi, amacı, vizyonu ve misyonu, ortaklık yapısı ve ortaklarının oy hakkı, üst düzey yöneticilere tanınan hak ve ödüller, vb. Bilgi asimetrisini engellemek için, yatırımcının, hissedarların, kısacası bütün paydaşların kararlarını etkileyebilecek yukarıda örneklendirilen bilgilerin tam, eksiksiz ve zamanında paylaşımı önem arz etmektedir. Bir şirket ne kadar şeffafsa, o şirkete duyulan güven de o kadar artar.

Kurumsal yönetim ilkelerinin kurum içinde yayılımını sağlamak önemlidir. Şeffaflık ilkesi gereğince de şirketin iç işleyişlerinde, karar alma süreçlerinde de bu prensibe uygun bir yaklaşım benimsenmelidir. Kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen bir kurumda, alınan kararlarda elde edilen sonuçların şirket hedefleriyle uyumlu olması gerekmektedir. Kurumun kaynaklarının alınan kararlarda ve harcanan kaynaklarda etkili biçimde kullanılması önemlidir.

Özünde sorumlu yaklaşımı barındıran yönetim kültürünün yayıldığı kurumların, kurumun bütün seviyelerinde karar mekanizmalarında katılımcı bir yaklaşımı benimsemeleri beklenir. Katılım prensibi gereğince, yukarıdan aşağıya işleyen bir karar mekanizmasından öte, çalışanların da istek, talep ve kararlarını belirtebildikleri ve bu görüşlerin karar alma süreçlerinde göz önünde bulundurulduğu bir sistem olmalıdır. Ayrıca, bütün paydaşların kurumda katılımcı yaklaşımı benimseyerek kurumsal yönetim ilkelerinin yayılımını sağlaması beklenmektedir (Tekin, 2003, s.4). Şirketle ilişkisi bulunan menfaat gruplarının (çalışanlar, vb.) yasalarla verilmiş hakları tanınmalı, istihdamın ve refahın artırılması ve mali açıdan sağlıklı bir şirket oluşturulması amacıyla bu gruplarla şirket arasındaki işbirliği teşvik edilmelidir.

1.3. Kurumsal Yönetişimin Önemi ve Fonksiyonları

Soğuk savaş dönemi sonrası küreselleşme ile beraber, şirketler yoğun bir biçimde sınır ötesi ticari faaliyetlerde bulunmaya başlamışlar ve bunun sonucu olarak da, finansal piyasalarda fonlar dilediğince hareket etmeye başlamıştır. Devletler sınırlar ötesi ticari faaliyetleri daima çeşitli kurullarla kontrol altında tutmaya ve denetlemeye çalışmışlardır. 21. yüzyıl kapitalizminin yoğun rekabeti sonucu şirketler hayatta kalabilmek ve pazar paylarını arttırabilmek mücadelesi adına zaman zaman verimlilik ve etkinlikten uzaklaşmıştır. Bunun sonucu olarak, “işletmenin veya örgütün elindeki kaynakları planlayarak, organize ederek, yürüterek ve kontrol ederek, diğer insanlar aracı ile etkili ve verimli bir şekilde kullanması ve amaçların gerçekleştirilme süreci” diye tanımladığımız yönetim sürecine uygun düşmeyen kararlar ile ticari yapılarını yönetir hale gelmişlerdir.

Bu tip yanlış uygulamalar sonrasında ise, öncelikle ABD’de, Enron, Tyco, World Com gibi büyük şirketlerde yaşanan finansal skandallar ortaya çıkmıştır. Sonrasında ise bu skandallara sadece şirket iflası gözü ve işletme kârlılığından öte bir bakış açısı ile bakılmasının zorunlu hale gelmesi ile beraber kurumsal yönetim kavramı özel bir önem kazanmaya başlamıştır. Enron skandalı ve bu tip skandallar sadece mikroekonomik alanda değil, makroekonomide yani piyasa ekonomisi ile düzenlemeye tabi tutulmuş ekonomiler arasındaki mukayeseler açısından da çeşitli tartışmaların yaşandığı bir döneme denk gelmiştir. Ekonomide serbestleştirmeden yararlananların dahi onun hatalı taraflarını itiraf etmeye hazır oldukları bir dönemde, ekonomide serbestliği ve bu serbestliğin tam olarak sağlanamadığını savunanların, hatalı bir düzenlemeye tabi tutulmuş bir ekonomi ile daha hatalı bir düzenlemeye tabi tutulmuş ekonomileri karşılaştırmak istiyorlar, ideal bir serbest piyasayı görmezden gelerek, karşılaştırmayı istemiyorlardı (Stiglitz, 2004, s. 251).

Ulaştığı boyutu ile şimdilik 1929 dünya ekonomik krizinden sonraki en büyük kriz denilen günümüzde yaşanan büyük küresel ekonomik krizde, sarsılmaz denilen birçok büyük şirketin çok zor durumlara düşmesi, görünmez el vasıtası ile karşılaşılabilecek sorunları çözmesi planlanan serbest ekonomik düzenin dahi, bir takım kurullara veya düzenlemelere ihtiyacı olabileceğini ortaya çıkarmıştır. Devletin ekonomiye müdahalesinin hiç düşünülmediği ülkelerde bile, yönetimler yaşanan ekonomik krize bir çare olabileceği beklentisi ile ekonomiye müdahale konusunda

eskiye oranla çok daha ılımlı söylemlerde bulunmaktadırlar. Nobel ödüllü akademisyen Joseph E. Stiglitz serbest piyasa ekonomilerindeki varsayılan denge modellemesinin en güç problem olduğunu belirtmiş, ekonomik sistemdeki oyuncuların, çalışanlar ile işverenler veya borç verenler ile borç alanlar gibi tümünü düşünmenin önemine dikkat çekmiştir (Stiglitz, 2004, s. 487).

Bu yaklaşımın kurumsal yönetişimin tanımında yer alan açık bir sistem olarak, işletmeyi ilgilendiren konularda tarafların tümünün sisteme dahil edilmesi olgusu ile büyük ölçüde örtüştüğü dikkat çekicidir. Yine geçmişte bahsedilen serbest piyasa ekonomisi modelindeki tarafların her birinin rasyonel davranmasının sistemin varsayımı olduğu ve tarafların inançları doğrultusunda rasyonel davranış sergilediklerini belirtmiştir. Piyasa ekonomisindeki eşitlikçi davranışı betimleyen rasyonel davranış yerine rekabetçi davranış modellemeyi istediğini belirten Stiglitz, geçmişte ekonomideki tarafların tek başlarına büyük bir güç olmadıkları ve bilgiye ulaşmadaki zorluklar nedeni ile, verdikleri kararlarla diğerlerini etki altında bırakmadıklarını ve serbest piyasa dengesinin bu koşullarda oluştuğunu belirtmiştir. Günümüzde bilgi ve değişimin serbest piyasa ekonomisindeki paradigmayı oluşturduğunu belirtilerek, geçmişte ekonomik modele giren aktörlerin kısıtlı bilgiler ile girdiğini, girmeyen aktörlerin ise artık ekonomik modellemeye dahil edilmesi gerektiğini vurguladığı örneğinde, günümüzde bir araba alıcısının ve aldığı arabayı sigortalayacak sigorta şirketinin fiyat ile kalite arasındaki istatistiksel ilişkiyi kantitatif olarak bilme ihtiyacında olduklarını ve bu bilginin satın alma kararı etkilediğini belirtmiştir (Stiglitz, 2004, ss. 488-489).

Klasik iktisatta pazardaki fiyatı arz ve talep belirlerken, günümüzde fiyatın belirlenmesinde bir çok bağımsız değişken daha sisteme dahil olmaktadır. Günümüzde serbest piyasa ekonomisinin geçmişine oranla, değişim sonucunda hem pazardaki tüm oyuncular her türlü bilgiye kolayca ulaşır durumda, hem de bazılarının pazarı dahi etkileyebilecek büyüklük ve güçte oldukları bilinmektedir. Bu ise geçmişteki serbest piyasa ekonomik modellemesinin günümüz için yetersiz kalabileceğini, ekonomik modellemeye yeni aktör ve kuralların dahil edilmesi gerekliliğini açıklamaktadır. Bu bağlamda kurumsal yönetişim, serbest ekonomik düzende, “mikroekonomik anlamda” şirketlerin serbest piyasa ekonomisindeki rasyonel davranış yerine anti rasyonel davranış veya diğer bir deyişle verimsiz yönetimleri nedeni ile karşılaşılan bu tip

aksamaları önlemeye veya çözmeye ve pazardaki tarafların ekonomik açıdan zarar görmemesine yardımcı olabilecek bir araç olarak da düşünölmeye başlamıştır. Teorik düşünöncede, girişimcinin üretimin gerekli görölen her anında emek ve sermayenin kullanılabilirliğı varsayımına karşın, işletmenin söz sahipleri olarak da adlandırılan yöneticiler, işletmelerin nakit akımlarını teoriye uygun olarak değıl de, kontrol erkini kendileri lehine yararlanabileceğı şekilde yönetebileceklerinden (Osman, 2004, s. 6) pay sahipleri olarak ifade edilen yatırımcıların ve diğıer paydaşların korunma gereksinimi ortaya çıkmaktadır.

Kurumsal yönetişim, mikroekonomik alanda ilgili tüm tarafların çıkarlarını korumaya aday bir olgu olurken, sadece işletme bilim ve ekonomi alanındaki kuralları saran bir olgu olarak değıl, kanunlara uyma, etik kurallar, çevrenin korunması gibi bir dizi alanla örtüşen temel bir yaklaşımı ifade etmektedir. Mikro ekonomik anlamda bir kurumun en üstün performansa ulaşmasını ve sürdürülebilir başarıyı yakalamasını hedefleyen kurumsal yönetişim, temel ilkeleri olan adillik, şeffaflık ve hesap verebilirliği sağlamaya yönelik bir çatı olarak düşünölebilir. Bu çatı olmadan, iyi ahlaklı bir yönetimin veya çevreye duyarlı bir yönetimin tek başına bir kurumu başarıya ulaştırmayacağı açıktır (TÜSİAD, 2002, ss. 9-10).

Serbest rekabet koşullarının kurumsallaştığı gelişmiş ölkelerde 1930'lu yıllardan başlayarak önem kazanan kurumsal yönetişim, son yıllarda Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), kurumsal yatırımcılar ile ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarının yönlendirmesinden dolayı birçok ölkede özellikle halka açık şirketlerde, kurumların yönetiliş tarzını belirler hale gelmiştir. Günümüzde ekonomik piyasadaki oyuncuların büyüklüğü nedeni ile karşılaşılan finansal krizlerin o şirketin bulunduğu ölkeyi bile etkileyebildiğı bilinen bir gerçektir. Bu krizlerin arkasında yatan başlıca nedenlerden birinin kötü yönetim olduğı görüşü, kurumsal yönetişim kavramını ön plana çıkararak, konuya mikro ve makroekonomik alanda önem verilmesini sağlamış ve sermaye piyasasındaki yatırım kararlarında kurumsal yönetişim kalitesi, şirketlerin finansal performansı kadar dikkatle takip edilir hale gelmiştir (SPK, 2005, s. 1).

1.4. Kurumsal Yönetişim Süreci

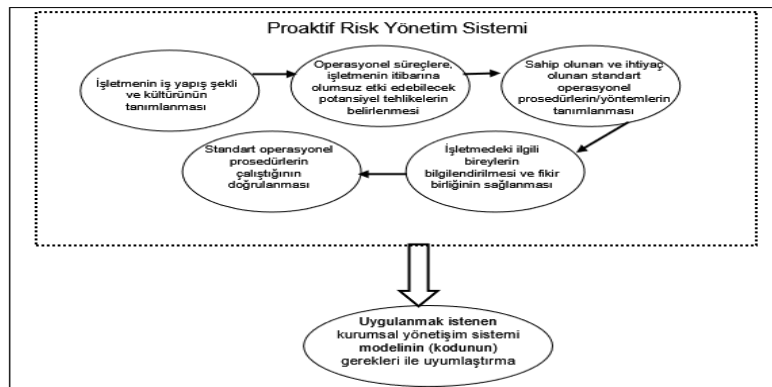
Temel ilkeleri adillik, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verebilirlik olan, uygulama şekli ölkeden ölkeye, sektörden sektöre farklılıklar gösterebilen dinamik bir süreç olan kurumsal yönetişimin uygulaması için tek bir model belirlemek zordur. Bununla beraber

proaktif risk yönetimi yolu ile pay sahipleri ve paydaşlar lehine daha yararlı sonuçlar üretme amacı taşıyan bu sürecin uygulanabilmesi her şeyden önce bu sistemi uygulama kararlığında olan işletmenin, işletmenin başarısı için gerekli olan temel uygulama planını (blueprint) belirlemesi ile başlamaktadır. İşletmenin başarısı için gerekli temel uygulama planının belirlenmesini takiben, işletmenin bu planı kurumsal yönetim için temel aldığı kurallar bütünü ile birleştirmesi ve uyumlaştırması gerekmektedir. İşletmenin başarısı için gerekli temel uygulama planı aşağıdaki gibi beş ana maddede özetlenebilir.

- Şirketin iş yapış şekli ve kültürünün gözden geçirilmesi
- İşletmedeki operasyonel süreçlere veya işletmenin itibar ve tanınmasına olumsuz etki edebilecek potansiyel tehlikelerin tanımlanması
- Şu anda sahip olunan ve ihtiyaç olunan standart operasyonel prosedürlerin yöntemlerin tanımlanması
- İşletmedeki bu konularla ilgili herkesin bilgilendirilmesi ve fikir birliğinin sağlanması
- Standart operasyonel prosedürlerin çalıştığına doğrulanması

Yukarıdaki bahsedilen temel uygulama planının işletmenin operasyonel süreçlerine entegre edilmesi işletmeye proaktif bir risk yönetim sistemini kazandıracaktır. Kurulan bu proaktif risk yönetim sisteminin işletmenin kurumsal yönetim ilkeleri için baz aldığı ilgili kurumsal yönetim sistemi modelinin gerekleri ile entegre edilmesi ile beraber, kurumsal yönetim süreci tamamlanmış olacaktır. Altı temel adımdan oluşan kurumsal yönetim sürecinin aşağıda gibi şekillendirilmesi olasıdır.

Şekil 2. Kurumsal Yönetimin Süreci



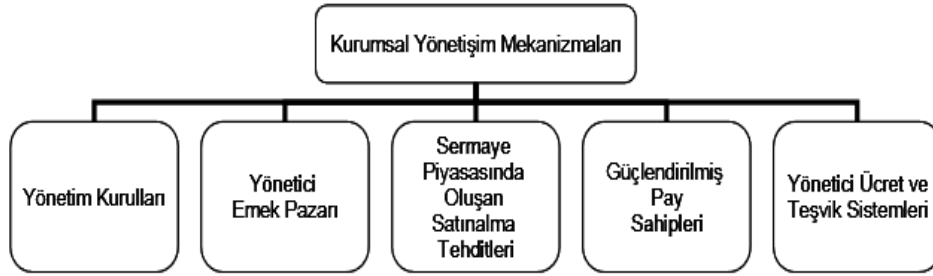
Kaynak: Şen, 2013, s. 65

Daha önce bahsedildiği ve şekilde de görüldüğü üzere, süreç olarak kurumsal yönetişimin önemli noktalarından birini proaktif bir risk yönetim sistemi olması oluşturmaktadır. Pay sahipleri ve paydaşlar aleyhine oluşabilecek riskleri önleme amacını taşıyan bu süreçte, proaktif ve yapıcı denetim mekanizmalarının işlevselliği büyük önem taşımaktadır.

1.5. Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları

Kurumsal yönetişim dinamik bir süreci ifade ettiği için, bu süreci yerine getirecek yönetişim mekanizmalarının varlığına gereksinim duyulacaktır. Bu mekanizmalar, işletmelerde karşılıklı ilişkilerdeki her bir tarafı temsil edecek ve onların hakkını gözetmeye çalışacak mekanizmalardır. Bir diğer deyişle de hak sahibi olanların, söz sahibi olanlar üzerindeki egemenlik ve kontrol haklarının sağlanması mekanizmasıdır. Bu kontrol mekanizmalarını beş ana maddede özetlemek mümkündür.

Şekil 3. Kurumsal Yönetişim Mekanizmaları



Kaynak: Şen, 2013, s. 66

Kurumsal Yönetişim mekanizmalarının, işletmenin içindeki bir grubu (yönetim kurulu), işletme içindeki bir sistemi (yönetici ücret ve teşvik sistemi) ile yine işletmenin dış çevresindeki satın alma tehditleri ile beraber bir grubu (güçlendirilmiş pay sahipleri) ve açık bir sistem olan işletmelerde insan kaynakları yönetimini de yakından ilgilendiren yönetici emek pazarını içerdiği görülmektedir.

- Yönetim Kurulları: Günümüzde işletmeler, o işletmenin pay (hisse) sahiplerinin artması sonucunda her bir pay sahibinin fiilen yönetimde bulunamaması nedeni ile vekâlet ilişkisi çerçevesinde yönetim kurullarınca yönetilmektedir. Burada pay sahipleri tarafından vekil olarak tayin edilen yönetim kurulları, temsil ettikleri tüm pay sahipleri adına, işletmenin yararlarını gözetecek şekilde

kararlar almak ve işletmeyi yönetmek durumundadırlar. Hâkim ortaklıkların bulunduğu işletmelerde pay sahipleri egemenlik ve kontrol gücüne sahipken, hâkim ortaklıkların bulunmadığı, pay sahipliğinin dağıtılmış olduğu işletmelerde yönetim kurulları tüm pay sahipleri adına egemenlik ve kontrolü elinde tutabilmekte ve işletmenin mutlak hâkimi olabilmektedir. Bu yönetim kurulları vekâlet teorisi çerçevesinde, kendi oluşturdukları ve kontrol ettikleri genel kurul toplantılarında seçilmekte ve daha sonra işletmenin stratejik yönlendirilmesi ve yönetiminde söz sahibi olmaktadır. Bu gibi bir yönetim durumunda, işletmenin asıl hak sahibi olan pay sahipleri ile işletmenin iç ve dış paydaş gruplarının yararlarına uygun bir biçimde işletmeyi yönetme ve yönlendirmesi beklenen yönetim kurulları tüm güç ellerinde olduğu için, işletmeyi, kendi çıkarları doğrultusunda yönetebilmekte ve işletmenin hak sahipleri ile paydaş gruplarını zarara uğratabilmektedir. Adı kurumsal yönetişim ile birlikte anılan Enron Skandalı yukarıda açıklamaya çalıştığımız olguya güzel bir örnek teşkil etmektedir. 1998 yılındaki faaliyet raporunda değerlerini, saygı, dürüstlük, iletişim ve mükemmellik olarak açıklayan Enron'da işletmenin yönetimini elinde bulunduran hak sahipleri ve onlar adına işletmeyi sevk ve idare eden yöneticiler, uygulanan muhasebe hileleri ile şirket kârlarını olduğundan yüksek göstererek kendi lehlerine haksız kazançlar elde etmişlerdir. Şirketin yönetim kurulu başkanı 350 milyon dolar, genel müdür 70 milyon dolar, mali İşler genel müdür yardımcısı 30 milyon dolar ve onun yardımcısının da 10 milyon doları aşan haksız kazançlar elde ettikleri kanıtlanmıştır (Aysan, 2007, s. 38). Ayrıca Enron'un yöneticilerinin seçtiği bağımsız denetim kuruluşu Arthur Andersen'in de 3 yıl içinde 140 milyon dolar gelir ettiği bilinmektedir. Enron'un 2000 yılı Temmuz ve Eylül ayları arasında, sadece üç aydaki emtia satışlarından, bir önceki yıla göre 232 milyon dolarlık kazanç artışı yaşadığı bilinmektedir. Günümüze daha yakın bir örnek de, Nasdaq'ın kurucularından ve eski başkanlarından olan Bernard Madoff'un 1960 yılında kurduğu ve 2008 yılında Wall Street'in 6. büyük şirketi seçilen yatırım şirketi Bernard L. Madoff Investment Securities ile ilgilidir. Madoff'un varlık yönetiminin büyük bir Ponzi oyunu olduğu ortaya çıkmış ve Madoff menkul kıymetlerde sahtecilik, suistimal, kara para aklama, yalan bildirim vb. suçlarla yargılanmaya başlanmış ve kendisinin 150 yıl hapsi istenmiştir. Madoff'un yaptığı işlemler nedeni ile Amerika ve Amerika dışındaki bankalara 65 milyar dolar borç yaptığı

belirlenmiştir. Bu nedenle, yönetim kurullarının hak sahipleri tarafından adil bir şekilde seçilmesi ve onların çıkarları doğrultusunda işletmeyi sevk ve idare etmeleri iyi bir yönetim için büyük bir önem arz etmektedir. Kurumsal yönetişimde yönetim kurullarının önemi ve yönetim kurullarının yapısı ileriki bölümlerde detaylı olarak incelenecek olmakla beraber, yönetim kurulunun yapısı ve üye sayısı belirlenirken yönetim kurulu başkanının, aynı zamanda icra kurulu başkanlığını da yapıp yapmadığının önemli bir rolü olduğunun belirtilmesi yararlı olacaktır.

- **Yönetici Emek Pazarı:** Yönetici emek pazarının kurumsal yönetişimdeki önemi, başarılı yöneticilerin pay sahipleri ile diğer paydaşların yararına olacak şekilde şirketi sevk ve idare etmedeki rollerinin öneminden kaynaklanmaktadır. Yöneticiler de olası bir işsizlik sorunu ile karşılaşmamak ve emek pazarında kendi değerlerini yüksek tutmak için başarılı olmak, kurumun stratejik hedeflerine yüksek oranda katkıda bulunmak isterler. Yönetici emek pazarında bir yöneticinin değerinin belirlenmesinin en güvenilir yolu ise yöneticilerin geçmişte çalıştığı işletmelerdeki performanslarıdır. Geçmiş performansları kötü olan yöneticiler ise yönetici emek pazarında iş bulamama tehditi ile karşı karşıya kalacaklardır. Bu nedenle, kurumsal yönetişim mekanizmasında yönetici emek pazarı, işletmenin pay sahiplerinin ve diğer paydaşların çıkarları doğrultusunda yönetebilecek üst düzey yöneticilerin bulunması ve onlar aracılığı ile işletmenin yönetilmesi açısından önem arz etmektedir.
- **Sermaye Piyasasında Oluşan Satın Alma Tehditleri:** Şirket satın almalarının yaygın olduğu sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde özellikle finansal açıdan zor durumdaki işletmeler satın alınmakta, daha sonra yeniden yapılandırılarak satılmaktadır. Her bir satın alınma olayında ise, genellikle satın alınan işletmenin yöneticileri değiştirilmekte ve üst düzey yöneticileri işlerini kaybetmektedirler. Yöneticiler işlerini kaybetmemek için, şirketin de finansal açıdan zor duruma düşmemesi ve rekabet üstünlüğünü koruyabilmesi için işletmeyi stratejik hedeflerine uygun bir şekilde, verimli ve iyi yönetmek isterler. Kurumsal yönetişim modelleri satın alma tehditlerinin özellikle kötü performanslı işletmeler üzerinde bir baskı unsuru oluşturacağını varsaymaktadır. Ancak Becht vd. uygulama sonuçlarının henüz bu hipotezi yeterli bir şekilde kanıtlayacak sonuçlar üretmediğini, işletmeler üzerindeki disipline edici etkisinin zayıf olduğunu belirtmektedir (Kula, 2006, s.34).

- Güçlendirilmiş Pay sahipleri: Özellikle halka açık işletmelerde dağılmış olan paylar nedeni ile her bir pay sahibi işletmenin genel kurulunda temsil edilemediğinden ve oy kullanamadığından, tam olarak demokratik bir şekilde temsil edildiklerini söylemek zordur. Bu durumu önlemek amacı ile kurumsal yönetim literatüründe pay sahiplerinin güçlendirilmesi olarak tanımlanan, genel kurul öncesinde dağılmış pay sahiplerini fiziki veya teknolojik bir ortamda bir araya getirerek kendi kararlaştıracakları bir temsilci vasıtası ile blok halinde oy verme hakkı kazandıracak mekanizmalar geliştirilmiştir (Kula, 2006, s.35).
- Yönetici Ücret ve Teşvik Sistemi: Üst yönetimin adil ve motive edici bir ücret ve teşvik sistemi ile çalışmasının kurumsal yönetim uygulamasının başarıya ulaşması için önemli bir araç olacağı düşünülmektedir. Piyasa şartlarında adil bir ücret alan yönetici, aynı zamanda işletmenin uzun dönemdeki performansından yararlanabileceği etkili bir teşvik sistemi ile (prim, kâr payı dağıtımı, hissedarlık verilmesi,vb.) ödüllendirilmesi halinde işletmenin başarısı için yüksek performans sergileyecektir. Bu mekanizma sayesinde yönetici teşvikleri hissedar teşvikleri uyumlaştırılmış olacaktır. Ayrıca işletmenin pay sahipleri, bu mekanizma ile yöneticileri kontrol edebilecek ve işletmenin stratejik hedefleri doğrultusunda yönlendirebilecektir.

Özetle, dinamik bir süreci ifade eden kurumsal yönetim, yukarıda beş ana maddede özetlenen ve işletmelerde karşılıklı ilişkilerdeki her bir tarafı temsil ederek, onların hakkını gözetmeye çalışacak mekanizmalar yardımı ile hak sahibi olanların, söz sahibi olanlar üzerindeki egemenlik ve kontrol haklarını sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Bu süreç aşağıda yer alan ve işletmenin mülkiyet yapısı açısından iki yaygın görüş kapsamında incelenebilen yapısal özellikler ile gerçekleştirilmektedir.

1.6. Kurumsal Yönetişimin Ölçülenmesi

Kurumsal yönetişimin geçtiğimiz yirmi yılda yaşanan gelişmelerle artan önemi, yatırımcıların, özellikle halka açık şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının benimsenme seviyesini değerlendirme ihtiyacını da beraberinde getirmiştir. Bu anlamda, firmaları yönlendirmek ve değerlendirmek için yönetim kurulları, muhasebeciler, finansal analistler, yatırım bankaları, denetim komiteleri, derecelendirme firmaları gibi mekanizmalar ortaya çıkmıştır. Yatırımcıların Enron, WorldCom, Tyco, Vivendi ve Parmalat gibi şirketlerde daha önce yaşadıkları

deneyimlerle beraber, şirketlerin risklilik durumlarını ortaya koyması açısından kurumsal yönetim derecelendirmesinin önemi anlaşılmıştır. Değerlendirmeyi, subjektif yaklaşımlardan uzaklaştırmak için, firmaların kurumsal yönetim uygulamalarını benimseme düzeyini rakamsal ifade edebilecek bir ölçümleme yöntemine ihtiyaç duyulmuştur. Bu ihtiyaçla, farklı ülkelerde farklı yöntemlerle ölçümlenen kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan firmalar ortaya çıkmıştır. Avusturalya, Brezilya, Yunanistan, Hindistan, Malezya, Amerika Birleşik Devletleri, Rusya, Türkiye vb. ülkelerde farklı özel kurumlarca kurumsal yönetime ilişkin derecelendirmesi yapılmaktadır. Governance Metrics International, Institutional Shareholder Services (ISS), Care Ratings, Alliance Bernstein, Clarkson Centre, Standards & Poors, bu derecelendirme firmalarından en bilinenleridir.

Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirmesi yapabilmek için, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından verilen kurumsal yönetim derecelendirme lisansına sahip olmak gereklidir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yapma hakkına sahip olan firmalar şunlardır: Kobirate, Saha, JCR Avrasya. Bu firmaların incelemeleri sonucunda belirledikleri Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu açısından yapılan incelemelerle gerçekleştirilmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, bu dört başlıkta aşağıda detaylandırılan kriterlere göre bir bütün olarak değerlendirilmektedir. Aksi takdirde, şirketin notu yayınlanmakta ve devam eden süreçte şirketin iyileştirme alanlarıyla ilgili ilerlemesi değerlendirilmektedir. Pay sahipleri için şu kriterlere göre değerlendirilmektedir:

- Pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması
- Bilgi alma ve inceleme hakları
- Azınlık hakları
- Genel kurula katılım hakkı, oy hakkı
- Kâr payı hakkı ve payların devri

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık açısından değerlendirmeler aşağıdaki belirtilen açılardan gerçekleştirilmektedir:

- Kamuyu aydınlatma esasları ve araçları
- İnternet sitesi
- Faaliyet raporu, bağımsız denetim raporu

Menfaat sahipleri bakımından aşağıdaki açılardan değerlendirilmektedir:

- Menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası
- Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi
- Şirketin insan kaynakları politikası
- Müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler
- Etik kurallar ve sosyal sorumluluk
- Sürdürülebilirlik

Yönetim Kurulu ile ilgili olarak aşağıdaki bilgiler değerlendirilmektedir:

- Yönetim kurulunun işlevi, faaliyet esasları
- Yönetim kurulunun yapısı, toplantılarının şekli
- Yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler
- Yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilerine sağlanan mali haklar

Kurumsal yönetişim ilkelerine uyum değerlendirmesi aşağıdaki esaslar dikkate alınarak gerçekleştirilmektedir.

- Adillik: Bütün hissedarlara yapılan muamelenin eşitliği ve özellikle bir şirketin yöneticileri veya kontrolü elinde bulunduran hissedarlar tarafından yapılabilecek sahtekârlıklardan ve yolsuzluklardan sakınılması.
- Şeffaflık: Tüm kamuoyunun, yatırım kararlarından haberdar olabilmeleri ve şirket faaliyetlerini düzenli ve sürekli olarak izleyebilmeleri için firmaya ilişkin bilgilerin temiz ve doğru biçimde akışının sağlanması.
- Hesap Verebilirlik: Yasalara uygun kontrol sistemlerinin mevcudiyeti ile beraber özellikle hissedarlara ve alacaklılara, şirketin yöneticileri ile kontrolü elinde bulunduran diğer unsurların faaliyetleri üzerindeki ilgi ve alâkalarını açıklama ve uygulama olanağı verecek geçerli bir yapının sağlanması.

- Sorumluluk: Şirketlerin yönetilmesi ve sürdürülebilirliğin sağlanması için başlıca menfaat sahipleri ve şirket yöneticileri ile olan ilişkilerin idaresini düzenleyen yürürlükteki yasalara bağlılık ve potansiyel karışıklıklardan sakınma

Türkiye'deki şirketler incelendiğinde ve kurumsal yönetim derecelendirme sonucu elde edilen notların ortalamalarının dağılımına bakıldığında, artan bir trend gözlemlenmektedir. Şekil 4'te Türkiye'de BİST-100 kapsamında işlem gören ve Kurumsal Yönetişim Endeksi'nde (XKURY) bulunan firmaların aldıkları notların ortalama değerlerini yıllara göre göstermektedir. Bu grafiğe göre, kurumsal yönetim derecelendirme notu ortalamasının 2008 yılında 8,21 düzeyinde olup, 2013 yılında 8,96 düzeyine kadar ilerlediğini görmekteyiz. Buna göre, düzenleyici kurumların yaptıkları bilgilendirmelerle, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumu şirket politikalarına dâhil etmeye başladığını ve diğer şirketleri de bu yönde teşvik ettiklerini söyleyebiliriz.

Şekil 4. BİST-100'de İşlem Gören, Finansal Olmayan Firmaların Yıllara Göre Ortalama Kurumsal Yönetişim İlkelerine Uyum Derecesi



Çalışma kapsamında, BİST-100'de işlem gören ve XKURY'ye dâhil olan finansal olan firmalar incelerken, kurumsal yönetim derecesinin kurumsal yönetim yapısının göstergesi olarak kullanılmaktadır.

1.7. Kurumsal Yönetişim Modelleri

Ülkelerin kurumsal yönetime bakış açılarındaki farklılık, ülkelerin kendine has özellikleri, işletme kültürü, kanuni düzenlemeleri ve farklı rekabet koşullarına sahip olmaları nedeni ile ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle tüm dünyada birebir kabul görmüş bütün işletmelere olduğu gibi uygulanabilecek bir kurumsal yönetim modelinden söz

etmek olanaklı değildir. Ülkeler kendi ihtiyaçları doğrultusunda kendi kurumsal yönetim modellerini hazırlamakla beraber, literatürde iki ana kurumsal yönetim modelinden bahsedilmektedir. Bunlar ABD ile İngiltere’de şekillenen Anglo-Sakson modeli ve daha çok Avrupa ülkeleri ile Japonya’da geçerli olan Kıta Avrupası modelidir. Bu modellerden ABD ve İngiltere’de şekillenen Anglo-Sakson modelinde pay sahiplerinin çıkarları öncelikli iken, Fransa, Almanya ve Hollanda gibi ülkelerde geçerli olan Kıta Avrupa’sı modelinde pay sahipleri ve çalışanların çıkarları birlikte önceliklidir. Japonya’da geçerli olan ve Kıta Avrupası sistemine daha yakın olan modelde ise çalışanların çıkarları ve amaçları önceliklidir. Literatürde Anglo-Sakson modeline tekil kurumsal yönetim modeli, Kıta Avrupası modeline ikili kurumsal yönetim modeli, Japonya modeline de çoğulcu kurumsal yönetim modeli de denilmektedir. Günümüzde ülkeler, yukarıda sayılan bu modellerden kendi özelliklerine daha yakın bulduklarını yapılarına uyarlayarak, kendi modellerini geliştirmektedirler. Bahsedilen kurumsal yönetim modellerinin, kurumsal yönetim sistemlerinin unsurları açısından birbirleri ile çeşitli benzerlik ve farkları bulunmaktadır.

Şekil 5’te görüldüğü üzere, kurumsal yönetim işletmedeki yönetim sistemine katılan gruplardan etkilenerek şekillenen bir süreçtir. Bazı sistemlerde kurumsal yatırımcılar pay sahibi olarak yönetime katılmak istedikleri için sistem buna göre şekillenebilmekte, bazı sistemlerde ise devlet koyduğu kurullarla daha etkin rol oynadığı ve çalışanlar ve diğer paydaşları korumak istediği için de sistem buna göre şekillenmektedir. Kurumsal yönetim uygulamasında, sisteme dâhil olan oyuncular ve onların rolleri ülkeler ve hatta işletmeler arasında farklılıklar göstermektedir. Diğer taraftan da değişen rekabet koşullarına ayak uydurabilmek için ülkeler ve işletmeler kendi kurumsal yönetim uygulamalarını değiştirmek, revize etmek durumundadırlar. Bu nedenle kurumsal yönetimin tek bir uygulaması yoktur. Yukarıda bahsedilen ana modeller çerçevesinde, ülkeler ve işletmeler, kendi ihtiyaçlarına uygun kurumsal yönetim sistemlerini geliştirmekte ve uygulamaktadırlar.

Şekil 5. Kurumsal Yönetişim Unsurları ve Kurumsal Yönetişim Sistemleri Arasındaki İlişki

KURUMSAL YÖNETİŞİM UNSURLARI	Anglo Sakson Modeli	Kıta Avrupa'sı Modeli	Japon Modeli
Yönelim	Piyasa Yönelimli	Piyasa Yönelimli	Ağ Yönelimli
Yönetim Kurulu yapısı	Tekil Yönetim Kurulu	İkili Yönetim Kurulu	Yönetim Kurulu ve Vekil Yöneticiler Kurulu
Önemli Paydaş Gruplar	Hissedarlar	Bankalar, Çalışanlar	Yerel Bankalar, Çalışanlar, Diğer Finansal Kuruluşlar
Menkul Kıymet Borsalarının Önem Derecesi	Yüksek	Orta Seviyede	Yüksek
Kontrol Mekanizmasının Etkinliği	Etkin	Etkin Değil	Etkin Değil
Sahiplik Yoğunluğu	Düşük	Yüksek/ Orta Seviyede	Düşük/ Orta Seviyede
Üst Yönetim ve Hissedarlar İçin Performansa Dayalı Ödüllendirme	Yüksek	Düşük	Düşük
Ekonomik İlişkiler Süresi	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli

Kaynak: Şen, 2013, s. 68

1.8. Kurumsal Yönetişime İlişkin Çalışmalar

Kurumsal yönetişime ilişkin düzenlemeler genellikle kamu otoriteleri tarafından yetkilendirilmiş komisyon veya komiteler tarafından hazırlanmaktadır. Bu komisyon veya komiteler sermaye piyasası veya borsayı düzenleyici kurumlar, kamu ve özel sektör temsilci kurulları, akademisyenler ve kurumsal yatırımcılar tarafından oluşturulmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişimi ve korunması için, öncelikle halka açık şirketler tarafından dikkate alınsa da, halka açık olmayan şirketlerin de uyması arzu edilen ve daha önce bahsedilen dört ana kurumsal yönetişim ilkesi kurumsal yönetişimin temel ilkeleri olmakla beraber, uygulamada görüleceği üzere bu temel ilkeler çerçevesinde birçok ilke ve kurala yer verilmektedir. Ülkeden ülkeye değişen bu uygulamalar ve sonucunda oluşan ülkeden ülkeye değişebilen kod (code), rehber (guidelines) gibi adlarla anılan kurumsal yönetişim uygulamaları oluşturulmuştur (TUSİAD, 2002, ss. 9-11). Kurumsal yönetişim alanında yukarıda da belirtildiği üzere, ülkeden ülkeye değişen farklı rehber, kod, ilkeler adı altında kurallar bütünü belirleyen yayınlar fazla olması nedeni ile bu alanda en önemli düzenlemeler olarak

literatürde yerini alan ve bugün uygulanmakta olan çeşitli kurumsal yönetim ilkelerine (kodları) temel bazı raporlara burada değinilecektir.

1.8.1. Cadbury, Greenbury ve Hampel Raporları

1980'li yıllarda İngiltere'de Bank of Credit, Commerce International ve Maxwell Communication gibi şirketlerde meydana gelen usulsüz işlemler sonrası, 1991 yılında Finansal Raporlama Konseyi (Financial Reporting Council) ve Londra Borsası (London Stock Exchange) tarafından kurulan Cadbury Komitesi, 1992 yılında borsada işlem gören şirketlerin uyması amacı ile kurumsal yönetişimin finansal yönleri (Financial Aspects of Corporate Governance) konulu bir rapor açıklamış ve işletmelerde kurumsal şeffaflık için bu raporda belirttiği maddelere uyulmasını, uyulmuyor ise neden uyulmadığının açıklanmasını tavsiye etmiştir.

Sir Adrian Cadbury başkanlığında hazırlanan ve Cadbury komitesi olarak bilinen bu rapor kurumsal yönetim alanındaki çalışmalara ve sonucunda ortaya çıkan ilke ve kodların artışına başlangıç oluşturmuştur. Bu raporda özellikle yönetim komitelerine işletme içinde başkaca bir yönetsel görevi olmayan dış denetçi atanması yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin bağımsız olması gerekliliği, işletmenin iradesini elinde tuttuğunu gösteren resmi bir programa sahip olması gereken yönetim kurulunun düzenli toplanma ve şirket yönetiminde güç ve otorite dağılımına ilişkin bazı tavsiyeler yer almıştır. Birçok kurumsal yönetim uygulamasında da görüleceği üzere, bu raporda da özellikle kurumsal yönetişime, yönetim kurulu ve denetim komitesi yapısına, bağımsız üye ve yöneticilere değinilmiştir. Cadbury raporunda önerilen maddeler, birçok ülke tarafından uyarlanarak kendi sistemlerine adapte edilmiş, hatta Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (OECD) bugün pek çok ülkede uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinin temelini oluşturmuştur.

İngiltere'de 1992 yılında yayınlanan Cadbury raporundan sonra, 1995 yılında Greenbury komitesi özellikle yönetici gelirlerine değinen bir rapor yayınlamıştır. Bu raporda Cadbury raporunda geçen maddelere ek olarak, üst düzey yöneticilerin gelirlerini belirleyecek bağımsız üyelerden oluşan bir komite kurulması ve yönetici gelirlerinin belirlenmesinde geçerli olacak ana hatlar vurgulanmıştır. Mart 1998'de ise yine İngiltere'de, Hampel Komitesi İngiltere'de kurula kayıtlı şirketlerin yönetim yapılarının baştan incelenmesi gerekliliğini vurgulayarak, Cadbury Komitesince yayınlanan raporun geliştirildiği yeni bir rapor yayınlamıştır. Hampel Komitesi raporu

adı verilen bu rapor, diğer raporları geliştirerek İngiltere için en iyi uygulama kodlarını oluşturma ve evrensel bir kod olma amacı ile ortaya çıkmış revize bir rapordur.

1.8.2. Higgs ve Turnbull Raporları

2003 yılında yayınlanan Higgs raporu özellikle işletmelerdeki bağımsız yöneticilerin rolleri, bağımsızlıkları ve işe alım süreçleri ile ilgili konulara değinmiştir. Higgs raporunda, bağımsız yöneticilerin rollerinden bahsedilirken, bu kişilerin kurum stratejilerine olan katkıları, iç kontrol etkinliğini sağlamak, yöneticilerin performanslarını takip ile işe alım ve işten çıkarmalar konusundaki görevlerine değinilmiştir. Bunun dışında da, yönetim kurulunun ve komitelerin performans denetimleri yönetim kurulu başkanı'nın (CEO) yönetim konusundaki sorumluluklarına değinilmiştir. İngiltere'de yayınlanan Hampel raporundan sonra, başkanlığını Nigel Turnbull'un yaptığı bir komite tarafından 1999 yılında yayınlanan ve birleşik kodlar (combined codes) olarak da anılan rapor bugün İngiltere'de halen uygulanan kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin esasları belirten bir rapordur. Bu raporda temel olarak, yönetim kurulu başkanlığı ile genel müdürlük pozisyonlarının ayrı kişiler tarafından temsil edilmesi, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayı ve önemi, denetim komitelerinin önemi ve çalışmaları konularına değinilmiştir.

1.9. Türkiye'de Kurumsal Yönetişim Çalışmaları

Kurumsal Yönetişim ile ilgili Türkiye'deki uygulamalar Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD) ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Anonim Şirketlere yayınladığı tavsiye niteliğindeki raporlar ile uygulamadaki yerini almaya başlamıştır. Türk Ticaret Kanununda da kurumsal yönetime uyum sürecinde bazı değişiklikler yapılmaya başlanmış, bu konuda tasarılar hazırlanmıştır. Yine bazı kamu kurum ve kuruluşlarında da kurumsal yönetime geçiş ile ilgili çalışmalar başlamıştır. Bir örnek vermek gerekir ise, TC Sayıştay Bakanlığı, Hollanda Maliye Bakanlığının "Government Governance: Corporate Governance in Public Sector, Why and How ?" isimli eserini "Kurumsal Yönetişim: Kamu Sektöründe Kurumsal Yönetişim, Niçin ve Nasıl" ismi ile Türkçeye çevirerek, Sayıştay mensupları için yayınlamıştır (Kahraman, 2008, s. 25).

Türkiye'de yönetim kavramı yeni bir kavram olmasına ve genellikle yönetim kavramı ile birlikte kullanılmasına rağmen, Sayıştay yayınında özellikle yönetim kavramının kullanılması dikkat çekicidir. Sayıştay'ın çeviri yaparak yayınladığı bu eser

giriş ve sonuç bölümlerinin dışında temel olarak üç bölümden oluşmaktadır. Bunlar, kamuda yönetim neyi gerektirir, yönetim analizi ve güçlü bir yönetime yönelik kriterlerin incelenmesidir. TÜSİAD'ın ve SPK'nın çalışmaları Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamaları açısından önemli bir yere sahip olduğundan; bu çalışmalara kısaca değinilmesi yerinde olacaktır.

TÜSİAD'ın Çalışmaları:

TÜSİAD bünyesinde kurulan kurumsal yönetim çalışma grubunun katkıları ile Aralık 2002'de, kurumsal yönetimin temel ilkeleri ışığında, kurumsal yönetimin bir şirkette oluşması, yerleşmesi ve iyi uygulanması açısından stratejik öneme sahip olan yönetim kurullarının oluşumu, bağımsızlığı ve gündemi gibi konulara odaklandığı Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi isimli eseri yayınlamıştır. TÜSİAD bu eserde corporate governance kelimesinin karşılığı olarak Sayıştay'ın aksine “kurumsal yönetimi” kullanmayı tercih etmiştir. Ancak giriş bölümünde kurumsal yönetim kelimesinin yanında corporate governance ifadesini de parantez içerisinde belirtmiştir. TÜSİAD yayınlanan eserin giriş bölümünde kurumsal yönetimin tanımını yaparken birçok farklı şekilde tanımlanabileceğini belirterek, “Bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken, uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkân tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir” tanımını yapmıştır (Kahraman, 2008, s. 27).

TÜSİAD toplam 15 bölümden oluşan yayının 12 bölümünü kurumsal yönetim için stratejik bir önem arz eden yönetim kurullarına ayırmıştır. TÜSİAD yönetim kurullarının bir şirkette icranın irdelendiği ve eleştirildiği en önemli organ olarak nitelerek, yönetim kurulu başkanlığı ile icra kurulu başkanlığı görevlerinin mutlaka ayrı kişiler tarafından temsil edilmesinin önemine değinmiştir. Yine aynı bölümlerde yönetim kurulu üyelerinin yıl sonlarında performanslarının değerlendirilmesinin önemi, yönetim kurulu için azami yaş sınırı ile yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme ve ödüllendirilmesinden bahsetmiştir. 13. bölümde kurumsal yönetim açısından yönetim kuruluna bağlı olarak çalışması gereken komitelerin sayısı, yapı ve bağımsızlıklarından bahsedilmiştir. Burada özellikle, denetim komitesi, kurumsal yönetim komitesi ve üst düzey yönetim eğitim, kariyer ve ödüllendirme komitelerinin görev ve sorumlulukları irdelenmiştir. 14. bölümde de yukarıda bahsedilen komitelerin faaliyet süreleri,

toplantıların sıklığı, uzunluğu ve gündeminden bahsedilmiştir. 15. bölümde ise yönetim kurulunun işleyişi açısından diğer önemli hususları belirttikten sonra, eserin sonunda, ekler kısmında, TÜSİAD'ın kurumsal yönetim en iyi uygulama kodunu OECD" nin kurumsal yönetim ilkeleri ile karşılaştırmıştır.

SPK' nın Çalışmaları:

Sermaye Piyasası Kurulu da OECD'nin kurumsal yönetim ilkeleri ve çeşitli ülkelerde uygulanan kurumsal yönetim modellerini baz alarak Temmuz 2003'de "Kurumsal Yönetim İlkeleri"ni yayınlamış ve daha sonra Şubat 2005'de ise revize etmiştir. SPK bu ilkelere ilişkin çalışmaları, SPK, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu uzmanlarının da katıldığı geniş katılımlı bir grup ile yürütmüştür. SPK kurumsal yönetim ilkeleri bir tavsiye niteliğinde yayınlanmış olmakla beraber, ABD'de Sarbanes–Oxley yasalarının yürürlüğe girmesinden sonra 16 no'lu tebliği ile halka açık şirketlerde dış denetim uzmanının bağımsızlığı ve kurumsal yönetim kurullarından mevcudiyeti zorunlu olacak iki kurulun varlığını zorunlu hale getirmiştir (Aysan, 2007, s. 39).

SPK yayınladığı kurumsal yönetim ilkelerini temel olarak aşağıda yer alan dört bölümden oluşmaktadır:

- Birinci bölümde pay sahipliği ile ilgili ilkeler ve pay sahiplerinin eşit işleme tabi olmaları konusundaki prensipler
- İkinci bölümde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile ilgili ilkeler
- Üçüncü bölümde menfaat sahiplerinin tanımı yapılarak, işletme ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkiyi düzenlemeye yönelik ilkeler
- Dördüncü bölümde yönetim kurulunun görev, sorumluluğu, oluşumu ve faaliyetleri ile yönetim kurulu komitelerinin kurulması ve yöneticilerin sorumlulukları ilgili ilkelere bahsedilmektedir.

Avrupa Birliğine giriş sürecinde Avrupa Birliği müktesabati ile uyum amacı ile Türk Ticaret Kanununda da kurumsal yönetim uygulama ve mekanizmalarını tetikleyici bir takım düzenlemeler öngörülmüş olup, beş yıl süren uzun çalışmalardan sonra, tasarı Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM) Adalet Komisyonu'na sevk edilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşması amacı ile teşvik edici düzenlemeler yapmayı öngören SPK' nın BİST ile yaptığı çalışmalar sonrasında BİST

bünyesinde kurumsal yönetim endeksi adı ile yeni bir endeks oluşturulmuş ve bu endekse dâhil olmak için Derecelendirme tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun en az altı olma zorunluluğu getirilmiştir.

SPK şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında “Kurumsal Yönetim İlkeleri Uygulama Raporu” başlıklı bir raporunun ayrı bir bölüm olarak yer almasını talep etmiş ve raporda yer alacak asgari unsurları belirtmiştir. Giriş bölümünde SPK tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığının ve uygulanmadı ise neden uygulanmadığının belirtilmesini talep etmiştir. Bunun dışında dört bölümden oluşan kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporunun birinci bölümünde pay sahipleri ile ilgili konular, ikinci bölümde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile ilgili konular, üçüncü bölümde menfaat sahipleri ve dördüncü bölümde de yönetim kurulu ile ilgili konular belirtilmiş ve uyum raporunda bunlara uyulup uyulmadığının belirtilmesi istenmiştir. İMKB’de işlem gören şirketlerden 276 adeti 2005 yılında yayınlanan 2004 yılına ait faaliyet raporlarında kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu da yayınlamıştır. Bahsedilen kurumsal yönetim uyum raporları SPK tarafından incelenerek bir veri tabanı oluşturulmuş ve bu bilgiler “İMKB Şirketleri Tarafından 2005 Yılında yayınlanan Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarına İlişkin Genel Değerlendirme” adlı bir rapor ile yayınlanmıştır. Bu değerlendirme raporunda, 276 şirketten 236’sının (%86) kurumsal yönetim ilkelerine uyum beyanı verdikleri, bunlardan 174’ünün (%63)ayrıntılı bilgi verdiği ve yalnızca 121 (%44) şirketin kurumsal yönetim uygulamaları konusunda o yıl içinde yaptıkları çalışmalardan bahsettikleri, bunlardan 92 adedinin (%33) ise ayrıntıları içerdiği belirtilmiştir. SPK kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporunun dışında, kendi web sitesinde İMKB’de işlem gören şirketlerden kurumsal yönetim uyum raporu verenlerin raporlarını yayınlamaktadır. SPK yukarıda bahsedilen rapor dışında, 26.07.2004 tarihinde İMKB’de işlem gören 303 şirket e-mail aracılığı ile kurumsal yönetim uygulama anketi göndermiş, cevap alınamayan şirketlere 06.09.2004 tarihinde bir defa daha ilgili anket gönderilmiş, gelen cevaplardan değerlendirmeye uygun 248 adedi değerlendirilerek, Kasım 2004’de “Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları” adlı bir rapor yayınlamıştır.

Diğer Çalışmalar:

Ülkemizdeki kurumsal yönetim çalışmalarına bir diğer örnek olarak, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (KYD) kurumların yüksek performanslı, rekabetçi, iyi yönetilen ve paydaşlarına en fazla artı değeri yaratan kurumlar haline gelmesi için OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerini Türkçe'ye çevirerek Ocak 2005'te yayınlamış ve okuyucuların ilgisine sunmuştur. KYD, Boston Consulting Group işbirliği ile Eylül 2004 – Şubat 2005 tarihleri arasında yaptığı ve kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin uzun vadeli performansları üzerindeki etkilerini ortaya koymayı amaçladığı bir araştırmada, Türkiye kurumsal yönetim alanındaki uygulama ve gelişimleri araştırmış ve sonuçları “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” adlı bir rapor ile yayınlamıştır. Toplam 123 şirket tarafından yanıtlanan ankete ilişkin raporda, SPK tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri ile OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerinin önemli ölçüde benzer yaklaşıma sahip olduğu belirtilmiştir. Devamında da her iki kodun da ülke kurumsal yönetim çerçevesi, hissedar hakları ve hissedarlarla ilişkiler, paydaşlar, kamuoyunu bilgilendirme/şeffaflık ve yönetim kurulu yapısı ve sorumlulukları olmak üzere beş ana bölümden oluştuğu ifade edilmiştir.

Raporda dikkat çekici noktalardan biri, şirketlerin SPK'nın yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri hakkında genel olarak bilgi sahibi oldukları ancak, bu ilkelerin ne şekilde hayata geçirileceği ile ilgili yeterli bilgiye sahip olmadıklarıdır. Katılımcıların % 91'i Türkiye'de şeffaflığın çok sınırlı düzeyde olduğu ve bu sorun çözülmedikçe kurumsal yönetim konusunda yapısal adımlar atılmasının zorluğundan bahsetmişlerdir.

Akademik alanda da kurumsal yönetim ile ilgili yayınların artmaya başladığı hatta bazı üniversitelerde kurumsal yönetimin ders programlarına girdiği, bazı üniversitelerde de kurumsal yönetim programı başkanlığı oluşturulduğu gözlenmektedir. Kurumsal yönetimin küçük ve orta ölçekli işletmeler açısından incelendiği ve uygulama çalışmasının Van ilinde yapıldığı “küçük ve orta ölçekli işletmelerde (KOBİ) kurumsal yönetim sürecinin gelişimi: Van İli Örneği.” adlı akademik çalışmada ise kurumsal yönetimin küçük ve orta ölçekli işletmelerde (KOBİ) istihdam yapısı, profesyonel yönetici çalıştırma, bayan personel çalıştırma açısından incelenerek, kurumsal yönetimi arttırmaya yönelik önerilerde bulunulmuştur (Özdemir, 2004, ss. 25-26). Ülkemizde kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesi

amacı ile bazı yeni derneklerin kurulduğu da gözlenmekle beraber, bazı çok uluslu şirketler de, ana firmanın olduğu ülkede geçerli olan kurumsal yönetim uygulaması (kodu) dâhilinde kurumsal yönetim uygulamasına geçmekte ve bu konuda çeşitli denetimlere tabi olmaktadır.

Bunun dışında, kurumsal yönetim uygulayan şirketlerin bunu pay sahipleri ve paydaşlara ispat edebilmeleri veya yatırımcılar açısından cazibe merkezi olmayı hedefledikleri için; kurumsal yönetim uygulamalarının derecelendirilmesi gibi bir yöneme başvurdukları bilinmektedir. Bununla ilgili bazı akredite olmuş danışmanlık firmaları, kurumsal yönetim uygulamasını yapan işletmeyi denetime tabi tutarak denetim sonunda işletmenin kurumsal yönetim ilkelerine uyum konusundaki derecelendirmesini yapmaktadır. Kurumsal yönetim derecelendirmesine tabi olan işletmeler bu derecelendirme raporlarını, kendilerine ait web sitelerinde, kurumsal yönetim raporlarına ek olarak ayrıca sunabilmektedir.

2. BÖLÜM

FİRMA DEĞERİ KAVRAMI

Çalışmanın bu bölümünde değer kavramı, firma değeri açıklanmıştır. Devamında firma değerini etkileyen faktörlerden tahmin dönemi, paranın zaman değeri, artık değer, şerefîye, firmanın sermaye bileşimi, kar dağıtım politikası, nakit akımlar, firmanın finansal yapısı, firmanın araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) giderlerinin düzeyi ve firmanın yönetim yapısı ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır.

2.1. Değer Kavramı

Sözlük anlamı ile değer; bir şeyin önemini belirlemeye yarayan soyut ölçü, bir şeyin değdiği karşılık, kıymet; bir şeyin para ile ölçülebilen karşılığı, paha ve yüksek ve yararlı nitelik olarak tanımlanmaktadır. İktisat bilimi açısından değer, gereksinmelerin karşılanmasını sağlayan mal ve hizmetlere verilen görelî önem olarak tanımlanmaktadır. Burada görelîlikten kastedilen, dünyada tek bir mal olsaydı bu malın faydasından söz edilebileceği fakat bu malla karşılaştırılabilecek ikinci bir mal olmaması durumunda ise değerinden söz edilemeyeceğidir. Dolayısıyla değerden söz edilebilmesi için birden fazla malın olması gerekmektedir. Değer kavramı fayda gibi belirli bir tatmine karşılık gelen bir kavram olmadığı ve mal ve hizmetlerin kendi ölçüleri dâhilinde karşılaştırılmasından doğduğu için her malın değeri herkese göre aynı olmayabilir. Bir görüşe göre de bir malın değerini mala karşı talebin fazla olup olmadığı ve malın kıt olup olmadığı belirlemektedir. Bir mal hem çok talep ediliyor hem de kolay elde edilemiyorsa diğer mallara göre daha değerlidir.

Bu belirtilenlere göre iktisat bilminde değer kavramı, mal ve hizmetlerin kullanım ve değişim yönleri dikkate alınarak genelde ikiye ayrılmaktadır. Bunlar da kullanım ve değişim değeridir. Kullanım değeri, kişisel ve sübjektif bir değer ifadesi olup; bir kişinin çeşitli mallara verdiği görelî önemdir ve kişiye göre değişmektedir. Bir malın mübadele veya değişim değeri, ondan bir birim elde etmek için gerekli para veya diğer bir mal miktarı ile ölçülür. Para ile ölçüm durumunda söz konusu olan, malın piyasa fiyatıdır. Bu yöntemde değer iki faktöre bağlıdır. Bu faktörler ise malın arzu edilebilirliği ve kıtlık derecesidir. Eğer bir mal arzu ediliyorsa onun bir değeri vardır. Fakat mal bollaşıkça arzu edilirlık durumu da azalacağından, değer aynı zamanda kıtlık derecesine bağlıdır. Dolayısıyla bir malın mübadele değerine sahip olabilmesi için, hem arzu edilir

hem de k t olması gerekir. Kimse tarafından arzu edilmeyen veya aşırı derecede bol olan mal ve hizmetler için bir ödeme yapılmaz, bunların mübadele değeri sıfırdır. İŞletme bilimi açısından değer, bir varlığın sağladığı toplam fayda, kullanım değeri, varlığın karşılığında alınabilecek tutar olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca firma amacının hissedar değerini uzun vadede maksimum kılmak olarak tanımlanması, performansın  l lmesinde değer kavramını ön plana çıkarmakta ve değer kavramı, firmaların yönetim Şekillerinin analiz edilmesinde ve yönlendirilmesinde kullanılabilecek bir araç olarak görülmektedir. Değer kavramına, giriŐim bakış açısıyla yaklaŐılırsa, firma değerlemede kullanılan ve ekonomi, sektör ve firma düzeyinde yapılan temel analiz kapsamındaki incelemelerden sonra gelen aşama, elde edilen bulgulara dayanarak gelecek dönemlere ilişkin nakit akımlarının ve dolayısıyla kârın tahmin edilmesidir. Bu süreç, genellikle firmanın gelecekteki faaliyetleri ve aktif değerlerini kullanma etkinliğinin bir sonucu olarak ifade edilen satış tutarı rakamlarının tahmin edilmesi ile başlamaktadır. Değerlemede geçmiş değil, gelecek önemlidir. Ancak, geçmiş performans değerlerine göz atmanın nedeni, firmanın ve firma kârlılığının gelecekteki yönü hakkında daha sağlıklı bir bilgi edinmektir. Sürecin izleyen bölümünde, firmaya ilişkin finansal performans sonuçlarından ya da nakit akımları ve firma k r  konusunda yapılan tahminlerden hareket edilerek, firma ortağının ya da hisse senedi sahibinin elde edeceği ya da firmanın ortağına ödeyeceği kâr payları tahmin edilebilmektedir. Değer kavramı ile ilgili önem taşıyan bir diğer konu da bu kavramın fiyat kavramıyla aynı anlama geldiğinin düŐünülmesidir. Fiyat, faydası belirlenen bir varlığa atfedilen değer için ödenecek bedeldir. Değeri belirli bir varlığın fiyatı, sübjektif değer yargıları ve başka faktörlerle, objektif değerinden farklılaşabilmektedir. Piyasa koşulları çerçevesinde oluşan fiyat her zaman varlığın doğru değerini yansıtımayabilmektedir (Dikmen,2003 s.51). Bunun nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Ekonomik belirsizlikler ve bilgi eksikliği,
- Tarafların rasyonel olmayıŐı,
- Alıcı sayısının az olması,
- SatıŐta pazarlığın olmaması,
- Firma imajı ve büyüklüğü,
- Siyasi ve ekonomik politikalar ve bunların getirdiği sınırlamalar,

- Tekel olma gerekçesiyle alıcının firmaya değerinden fazla fiyat biçmesi.

2.2. Firma Değerinin Tanımı

Firmalar çeşitli amaçları gerçekleştirmek üzere kurulmaktadır. Buna göre firma amaçları şu şekilde sıralanabilir:

- Firmanın değerini maksimum kılmak,
- Firmanın kârını maksimum kılmak,
- Firmanın üretimini ve satışlarını artırmak,
- Firmanın piyasa payını artırmak,
- Firmanın sürekliliğini sağlamak,
- Mal ve hizmet üretimiyle toplum refahını artırmak,
- Firmanın huzurunu artırmak,
- İstihdam yaratmak.

Bu amaçlardan son üç tanesi, daha çok vakıf ve dernek gibi sosyal kuruluşlar tarafından dikkate alınan sosyal amaçlardır. Ekonomik amaçlar olarak adlandırılan diğer amaçlar ise daha çok kâr amacıyla kurulan özel kuruluşlar için önem taşımaktadır (Bolak, 2000, s. 3). 1900'lü yılların başından itibaren bir firmanın temel amacının kâr elde etmek olduğu görüşü hâkim olmuştur. Bu amaca göre de kârlı bir firma düşük maliyetle yüksek kalitede mal ve hizmet sunabilen kuruluş olarak tanımlanmıştır. Ancak, 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren firma kârının maksimum kılınması amacı tartışmaya konu olmuştur. Kâr maksimizasyonu amacı, ortakların refahının maksimizasyonu amacı kadar açık ve kullanılabilir değildir; çünkü bir firmanın kârlılığı, başka firmalara göre ne derece başarılı olduğunu göstermemektedir. Bunun yanında, kârlılık kavramıyla, bir firmanın kendi içinde ideal olarak ne derece başarılı olabileceğine ilişkin değerlemeler yapmak da zordur. Böyle bir amaç, firmanın gelecekte elde edeceği gelirin yıllar arasında dağılımını ve sürekliliğini dikkate almadığı gibi, beklenen gelir akışındaki risk veya belirsizlik derecesini de ihmal etmektedir (Ceylan, 2001, s. 13).

Günümüzde firmanın amacı “firmanın net bugünkü değerini hissedarları açısından maksimum kılmak” olarak tanımlanmakta olup, firmaların amaçlarının ne olması gerektiği konusunda ülkeler arasında farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. ABD’de

genel olarak kabul görmüş yaklaşıma göre, firmaların dolayısıyla üst yönetimin amacı firma değerini maksimum yapmaktır. Ancak, Kıta Avrupası'nda ve Japonya'da bu amacın yerini tüketicilerin çıkarları, çalışanların çıkarları, hükümetin çıkarları ve hatta toplumun çıkarları alabilmektedir. Ancak, ekonomik sistemi firma değerinin maksimizasyonuna dayanmayan ülkelerde “yatırılan sermayenin getirisi” daha düşük olmakta ve zamanla sermaye yetersizliği problemi yaşanmaktadır. Bu durum, sermaye piyasalarının giderek globalize olduğu dünyamızda, ülkelerin global rekabette daha fazla uzaklaşmasına neden olmakta, ülkeler arasındaki sermaye hareketleri hızlandıkça firma değerine dayanan sistem daha da önemli olmaktadır (Üreten ve Ercan, 2000, s. 2).

Firma amaçlarından hissedar değerinin artırılması üzerinde birleşilmesi firma açısından tüm çıkar gruplarının amaçlarının karşılanmasını sağlamaktadır. Değer odaklı bir firma ödeme yükümlülüğünü en iyi şekilde yerine getirmektedir ve çalışan personeli için sürekli bir istihdam sağlamaktadır. Ayrıca müşterileri için de nasıl değer yaratılabileceğini iyi bir şekilde anlayabilmektedir. Bunun yanı sıra devlet daha fazla vergi alabilmekte, finans kurumları alacaklarını düzenli olarak tahsil edebilmekte, ortaklar gerek temettü gerekse sermaye kazancı şeklinde daha fazla getiri sağlayabilmektedirler. Böylece, firmalar tüm çıkar gruplarının amaçlarına en iyi şekilde hizmet edebilecek bir duruma gelebilmektedirler. Firmanın cari piyasa değerini maksimum kılmak ile firmanın hisse senetlerinin piyasa değerini maksimum kılmak, firmanın servetini maksimum kılmak ve firmanın net bugünkü değerini maksimum kılmak aynı kavramlardır. Firmanın cari piyasa değerini maksimum kılmak (net bugünkü değeri maksimum kılmak) kriteri diğer kriterlere oranla daha üstün özelliklere sahip bir kriterdir (Aydın, 2014, s. 15). Bu üstünlükler şu şekilde belirtilebilir:

- Net bugünkü değer yaklaşımı bir firmanın kısa-uzun dönem kar maksimizasyonu şeklindeki kompleks sorununu ortadan kaldırır. İskontolara prosedürü ve ıskonto oranı her döneme gereken ölçümün tanınması olanağını verir.
- Model zaman açısından düzeltmeler yapılmasına olanak verdiği için zaman itibarıyla farklı da olsa tüm alternatiflerin değerlendirilmesinde kolaylık sağlar.
- Model iskonto oranı olarak kullanılan kavramın belirlenmesini zorunlu kılarak bu kavram üzerinde durulmasını gerektirir.
- İskonto oranı belirlenirken farklı belirsizlik derecelerini taşıyan projelerin bir arada ele alınabilmesine olanak verecek şekilde farklılaştırılabilir ki bu da önemli bir

üstünlüktür.

Firma değerinin niteliği araştırılırken, öğretilerde genellikle üç kavramla karşılaşılmaktadır (Aydın, 2014, s.14). Bu kavramlar aşağıdaki gibi açıklanabilmektedir:

- Firmayla ilişkili bir takım sosyal ve ekonomik maddi olmayan faktörün para cinsinden belirtilmesi,

Bu tanıma göre firma değeri; firmanın kuruluş yeri seçimindeki uygunluk, ürettiği mal kalitesinin niteliği ve şöhreti, başarılı bir yönetimin bulunması, işçilerle olumlu ilişkiler, monopol avantajları, müşterilerin güveni ve alışkanlıklarının sürekli olması, yatırımcıların, kredi verenlerin, politikacıların, hükümetle ilgili düzenleyicilerin ve kamu oyunun davranışları gibi sosyal ve ekonomik maddi olmayan faktörlerin firmaya sağladığı yarar toplamının para cinsinden belirtilmesidir.

- Gelecekte beklenen fazla karların iskonto edilmiş bugünkü değeri,

Bu tanımda da firma değerinin niteliği ile firmanın normalin üzerindeki kazançlarının yakın ilişkisi olduğu görülmektedir. Bu kavramla önerilen yöntemeye göre; öncelikle tahmin edilen gelecek kazançların bugünkü değeri ve firmanın normal kazançları bilinmelidir. Gelecek kazançların bugünkü değerinin normal kazançlardan fazla olması, firmanın normalin üzerinde kazanç sağladığını kanıtlamaktadır. İşte bu fazla kazançların bugün için taşıdığı değer, firma değeri olarak nitelenmektedir.

- Firmanın maddi ve maddi olmayan net varlıklarının ayrı ayrı değerlendirilmeleriyle bulunan toplam değer ile firmanın bir bütün olarak değerlendirilmesi sonunda bulunan değer karşılaştırılması,

Burada da çalışan bir firmanın net varlıklarının bireysel satış fiyatları toplamı ile firmanın tümünün satış fiyatı karşılaştırılmaktadır. Firmanın tüm satış fiyatı net varlıkların bireysel satış fiyatları toplamından fazla olduğunda, bu fazlalık firmanın firma değeri olarak nitelenmektedir. Finans kuramında firmanın değerini o firmanın varlıklarının elde edecekleri kazançlarla (nakit akımları) yatırımcıların elde etmeyi umdukları getiri arasındaki ilişki belirlemektedir. Bu bağlamda firma değerini, kendi rızasıyla satın almaya ve satmaya hazır olan tarafların karşı karşıya geldiği bir piyasada satın almak ve satmak amacıyla özelliklerini ve piyasası hakkında tüm bilgilerini

bildikleri bir firma için üzerinde anlaştıkları fiyat olarak tanımlamak mümkündür (Belyalova, 2003, s. 75).

Firma değeri her bir firma tarafı açısından farklı algılanmaktadır. Buna göre;

Firma değeri firmanın ortakları açısından, firmanın varlık değerinin maksimize olması ile hisse senetlerinin değerinin yükselmesine temel olacak gücün artması anlamındadır.

- Alacaklılar, firma değerinin belli düzeyde olması ve yükselmesiyle, hesaplanan değerlerin samimi gerçekleşebilir büyüklükleri temsil etmesini ve alacaklarının geri dönmeye kolaylık sağlayacak koşulları harekete geçirmesini bekleyeceklerdir.
- Potansiyel ortaklar açısından firma değeri, yatırım seçeneklerinin adil koşullarda ve güvenlik içinde tercihi yolunda olumlu bir veri değeri taşıyabilmelidir.
- Firmadan ayrılan ve eski ortak statüsüne geçenler açısından firma değeri, haklarını koruyacak biçimde hesaplanmış bir kalıntı olarak önem taşıyacaktır.
- Kamu ise konuya, hem vergi gelirlerinin temel kriterleri, hem de kamu düzeninin aksatılmaması açısından bakacaktır.

Bir firmanın değeri, bu firma için tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların herhangi bir zorlama olmadan, takdir ettikleri alım-satım bedeli olarak tanımlanabilir. Buna göre:

- Firma değeri için belirleyici olan, firmanın ortaklarına sağlayabileceği nakit akışıdır.
- Firma değeri, firmanın sermaye getirisinin ($SG = \text{Net Kar} / \text{Özvarlıklar}$) sermaye maliyetini (SM) aşması durumunda ($SG > SM$) yaratılır (Güleryüz, 2005, s.2).

Firma değeri, firmanın sahip olduğu varlıklar, organizasyon yapısı, kullandığı teknoloji ve insan kaynakları ile gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilir. Firma varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade ettiklerinden, firma değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak belirlenmeye çalışılır. Bunun sonucu olarak denilebilir ki firmaların piyasa değeri, enflasyon ve riske göre ayarlanan, uygun bir indirgeme oranı ile indirgenen ve firmanın maddi ve maddi olmayan varlıklarının gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değeri ile yükselmektedir. Kısaca; firmanın piyasa değeri, firmanın maddi ve maddi olmayan varlıklarından gelecekte yararlanılması beklenen elde edilecek nakit akımlarının

toplamıdır. Firma değeri firmanın operasyonlarının değeridir. Dolayısıyla firma değeri, firmanın net (hazır değerler ve menkul kıymetler düşüldükten sonra) finansal borcu ile hisse senetlerinin değerinin toplamına eşittir. Diğer bir ifadeyle, hisse senetlerinin toplam değeri firma değerinden finansal borcun çıkarılmasıyla bulunur (Şenel ve Yanık, 2004, s. 50).

Nominal Değer:

Nominal değer, bir varlığın kâğıt üzerindeki değeri olup, genelde hisse senetlerinin ve tahvillerin üzerinde yazılı bulunan değeri ifade etmektedir. Nominal değer, sermaye miktarının belirlenmesi, hisse başına kâr payının hesaplanması ve muhasebe kayıtlarının yapılması için hisse senedine verilen değeri ifade etmektedir. Hisse senedinin üzerinde yazılı olan fiyatı ifade eden nominal fiyat ise hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir.

İhraç (Emisyon) Değeri:

Sözlük anlamıyla emisyon primi, ortaklıkların hisse senetlerini nominal değerinin üzerinde bir fiyatla ihraç etmeleri sonucunda satış fiyatı ile nominal değer arasında oluşan farktır. Bu tanım yapılırken hisse senetlerinin nominal değerinin altında yani iskontolu bir fiyatla ihraç edilemeyeceği de göz önünde bulundurulmalıdır. Emisyon primi olarak adlandırılan bu gelir, bilançoların pasif bölümünde öz kaynak kaleminde yer alır. Muhasebe açısından incelendiğinde ise, hisse senedinin nominal fiyatı ile satış fiyatı arasındaki fark olan emisyon primi bu hesabın alacağına, satış biçimine bağlı olarak da ilgili hesabın borcuna kaydedilir. Bu tutarların sermayeye ilavesi veya başka bir amaçla kullanılması durumunda bu hesaba borç kaydedilir. Sermaye fazlası veya “agio ” olarak da adlandırılan emisyon primi, yalnızca hisse senetlerinin ilk ihracında oluşan bir primdir. Hissedarların elinde bulunan hisse senetlerini veya iştiraklerinden dolayı sahip oldukları hisse senetlerini maliyetlerinin üzerinde bir bedelle satmaları sonucunda elde ettikleri kazanç emisyon primi değildir. Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi ve kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş firmaların emisyon primli hisse senedi ihraç edebilmesi için bununla ilgili ana sözleşmede açık bir hüküm bulunmalıdır. (Doğrusöz, 1995, s. 2)

Emisyon primleri kural olarak Kurumlar Vergisi’ne tabidir çünkü bu primler, vergilendirme açısından hasılattır. Ancak Kurumlar Vergisi Kanunu’nda yer alan bazı

koşulların yerine getirilmesi şartı ile bu hasılat, vergi istisnası kapsamına girebilmektedir. Bu sayede vergiden muaf tutulup kanuni yedek akçe olarak ayrılan emisyon primi tutarının yedek akçeyi aşan kısmı sermayeye eklenerek firma için bir oto finansman kaynağı oluşturmaktadır. Bu da firmanın sermaye yapısı üzerinde olumlu bir etki yaratmaktadır.

Piyasa Değeri:

Piyasa değeri, bir varlığın piyasa koşullarında arz ve talebe göre belirlenen değeridir. Eğer varlık organize olmuş ya da olmamış herhangi bir piyasada kayda alınmış ve bu piyasa ya da piyasalarda işlem görüyor ise, piyasa değeri aynı zamanda borsa değeri olarak bilinir (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s. 15). Firmalar, halka açılacakları zaman hisse senedi fiyatı belirlemede benzer firmaların piyasa değerinden faydalanmaktadırlar. Aynı zamanda firmalar halka açık olsun veya olmasın kontrol açısından sektördeki diğer firmaların piyasa değerlerini göz önünde bulundurlar. Piyasa değeri pazar koşullarında arz ve talebe göre oluşan bir fiyat olup, hisse senedinin gerçek değerinden farklılık gösterebilir. Aynı zamanda, ortaklığın koşullarında değişme olmadan pazar koşullarındaki değişmelere bağlı olarak piyasa değerinde, zaman içinde değişimler gözlenebilir. Kuramsal olarak, hisse senedinin piyasa değerinin gerçek değere yaklaşması beklenir. Ancak pazar koşullarının piyasa değerini gerçek değer altına düşürdüğü veya üzerine çıkardığı da gözlenebilmektedir. Piyasa fiyatının hisse senedinin gerçek değerinin altında olduğu zamanlarda, hisse senedinin “pazarda değerini bulmadığından”, fiyatın gerçek değer üzerinde olduğu zamanlarda ise hisse senedinin “değerinden fazlaya satıldığından” söz edilebilmektedir.

Gerçek Değer:

Bir hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu firmanın varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, firmanın gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, firmanın hisse senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir. Bir firmanın gerçek değeri, piyasa değerine oranla, daha az değişken bir değerdir. Dolayısıyla bir firmanın gerçek değeri, zaman zaman piyasa değerinden düşük olabilmektedir. Teorik olarak bir firmanın en yüksek değeri

işleyen teşebbüs değeridir. Daha sonra defter ve tasfiye değerleri gelmektedir (Aydın, 1990, s. 51).

Tam rekabet koşullarında firmaların işleyen teşebbüs değeri olarak piyasa değerinin gerçek değerine eşit olacağı kabul edilir. Tam rekabet koşullarının olmadığı durumlarda firmaların gerçek değeri bulunmaya çalışılmalıdır.

İşleyen Teşebbüs Değeri:

İşleyen Teşebbüs Değeri, firmanın bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde sahip olacağı değerdir. Bu değer belirlenmesinde firmanın kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri, piyasa değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturmaktadır. İşleyen teşebbüs değerinin tasfiye değerinden fazla olması beklenir. Firmanın işleyen teşebbüs değeri varlıkların teker teker bulunduğu değerlerin toplamından fazla olmadığı takdirde firmayı işleyen bir teşebbüs olarak elde tutmanın anlamı kalmaz. Muhasebe bilimininde benimsendiği gibi, firmanın işleyen teşebbüs değeri ile varlıkların teker teker bulacağı değerler arasındaki fark şerefiye olarak tanımlanır. İşleyen teşebbüs olarak değeri üç biçimde izlemek mümkündür (Ertuğrul, 2008, s.149). Bunlar:

1- Ekstra kazanç gücü:

Bir firma varlıkları üzerinden, yeterli bir oranın daha üstünde kazanma becerisini gösterebilmektedir. Örneğin, eğer American Airlines iç ve dış hatlarının ağını birbirine bağlayarak uçaklarını rakiplerinden daha iyi kullanabilirse daha yüksek bir getiri oranı elde edecektir. Bu durumda American Airlines için uçakların değeri defter değerinden veya ikinci el değerinden daha yüksek olacaktır.

2-Maddi olmayan varlıklar:

Muhasebecilerin bilançoya koymadıkları pek çok varlık vardır. Bu varlıklardan bazıları, bunlara sahip olan ve kullanan firmalar için son derece değerlidir; fakat diğer firmalara bütünüyle satılmaları güçtür. Örneğin, bir ilaç firması olan Pfizer'ın her hisse senedi, defter değerinin yaklaşık beş katıyla satılmaktadır. Bütün bu ekstra değer, büyük ölçüde, geliştirdiği, patentini aldığı ve pazarladığı ilaçlardan doğan nakit akışından

kaynaklanmaktadır. Bu ilaçlar da büyük miktarlardaki Ar-Ge faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Başarılı bir Ar-Ge hisse senedi fiyatlarında kendini göstermektedir.

3-Gelecekteki yatırımların değeri:

Eğer yatırımcılar bir firmanın gelecekte son derece karlı yatırımlar yapma fırsatına sahip olduğuna inanırlarsa, firmanın hisse senetleri için bugün daha fazla ödeyeceklerdir. Bilgisayar yazılım firması Microsoft, 1986'da hisse senetlerini yatırımcılara sattığı zaman, maddi varlıkları ve işletme sermayesi toplam 73 milyon dolardı. Fakat yatırımcıların Microsoft' un hisse senetleri için ödediği fiyatlar firma değerini 519 milyon dolara yükseltti. Bu kısmen, maddi olmayan bir varlığı, bilgisayarlar için MS/DOS işletim sistemini yansıtmaktaydı (Brealey vd., 1997. s.120).

Marka Değeri:

Marka değeri, firmaya ve müşterilere ürün ve hizmet yoluyla değer kazandıran veya kaybettiren isim ve semboldür. Böylece marka değeri markanın pazarlanması sonucu, marka bilgisinin farklılaşmasını da beraberinde getirmektedir. Tüketiciler markaları; logolarından, ticari isimlerinden, ambalajlarından ayırt ederek, benzeri ürünlerin markalarından farklılaştırarak pazarda bir değer yaratmaktadırlar. Markaların oluşturduğu bu pazar değeri, markayı yaratan firmanın genelde gözlemlenen piyasa değerinden farklıdır. Firmanın oluşturduğu marka değeri, genel olarak markanın kalitesine, imajına, müşterinin markaya olan sadakatine ve markanın müşterinin ihtiyaçlarını karşılama düzeyine bağlı olmaktadır. Oysaki markayı yaratan firmanın değeri, bu markayı satarak elde edeceği nakit akışı ile doğru orantılıdır. Firmanın değeri genel olarak, firmanın piyasa değeri veya ürün pazarındaki değerlerini yansıtmaktadır. Bu yüzden firmanın değeri, markasının değeri yanında pazardaki potansiyel kazanımı ve cari pazar değerini de yansıtmaktadır. Bu nedenle, pazardaki bir markanın müşteriler tarafından tutulmasına bağlı olarak marka değerinin yüksek olması beklenmektedir.

Firma değerlemesi kavramı gelecek dönemdeki nakit akımlarının bugünkü değeriyle ilgili tahmine dayanmaktadır. Dolayısıyla bir firmanın marka stratejisinin asıl ve tek amacı satışların artırılması, müşteri farkındalığı ve sadakati dışında hissedar değerini maksimum kılmaktır. Markanın gelecekte yaratacağı nakit akımlarının bugünkü değeri de dört faktörün fonksiyonudur. Bunlar; markanın nakit akım düzeyi

nakit akımlarının meydana geliş hızı süresi ve riskidir. Güçlü ve zayıf marka arasındaki farklılık bu dört faktörle anlaşılmaktadır. Bu fonksiyonlara bağlı olarak marka yönetiminin görevi de nakit akım düzeyinin olabildiğince yükseğe çıkarılmasını sağlamaktır. Bir firmanın sahip olduğu markanın gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri bu markanın değerini ifade etmektedir. Marka değeri günümüzde firmaların piyasa değeri üzerinde büyük bir etkiye sahiptir ve bir firmanın piyasa değerinin dolayısıyla firma değerinin büyük bir kısmını marka değeri oluşturmaktadır (Aydın, 2014, s. 16).

Defter Değeri:

Defter değeri, firma özsermayesinin (sermaye + fonlar + karşılıklar + ihtiyatlar + kar - birikmiş zarar) ödenmiş sermayeye göre hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu ortaya çıkan değerdir (Ataman ve Kibar, 1999, s.70).

Hissedar Değeri:

Bir firmanın toplam ekonomik değeri; borç ve öz varlık toplamıdır. Firmanın bu değerine, “kurum değeri” ve özvarlık değeri ile ilgili kısmına da “hissedar değeri” adı verilmektedir. Birkaç yazara göre hissedar değeri, piyasa değerinin defter değerine (PD/DD) bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu görüşte olanlara göre, firmalar hissedarlarının refahını firmanın gelecekte gelir getirmesi beklenen yatırımlarının tahmini getirisini ifade eden piyasa değerinin defter değerleri tutarını aşan kısmıyla sağlamaktadır. Bu yöntemde PD/DD oranı 1’den büyük olduğunda firma değer yaratmakta, 1’den küçük olduğunda değer kaybetmekte ve bu oran 1’e eşit olduğunda ise bir kazanç veya kayıp olmadan firma faaliyetlerine devam etmektedir. Hissedar değerini hesaplamının bir başka yolu ise; toplam hissedar kazancı yöntemidir. Yatırımcılar bu yöntemi firma performansının ölçümünde en iyi yöntem olarak görmektedirler. Bu yöntemde göre toplam hissedar kazancı şu formülle hesaplanmaktadır;

- Toplam Hissedar Kazancı = Temettü Kazancı + Hisse Senedinin Piyasa Değeri
- Temettü kazancı ve hisse senedinin piyasa değeri de nakit fazlasından kaynaklanmaktadır. Firmanın hisse senedi fiyatlarını yükseltmesi mevcut olan ve gelecekte elde edilmesi beklenen nakit akımlarını iyi yönetilmesine bağlıdır.

Borç Değeri:

Borç değeri, firmanın belirli bir andaki yabancı kaynaklar (borçlar) toplamının hisse senedi sayısına bölünmesi ile bulunan değerdir. Firmanın herhangi bir anda

belirlenen borç değeri, başka bir zaman dilimine göre belirlenen değerden büyük farklılıklar göstermektedir. Bu nedenle borç değerinin anlamı olması için birbirini izleyen yıllar itibariyle değerlendirme yapmak gerekmektedir.

Alternatif Gelir Değeri:

Alternatif gelir değeri, ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin firma içinde firma sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklamaktadır. Alternatif gelir olarak genellikle devlet tahvili gelirleri alınmaktadır (Serin, 2004, s. 1).

2.3. Firma Değerini Etkileyen Faktörler

Bir firmanın değerini belirleyen sadece tek bir faktör değildir. Firmayı etkileyen içsel ve dışsal pek çok faktör bulunmaktadır. Ayrı ayrı bu faktörler ve aynı zamanda bu faktörlerin birbirleriyle ilişkisi firma değerinin belirlenmesinde etkili olmaktadır.

2.3.1. Tahmin Dönemi

Firma değerinin hesaplanmasında nakit akımlarının gelecekte kaç yıl süreyle tahmin edileceğinin belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Nakit akımlarının tahmin süresi belirlenirken firmanın hayat eğrisinin neresinde olduğu ve firmanın dengeye ulaştığı olgunlaşma yılı belirlenir. Olgunlaşma yılına kadar geçecek süre tahmin dönemi olarak alınabilir. Ancak bu sürenin değerlendirme hatasına yol açacak kadar uzun olmaması gerekir. Bazı görüşlere göre de tahmin döneminin uzunluğu önemli olmasına rağmen firma değerini etkilememekte sadece tahmin dönemi ve bunu izleyen yıllar arasındaki firma değerinin dağılımını etkilemektedir. Nakit akımlarının tahmin süresi genelde sektörün özellikleri de göz önünde bulundurularak 5 yıldan az olmamaktadır. Tahmin dönemiyle ilgili kesin olarak bir süre söylemek mümkün olmamakla birlikte 5 yıldan az olmaması kaydı ile firmanın elde edeceği sermaye getirisinin sermaye maliyetinin üzerinde olacağı döneme kadar tahmin yapılması öngörülmektedir.

2.3.2. Paranın Zaman Değeri

Firmalar faaliyetlerini devam ettirebilmek için birçok varlığa yatırım yaparlar. Bu yatırımların bazıları fabrika, makine vb. gibi maddi varlıklara yapılırken, bazıları da patent ve ticari marka gibi maddi olmayan varlıklara yapılmaktadır. Firmalar tüm bu

yatırımlarını para sağlayarak ve borçlanarak öderler. Örneğin bir bankadan borç para alıp bunu daha sonra faiziyle geri ödemeye söz verebilirler. Firmayla ilgili tüm bu finansal kararlar da farklı tarihlerdeki nakit ödemelerinin karşılaştırılmasını gerektirmektedir. Paranın zaman değeri iki yönden ele alınmaktadır. Bunlardan ilki paranın gelecekteki değeri, diğeri de paranın bugünkü değeridir. Gelecek değer kavramı, bugün elde edilen bir paranın gelecekte belirli bir zamanda elde edilmiş olsaydı değerinin ne olacağını hesaplanmasıyla ilgilidir. Dolayısıyla gelecek değer kavramı faiz kavramıyla açıklanabilir. Faiz ödemeleri de yıllık veya yıl içinde birden fazla ödeme şeklinde yapılabilir (Coşkun, 2010, ss. 26-33). Yıllık faiz ödemelerinde gelecek değer;

$$P_n = P_0 (1 + i)^n \text{ formülüyle hesaplanırken,}$$

Yıl içinde birden fazla faiz ödemesi yapılması durumunda ise gelecek değer;

$$P_n = P_0 (1 + i/m)^{mn} \text{ formülüyle hesaplanmaktadır.}$$

P_0 = Başlangıçtaki anapara tutarı

P_n = n dönemi sonundaki gelecek değer

i = Dönemlik faiz oranını

n = Dönem sayısı

m = Bir yıldaki faiz ödeme sayısını göstermektedir.

2.3.3. Artık Değer

Firma değerinin hesaplanmasında önemli varsayımlardan birisi, firmanın ömrünün sonsuz kabul edilmesidir. Firma değeri hesaplanırken, firmanın nakit akımları, açık dönem süresindeki nakit akımları (örneğin 10 yıl) ve açık dönem sonrasındaki nakit akımları olmak üzere iki döneme ayrılarak tahmin edilmektedir. Açık dönem sonrasındaki nakit akımlarının bugünkü değeri, artık değer olarak tanımlanmaktadır. Bu şekilde, örneğin on yıllık açık dönem süresince detaylı bir tahmin yapılmakta, on yıldan sonrası için ise, sadece devam eden firma değeri olan artık değer hesaplanmaktadır. Artık değer doğru olarak tahmin edilmesi firma değerlemesinde oldukça önemlidir. Çünkü, artık değer genellikle açık dönem için hesaplanan firma değerinden daha büyük olmaktadır. Artık değer toplam firma değeri içinde genellikle %50'den fazla bir değere sahip olmasının nedeni, ilk yıllardaki nakit girişlerinin sabit sermaye ve işletme

sermayesi için gerekli nakit çıkışları ile dengelenmesi ve böylece daha sonraki yıllarda daha fazla net nakit akışı yaratılmasıdır (Üreten ve Ercan, 2000, s. 3).

Türkiye Muhasebe Standartlarına (TMS) göre, bir varlığın artık değeri genellikle önemsizdir ve amorti edilebilecek tutarın hesaplanmasında dikkate alınmayabilir. Eğer artık değer önemli ise varlığın satın alındığı tarihte veya bunu izleyen herhangi bir tarihteki yeniden değerlendirme tarihinde bu değer tahmini olarak hesaplanır. Bu tahmini artık değer hesaplanmasında, varlığın kullanılacağı koşullarda kullanılmış ve değerlendirme tarihinde hizmet sürelerinin sonuna gelmiş bulunan benzer varlıkların elde edilebilir değerlerinden yararlanılır. Her durumda brüt artık değerden, ilgili varlığın hizmet süresi sonunda tahmini elden çıkarma maliyetleri düşülür.

2.3.4. Şerefiye

Bir firmanın iyi bir kuruluş yerinin olması, iyi üne sahip bulunması ile alıcılarında güven ve emniyet yaratması sonucu, rakip firmalardan daha fazla kâr elde etmesini sağlayan değere şerefiye denir. Şerefiye, maliyet değeri ile muhasebeleştirilir. Bazı durumlarda ticaret ünvanının da şerefiye kapsamına girdiği görülmektedir. Şerefiyenin, muhasebe kuramına ve ülkemizde cari olan vergi mevzuatına göre, muhasebeleştirilmesi için bedelinin ödenmiş olması gereklidir (Yalkın, 1998, s. 234).

Muhasebede şerefiye hesabı ise, bir firma devralınırken katlanılan maliyet ile söz konusu firmanın rayiç bedelle hesaplanan net varlıklarının (özvarlık) değeri arasındaki olumlu farkların izlenmesinde kullanılır. Şerefiye değeri hesaplanırken rayiç bedelin tespit edilememesi halinde ise net defter değeri esas alınır.

2.3.5. Firmanın Sermaye Bileşimi

Bir firmanın faaliyetlerinin devamı için gerekli fonların sağlandığı iki tür finansman kaynağı bulunmaktadır. Bunlar yabancı kaynaklar ve özkaynaklardır. Yabancı kaynak ve özkaynak arasında uygun bir bileşimin sağlanması firma için büyük önem taşımaktadır. Borç ve özkaynak arasındaki dengenin ortalama sermaye maliyetinin minimum olduğu düzeyde sağlandığı ve bu düzeyde optimal sermaye yapısına ulaşıldığı kabul edilmektedir. Alınan borçların faizlerinin firmaya vergi avantajı sağlaması özsermaye ile finansmana göre borçla finansmanı cazip hale getirirken, firmanın fon ihtiyacının tamamını borçlanarak sağlaması da firmanın ödeme güçlüğü çekmesine yol açıp firmayı iflasa kadar sürükleyebilmektedir. Bu nedenle

firmalar sermaye yapılarını oluştururken finansal kazançlarını artıracak, vergileri en aza indirecek ya da iflas riskini azaltacak sermaye bileşimini bulmaya çalışmalıdırlar. Optimal sermaye bileşimini bulmaya yönelik çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan; Net Gelir Yaklaşımına göre, borç ve özsermaye maliyetleri firmanın borçlanma düzeyinden bağımsız olarak sabittirler. Buna karşılık borçlanma oranının artmasıyla birlikte ortalama sermaye maliyeti düşer ve firmanın toplam değeri artar. Sonuç olarak hisse senetlerinin piyasa değeri yükselir. Ancak bu durum vergi oranının sıfır olduğu bir ortam için geçerlidir (Bolak, 2000, s. 4).

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, ortalama sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti sabit kalmakta buna karşın borçlanma oranının artmasıyla özsermayenin getirisi de artmaktadır. Ortalama sermaye maliyeti sabit varsayıldığından, borçlanma oranının firma değerini etkilemeyeceği kabul edilmektedir. Geleneksel yaklaşıma göre, belli bir borçlanma düzeyinden sonra hem borçlanma maliyeti hem de özsermaye maliyeti hızla artar ve bu durum ortalama sermaye maliyetinin yükselip toplam firma değerinin düşmesine neden olur. Bu görüşe göre, ortalama sermaye maliyetini minimum yapan optimal bir borç - özsermaye bileşimi vardır ve firmalar uzun dönemde bu bileşimi gerçekleştirmeye ve korumaya çalışırlar. Günümüz firmalarının amacı olan hissedar değerinin maksimum kılınması amacının gerçekleştirilmesine yönelik firmanın toplam değerinin maksimum ve ortalama sermaye maliyetinin de minimum olduğu optimal sermaye yapısının belirlenmesi firma değerinin yükselmesini sağlayacaktır.

2.3.6. Kâr Dağıtım Politikası

Bir firmanın belli bir dönem boyunca elde ettiği kârı yatırımcılara yani hisse sahiplerine dağıtması ya da firmada alıkoyması arasında yapacağı tercihi belirlemesini sağlayan politika kâr dağıtım politikası olarak adlandırılmaktadır. Belli bir dönem boyunca elde edilen kârın temettü olarak hisse sahiplerine dağıtılması yatırımcılar tarafından arzu edilen bir durumdur. Ne kadar fazla temettü dağıtılsa hisse senedinin fiyatı o kadar fazla yükselecektir. Bu da firmanın değerini o ölçüde artıracaktır. Ancak kârın tamamının temettü olarak dağıtılması da pek istenen bir durum değildir. Çünkü bu durumda da firma gelecek için yapacağı yatırımlardan fedakârlıkta bulunacaktır. Belki de şu anda alınan temettü ile gelecekte elde edilebilecek daha fazla kazançtan vazgeçilmiş olunacaktır. Bu da firma değerini olumsuz yönde etkileyecektir. Firmalar açısından bu iki durum arasında her zaman aynı optimum seçeneğin kullanılması

mümkün olmamaktadır. İzlenecek politikanın firma değerini artırıcı yönde olması çeşitli koşullara bağlıdır. Bu koşullar (Ataman ve Kibar, 1999, s. 87):

- Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve mali şartlar, özellikle vergi kanunlarındaki teşvik ve engellemeler,
- Firmaların içinde buldukları endüstri iş kolunun gerçekleri,
- Hisse senetlerine yapılacak yatırımların cazibesinin sadece temettüye bağlı olup olmaması
- Tam anlamıyla bir sermaye piyasanın kurulmuş ve işlemekte olmasıdır.

2.3.7. Nakit Akımlar

Firmaya borç verenler ve firmanın hisse senetlerini satın alarak yatırımda bulunan yatırımcılar firmanın nakit akımlarına çok fazla önem vermektedir. Çünkü firmaya borç verenler özellikle bankalar verdikleri borcun faiziyle birlikte zamanında geri ödenip ödenemeyeceği konusunda firmanın nakit akımına bakarak tahminde bulunabilirler. Yatırımcılar da hisse senetleri karşılığında kâr payı alıp alamayacaklarını nakit akımının yeterliliğine göre belirlerler. Firma değerinin belirlenmesinin temelinde de firmanın sahip olduğu ve olacağı nakit akımları bulunmaktadır. Dolayısıyla firma değeri iki unsura bağlıdır. Bunlardan biri kâr ve nakit akımı sağlayan mevcut varlıklar, diğeri de gelecekte kâr ve nakit akımı sağlayacak yatırım fırsatlarıdır. Gelecekteki yatırım fırsatlarından yararlanmak yeni varlıkları satın almak için gereken nakdin sağlanmasına ve büyük oranda mevcut varlıkların yarattığı nakit akımına bağlıdır. Mevcut varlıkların yarattığı nakit akımı yeni yatırımlar için öncelikli fon kaynağıdır.

2.3.8. Firmanın Finansal Yapısı

Firma açısından finansal yapı sahip olduğu aktifler, yabancı kaynaklar ve özkaynaklardan oluşur. Dolayısıyla firmanın aktiflerinin yabancı kaynaklar ve öz

kaynaklardan sağlanma derecesi bize firmanın finansal yapısını gösterir. Finansal yapı hakkında bilgi elde edilmesi için de finansal analize ihtiyaç vardır. Finansal analiz firma faaliyetlerinin etkinliğinin ve başarı derecesinin ölçülmesinde, firmanın hedeflerine ulaşip ulaşamadığının belirlenmesinde, hedefe ulaşılammışsa bunun nedenlerinin araştırılmasında, uzun süreli planlar hazırlanmasında, firmanın üretim ve fiyat politikalarının belirlenmesinde, firmanın varlığını tehlikeye düşürmeden

yükümlülüklerini yerine getirip getiremediğinin belirlenmesinde, faaliyetlerin denetiminde ve firmayla ilgili doğru kararlar alınmasında büyük önem taşımaktadır (Akgüç, 1998, s. 19).

Yapılan finansal analizle, bilanço, gelir tablosu, fon ve nakit akım tablolarından elde edilen verilerle firmanın geçmişteki ve şimdiki durumu hakkında yani firmanın satışları, kârları, varlıklarını kullanma gücü, likiditesi ve sermaye yapısı ile ilgili bilgi edinilir ve geleceğe dair planlar yapılarak kararlar alınır. Firmaların değerlendirilmesinde kullanılan en eski finansal analiz tekniklerinden biri oranlardır. Oran, finansal tablolarda yer alan çeşitli kalemler arasındaki basit matematiksel bir ilişkiyi gösterir. Bilanço ve gelir tablosundaki çeşitli hesapları birbirine bölerek, çok sayıda oran elde edilebilir ancak önemli olan anlamlı ve gerekli olan oranları hesaplamaktır (Ceylan, 2001, s. 37).

Bu oranlardan likidite oranları, firmanın kısa süreli borçlarını karşılama derecesini ölçer ve bu da firmanın dönen varlıklarıyla sağlanır. Likidite oranları firmanın dönen varlıklarıyla kısa süreli borçlarını ödeyebilme gücünü gösterir. Cari oran, likit oran ve nakit oran olarak sınıflandırılabilir (Bolak, 2000, s. 6).

Cari Oran = Dönen Varlıklar / Kısa Süreli Borçlar

Likit Oran = (Dönen Varlıklar - Stoklar) / Kısa Süreli Borçlar

Nakit Oran = (Kasa+Banka+Serbest Menkul Değerler) / Kısa Süreli Borçlar

Tüm bu likidite oranları işletme sermayesi hakkında dolayısıyla firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, iş hacmini genişletebilmesi, likidite riskini azaltmaz, mali yönden sıkıntıya düşmemesi ve kredi değerliliğini artırması açısından önem taşımaktadır. Net işletme sermayesi ise dönen varlıklarla kısa süreli yabancı kaynaklar arasındaki farktır. Bu sermaye türü bir firmanın borç ödeme gücünü belirten önemli göstergelerden biridir. Firma açısından büyük anlam ifade eden net işletme sermayesinin yeterliliği tutarından daha çok cari oranla ölçülür. Oran ne kadar yüksekse borç ödeme gücü o kadar fazladır. Ancak oranın aşırı yüksek olması kaynakların etkin bir şekilde kullanılmadığını gösterir. Mali yapı oranları da, firmanın ne ölçüde borçla finanse edildiğini ve borçla finansmanın firma için ne kadar yararlı olduğunu ölçmeye yarar. Bu oranlar, firmaların faaliyetleri sonucu zarar etmeleri, aktiflerinin değerinin düşmesi veya gelecek yıllarda tahmin edilen tutarda fon yaratamamaları durumunda, uzun vadeli yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyecekleri konusunda önemli

ipuçları verir. Belli başlı kaldıraç oranları da şunlardır (Ceylan, 2001, s. 46):

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \text{Toplam Borçlar} / \text{Toplam Aktifler}$$

$$\text{Toplam Borç} / \text{Öz sermaye} = \text{Kaldıraç Oranı} / (1 - \text{Kaldıraç Oranı})$$

$$\text{Öz sermaye} / \text{Toplam Varlık} = 1 - \text{Kaldıraç Oranı}$$

Faaliyet oranları da bir firmanın çeşitli varlıklarını hangi etkinlikle kullandığını ölçmeye yönelik oranlardır. Genellikle firmanın satışlarının çeşitli varlık kalemlerine bölünmesiyle elde edilirler. Başlıca faaliyet oranları da şu şekildedir (Bolak, 2000, s.8).

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \text{Satışlar} / \text{Alacaklar}$$

$$\text{Stok Devir Hızı} = \text{Satılan Malın Maliyeti} / \text{Stoklar}$$

$$\text{Maddi Duran Varlık Devir Hızı} = \text{Satışlar} / \text{Maddi Duran Varlıklar}$$

$$\text{Öz sermaye Devir Hızı} = \text{Satışlar} / \text{Öz sermaye}$$

Son olarak da; firmanın kârlılığı hakkında bilgi edinilmesini sağlayan kârlılık oranları, firmanın bir dönem içerisinde satışlarına, varlıklarına veya özsermayesine oranla ne ölçüde kâr elde ettiğinin göstergeleridir. Bu oranlar da şu şekilde belirtilebilir (Bolak, 2000, s. 10).

$$\text{Satışların Kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Net Satışlar}$$

$$\text{Özsermaye Kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Öz sermaye}$$

$$\text{Toplam Varlık Kârlılığı} = \text{Net Kâr} / \text{Toplam Varlık}$$

Firmanın bilanço ve gelir tablosundan elde edilen verilerle oluşturulan tüm bu oranlar yardımıyla firmanın finansal yapısı hakkında bilgi edinilmektedir. Bu oranlar yardımıyla özellikle finans yöneticilerinin aldığı kararlar sonucunda firmanın kârlılığı, büyüklüğü, satışları ve riskliliği etkilenmektedir. Sözü edilen tüm bu faktörler firmanın değerine olumlu yada olumsuz etkide bulunmaktadır.

2.3.9. Firmanın Ar-Ge Giderlerinin Düzeyi

Yeni ekonomi kapsamında bilgi yaratmayı amaçlayan firmaların en önemli yatırım unsuru Ar-Ge'dir. Firmanın Ar-Ge'ye verdiği önem de Ar-Ge giderleriyle ölçülür. Ar-Ge firmalar açısından bilginin somut ürünlere dönüşümünü sağlayan bir

süreç ve entelektüel sermaye unsurudur. Ar-Ge yatırımları, firma açısından geri dönüş sağlamaları bakımından incelendiğinde bir belirsizlik söz konusudur. Firmaya getiri sağlayıp sağlayamayacakları önceden kestirilemediğinden riskli yatırım unsurudur (Emrem, 2004, s. 10).

Columbia Üniversitesi profesörlerinden Frank Lichtenberg fiziksel sermayeye yani yeni fabrika ve donanım yapılan harcamanın yatırım getirisiyle Ar-Ge harcamanın getirisini karşılaştırmıştır. Araştırmanın sonucuna göre Ar-Ge için harcanan her doların yeni makinelere harcanan her dolara oranla sekiz kat daha yüksek getiri sağladığı sonucuna ulaşmıştır. Yeni bir makine eski işin daha iyi yapılmasını sağlarken Ar-Ge ise yenilik getirerek yeni ürün ve hizmetler yaratılmasını sağlamaktadır. Özellikle bilgisayar ve yazılım firmaları gibi bilgi üreten firmaların piyasa değerlerinin oluşmasında önemli yer tutan Ar-Ge, bu alanda doğru stratejik kararların alınmasıyla hem firmalara rekabetçi avantaj sağlamakta hem de oluşturduğu yeni ürün ve hizmetlerle değer yaratılmasına katkı sağlayarak firmanın değerini yükseltmektedir.

2.3.10. Firmanın Yönetim Yapısı

Bir firmanın sahip olduğu yönetim yapısı ve yönetici felsefesi firmanın değerini etkileyen önemli bir unsurdur. İyi bir yönetim için yöneticilik pozisyonunda bulunan kişilerin iyi yönetici niteliklerine sahip olması gerekmektedir. İyi bir yönetici ise, kendini devamlı yenilemeli, yaratıcı bir yapıya sahip olmalı, hızlı, doğru ve kesin kararlar verebilmeli, davranışlarıyla örnek kişi olmalı, çalıştığı kişileri kırmadan eğitmeli, planlı ve programlı çalışarak zamanı değerlendirmeyi iyi bilmeli ve firma için doğru zamanlarda doğru kararlar verebilmelidir (Akat, 2000, s. 29).

Bilimsel ve teknik bilgide yaşanan patlama, enformasyon teknolojisinin hızlı yayılması ve hızla gelişen gücü, firma katma değerinde bilginin gittikçe artan payı ve bunun sonucunda örgütlenmede yeni yönetim şekillerinin ortaya çıkması, bilgi işçisi kavramının gündeme gelmesi de firma yönetiminin yapısını değiştirmiştir. Standartlaştırılmış seri üretimden uzmanlaşmış bilgi işine doğru yönelim, komuta ve kontrol yönetiminin önemini azaltmıştır. Bu yeni anlayışa göre artık planlama, örgütlenme ve yürütme gibi firma faaliyetleri sadece tek bir yönetici tarafından değil tüm bilgi işçileri tarafından ortaklaşa yürütülmektedir. Yeni yönetim anlayışında değerler ve vizyon, yetki aktarımı, ekip çalışması, kolaylık sağlama ve koçluk yapma gibi konular

ön plana çıkmaktadır. Bir firmanın yönetim yapısının firma değerine etkisini belirlemede göz önünde bulundurulması gereken bazı kriterler vardır. Bunlar;

- Firma faaliyetlerinin bir sistem içinde yürütülmesinde yönetim organının etkisi,
- Firma yönetim organının pazarlama anlayışı,
- Firma yönetim organıyla işçiler ve sendikalar arasındaki ilişkiler,
- Firma yönetiminin Ar-Ge faaliyetlerine verdiği önem,
- Yönetim kadrosundaki bireylerin kişisel nitelikleri,

Özellikle yönetim biçiminin asıl amacının firma değerini maksimize etmek olduğu düşünüldüğünde değer yaratan unsurların ön plana çıktığı ve değer yaratan yönetimin esas alındığı görülmektedir. Değere dayalı yönetim olarak adlandırılan bu yönetim biçiminde firmanın her biriminde gerçekleştirilen faaliyetlerin temelini değer yaratımı oluşturmaktadır. Değer odaklı yönetim esas itibariyle firmanın tüm çalışanlarının bilgi, beceri ve daha önemlisi yaratıcılıklarının firmanın değerinin artırılması yönünde kullanımlarının sağlanmasıdır. Ancak kendiliğinden olmaz, kendiliğinden gelişmesini beklemek yerine belli bir sistematik yapıda uygulanması gerekmektedir. Değer odaklı yönetimin en büyük yararı, kuruluş genelinde çalışanların yaratıcılıklarını ortaya çıkarıp, müşteriler için üstün değer yaratmanın yeni yollarının keşfedilmesinin sağlanmasıdır (Güleryüz, 2005, s. 3).

Bu yönetim yapısı firmada karar verme konumunda olan herkesi yakından ilgilendirmektedir. Firma değerinin maksimizasyonunu hedefleyen bu yönetim biçiminde öncelikle bir strateji geliştirilmesi gerekmektedir. Daha sonra da bu strateji kısa, orta ve uzun vadeli hedeflere dönüştürülür. Belirlenen bu stratejik hedeflerin gerçekleştirilmesi için de gelecek dönemlere ait uygulama planları ve bütçeler ortaya konulur. Son olarak da hedeflerin ne ölçüde gerçekleştiğini görebilmek için performansı ölçecek sistemler ve personeli motive edecek teşvik unsurları belirlenir. Tüm bu özelliklerle firma değeri üzerindeki etkisi belirlenen yönetim yapısı, aynı özelliklere sahip firmalar arasında ayırt edici bir unsur olarak değerlendirilmektedir. İyi bir yönetim yapısına sahip firma diğer firmalara göre rekabetçi bir avantaj kazanarak değerini yükseltmektedir.

3. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİŞİM VE FİRMA DEĞERİ ETKİLEŞİMİNE YÖNELİK ARAŞTIRMA: BİST UYGULAMASI

Çalışmanın son bölümünde kurumsal yönetim ve firma değeri etkileşimine yönelik literatürdeki araştırmalara yer verilmiştir. Daha önce 2 bölümde ayrıntılı olarak bahsedilen kurumsal yönetim kavramı ve firma değeri arasındaki ilişki incelenmek üzere panel veri analizi kullanılarak uygulama gerçekleştirilmiştir.

3.1. Literatür Özeti

Literatür çalışmalarında kurumsal yönetim ve firma değeri üzerinde yapılan araştırmalara yer verilmiştir. Araştırmaların yakın tarihten seçilmesine özen gösterilmiş olup, araştırma konusuyla benzerik gösteren çalışmalarla beraber kurumsal yönetim ve firma değeri kavramına farklı açıdan yaklaşan çalışmalara da yer verilmiştir. Genel olarak kurumsal yönetim ilkelerine uyan firmaların firma performansını olumlu yönde değiştirdiği kanaatine varılmıştır.

Aydemir (2008), kurumsal yönetimin işletmede yeni rekabet aracı olduğuna dikkat çekmiştir. Çalışmanın amacını kurumsal itibar kavramının yönetim açısından önemini teorik olarak ortaya koymak ve kurumsal itibarın diğer işletme kavramı ile olan ilişkilerini incelemek olarak açıklamıştır. Literatür araştırmaları ve ampirik çalışmalarla yazın desteklenmiş, çalışma sonucunda ise kurumsal itibarın tüm örgütü çevreleyen ve potansiyel olarak uzun dönemde işletmeye çeşitli faydaları bulunan bir varlık olduğunu bu varlığın ise rakipler tarafından kopyalanamayıp, rekabet üstünlüğü sağlayacağı görüşüne ulaşmıştır.

Akdoğan (2009), İMKB 100 endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uydukları zaman, firmaların finansal performanslarının bu ilkerden etkilenip etkilenmediği araştırmış, SPSS programı kullanılarak regresyon analiz tekniği ile uygulama bölümünü gerçekleştirmiştir. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim ilkeleri ile finansal performans arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuş ve kurumsal yönetim illkerine uyan firmaların finansal performansının olumlu yönde değişeceği kanaatine varmıştır.

Karamustafa vd. (2009), ülkemizde Ağustos 2008 itibari ile hesaplanmaya başlanan İMKB kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaları, endeks kapsamına girmeden önceki ile girdikten sonraki, faaliyet ve finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Endeks öncesindeki 5 dönem ve sonrasında 2 çeyrek dönem verileri baz alınarak 8 ayrı oran kullanmışlardır. Çalışmada bu performans arasındaki ilişkileri tespit etmek amacıyla t testini uygulamışlar aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığının endeksten önceki ve sonraki durumları arasında farklılık olduğunu tespit etmişlerdir.

Çetin (2011), çalışmasında İMKB 100 endeksinde yer alan firmalar incelenmiştir. Çalışma 3 bölümden oluşmaktadır. 1. bölümde kurumsallaşmayı, 2. bölümde muhasebe bilgi sistemini 3. bölümde ise bu iksisi arasındaki ilişkiye yer vermiş ve muhasebe bilgi sisteminin kurumsallaşma üzerinde etkisini ortaya koymuştur. SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanma düzeyini, muhasebe bilgi sistemi ile kurumsallaşma arasındaki ilişkiyi belirlemeyi amaç edinmiş ve analiz olarak anket tekniğini kullanmıştır. Çalışma sonucunda Muhasebe bilgi sisteminin kurumsallaşma üzerinde etkili olduğunu tespit etmiştir.

Ersoy vd. (2011), panel Lojistik Regresyon Modeli (PLRM) kullanarak, İMKB endeksinde yer alan 51 firmayı incelemişlerdir. Çalışma 1998-2007 yılları baz alınarak gerçekleştirilmiş olup 10 yıllık verileri dikkate almışlardır. CEO hem yönetim kurulu üyesi hem de yönetim kurulu başkanı olursa tobin-q değerini artıracığı, yönetici sahipliğinin firma değerini artırmada bir etkisinin olmadığı, tobin-q değerinde artış olmakla beraber, hisse senetlerinin getirilerinin buna paralel azalacağı sonucuna ulaşmışlardır.

Saldanlı (2012), İMKB 100, İMKB 50, İMKB 30 kurumsal yönetim endekslerinin performansları arasındaki farklılıkları değerlendirmek amacıyla son 3 yılda İMKB'de yer alan endeks verilerini kullanmıştır. Endekslerin performansları sharpe oranı, sortino oranı, jensen performans endeksi, treynor oranı açısından değerlendirmeye tabi tutularak çalışma sonucunda en iyi performansı İMKB 30 endeksinin sağladığı sonra ise sırasıyla İMKB 50 ve İMKB 100 endeksinin geldiği tespit edilmiştir.

Memiş ve Çetenak (2012), İşletme kurumsal yönetim yapısıyla yönetilseydi, kazanç yönetimi bundan etkilenir mi sorusuna cevap aramışlardır. Çalışmada 2004-

2009 yılları arasında 118 İMKB sanayi şirketinin verilerini kullanılmışlardır. Araştırmada düzeltilmiş Jones Modeli kullanılarak analiz gerçekleştirilmiş olup CEO'ların yönetim kurulu başkanlarından bağımsız olmasıyla, kazanç yönetimi arasında ilişki kuramamışlar, geniş yönetim kuruluna sahip olmanın ve 4 büyük denetim firması tarafından denetlenmenin kazanç yönetimini azaltacağı sonucuna ulaşmışlardır.

Zor ve Cengiz (2013), çalışmalarını 2009-2011 yılları arasında BİST'de yer alan enerji firmaları üzerinden yapmışlardır. Entelektüel sermaye ile firma değeri arasındaki ilişkiyi araştıran bu çalışmada hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemi kullanılarak elde edilen bulguları, firmaların piyasa değeri / defter değeri oranı ile karşılaştırmış ve Türkiye de enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların entellektüel sermaye varlıklarına önem vermedikleri, işletme performansına etki eden unsurların maddi varlıklar olduğu sonucunu bulmuşlardır.

Yenice ve Dölen (2013), 2007 - 2011 yılları arasında İMKB de yer alan şirketlerinin kredi derecelendirme notu ile derecelendirme notu açıklanmadan 30 gün önce ve 30 gün sonra borsa değeri dikkate alınarak, bunlar arasındaki ilişkiye bakılmış, çalışmanın amacı olan borsa değeri kredi derecelendirme notu arasında ilişkiyi araştırmak amacıyla sırasıyla Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları testi, bağımlı örneklem t testi uygulanmış ve araştırma sonucunda borsa değeri ile kredi derecelendirme notu arasında ilişki bulunmuştur.

Önem ve Demir (2015), çalışmalarını BİST'de 2009-2012 yılları arasında yer alan ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren 135 firma verisini kullanarak gerçekleştirmişler. İmalat işletmelerinin mülkiyet yapısının, firma değeri üzerine etkisinin incelenmesini temel alan çalışmada bu etkileri oran analizi kullanarak ölçmüşlerdir. Çalışmanın sonucunda ise firmaların mülkiyet yapılarının finansal performans oranlarından olan aktif devir hızı, cari oran, özsermaye devir hızı ve Tobin q oranı üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkisi varken, fiyat-kazanç oranına ise negatif yönde anlamlı bir etki yaptığı tespit edilmiştir.

Kakilli vd. (2015), kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansına etkisini araştırma amacıyla yapılan bu çalışma BİST imalât sanayi sektöründe faaliyet gösteren 126 firmanın 2005 - 2011 yılları arasındaki verilerine panel veri analizi yöntemi uygulamış, çalışma sonunda ise kurumsal yönetim uygulamalarıyla şirket performansı arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Bekçi ve Gör (2015), kurumsal yönetim uygulamalarının, denetimin kalitesine olan etkisini ölçme amacını taşıyan bu çalışmada öncelikle literatür araştırmalarından destek alınarak anket soruları oluşturulmuş, iki aşama ile bu çalışmaya sonuç bulmak istemişlerdir. Birinci aşamada anket sonuçlarına önce faktör analizi uygulamışlar ve denetim kalitesinin, kurumsal yönetim uygulamalarının boyutlarını belirlemişlerdir. İkinci aşamada ise eşli t testi kullanılarak beklenen ve algılanan durumlar arasındaki ilişkiyi incelenmişler. Daha sonra çoklu regresyon analizi yöntemi ile denetim kalitesi boyutları ile kurumsal yönetim uygulamalarının boyutları arasındaki ilişki tespit edilerek, kurumsal yönetim kalitesinin denetim kalitesine olumlu etki sağladığı sonucuna ulaşmışlardır.

Yücel (2016), bu çalışmada imalat sanayi sektöründe yer alan firmalarda kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına etkisini, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin firmaları üzerinden değerlendirmiştir. Araştırma sonucunda ise firmada ikililik uygulaması ile yönetim kurulu büyüklüğündeki artışın performans üzerinde negatif etki yaptığını, firma performansının, firma büyüklüğü ile varlıkların etkin kullanımındaki artışı olumlu yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Sakarya vd. (2017), Bu çalışmada, 2011-2015 yılları arasında hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal yönetim endeksindeki 58 firma verisi kullanılarak çalışma gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın analiz kısmında, firmaların kurumsal yönetim derecelendirmelerine ait not duyuruları ile hisse senedi getirileri arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırarak, çalışmanın analiz kısmında olay çalışması (event-study) yönteminden yararlanmışlardır. Yapılan analiz sonucunda, kurumsal yönetim derecelendirme notunun duyurusu ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişkinin olmadığını tespit ederek, Duyurunun gerçekleştiği tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasında endeks kapsamında yer alan firmaların hisse senetlerinden anormal getiri elde edilemeyeceği, dolayısıyla piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Önder ve Kaya (2018), kurumsal yönetim anlayışının bir parçası olan toplum ve çevre bilincinin sürdürülmesini konu alan sosyal sorumluluk kavramından hareket ederek 2016 yılı BİST 100 endeksinde yer alan firmaların verilerinden yararlanmışlardır. Kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarında kurumsal yönetimin etkisini ikili lojistik regresyon analiz tekniği kullanarak analiz etmişlerdir. Analiz

sonucunda kurumsal sosyal sorumlulukla, kurumsal yönetim ilişkisi arasında bir bağlantı bulamamışlardır.

3.2. Veri Seti ve Modeller

Bu tezin uygulama kısmında yapılan analizlerin tümünde BIST 100 İmalât Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren, verileri elde edilebilen ve değerlendirme kapsamına dâhil edilen 39 firmanın Mart 2011– Eylül 2018 yıllarına ait çeyrek dönemlik verilerinden faydalanılmıştır. İncelenen firmaların imalat sanayi sektöründen seçilmesi ile daha sağlıklı sonuçlar elde edileceği düşünülmüştür. Araştırmanın 2011 yılından önceki yılları kapsamaması önceki yıllara ait sağlıklı verilere ulaşamamasıdır. İncelenmiş olan 39 firmanın BIST 100 imalât sanayi sektörü içindeki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 1. Analiz Kapsamında İncelenen Firmaların Alt Sektörleri, Sayıları ve Örneklem İçindeki Oranı

BİST 100 İMALAT SANAYİİ SEKTÖRÜ		
Alt Sektör	Firma Sayısı	Örneklemdeki Payı (%)
1- Gıda, İçki ve Tütün	4	10.25
2-Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	2	5.12
3-Orman Ürünleri ve Mobilya	2	5.12
4-Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın	3	7.69
5-Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünler	10	25.65
6-Taş ve Toprağa Dayalı	4	10.26
7-Metal Ana Sanayi	5	12.83
8-Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	9	23.08
TOPLAM	39	100

İncelenmiş olan firmalar hakkında toplanan veriler Borsa İstanbul (BIST), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları

Birliği (TSPAKB) tarafından internet aracılığıyla halka açıklanan mali tablolar kullanılarak elde edilmiştir. Hisse senedi pazar değeri verileri toplanırken, analiz kapsamında ele alınan hisse senetlerinin yılsonu kapanış fiyatları dikkate alınmış ve kaynak olarak BIST tarafından yayınlanan pay piyasası verileri ve KAP tarafından yayınlanan bilanço dipnotlarındaki bilgiler kullanılmıştır. Halka açıklık oranı, yönetim kurulu sayısı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması, en büyük hissedar oranı, aktif toplamı ve kaldıraç oranı ile ilgili bilgiler ise BIST – Şirketler Yıllığı ve KAP şirket genel bilgi formu kullanılarak FİNNET aracılığıyla elde edilmiştir.

Literatür taraması ve verilerin elde edilebilirliğine göre firma değeri üzerinde etkili olabileceği düşünölen ve aşığıda açıklanan kurumsal yönetim faktörlerini test etmek üzere kullanılan panel veri modeli şu şekilde yazılabilir:

$$HSKD_{it} = a_{it} + \beta_1 HAO_{it} + \beta_2 YKS_{it} + \beta_3 GMYO_{it} + \beta_4 EBHO_{it} + \beta_5 AT_{it} + \beta_6 KO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modelde bağımlı değişken olarak hisse senedi kapanış değeri (HSKD) alınmıştır. Bağımsız değişkenler ise; analiz kapsamındaki firmaların halka açıklık oranı (HAO), yönetim kurulu sayısı (YKS), genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması (GMYO), ve en büyük hissedar oranıdır (EBHO). Ayrıca, firmaların aktif toplamı (AT) ve kaldıraç oranı (KO) ise kontrol değişkenleri olarak modele eklenmiştir.

Tablo 2. Analiz Kapsamında Kullanılan Değişkenler

Bağımlı Değişkenler	Hesaplama Yöntemi	Semboller
Hisse Senedi Kapanış Değerleri	BİST 100 imalat sektöründeki firmaların çeyrek dönem sonundaki hisse senedi kapanış değeri	HSKD
Bağımsız Değişkenler		
Halka Açıklık Oranı	Halka açık sermaye tutarı / Toplam özsermaye defter değeri	HAO
Yönetim Kurulu Sayısı	Yönetim kurulu üye sayısının logaritması	YKS
Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olup Olmadığı	Genel müdür yönetim kurulu üyesi olursa (1) yoksa (0) verilmiştir.	GMYO
En Büyük Hissedar Oranı	En büyük hissedarın hisse senedi sayısı / Toplam hisse senedi sayısı	EBHO
Kontrol Değişkenleri		
Aktif Toplamı	Aktif toplamının logaritması	AT
Kaldıraç Oranı	(Toplam aktifler - özsermaye defter değeri) / Toplam aktifler	KO

Analizde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler aşağıda açıklanmıştır:

- Hisse Senedi Kapanış Değeri (*HSKD*), borsada işlem gören firmaların, hisselerini hangi fiyattan kapattığını gösteren bir değerdir. Kapanış fiyatı iyi olan firmalara talep çoktur. Dolayısıyla firmanın dış çevresinden etkilenen de bir değerdir. Çalışmada çeyrek dönemler itibariyle borsa kapanış değerleri dikkate alınmış olup, firma değeri ölçütü olarak bu değer kullanılmıştır.
- Halka Açıklık Oranı (*HAO*), özsermayenin ne kadarının halka açık olduğunu göstermektedir. Halka açıklık oranı artan firmaların hisse fiyat oynaklığının ve hisse senedi riskinin artış göstermekte olduğudur. Bu nedenle halka açıklık oranı, firma performansını pozitif veya negatif yönde etkileyebilecektir. HAO, Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Özsermaye Defter Değeri olarak hesaplanır.
- Yönetim Kurulu Sayısı (*YKS*), firma yönetim kurulunda ne kadar üyenin bulunduğunu göstermektedir. Yönetim kurulu daha fazla üyeden oluşursa bu durumda şirketlerde alınan kararların daha gerçekçi ve şirket yararına olma ihtimalinin yükseleceği beklenmektedir. YKS, üye sayısının logaritması alınarak hesaplanmıştır.
- Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olup Olmadığı (*GMYO*), kukla değişken olarak alınmıştır. Yönetim kurulunda genel müdürün ne kadar etkili olduğu bilgisini vermektedir. GMYO ile firma değerinin karşılaştırıldığı çalışmalar, göz önüne alındığında elde edilen sonuçlar bu iki değişken arasında negatif bir ilişki olduğu yönündedir. Yönetim kurulunda genel müdürün ağırlığı hissedilmediği takdirde alınan kararlar firma değerini arttırıcı etki oluşturmaktadır.
- Aktif Toplamı (*AT*), firmaların ne kadar varlığa sahip olduğunu gösteren toplamdır. Temel bilanço eşitliğine göre firmaların pasif toplamı yani kaynak toplamına eşittir. Firmanın varlıklarının gereğinden fazla olması firma için maliyet oluşturup firma değerini azaltması beklenirken, yeteri düzeyde olması firma amaç ve hedeflerini gerçekleştirmesine sebebiyet vereceği için firma değerini arttıracaktır.
- Kaldıraç Oranı (*KO*), firmanın aktif toplamı içerisinde ne kadar borcu olduğunu gösteren orandır. Borçlanma belli bir seviye kadar finansal kaldıraç etkisi oluşturabilir. Firmaların baskı altında olmayacağı ve finansal kaldıraç etkisi elde edebileceği, borçlanma seviyelerinin firma performansını arttıracığı beklenirken, aşırı borçlanmanın firmaya kaldıramayacağı maliyetler getirmesi ve borç

verenlerin yönetimkararlarında söz sahibi olabilme olasılığını doğurması ise firma performansını ve kârlılığını azaltıcı etki oluşturacaktır. Dolayısıyla kaldıraç oranının firma performansı üzerinde hem pozitif hem de negatif yönlü etkisi beklenmektedir. Kaldıraç oranı, Toplam Borçlar / Toplam Aktifler olarak hesaplanmıştır.

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Çalışmada ele alınan değişkenler arasındaki ilişkilerin test edilmesi için Havuzlanmış Panel Regresyon Yöntemi kullanılacaktır. Panel veriler, aileler, ülkeler, şirketler gibi birkaç kesitsel gözlemin zaman periyodu ile ifade edilmesini sağlamaktadır. Panel veri analizi, tahmin tekniklerinin geliştirilmesi ve teorik sonuçlar açısından çok zengin bir ortam oluşmasını sağlamaktadır. Baltagi, panel veri yönteminin sağladığı yararları aşağıdaki şekilde ifade etmiştir (Baltagi, 2005, s. 1);

- Panel veri yöntemi firmaların, bölgelerin, ülkelerin vb. homojen olmayabileceğini de dikkate almakta ve alternatif model önerebilmektedir. Yatay kesit ve zaman serisi modellerinin aksine panel veri yönteminde yer alan modeller sayesinde hem bireylerin bireysel farklılıklarının hem de değişkenlerin özel etkilerinin gözlenmesi kontrol altındadır.
- Panel veri yöntemi, araştırmacılara daha fazla bilgi içeren veri, değişkenler arasında daha az çoklu doğrusal bağlantı, daha büyük bir serbestlik derecesi ve daha yüksek bir etkinlik sunmaktadır.
- Dinamik uyum üzerine çalışmalar ve panel veri yöntemi ile daha fazla bilgi ve politika önermeleri elde edilebilir. Eğer panel veride zaman boyutu yeterince uzun ise uyum hızlarının ışığı altında sektörler, firmalar, ülkeler vb. çalışma alanlarına göre zaman içerisindeki görece değişimler daha iyi gözlemlenmektedir.
- Panel veri yöntemi ile yatay-kesit ve zaman serilerinden daha karmaşık davranışsal fonksiyonel ilişkilerinin ekonometrik modellemesini yapmak mümkündür.
- Panel veri çalışmalarının genelde bireysel verileri kullanması, verilerin toplulaştırılmasıyla ortaya çıkan bilgi kayıpları ve sapmalarla ilgili sorunlar yaşanmasını engellemektedir.”
- Panel verilerin zaman boyutunu içermesi, korelasyon sorununa ve dolayısıyla, tahmin edicilerin sapmalı ve tahminlerin tutarsız olmasına yol açabilir.

- Panel verinin yatay-kesit boyutunun çok büyük ve zaman boyutunun ise çok kısa olması, sabit etkiler modelinde etkinliği azaltmaktadır.
- Panel verinin diğer bir kısıtı ise verilerin toplanma, düzenlenme sorunları ile verilerdeki ölçme hatalarıdır.

Ekonometrik analiz yapılırken serilerin durağan olması önemli özelliklerden biridir. Panel veri modelleri de zaman serisi ve yatay kesit içerdiğinden dolayı ilk olarak durağanlık analizi yapılması gerektirmektedir. Serilerin durağan olup olmadığını anlamak için bazı testler mevcuttur. Birim kök testi, zaman serisinin birim kök içerip içermediğine bakarak serinin durağanlığını test eden yöntemlerden birisidir. Birim kök testlerinin küçük örneklem genişliklerinde genellikle düşük güce sahip olduğu çok iyi bilinmekte ve birim kök testinin zaman boyutunu artırmak için zaman boyutuna yatay kesit boyutunu eklemek bir çözüm olarak görülmektedir (Hurlin ve Mignon, 2006, s.2).

Panel veri modellerinde birim kök sınaması yapmak için Fisher tipi: Maddala ve Wu (1999) ve Choi (2001), Breitung (2000), Lewin, Lin ve Chu (LLC) (2002) ve Im, Peseran ve Shin (IPS) (2003) tarafından önerilen testler kullanılmaktadır. Bu testlerde, hipotezlerin kurulması ve test istatistiklerinin hesaplanması Dickey-Fuller (1979) ve Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) Birim kök testlerinin temeline dayanmaktadır (Şak, 2006).

Uygulamada ilk aşamada analize dahil edilen HSKD, AT, KO., değişkenlerinin durağanlıkları araştırılmaktadır. Daha sonra firma değeri ile kurumsal yönetim faktörleri arasındaki ilişkileri tespit etmek amacıyla panel regresyon analizi uygulanmaktadır.

3.4. Bulgular

Panel regresyon modeline dahil olan değişkenlerin durağanlık testi sonuçları tablo 3'te yer almaktadır.

Tablo 3. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

	HSKD		AT		KO	
	istatistik	Olasılık	istatistik	olasılık	istatistik	olasılık
TRENDSİZ						
Levin, Lin & Chu t*	5.83909	1.0000	-669.945	0.0000*	0.11273	0.5449
Im, Pesaran and Shin W-stat	5.40980	1.0000	-271.313	0.0000*	0.34559	0.6352
ADF - Fisher Chi-square	76.8888	0.4499	98.5887	0.0296**	96.3574	0.0777**
PP - Fisher Chi-square	92.6389	0.0942***	81.6140	0.2546	88.4075	0.1972
TRENDLİ						
Levin, Lin & Chu t*	3.52067	0.9998	-606.285	0.0000*	-2,11809	0.0171**
Breitung t-stat	7.73596	1.0000	3.23569	0.9994	1.58233	0.9432
Im, Pesaran and Shin W-stat	1.94114	0.9739	-488.809	0.0000*	-2,55082	0.0054*
ADF - Fisher Chi-square	129.103	0.0001*	265.938	0.0000*	131.151	0.0002*
PP - Fisher Chi-square	118.137	0.0014*	3.20992	0.9760	204.168	0.0000*

*, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde durağanlığı ifade etmektedir. Sonuçlar E-views 10. paket programından elde edilmiştir.

Tablo 3'den de görüldüğü gibi analize dahil edilen değişkenlerin birim kök testi sonuçları, tüm değişkenlerin düzey değerlerde durağan olduklarını ortaya koymaktadır. Diğer taraftan analize dahil edilen firmaların halka açıklık oranı (HAO), yönetim kurulu büyüklüğü-sayısı (YKS), genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması (GMYO) ve en büyük hissedar oranı (EBHO) verileri dönemler itibariyle sabit kaldığından durağanlık analizlerine dahil edilmemiştir.

Tablo 4'de Panel havuzlanmış OLS analiz tahmin sonuçları yer almaktadır.

Tablo 4. Panel Havuzlanmış OLS Analiz Sonuçları

FD			
KYF	KATSAYI	T İSTATİSTİĞİ	OLASILIK
HAO	-0.545171	-6.132252	0
YKS	5.671688	7.972416	0
GMYO	4.826571	1.735907	0.0828
EBHO	-0.438317	-4.292152	0
AT	-3.09E-09	-4.292152	0
KO	-0.691731	-9.833581	0
R ²	0.188777		
DÜZELTİLMİŞ R ²	0.18462		
F İSTATİSTİK	45.41658		
F İSTATİSTİK OLASILIK	0		
DURBİN - WATSON	0.127301		

Panel OLS sonuçları dikkate alındığında analize dahil edilen kurumsal yönetim faktörleri (KYF) ile firma değeri (FD) arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Buna göre firma değeri ile kurumsal yönetim faktörleri olan halka açıklık oranı (-0.5451) ve en büyük hissedar oranı (-0.4383) arasında negatif ilişki söz konusu iken; firma değeri yönetim kurulu sayısı (5.6716) ve genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması (4.8265) arasında pozitif ilişki söz konusudur. Hesaplanan F istatistiği elde edilen sonuçların bir bütün olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, düzeltilmiş R kare değeri modelin açıklama gücünün %20'nin altında kaldığına işaret etmektedir.

Tablo 5. LR Testi Sonuçları

	DEĞER	OLASILIK
Likelihood ratio	5218.966	0.0000
LR test summary:		
Restricted LogL	-6131.275	
Unrestricted LogL	-3521.792	

Değişen varyans testinde, H_0 : Değişen varyans sorunu yoktur, test edilmektedir.

Diğer taraftan aşağıdaki Tablo 5’den de görülebileceği gibi gerçekleştirilen LR testinde değişen varyans problemi tespit edildiğinden ve değişen varyans problemi gözetilerek katsayılar Panel EGLS ve Panel SUR yöntemleriyle yeniden tahmin edilmiştir.

Tablo 6. Panel EGSL ve SUR Testi Sonuçları

FD	Panel EGSL Tablosu			Panel SUR Tablosu		
	KATSAYI	T İSTATİSTİĞİ	OLASILIK	KATSAYI	T İSTATİSTİĞİ	OLASILIK
KYF						
HAO	-0.039501	-14.47946	0.0000	-0.379288	-8.675546	0.0000
YKS	0.445073	12.45132	0.0000	4.659798	8.38019	0.0000
GMYO	0.832758	8.730536	0.0000	3.781601	1.637505	0.1018
EBHO	0.005326	1.661187	0.0969	-0.425352	-11.74591	0.0000
AT	-7.81E-11	-1.285788	0.1988	-2.19E-09	-11.74591	0.0000
KO	0.014149	7.062485	0.0000	-0.411814	-25.29413	0.0000
R ²	0.283805			0.502049		
DÜZELTİLMİŞ R ²	0.280136			0.499497		
F İSTATİSTİK	77.33834			196.7725		
F İSTATİSTİK OLASILIK	0			0		
DURBİN - WATSON	0.193972			1.865381		

Tablo 6’da yer alan analiz sonuçlarına göre kurumsal yönetim faktörleri (KYF) ile firma değeri (FD) arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler tespit edilmiştir. Panel EGLS sonuçlarına göre firma değeri ile halka açıklık oranı (-0.0395) arasında negatif bir ilişki söz konusu iken; firma değeri ile en büyük hissedar oranı (0.0053), yönetim kurulu sayısı (0.4450) ve genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması (0.8327) arasında pozitif ilişki söz konudur ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Yine Panel EGLS analizinde hesaplanan F istatistiği elde edilen sonuçların bir bütün olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, düzeltilmiş R kare değeri modelin açıklama gücünün %30’nin altında kaldığına işaret etmektedir.

Diğer taraftan Panel SUR analizi sonuçlarına göre firma değeri ile halka açıklık oranı (-8.6755) ve en büyük hissedar oranı (-11.74591) arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki söz konusu iken; firma değeri ile yönetim kurulu sayısı (8.3801) arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki söz konusudur. Firma değeri ile genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması (1.6375) arasında ise pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki tespit edilmiştir. Panel SUR analizinde hesaplanan F istatistiği elde edilen sonuçların bir bütün olarak anlamlı olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, modelin açıklama gücü %50,2’dir.

SONUÇ

Yaşanan şirket skandallarının ardından kaybolan yatırımcı güvenini yeniden tesis etmek ve bağımsız denetçilerin yaptığı hataların tekrarlanmasını engellemek amacıyla gerçekleştirilen çalışmalar, kurumsal yönetim kavramının doğuşunu ve tartışılmaya başlamasını beraberinde getirmiştir. Yönetim konusunda işletmelerin daha güçlü bir yapıya sahip olmasını sağlamak için yapılan yenilikler, her ülke için geçerli bir kurumsal yönetim yapısı olmadığını, ülkelerin buldukları durumlara göre kendilerine özel yapılar geliştirmeleri gerektiğini ortaya çıkartmıştır. Bununla beraber tüm dünyada ortak kurumsal yönetim ilkeleri olarak dört ilkeden bahsedilmektedir. Bu ilkeler hesap verilebilirlik, şeffaflık, adillik ve sorumluluktur.

İşletme yönetimlerinin daha sağlıklı yapılara kavuşabilmesi için oluşturulan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması bazı ülkelerde isteğe bağlı, bazılarında ise yasalarla zorunlu hale getirilmiştir. Bu konuda yasa çıkartan ve gelişmelere öncülük eden ülkelerden olan ABD, çıkarttığı Sarbanes-Oxley yasasıyla kurumsal yönetim alanında önemli değişiklikler sağlamıştır. İşletmelerin sahip oldukları kaynakların korunmasını ve daha başarılı olmasını sağlamak amacıyla ülkemizde de kurumsal yönetim konusunda birçok yenilik yapılmış, ülkemiz yapısına uygun ilkeler oluşturulmuş, kurumsal yönetim endeksi hesaplanmaya başlanmış ve yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile yürürlüğe giren yasalar, firma yönetimlerinin kurumsal yapılarını geliştirmesini destekler nitelikte olmuştur.

Yapılan bu çalışmada BİST 100 endeksinde yer alan ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim faktörleri ile firma değerleri arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma kapsamına dahil edilen 39 firmanın Mart 2011 - Eylül 2018 tarihleri arasındaki çeyrek dönemlik verileri incelenmiştir. Çalışmada firma değerini yansıtan bağımlı değişken hisse senedi kapanış değeri iken; bağımsız değişkenler sırasıyla halka açıklık oranı, yönetim kurulu sayısı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması, en büyük hissedar oranı, aktif toplamı ve kaldıraç oranıdır.

Panel OLS, panel EGLS ve panel SUR testi uygulanarak elde edilen ortak sonuçlara göre kurumsal yönetim faktörlerinden halka açıklık oranı ile firma değeri arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Yönetim kurulu sayısı ve genel müdürün

yönetim kurulu üyesi olup olmaması ile firma değeri arasında ise pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. En büyük hissedar oranı ile firma değeri arasındaki ilişkinin yönü farklı yöntemlerde farklı çıkmıştır. Bir bütün olarak değerlendirildiğinde firmaların kurumsal yönetim faktörleri ile firma değeri arasında ilişki tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim faktörlerinin firma değeri üzerine etkisinin değerlendirileceği gelecek çalışmalarda kurumsal yönetim değişkeni olarak eklenecek mülkiyet yapısı, aile şirketi olup olmaması, firmadaki yabancı sermaye payı gibi değişkenler, kurulacak olan ekonometrik modellerin açıklama gücünün artmasına yardımcı olabilir.



KAYNAKÇA

- Akat, Ö. (2000). *Uygulamaya yönelik işletme politikası ve stratejik pazarlama*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Akdoğan, Y. E. (2009). *Kurumsal yönetim ve İMKB 100 endeksi üzerine bir uygulama*. Yüksek lisans tezi, Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Akgüç, Ö. (1998). *Mali tablolar analizi*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Apaydın, F. (2007). *Örgütlerde kurumsallaşma ve adaptif yeteneklerin pazarlama eylemlerine ve örgütsel performansa etkileri*. Yayınlanmamış doktora tezi, Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gebze.
- Ataman, Ü. ve Kibar, H. (1999). *Hisse senetlerinin gerçek değerinin hesaplanması*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aydın, N. (1990). *İşletmelerin birleşmesinde finansal analiz ve bir uygulama örneği*. Ankara: TOBB Yayınları.
- Aydın, N. (2014). *Finansal yönetim I*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Aysan, A. M. (2007). *Kurumsal yönetim ve risk*. İstanbul: Beta Basım Yayın.
- Aydemir, B. A. (2008). İşletmelerin yeni rekabet aracı olarak kurumsal itibar. “İş, Güç” *Endüstri İlişkileri ve İnsan Kaynakları Dergisi*, 10(2), 28-51.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric analysis of Panel Data*. England: John Wiley & Sons.
- Bayrı, O. ve Güloğlu, B. (2005). Hisse senedi ve yabancı para piyasalarının entegrasyonu: Türkiye AB, ABD örneği. *İktisat, İşletme Finans*, 20(234), 13-34.
- Bekçi, İ. ve Gör, Y. (2015). Kurumsal yönetim uygulamalarının denetim kalitesi üzerine etkisi üzerine bir araştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi*, 7(1), 165-194.
- Belyalova, M. (2003). *Entelektüel sermayenin firma değerine etkisinin ölçülmesi ve değerlendirilmesi*. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Bolak, M. (2000). *İşletme finansı*. İstanbul: Birsen Yayınevi.

- Brealey, R. A., Stewart, C. M. ve Ajan, J. M. (1997). *İşletme finansının temelleri*. İstanbul: Literatür Yayınevi.
- Ceylan, A. A. (2001). *Finansal yönetim*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Colley, L. (2003). *Corporate governance*. New York: Executive Mba Series.
- Coşkun, M. (2010). *Para ve sermaye piyasaları kurumlar, araçlar, analiz*. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Çetin, H. (2011). *Bir kurumsal yönetim enstrümanı olarak stratejik şeffaflık ve muhasebe bilgilerinin rolü*. Yayınlanmamış doktora tezi, Selçuk Üniversitesi, Konya.
- Doğrusöz, B. A. (1995). İştirak kazançları istisnası ve bazı menkul kıymet gelirlerinin istisna karşısındaki durumunun değerlendirilmesi. *Yaklaşım Dergisi*, 3(34), 1-7.
- Deloitte ve TKYD (2006). *Nedir bu kurumsal yönetim, Kurumsal yönetim serisi*. İstanbul: Deloitte ve TKYD Ortak Yayını.
- Demirbaş, M. ve Uyar, S. (2006). *Kurumsal yönetim ilkeleri ve denetim komiteleri*. İstanbul: Güncel Yayıncılık.
- Dikmen, B. (2003). Satılan, birleşen, halka açılan veya özelleştirilen firmanın değeri nasıl tespit edilir. *Vergi Dünyası Dergisi*, 267, 50-60.
- Emrem, E. (2003, Mayıs). *Entelektüel sermayeyi ölçme ve değerlendirme yöntemleri*. 2. Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildirileri. Kocaeli Üniversitesi, İzmit.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). Türkiye’de kurumsal yönetim ve firma Performansı (Tobin-Q ve anormal getiri) arasındaki ilişkinin analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(554), 71-83.
- Ertuğrul, M. (2008). Değer-fiyat ayrımı ve işletme değerine kurumsal bir bakış. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(2), 143-154.
- Güleryüz, F. (2005). Değer odaklı yönetim, http://www.easo.org.tr/html/TUR/-asomedyamart2005/buyutec_mart2005.html. Erişim tarihi: 19.03.2018.
- Gürbüz, O. ve Ergincan, Y. (2004). *Kurumsal yönetim, Türkiye’deki durumu ve geliştirilmesine yönelik öneriler*. İstanbul: Literatür Yayınları.

- Hurlin, C. ve Mignon, V. (2006). *Second generation panel unit root tests*. <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00159842/document>. Erişim tarihi: 28.01.2019.
- Im, K., Peseran, H. M. ve Shin, Y. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, 115(1), 53-74.
- Kahraman, C. (2008). *Kurumsal yönetim anlayışını özel sermayeli bankaların yapısı ve işleyişi üzerine etkileri*. Yayınlanmamış doktora tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Kakilli, S. A., Kandır, Y. S. ve Zelka, A. (2015). Kurumsal yönetimin BİST şirketlerinin performansına etkisinin araştırılması. *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 171-183
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma Performansı: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Koceli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 100-119.
- Kula, V. (2006). *Kurumsal yönetim, hissedarların korunması ve Türkiye örneği*. İstanbul: Papatya yayıncılık
- Levin, A. ve Lin, C. (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- Memiş, M. ve Çetenak, H. (2012). Kurumsal yönetimin kazanç uygulamaları yönetimi uygulamaları üzerine etkisi: İMKB de işlem gören şirketler üzerine uygulama. *Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitü Dergisi*, 21(3), 205-224.
- Osman, G. (2004). *Kurumsal yönetim, Türkiye'deki durumu ve geliştirilmesine yönelik öneriler*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Özdemir, L. (2004). *Küçük ve orta ölçekli işletmelerde (Kobi) kurumsal yönetim sürecinin gelişimi*: 3. Ulusal Bilgi, Ekonomi ve Yönetim Kongresi'nde sunulan bildiri.
- Önder, Ş. ve Kaya, E. (2018). İşletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarında kurumsal yönetim yapılarının etkisi: BİST 100 üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 155-170.

- Önem, H. B. ve Demir, Y. (2015). Mülkiyet yapısının firma performansına etkisi: BİST imalat sektörü üzerine bir uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 6(13), 31-43.
- Sakarya, Ş., Yazgan, K. F., ve Yıldırım, H. H. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansına etkisi: BİST kurumsal yönetim endeksi üzerine bir inceleme. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 19(40), 55-76.
- Saldanlı, A. (2012). Kurumsal yönetim endeks performansının analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(8), 137-154.
- Serin, G. R. (2004). Nakit akışı bazında firma değerlemesi. *Active Dergisi*, 1-13.
- Slater, R. (2000). *Jack Welch ve General Electric'in yolu*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- SPK, (2005). *Kurumsal Yönetim İlkeleri*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Stigliz, E. J. (2004). *90'ların yükselişi*. İstanbul: CSA Global Yayın Ajansı.
- Şak, N. (2006). *OECD Ülkelerinde satınalma gücü paritesinin geçerliliğinin panel eşbütünleşme yaklaşımı ile incelenmesi*. Yayınlanmamış Yüksek lisans tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Şen, E. (2013). *Kurumsallaşma ile firma performansı ilişkisinde kurumsal yönetişimin rolü*. Yayınlanmamış doktora tezi, Gebze Yüksek Teknoloji Sosyal Bilimler Enstitüsü, Gebze.
- Şenel, K. ve Yanık, S. (2004). Temel finans matematiği, değerlendirme yöntemleri, muhasebe ve mali analiz, *TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği), Eğitim Notları*.
- Tekin, A. G. (2003). Kurumsal yönetişim hakkında. *Ekonomistler Bülteni*, 1(31), 1-4.
- Tokgöz, İ. B. (2005). *Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık menfaat sahipleri, kurumsal yönetim uyum raporu*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- TÜSİAD. (2002). *Kurumsal yönetim en iyi uygulama kodu, yönetim kurulunun yapısı ve işleyiş*, İstanbul: TÜSİAD Yayınları.

- Ülgen, H. ve Mirze, K. (2006). *İşletmelerde stratejik yönetim*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Üreten, A. ve Ercan, M. K. (2000). *Firma değerinin tespiti ve yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Yalkın, Y. K. (1998). *Genel muhasebe ilkeler-uygulamalar tekdüzen muhasebe sistemi uygulamalar*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). İMKB’de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 200-214.
- Yücel, E. (2016). Kurumsal yönetim ve firma performansı: gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden kanıtlar. *Organizasyon ve Organizasyon Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8(2),27-41.
- Zor, İ. , ve Cengiz, S. (2013). Entellektüel sermaye ile firma değeri arasındaki ilişki: Borsa İstanbul’da bir araştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(1), 37-56.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı, Soyadı : Ahmet ÖZSOY
Uyruğu : T.C.
Doğum Tarihi ve Yeri : 26.09.1991
Medeni Durumu : Bekar
GSM : 0 532 680 77 39
E-mail : studentahmet38@gmail.com
Yazışma Adresi : Melikgazi/KAYSERİ

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Tarihi
Yüksek Lisans	Nuh Naci Yazgan Üniversitesi	-
Lisans	Anadolu Üniversitesi	
Lise	Kılıçarslan Lisesi	

İŞ DENEYİMLERİ

Yıl	Kurum	Görev
2015-	Mali Müşavir	Stajyer

YABANCI DİL

İngilizce