

T.C.
İZMİR KÂTİP ÇELEBİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSAL EKONOMİ ANABİLİM DALI

KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNUN
HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST-100'DE
BULUNAN YÜKSEK KURUMSAL YÖNETİM
DERECESİNE SAHİP ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR
UYGULAMA

Yüksek Lisans

TAYLAN ÖZGÜR ARSLAN

DANIŞMAN: DR. ÖĞR. ÜYESİ MUSTAFA YILDIRIM

İZMİR - 2018

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST-100’de Bulunan Yüksek Kurumsal Yönetim Derecesine Sahip Şirketler Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

.... / /

Taylan Özgür ARSLAN

İmza



TS EN ISO
9001:2015

T.C.
İZMİR KÂTİP ÇELEBİ ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü



TEZ/PROJE SINAVI TUTANAK FORMU

Dok. No: FR/604/21

İlk Yayın Tar.: 03.10.2017

Rev. No/Tar.: 00/..

Sayfa 1 / 1

GÖNDEREN : Finansal Ekonomi Anabilim Dalı Başkanlığı
GÖNDERİLEN : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Anabilim Dalımız Yüksek Lisans Programı öğrencisi Taylan Özgür ARSLAN ile ilgili Tez/Proje Sınav Tutanağı aşağıdadır.

Tarih:
 Sayı :
 Finansal Ekonomi Anabilim Dalı Başkanı

İmza
Dr. Öğr. Üyesi Özhan TUVCAN

SINAV TUTANAĞI

Tez Sınav Jürimiz tarafından incelenen “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun Hisse Senedi Performansına Etkisi: Bist-100’de Bulunan Yüksek Kurumsal Yönetim Derecesine Sahip Şirketler Üzerine Bir Uygulama” başlıklı yüksek lisans tezi ile ilgili olarak jürimiz ~~21.10.2018~~ tarihinde toplanmış ve adı geçen öğrenciyi Tez Sınavına tabi tutmuştur. Sınav sonucunda adayın tezi hakkında ÖYÇÖKLÜĞÜ/ÖYBİRLİĞİ ile aşağıdaki karar verilmiştir.

* KABUL

Kabul Edilen Yüksek Lisans:

- i) Bilime yenilik getirmiştir
- ii) Yeni bir bilimsel yöntem geliştirmiştir
- iii) Bilinen bir yöntemi yeni bir alana uygulamıştır
- iv) Uygulama yapmıştır (sadece Yüksek Lisansta geçerlidir)

RED

DÜZELTME *

Tez Sınav Jürisi	Unvanı ve Adı Soyadı
Tez Danışmanı	Dr. Öğr. Üyesi Mustafa YILDIRIM
Üye	Doç. Dr. Volkan ALPTEKİN
Üye	Dr. Öğr. Üyesi Selim Baha YILDIZ
Üye	
Üye	

Eki : Tez Değerlendirme Formu (Her bir jüri için).

* Tez sınavında düzeltme kararı verilmesi halinde jüri tarafından öngörülen düzeltmelere ilişkin bir jüri raporu eklenmelidir. Düzeltmeler için Ek süre her defasında en fazla yüksek lisans öğrencileri için 3 ay, doktora öğrencileri için 6 aydır.

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

**KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNUN HİSSE SENEDİ
PERFORMANSINA ETKİSİ: BİST-100'DE BULUNAN YÜKSEK KURUMSAL
YÖNETİM DERESESİNE SAHİP ŞİRKETLER ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

TAYLAN ÖZGÜR ARSLAN

İzmir Kâtip Çelebi Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Finansal Ekonomi Anabilim Dalı

Bu tez çalışması, özellikle son çeyrek yüzyılda iktisadi süreçlerin gündemine oturmuş kavramlardan biri haline gelen kurumsal yönetim ilkelerinin ortaya çıkışını, gelişimini, özelliklerini ve derecelendirme süreçlerini kapsayıcı şekilde incelemektedir. Çalışmanın temel amacı, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmanın hisse senedi fiyat performanslarına etkisini ekonometrik yöntemler kullanarak ortaya koymaktır. Çalışmada, istikrarlı bir şekilde yüksek kurumsal yönetim dereceleri almış firmaların hisse performansları ile Borsa İstanbul-100 endeksinde bu şartları sağlamayan şirketlerin hisse senedi fiyatı performansları karşılaştırılmıştır. Panel veri regresyon modelleri kullanılarak yapılan analizlerde 66 şirketin 2015-2017 dönemine ait verileri En Küçük Kareler (OLS), Rassal Etkiler (Random-Effects) ve Sabit Etkiler (Fixed-Effects) yöntemleri ile test edilmiştir. Yapılan analizlerde istikrarlı olarak 90 ve üzeri Kurumsal Yönetim Derecelendirme notu almış olmanın şirket hisse senedi fiyat getirisine istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığı ve kurumsal yönetim derecelendirme notunun seviyesi ile hisse senedi fiyat seviyesi arasında anlamlı bir ilişkinin var olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, Kurumsal Yönetim Endeksi, Hisse senedi getirisi, Panel Veri

ABSTRACT

Master's Thesis

**THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE SCORE ON THE
PERFORMANCE OF STOCKS: EVIDENCE FROM COMPANIES WITH HIGH
CORPORATE GOVERNANCE SCORE LISTED
IN BİST-100 NATIONAL INDEX**

TAYLAN ÖZGÜR ARSLAN
İzmir Katip Çelebi University
Graduate School of Social Sciences
Department of Financial
Economics Program

This thesis examines the emergence, characteristics, development and rating processes of corporate governance principles that have become one of the hottest issues for almost all economic processes in the last quarter of the century. The main purpose of the study is to empirically answer the question of whether companies having higher corporate governance score and keeping this score for the period of the study perform better than companies not satisfying this condition. Using panel data for 66 companies listed in Borsa Istanbul-100 index for the period of 2015-2017 and employing OLS, Random-Effects and Fixed Effects methods, this thesis finds that having a score of at least ninety out of 100 for the whole period has no statistically significant impact on the performance of stock's price. Moreover, the empirical results of the thesis suggest that the relationship between corporate governance index score and stock's price is statistically insignificant.

Keywords: Corporate Governance, Corporate Governance Rating, Corporate Governance Index, Stock Price Return, Panel Data, Borsa Istanbul.

İÇİNDEKİLER

İÇ KAPAK	i
YEMİN METNİ	ii
TEZ TUTANAĞI	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLO LİSTESİ	x
ŞEKİL LİSTESİ	xi
KISALTMALAR LİSTESİ	xii
ÖNSÖZ	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE GELİŞİMİ

1.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI.....	5
1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	7
1.2.1. Dünyada Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	7
1.2.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi	11
1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ	
1.3.1. Finansal Krizler.....	14
1.3.2. Küreselleşme.....	15
1.3.3. Özelleştirme Dalgası.....	16
1.3.4. Şirket Skandalları.....	17

1.4. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ.....	18
1.4.1. Şeffaflık.....	19
1.4.2. Hesap Verilebilirlik	20
1.4.3. Sorumluluk.....	21
1.4.4. Adillik.....	21
1.5. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM İLE İLGİLİ BAŞLICA DÜZENLEMELER	
1.5.1. Cadbury Raporu.....	23
1.5.2. Greenbury Raporu.....	24
1.5.3. Hampel Raporu.....	25
1.5.4. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	26
1.5.5. Sarbanes Oxley Kanunu.....	28

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI VE DERECELENDİRMESİ

2.1. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI.....	30
2.1.1. ABD.....	30
2.1.2. İngiltere.....	31
2.1.3. Almanya.....	33
2.1.4. Japonya.....	34
2.2. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI.....	35
2.2.1. Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği.....	36
2.2.2. SPK Tarafından Yapılan Düzenlemeler.....	37
2.2.3. TKYD Tarafından Yapılan Faaliyetler.....	39
2.2.4. Borsa İstanbul Tarafından Yapılan Düzenlemeler.....	41
2.2.5. Kamu Aydınlatma Platformu.....	42

2.3. KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRİLMESİ.....	43
2.3.1. Uluslararası Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirilmesi	46
2.3.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirilmesi.....	49
2.4. BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ.....	50
2.3.1. Kurumsal Yönetim Endeksi	51
2.3.2. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları	54

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİST-100’DE BULUNAN YÜKSEK KURUMSAL YÖNETİM DERESESİNE SAHİP ŞİRKETLERİN HİSSE PERFORMANSI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. LİTERATÜR TARAMASI.....	56
3.1.1. Uluslararası Alanda Yapılan Çalışmalar	56
3.1.2 Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	64
3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	68
3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI.....	69
3.4. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZİ.....	70
3.5. VERİ ANALİZİ VE YÖNTEM.....	71
3.5.1. Veriler.....	71
3.5.2. Analizde Kullanılan Değişkenler	74
3.5.3. Tanımlayıcı İstatistikler	75

3.6. ANALİZ VE BULGULAR.....	76
3.6.1. Betimsel Analiz.....	76
3.6.2. Panel Veri Analizi.....	80
3.6.1.1. Ekonometrik Model.....	80
3.6.2.2. Ekonometrik Bulgular.....	82
SONUÇ ve DEĞERLENDİRME.....	85
KAYNAKÇA.....	89

TABLO LİSTESİ

Tablo 1.1 : Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	09
Tablo 1.2 : Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	12
Tablo 2.1 : Kurumsal Yönetim Ödülleri Sahibi Kuruluşlar.....	41
Tablo 2.2 : Uluslararası KYD Kuruluşları Karşılaştırma Tablosu.....	48
Tablo 2.3 : KYDN Bölümleri ve Yüzdeleri.....	50
Tablo 2.4 : Türkiye’de KYD Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar.....	50
Tablo 2.5 : Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler.....	52
Tablo 2.6 : Kurumsal Yönetim Endeksi ile BİST-100 Endeksi Karşılaştırması.....	53
Tablo 3.1 : KY Düzeyleri ile Performans İlişkisini Ölçen Çalışmalar.....	61
Tablo 3.2 : BİST-100’de ve Hipoteze Konu KYDN’ye Sahip Şirketler.....	72
Tablo 3.3 : Hipoteze Konu KYDN’ye Sahip Olmayan Şirketler.....	73
Tablo 3.4 : Tanımlayıcı İstatistikler: Tüm Örneklem.....	75
Tablo 3.5 : Korelasyon Tablosu.....	75
Tablo 3.6 : Tanımlayıcı İstatistikler: KYDN Şartlarını Taşımayan Örneklem.....	78
Tablo 3.7 : Tanımlayıcı İstatistikler: KYDN Şartlarını Taşıyan Örneklem.....	78
Tablo 3.8 : Regresyon Sonuçları (KYDN Kukla Değişken).....	83
Tablo 3.9 : Regresyon Sonuçları (KYDN Sayısal Değişken).....	84

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 3.1 : KYDN'ye Sahip Firmaların Sektörel Dağılımları.....77

Şekil 3.2 : KYDN'ye Sahip Olmayan Firmaların Sektörel Dağılımları.....77



KISALTMALAR LİSTESİ

- ABD** : Amerika Birleşik Devletleri
- BİST** : Borsa İstanbul
- EU** : European Union (Avrupa Birliği)
- EKK** : En Küçük Kareler
- GSMH** : Gayri Safi Milli Hasıla
- IMF** : International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
- İMKB** : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- KAP** : Kamu Aydınlatma Platformu
- KYDN** : Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu
- OECD** : Organisation For Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
- SOX** : Sarbanes-Oxley Yasası
- SPK** : Sermaye Piyasası Kurulu
- TKYD** : Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
- TUSİAD** : Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği

ÖNSÖZ

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum bu çalışma Dr. Öğr. Üyesi Mustafa YILDIRIM danışmanlığında, Kâtip Çelebi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finansal Ekonomi Anabilim Dalı bünyesinde gerçekleştirilmiştir.

Çalışmamda ilgi ve desteğini gördüğüm, bilgi ve deneyimlerinden yararlandığım saygı değer danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Mustafa YILDIRIM'a ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası değerli ekonomistlerinden Dr. Ünal SEVEN'e teşekkürlerimi sunarım.

Hayatımın her aşamasında büyük destek ve sabırlarından dolayı annem Tülay ARSLAN'a ve tez çalışmam sırasında destek gördüğüm değerli kardeşlerim Deniz Aytaç ARSLAN ve Savaş BURÇ'a şükranlarımı sunarım.

Taylan Özgür ARSLAN

İzmir-2018

GİRİŞ

Kurumsal yönetim kavramı özellikle son çeyrek yüzyılda iktisadi süreçlerin gündemine oturmuş kavramlardan biri haline gelmiştir. Elbette ki şirketlerin en temel amaçlarından biri varlığını sürdürme ve büyüme olgusudur. Literatürdeki yaygın anlayış, şirketlerin etkinliğinin finansal performanslarının göz önüne alınarak değerlendirilmesi yönündedir. Ancak 1929 yılında Amerikan Borsası'nda, hisse senedi fiyatlarının ani düşüşüyle yaşanan borsa krizi, 1970'li yıllarda İngiltere'deki bankacılık krizi, 2001 yılında ABD'nin en büyük enerji ve dağıtım şirketi olan ENRON'un iflası veyahut 2008 küresel ekonomik krizi gibi olaylar kurumsal yönetim kavramını daha fazla gündeme getiren ve şirketlerin finansal performansının yanında kurumsal yönetim derecelerinin de dikkate alınmasını gerektiği görüşünü literatüre kazandıran etkenlerdendir.

Kurumsal yönetim kavramı çatısı altında oluşturulan ilkelerin hem uluslararası piyasalarda hem de ülkemizde öneminin giderek artması neticesinde, ilkelerin uygulanma durumunu tespit edecek kurumlara ve farklı şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasına imkân sağlayacak standart normlara ihtiyaç duyulmuş olup bu durum literatüre "kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi" kavramını kazandırmıştır. Türkiye'deki özellikle kurumsal yönetim derecelendirmesi üzerine yapılan geçmiş çalışmalarda ağırlıklı olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (BİST Kurumsal Yönetim Endeksi) girişin Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin hisselerinin getirileri üzerindeki etkileri veya derecelendirme notlarının hisse senedi getirilerine olan etkileri araştırılmaktadır. Kurumsal yönetim derecelendirme çalışmalarını, klasik kredi derecelendirme faaliyetlerinden farklı olarak şirketlerin mali yapılarını değil yönetim standartlarını ve paydaş ilişkilerini inceleyen ve paydaşların haklarını gözeten bir bakış açısına sahip derecelendirme işlemi olarak adlandırmak mümkündür.

Çalışmanın ilk bölümünde kurumsal yönetim kavramı, tanımı, ortaya çıkış süreci ve önemi izah edilmiş olup kurumsal yönetimin teorik ve tarihsel gelişimi ile birlikte kurumsal yönetim ilkelerine yer verilmiştir. Müteakibinde kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasına ve gelişmesine doğrudan etki eden hususlar özetlenmiştir. Bu bölümün son kısmında ise kurumsal yönetim uygulamalarına başlıca konu mevzuatlar üzerine dünyada yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde kurumsal yönetim uygulamalarının dünyadaki ve Türkiye'deki durumu ve süreçlerine değinilmiş olup ABD, İngiltere, Almanya ve Japonya'daki kurumsal yönetim ile alakalı icra edilen çalışmalar özetlenmiştir. Müteakibinde Türkiye'de bu alanda hangi kuruluşların hangi faaliyetleri icra ettiği ve mevcut durum hakkında bilgi verilmiştir. İkinci bölümde ayrıca, çalışmanın uygulama bölümünde de yer alan kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesinin önemi, uluslararası ve Türkiye örnekleri ile derecelendirme faaliyetleri izah edilmiştir. Bölümün son kısmında ise BİST kurumsal yönetim endeksi açıklanmış ve temel esasları ifade edilmiştir.

Çalışmanın son bölümünde, literatürde KYDN ve hisse senedi fiyat performansı ilişkisi üzerine yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalar özetlenmiştir. Ardından, SPK tarafından yetkilendirilmiş lisanslama şirketlerinden yüksek kurumsal yönetim derecesi notlarını en uzun süre almış firmaların hisse performansları ile BİST-100 endeksinde bu şartları sağlamayan şirketlerin hisse fiyatı performansları karşılaştırılmıştır. Bu doğrultuda, BİST-100 endeksine kote ve 01.01.2015 - 31.12.2017 yılları arasında en yüksek kurumsal yönetim derecesine (100 üzerinden 90-100) sahip 23 firmanın hisse senedi fiyat performansı ile bu şartı sağlamayan veya kurumsal yönetim notuna sahip olmayan 43 firmanın hisse senedi fiyat performansı karşılaştırılmıştır. Başka bir deyişle bu çalışma, 3 yıl boyunca kurumsal yönetim derecelendirmesi olarak 90-100 aralığında puan alan şirketlerin fiyat getirisinin BİST-100 endeksine dâhil diğer şirketlerin performansından daha iyi olup olmadığı incelenmiştir. Ayrıca temel hipoteze ek olarak, literatürde de yaygın olarak test edilen, KYDN'nin hisse senedi fiyat getirisine etkisi de

incelenmiştir. Literatürde yapılan çalışmaların genelinde KYDN'nin açıklanmasına bağlı olarak hisse senetlerinin günlük, haftalık ve/veya aylık fiyat değişimleri incelenirken (bknz. Yavuz vd, 2015; Kula ve Baykut, 2014; Ege vd, 2013) bu çalışma, derecelendirme notunun şirket hisseleri üzerindeki orta vadeli etkilerini inceleyen özgün bir çalışmadır. Kurumsal yönetim derecelendirmesi bir şirketin uzun dönem sürdürülebilirliğini ve yönetim standartlarını test eden bir kavram olduğu için Türkiye gibi gelişmekte olan ve kurumsal yönetim ilkeleriyle görece yakın zamanda tanışan bir ülkede, istikrarlı bir şekilde yüksek KYDN'ye sahip olmanın şirket hisse senedi fiyat performansına etkisinin incelenmesi bu çalışmanın mevcut literatüre en önemli katkısıdır. Yapılan analizlerde sürekli olarak 90 ve üzeri KYDN almış olmanın şirket hisse senedi fiyat getirisine istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığı ve KYDN'nin seviyesi ile hisse senedi fiyat seviyesi arasında anlamlı bir ilişkinin var olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Son olarak, sonuç ve öneriler kısmında analizlerde elde edilen bulgular Türkiye hisse senedi piyasası özelinde yorumlanarak kurumsal yönetim derecelendirme kavramının gelişmekte olan bir ülke için önemine ve sürdürülebilir kalkınmaya katkısına değinilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE GELİŞİMİ

“Gubernare” Latince bir kelime olup kurumsal yönetim veya kurumsal yönetim kavramlarının kökenini oluşturmaktadır. Gubernare, kelime anlamı olarak bir geminin yönetilmesi anlamına gelmektedir. Bu sebeple kurumsal yönetim, kontrol mekanizmasından ziyade idare etme, yöneltme işleviyle alakalı bir kavram olarak ortaya çıkmıştır (Solomon, 2003:1).

Kurumsal yönetim ilkeleri uluslararası bir kavram olarak ilk kez 1992 yılında İngiltere’de yayınlanan “Cadbury Raporu” sonrasında süratle diğer ülkelerde yayılmaya başlamıştır. Ancak kavram olarak ilk kez 1978 yılında Amerika’da yayınlanan kurumsal yönetim koduyla ortaya çıkmıştır. 2008 yılına geldiğimiz ise 64 ülkede 196 ayrı kurumsal yönetim ilkesi belirlenmiş olup bu ilkeler yalnızca hisse senedi piyasa düzenleyicileri tarafından değil, aynı zamanda işveren toplulukları, sivil toplum kuruluşları, yatırımcı birlikleri ve kamu kurumları tarafından düzenlenmiştir (Aguilera, 2009: 378).

Anlaşılacağı üzere Amerika’da ortaya çıkan ve İngiltere’de uluslararası bir boyut kazanan kurumsal yönetim kavramı, 21. yüzyıl başlarında, dünya finans piyasalarında önemini ve geçerliliğini arttırmaya devam etmektedir. Ayrıca uluslararası örgütlerin (Dünya Bankası, OECD, AB, IMF vb.) temel önceliklerinden olan ekonomik ve sürdürülebilir kalkınma eylemi, kurumsal yönetim kavramının zamanla evrensel bir standartta bürünmesine imkân sağlamaktadır.

Bu bölümde “Kurumsal Yönetim” kavramının ortaya çıkışı, tanımı, tarihi ve gelişimi açıklanmış ve müteakibinde kurumsal yönetim ilkeleri hakkında bilgiler verilmiştir.

1.1. KURUMSAL YÖNETİM TANIMI

Kurumsal yönetimin ilk tanımlarından birisi Millstein tarafından yapılmıştır. Millstein kurumsal yönetimi, “*Pay sahipleri, yönetim kurulu ve üst yöneticiler arasındaki ilişkiler düzeni*” demek suretiyle tanımlamıştır. Geniş tanımıyla da kurumsal yönetimin “*Kanunlar, düzenlemeler, borsaya kote olma kuralları ve özel sektörün belirlediği gönüllü kuralların bütünü*” olarak ifade etmiştir (Millstein,1998: 1).

Uluslararası alanda kurumsal yönetim anlayışına bir standart oluşturmaya yönelik yapılan en önemli çalışma, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve Dünya Bankası tarafından müşterek olarak icra edilmiş olup 1999 yılında ilk kurumsal yönetim prensipleri ortaya konulmuştur.2004 yılında ise bahse konu ilkeler güncellenmek suretiyle tekrar yayınlanmıştır. Müteakibinde dünyada kurumsal yönetim ile alaka tüm çalışmalar, bu prensipleri kaynak almak suretiyle hazırlanmıştır (Manisalı, 2006: 69).

Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaş grupları arasındaki ilişkiler bütünü konusunu almaktadır. Kurumsal yönetim; yönetim kurulu, üst düzey yöneticiler, pay sahipleri ve diğer paydaşlar gibi şirketlerdeki birçok katılımcı içerisindeki hak ve sorumluluk ayrımını tespit edip, bunların birbirleri ile olan ilişkileri incelemekte, bunun yanı sıra şirket içi karar alma esas ve mekanizmalarını düzenlemektedir. Ayrıca Kurumsal yönetim şirket hedeflerinin teşkil edildiği bir yapıyı ortaya koymakta, bu hedeflere ulaşma yöntemlerinin ve şirket performans göstergelerinin hangi denetim mekanizmaları tarafından izleneceğinin prensiplerini ifade etmektedir (OECD, 2004: 9).

Dünya Bankası kurumsal yönetim anlayışını, bir işletmenin finansal ve beşeri sermayeyi çekmesine, etkin ve verimli çalışmasına, bu yöntemle de ait olduğu ulusun değerlerine saygı gösterirken, uzun vadede paydaşlarına ekonomik katkı sağlamasına imkân yaratabilecek her türlü kanun, yönetmelik, ilke, kod ve uygulamalar olarak tanımlamaktadır (World Bank, 1999: 8).

Gompers, Ishii ve Metrick, kurumsal yönetimin tanımına farklı bir bakış açısıyla yaklaşarak şirketleri bir cumhuriyet gibi farz ederek kurumsal yönetimi şöyle tanımlamışlardır (Gompers vd.,2003: 4) : *“Şirketler cumhuriyetlerdir. Asıl otorite oy hakkına sahip olan pay sahiplerindedir. Oy sahipleri temsilcileri olan yönetim kurulu üyelerini seçerler ve yönetim kurulu üyeleri de birçok kararda yetki devrini bürokratları olan yöneticilere devrederler. Herhangi bir cumhuriyet rejiminde güç ilişkisi yönetimin sahip olduğu spesifik kurallara bağlıdır. Bir uç örneğe bakarsak, bazı demokrasilere göre yöneticilere çok az güç verilir ve pay sahiplerine yönetim kurulu üyelerini hızlı bir şekilde ve kolayca değiştirme imkânı tanır. Diğer bir uç örnekte ise yönetime çok fazla güç hakkı tanınır ve pay sahiplerinin yönetim kurulu üyelerini değiştirmeleri konusunda güçlü engeller oluşturulur.”*

Türkçe literatürde konuyla alakalı birçok tanımlama mevcut olup bunlardan başlıca ve ilk kabul edilebilecek tanımlama Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneğine aittir. TÜSİAD’ın 2002 yılında hazırladığı rapora göre kurumsal yönetim kavramı, basit manada bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, verimli çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer oluşturmasına olanak tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod vb. uygulamalar olarak tanımlanmaktadır. Geniş anlamıyla ise çağımızda insanların bir hedefe varmak adına teşkil ettiği herhangi bir yapının yönetiminin belli ilkeler dâhilinde düzenlenmesidir (TÜSİAD, 2002: 9).

Tüm bu tanımlamalara istinaden kurumsal yönetim kavramı dar anlamda şirket yönetim grupları ile hissedarlar arasındaki ilişkiler bütünü olarak ifade edilmektedir. Geniş anlamda ise şirket yönetimi ile paydaşlar olarak adlandırılan hissedarlar, yatırımcılar, çalışanlar, müşteriler, rakipler, tedarikçiler, sendikalar, toplum ve devlet arasındaki ilişkilerin azami menfaatleri gözetilecek şekilde yürürlükteki mevzuatlara ve ekonomideki uygulamalara göre düzenlenmesidir. Evrensel manada bir tanım yapmak gerekirse bir yönetim ve bu yönetimin paydaşları olarak ifade edilen tüm unsurların karşılıklı ilişkilerinin evrensel kabul görmüş kurallara göre düzenlenmesidir.

1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN TARİHSEL GELİŞİMİ

1.2.1. Dünyada Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Kurumsal yönetim kavramı özellikle 20. yüzyılın son çeyreğinde iktisadi süreçlerin gündemine oturmuş anlayışlardan biri haline gelmiştir. Ancak bu kavramın bu denli revaçta olmasından çok önce iktisadi süreçler boyunca dinamik bir tanım inşası olmuştur. İktisat biliminin duayenlerinden biri olarak kabul edilen Adam Smith 1776 yılında yayımlanmış olduğu “Ulusların Serveti” isimli eserinde yeni teşkil olan halka açık firmaların yönetim sürecinde vuku bulan bir husus olarak kurumsal yönetim kavramına atıfta bulunmuştur. Adam Smith, eserinde firma sahiplerinin ayrılması ve halka açık firmalarda yöneticilik konularına değinmiş ve çalışmada firma sahipleri ve yönetim arasında çıkan çıkar çatışmalarının çözümü için etkin mekanizmaların teşkil edilmesi gerekliliğini vurgulamıştır. Adam Smith’in eserindeki açıklamada da “*Yöneticilerin, başkalarının paralarını harcarlarken kendi paralarını harcarken gösterdikleri özeni göstermeleri beklenemez. Yöneticilerin ihmalkârlıkları ve israfları, firma yönetiminde kaçınılmazdır.*” şeklinde ifade edilmektedir (Smith, 1776: 261).

1980’li yıllardan sonra özellikle gelişmiş ülke piyasalarında kurumsal yatırımcılara verilen önemin giderek artması hasebiyle kurumsal yönetim kavramının doğması ve gelişmesi desteklemiştir. Çünkü firma yönetimlerinde suiistimallerin artması ve denetim

eksikliği kurumsal yatırımcıları harekete geçirmiş, firmalar ile daha yakın ilişkiler kurmak suretiyle firma yönetimindeki ağırlıklarını artırmaya başlamışlardır. Ayrıca Anglosakson yönetim anlayışındaki ülke piyasalarında kurumsal yatırımcıların fon toplanması dolayısıyla önem seviyelerine ve piyasalar üzerindeki etkinliklerinin daha fazla olmasına bağlı olarak kurumsal yönetim kavramının da ilk olarak bu ülke piyasalarında ortaya çıkması olması gereken bir durumdur.

Dünya’da firmaların yönetim şekillerini özetleyen çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Almanya’da ortak akıl ve birlikte karar vermeyi esas alan çalışanlara yönelik yönetim modeli, ABD’nin yönetici temelli modeli ve Fransa ile Asya ülkelerinde uygulanan devlet destekli modeller 20. yüzyılın sonlarında firma başarısızlığa uğramışlardır. Bu durum özellikle uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren firmalarda hissedar merkezli yönetim modellerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Nitekim Dünya Bankası tarafından hazırlanan “Kurumsal Yönetim Uygulama Çerçevesi” raporlarında kurumsal yönetim anlayışı standartlarının ulusal düzeyde belirlenmesi ve hissedarlara yönelik en uygun yönetim şekli olduğu birçok kez ifade edilmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 16).

Kurumsal yönetim ilkeleri 20. yüzyılın son çeyreğinden itibaren İngiltere, ABD ve Kanada’da şirketlerin finansal performansları ve idarelerinde görülen bir takım problemler sebebiyle, yönetim kurullarının yeterli etkinlikte çalışmaması ve kurumsal yatırımcılardan artarak gelen baskılara müteakip oluşturulmaya başlanmıştır. Literatür incelendiğinde ABD’de “General Motors Yönetim Kurulu İlkeleri”, İngiltere’de “Cadbury Raporu” ve Kanada’da “Dey Raporu” kurumsal yönetim ilkelerinin geliştirilmesinde öncü belgeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Sonrasında ise başka ülkelerde de borsalar, şirketler, kurumsal yatırımcılar ve yönetici birlikleri tarafından yönetim ilkeleri oluşturulmuştur.

ABD ve İngiltere haricinde Almanya ve Japonya gibi başka ülkelerde de kurumsal yönetimle ilgili çalışmalar yürütülmüştür. Farklılıklar olmakla birlikte dünya genelinde,

kurumsal yönetim konusunda yürütülen çalışmalarda İngiltere ve ABD’de yapılmış düzenlemelerin ağırlığı hissedilmektedir. 1999 yılında uluslararası referans kaynağı olarak kabul gören OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin tespit edilmesi sürecinde İngiltere’de hazırlanan ve kurumsal yönetim konusunda bir başlangıç olarak kabul gören Cadbury Raporu kaynak alınmıştır (Pulaşlı, 2003: 124). Nitekim Mayıs 1999’ da bakanlar düzeyinde gerçekleşen OECD Konseyi Toplantısı’nda kurumsal yönetim ilkeleri, Cadbury raporuna paralel olarak; hissedarların adil muamele görmesi, hissedarların hakları, şirket yönetiminde doğrudan çıkar gruplarının rolü, kamuoyuna beyan usülleri ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumlulukları deklare edilmiştir.

Kurumsal Yönetimin tarihsel gelişimiyle alakalı Asya kıtasında da birtakım gelişmeler olmuştur. Özellikle Kore ve Malezya’da yapılan düzenlemeler diğer Asya ülkelerine de tetikleyici bir etki yaratmıştır. Asya ülkeleri, Asya krizinden sonra çok büyük ilerleme kaydetmiş ve Asya ekonomilerinin düzelmesinde kurumsal yönetimin etkisi oldukça önemli olmuştur (Işık, 2003: 14).

Tablo 1.1: Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

1600’ler	Doğu Hindistan şirketi, mülkiyet ve kontrolü birbirinden ayıran bir Direktörler Kurulunun oluşturulması. (Birleşik Krallık, Hollanda)
1776	Adam Smith’in “Ulusların Zenginliği” isimli kitabında, yönetim üzerindeki zayıf kontrolü ve ayrıcalıkları vurgulaması. (Birleşik Krallık)
1844	İlk Anonim Şirket Paktı kuruluşu. (Birleşik Krallık)
1931	Berle ve Means’in “Modern yönetim ve Özel Mülkiyet” isimli çalışmalarının yayınlanması
1933/34	1933’teki Menkul Kıymetler Antlaşmasının imzalanması. Menkul kıymetleri düzenleyen ilk anlaşma ve de özellikle kayıt beyanı özelliği taşımaktadır. 1934 yılında antlaşmanın icrası için olan sorumluluğu Hisse Senetler ve Borsalar Kurulu’na (SEC) verilmesi.
1968	Avrupa Birliği (AB) ilk kurum hukuk direktifini benimsemesi
1987	Treadway Komisyonu hileli finansal raporlamayı tespiti, denetim komitelerinin statü ve rolünü onaylaması ve 1992’de ABD’de de yayınlanan iç kontrol için bir çerçevenin oluşturulması.

1990	Polly Peck (1,3 milyar kayıp), BCCI ve Maxwell (480 milyon) işletme imparatorluklarının iflası, yatırımcıları korumak için geliştirilmiş kurumsal yönetim uygulamalarının getirilmesi. (Birleşik Krallık)
1992	Cadbury Komitesi kurumsal yönetim ile ilgili ilk kanunu yayınlaması ve 1993'te İngiltere Borsasına kotalı şirketlerin "kanun ya da açıklama" temelinde yönetimlerini beyan etmeleri gerekliliğinin getirilmesi. (Birleşik Krallık)
1994	Kral raporunun yayınlanması. (Güney Afrika)
1994,95	Rutteman (İç Kontrol ve Finansal raporlama üzerine), Greenbury (Yönetimsel mükafat üzerine) ve Hampel (Kurumsal Yönetim üzerine) raporlarının yayınlanması. (Birleşik Krallık)
1995	Rusya borsasında işlem gören firmaların, Şirketler Kanununu benimsemesi (Rusya)
1995	Vienot raporunun yayınlanması. (Fransa)
1996	Peters raporunun yayınlanması. (Hollanda)
1996	Rus Menkul Kıymetler Piyasası Kanununun benimsenmesi. (Rusya)
1998	Birleşik yasanın yayınlanması. (Birleşik Krallık)
1999	Kurumsal yönetim ile alakalı Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'nün (OECD) ilk uluslararası karşılaştırmayı yayınlaması.
1999	İç kontroldeki Turnbull korumasının yayınlanması. (Birleşik Krallık)
2001	Rus borsasında işlem gören firmalar için Şirketler Kanunu'nun değiştirilmesi. (Rusya)
2001	Enron firmasının (Amerikan borsasında işlem gören 7. en büyük şirket) iflası. (Amerika)
2002	Avrupa menkul kıymetler borsasının düzenlenmesine yönelik Lamfalussy raporunun yayınlanması.
2002	Alman kurumsal yönetim yasasının yürürlüğe girmesi. (Almanya)
2002	ABD' deki Enron iflası ve diğer kurumsal skandallar Sarbanes Oxley Antlaşmasını beraberinde getirmesi ve Avrupa'da şirket hukuk reformu üzerine Winter Raporu'nun yayınlanması. (AB)
2003	Kurumsal olmayan direktörler üzerine Higgs Raporu'nun yayınlanması. (Birleşik Krallık)
2004	Parmalat skandalının İtalya'yı sarsarak, AB genelindeki muhtemel yansımaları. (AB)

Kaynak: International Finance Corporation, United States of Amerika A Member of the World Bank Group, 2121 Pennsylvania Ave. NW, Washington, DC 20433, 2007, s.10.

1.2.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Türkiye’de kurumsal yönetim çalışmaları diğer ülkelerde olduğu gibi finansal krizler ve kötü şirket yönetimleri sebebiyle ortaya çıkmıştır. Her ne kadar diğer ülkelere nazaran kurumsal yönetim anlayışında geç kalındıysa da özellikle 2001 ekonomik krizi ve sonrasında meydana gelen bankalardaki usulsüz kredi işlemleri kurumsal yönetim kavramının ve müteakibinde düzenlemelerin hızlı bir şekilde gelişmesine etken olmuştur.

Türkiye’de bu alanda yapılan çalışmaların öncülüğünü TÜSİAD yapmaktadır. TÜSİAD Şirket İşleri Komisyonu bünyesinde Kurumsal Yönetim Çalışma Grubunu kurmuş ve bu komisyon yaklaşık bir yıllık bir çalışmanın sonucunda Aralık 2002’de Kurumsal Yönetimin Uygulama Kodunu (Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi) hazırlayarak yayınlamıştır. Ayrıca yine TÜSİAD’ın önderliğinde Türkiye’de kurumsal yönetimin özel ve kamu kurumlarında ana ilkeleri ve uygulamaları ile benimsenip uygulamaya geçirilmesi amacı ile kurumsal yönetim bilgisinin geliştirilmesi, tartışılması, duyurulması ve en iyi uygulamaların yerleşmesi için önderlik yapmak amacıyla Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) 1 Ocak 2003’de kurulmuştur.

Türkiye’de kurumsal yönetimin anlayışı ve mevzuatı; Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, borsa düzenlemeleri ve derneklerin çalışmaları ile inşa edilmektedir. Bu durum, Türkiye’de de birçok ülkedeki kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamasına benzer bir yapıda olduğu gibi öncelik olarak halka açık firmalar için “açıkla ya da uygula” prensibi ile pratiğe dökülmüştür.

SPK 2003 yılının Temmuz ayında halka açık şirketlere tavsiye niteliğinde olan “Kurumsal Yönetim İlkeleri” isimli bir rapor yayınlamıştır. 2004 yılında ise SPK tarafından hazırlanan uyum beyanı ile halka açık şirketlere bu ilkelere uyup uymadıklarını faaliyet raporlarında beyan etme yükümlülüğü getirilmiştir. Şubat 2005’te

ise “Kurumsal Yönetim İlkeleri” güncellenerek yeniden sunulmuştur. Bu süreç Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarını için milat niteliği taşımaktadır.

Her ülkede farklı pratiği ve örnekleri ile değişik uygulamalar ortaya çıkaran kurumsal yönetim kavramı, ülkemizde de kendine özgü bir yapıya doğru yol almaktadır. Çoğunlukla aile şirketi anlayışının ağırlıklı olduğu Türkiye’de; ilkeler öncelikli olarak halka açık şirketler suretiyle uygulanmaya alınarak kendi yönetim tarzımız ve hissedar talepleri paralellerinde ilerlemektedir (Deloitte-TKYD, 2006: 12).

Tablo 1.2: Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

2002	TÜSİAD tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri temel alınmak suretiyle hazırlanan ve bir milat kabul edilen “Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu” rehberi yayınlaması.
2003	SPK tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin yayınlaması. (2005 yılında güncellendi.) SPK tarafından “Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri: VIII, No: 40) yayınlaması. (2006 yılında Seri: VIII, No: 47 tebliğ ile değişikliğe uğradı.)
2004	SPK, İMKB’de işlem gören işletmelere, kurumsal uyum raporlarının, faaliyet raporları içerisinde yer almasını ve internet adreslerinde uyum raporlarını içeren bir yatırımcı ilişkileri bölümü açılmasını zorunlu kılması.
2005	SPK, OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinde bulunan değişikliklere müteakip bir takım düzenlemeler yapmak suretiyle Kurumsal Yönetim İlkelerini revize etmesi. BCG (Boston Consulting Group) ve TKYD tarafından “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırma raporunun tamamlanmak suretiyle kamuoyuna sunulması.
2006	BDDK tarafından bankalara yönelik olarak hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri Yönetmeliği’nin yayınlaması. OECD tarafından yapılan “Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study” araştırmasının sonuçlarının açıklanması.
2007	SPK tarafından Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin güncellenerek yayınlaması. (2010 yılında Seri: VIII, No: 68 tebliğ ile değişikliğe uğradı.) BİST tarafından Kurumsal Yönetim Endeksi’nin (XKURY) hesaplanmaya başlandı.
2008	GFK (Gesellschaft für Konsumforschung - Tüketici Araştırmaları Topluluğu) Türkiye ve TKYD işbirliğinde Kurumsal Yönetim Algı Araştırması Raporu’nun hazırlanması.

2009	SPK tarafından Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nin yayınlanması.
2011	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun TBMM'de kabul edilmesi ve Resmi Gazete'de yayınlanması. (1 İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ" (Seri IV, No:54, 56, 57) ve "SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Eki" yayınlanması.
2012	SPK tarafından "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" (Seri IV, No:60) yayınlanması ve BİST'te işlem gören bankalar için yılsonu itibariyle yürürlüğe konulması.

Kaynak: Fatih AKTAŞ, Finansal Performans Analizi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmalarda Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, 2017, ss.45-46.

Ülkemizde kurumsal yönetimin teşvik edilmesi amacıyla yapılan en önemli uygulama, BİST Kurumsal Yönetim Endeksinin oluşturulmasıdır. 23 Şubat 2005 tarihli toplantısında Borsa Yönetim Kurulu, Kurumsal Yönetim Endeksi'nin (XKURY) kurulmasına karar vermiştir. Bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından belirlenecek KYDN 10 üzerinden en az 6 olan 5 şirketin Borsa'ya bildirilmesi durumunda hesaplama başlanmasına karar verilmiştir (Deloitte-TKYD, 2006: 12). Bununla birlikte BİST yönetimi, endekse dâhil olacak şirketler için "Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları" isimli bir rehber metinde yayınlamıştır.

1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ

Yüzyıllar boyunca kurumsal başarısızlık ve sistemik krizlere tepki olarak kurumsal yönetim sistemleri geliştirilmiştir. İyi belgelenmiş ilk yönetim başarısızlığı 1700'lü yıllarda İngiltere'de meydana gelen South Sea Bubble olayıdır. Bu olaydan sonra İngiltere'de iş hukuku ve uygulamalarda değişime gidilmiştir. Benzer şekilde, 1929 yılında Amerikan Borsası'nda, hisse senetleri fiyatlarda başlayan ani düşüşle birlikte yaşanan borsa krizinin hemen ardından Amerikan iş hukuku değiştirilmiştir. 1970'li yıllarda İngiltere'de yaşanan bankacılık krizi ve 1980'lerde ABD'de yaşanan kredi ve mevduat piyasalarındaki çöküşle birlikte bu süreç devam etmiştir (Cadbury, 1999: 1-30). Bu bölümde kurumsal yönetimin ortaya çıkış nedenleri başlıklar halinde sıralanmıştır.

1.3.1. Finansal Krizler

Uluslararası piyasalarda patlak veren finansal krizlerin en önemli nedenlerinden biri olarak, ülkelerin ve şirketlerin uygulamış oldukları kurumsal yönetim politikalarında yetersiz kalması durumu yatmaktadır. Bu hususun doğal bir sonucu olarak kurumsal yönetimin önemi finansal krizlerin sıklaşması hasebiyle son çeyrek yüzyılda giderek artmıştır. Dolayısıyla ülkelerin, şirketlerin ve piyasaların rekabet gücünü artırabilmeleri açısından kurumsal yönetim kavramının gerekliliği son derece önem arz etmiştir. Sonuç olarak yatırımcılar yatırımlarını yönlendirecekleri şirkette veya ülkede ilk başta şirketlerin ve ülkelerin finans piyasalarında göstermiş oldukları performanslarının yanı sıra kurumsal yönetim düzeylerini de dikkate almaya başlamışlardır (Kula, 2006: 12).

20. yüzyılın son çeyreğinde Güney Asya ülkelerinde yaşanan ekonomik gelişme Asya Kaplanları olarak da adlandırılan ülkelerin dünya ekonomisindeki önemini artırmıştır ve büyük miktarda yabancı sermayenin bu ülkelere girmesini sağlamıştır. Küreselleşme olgusu ile birlikte bu ülkelerin ekonomileri dünya ekonomisine entegre olmaya başlamıştır. 1997 yılında bu bölgede kriz ortamının oluşması sermaye girişini azaltmış ve önceden giren sermayenin hızlı çıkmasına da neden olmuştur. Bu olgu neticesinde birçok Güneydoğu Asya ülkesi ciddi zararlar kaydederek Güneydoğu Asya krizinin çıkmasına neden olmuştur (Özel, 2005: 25). Asya finansal krizi nedenleri ağırlıklı ölçüde firma kaynaklı olduğundan bu olaydan sonra kurumsal yönetim anlayışı büyük ivme kazanmıştır. Firmaların ellerindeki kaynakları etkin bir şekilde kullanamamaları ve bunun kurumsal olarak dışarıdan tespit edilememesi bu ülkelerdeki krizin etkilerini arttırmıştır. Asya finansal krizi sonrasında şirketlerde; yatırımcı güveni, şeffaflık ve hesap verebilirliğin genel ekonomik performansa olan etkisi tüm dünyaca kabul edilen bir dinamik olarak kabul edilmeye başlamıştır (Özilhan, 2002: 6).

1.3.2. Küreselleşme

Dünya finans piyasalarında yaşanan gelişmelerin imkân tanıdığı likidite ile uluslararası fon hareketleri ivme kazanmış, piyasalara fon sağlayan kuruluşlar alternatif ve yüksek getirili yatırım araçları bulma gayretlerini arttırmışlardır. Bu durum neticesinde yatırım yapılan piyasalardaki yönetim anlayışlarında görülen farklılıklar, uluslararası fonların zarar görmesine temel oluşturmuştur (Demirbaş & Uyar, 2006: 36). Bu nedenle gerek yatırım fonlarında gerekse de uluslararası finans kuruluşlarınca ülkeler arasında uygulama farklılıkları gidermek veyahut azaltmak için birtakım standartlar ve ilkelerin tespit edilmesi anlayışına gidilmiştir.

Küreselleşmenin kurumsal yönetime en büyük katkısı farklı kurumsal yönetim sistemleri arasındaki yakınlaşmaya destek olmasıdır. OECD'nin yayınladığı "Kurumsal Yönetim İlkeleri" temel referans kaynağı olmak üzere birçok küresel kamusal kuruluş kurumsal yönetim alanında çalışmalar yapmaktadır. Bu örgütlerin başında Avrupa Birliği (EU), OECD, IMF, Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (IOSCO) gelmektedir.

Küreselleşme sürecinde bütün ülkeleri etkileyen finansal gelişmeler ve bu gelişmelerin kurumsal yönetime etkileri genel olarak dört başlık altında toplanabilir (Özgen, 2016: 1).

- Dünya çapında bütün finansal piyasalar hızla gelişmekte ve her geçen gün birbirlerine entegre olmaktadır. Bu durumun gereği her ülke, finansal yapılarını ve finansal sistemlerini güçlendirmek için çağa uygun güncellemeler yapmak zorundadır. Bu doğrultuda firmalar ve bağlı oldukları ülkelerde ki kamu kuruluşlarının kurumsal yönetim ilkelerini uygulaması yaygınlaşmaktadır.

- Dünya genelinde, özellikle ekonomik ve ticari anlamda olmak üzere birçok alanda rekabet giderek artmaktadır. Bu nedenle şirketler, rekabette başarılı olmak için etkin kurumsal yönetim uygulamalarına yönelmektedir.

- 1980'li yıllardan sonra ve özellikle 21. yüzyılın başından itibaren bütün gelişmekte olan ülkelerde uluslararası finansal piyasalara daha fazla entegre olmaya yönelik genel bir akım başlamıştır. Ülkeler ve şirketler ekonomik problemlerini çözebilmek amacıyla çareler aramakta ve uluslararası finansal piyasalardan doğrudan veya dolaylı fonlar talep etmektedir. Bu durumda kurumsal yönetim ilkelerini etkin uygulayan ülkeler ve şirketler uygulamayanlara oranla daha kolay fon temin edebilmektedir.

- Dünya nüfusunun %78'ini oluşturan Latin Amerika, Güney Doğu Asya ve Avrupa'nın güneyinde konumlanmış ülkelerde (Türkiye dâhil) finansal piyasaların geliştirilmesine ayrıca bir önem verilmektedir. Bu ülkeler dünya gayri safi milli hâsılasının %12'sine sahiptir ve dünya sermaye piyasası hareketlerinin %5'ini ve dünya yatırım fonlarının da sadece binde 1'ini ülkelerine çekebilmektedirler. Doğrudan veya portföy yatırımlarıyla daha fazla yabancı kaynak çekmek isteyen ülkeler kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik düzenlemeler yapmaktadır.

1.3.3. Özelleştirme Dalgası

Özelleştirmenin devlet yönetimi ve ekonomisindeki yeri hakkında tartışmalar halen devam etse de net olan şudur ki; özelleştirmeler dünyadaki politik ve ekonomik dengelerin değişmesine neden olmuş ve küresel finans piyasalarında köklü değişiklikler yaşanmıştır. Dünyada 1979 yılından bu yana birçok ülke özelleştirme sürecine yönelmiş ve birçok endüstri dalı özelleştirme dalgasına kapılmıştır; hatta önceden özel sektör bulunmadığı sektörler bile özelleştirmeye başlanmıştır (Gurieva ve Megginson, 2005: 5).

Özelleştirmenin ekonomik büyümeye katkı sağlayabilmesi için özelleştirilen şirketlere yatırım yapan yatırımcıların, yatırdıkları paraların şirket yönetimi tarafından güvenilir ve amacına uygun bir şekilde kullanılacağına inandırmaları büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle, özel yatırımlar ağırlıklı olarak iyi kurumsal yönetimin özendirilmesine ihtiyaç duymaktadır.

1.3.4. Şirket Skandalları

21. yüzyılda şirket iflaslarının nedenleri açıklanırken kurumsal yönetim kavramının merkez sebep olarak tanımlanması ABD’ de faaliyet gösteren enerji üretim ve dağıtım şirketi Enron ve telekomünikasyon şirketi Worldcom gibi şirketlerin yönetsel ve finansal sıkıntılar sonucu iflas etmeleridir. Bahse konu şirketlerin iflas etmelerindeki etkenler; finansal sıkıntılar kadar yönetsel anlamda denetimsizlik ve finansal raporlamalarda yapılan hilelerden kaynaklanmaktadır. ABD başta olmak üzere Dünya finans piyasalarında olumsuz etkiler yaratan bu iflaslar, firmaların finansal performansları ile yönetim performansları arasındaki ilişkiyi ve kurumsal yönetim kavramının mevcut finansal sistemde artık göz ardı edilecek bir kavram olamayacağını gözler önüne sermiştir. Bu süreci takip eden yıllarda yatırımcılar için firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamaları, finansal raporlar kadar önem verilmesi gereken bir unsur olarak önem kazanmıştır.

02 Aralık 2011 günü döneminde dünyanın en büyük yedinci şirketi olan ABD’li enerji üretin ve dağıtım firması ENRON’un iflasını açıklaması ulusal ve uluslararası finans piyasalarında büyük şoklara neden olmuştur. 63 Milyar dolarlık varlık toplamı bulunan ENRON’un iflasına ilan etmesine müteakip birkaç gün içinde borsadaki piyasa değeri 60 milyar dolar azalmıştır. Elbette bu olaydan önce dünya piyasalarında pek çok iflaslar yaşanmıştır lakin kurumsal yönetim ve uygulama alanında hiçbiri büyük değişiklik meydana getirecek etki yaratmamıştır. İflas sonrası yapılan incelemelerde son yıllarda yayınlanan yıllık faaliyet raporlarında ciddi muhasebe hileleri yapıldığı ve kamuoyunun manipüle edildiği ortaya çıkmış; 2000 yılı faaliyet raporunda beyan edilen

net karın %96'sının gerçekleşmediği ortaya çıkmıştır. Ayrıca aynı raporda kamuoyuna açıklanmış nakit girişleri de %105 oranında fazla gösterilmiş ve 10 milyar dolar olarak açıklanan borcun 22 milyar dolar olduğu tespit edilmiştir. Enron olayı temel olarak bir finansal enformasyon skandalıdır ve en büyük zararlı etkileri de muhasebe mesleği üzerine olmuştur. Bu skandal üzerine başta ABD ve diğer gelişmiş ülkelerde radikal değişikliklere gidilmiş olup kurumsal yönetim uygulamaları yönelik kanunlar ve düzenleyici kurumlar teşkil edilmiştir (Aysan, 2007: 36-37).

2008 finansal krizinde bu tür şirket skandallarının artarak devam etmesi 2002 yılındaki şirket skandallarından ders çıkartılmadığı görüşünü ortaya koymuştur. 21. yüzyılın başında dünya çapında gerçekleşen ve önemli sayılabilecek 23 şirket skandalının maliyeti 751 milyar dolar olmuştur. Bu kurumsal skandalların en önemli nedenleri olarak da yetki yapıda yoğunlaşması, yönetim kurullarının etkisizliği, yatırımcıların pasifliği, zayıf denetleme sistemi, yöneticilerin etik algı noksanlığı olarak gösterilmektedir.

Kurumsal yönetim skandallarının temel nedeni; bugüne kadar şirketler, yatırımcılar ve akademisyenler tarafından benimsenen kurumsal yönetim kavramının kendisinde yatmaktadır. Bugüne kadar kurumsal yönetim vekâlet teorisi çerçevesinde şekillenmiş durumdadır, yani bir tarafın (agent) ikinci tarafın (principal) lehinde çalıştığı varsayımına dayanmaktadır. Oysaki bu dinamik bir kavramdır ve sadece iki tarafın teşvik edici ve kontrol mekanizmalarına dayanmaması gerekmektedir.

1.4. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

Kurumsal yönetim ile amaçlanan işletme ile hissedar ve paydaş gruplarının karşılıklı hak ve yükümlülüklerinin tespiti ile yatırımcı güveninin tahsis edilmesidir. Ayrıca kurumsal yönetim şirketlerin şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adillik ilkeleri etrafında yeniden yapılanmalarını gerektiren ve kurumları yönlendirerek yönetim

kurullarınca alınan kararların performansa etkisini test etme biçimi olarak tanımlanabilecek bir yapıdır.

Dünya üzerinde genel kabul görmüş kurumsal yönetim yaklaşımlarında, şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve sorumluluk kavramları ana ilkeler olarak kabul edilmektedir. Bütün bu kavramların temelinde yatırımların akıllıca ve verimli şekilde yönetilmesi, hissedarların ve diğer paydaş grupların çıkarlarının gözetilmesi hususları ana hedefler olarak öne çıkmaktadır. Etkili kurumsal yönetim uygulamalarının teşkili için bu ilkelerin tam anlamıyla bilinmesi ve yönetim süreçlerinde uygulanması gerekmektedir. Bu alt bölümde kurumsal yönetim ilkelerinin temeli oluşturan bahse konu 4 ilke (Şeffaflık, Hesap Verilebilirlik, Sorumluluk, Adillik) özetlenerek açıklanmaya çalışılmıştır.

1.4.1. Şeffaflık

Kurumsal yönetimin ana ilkelerinden biri olan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi şirketlerin hissedarları, yönetim yapısı ve mali verileri hakkında tam zamanlı, ulaşılabilir, doğru ve karşılaştırma yapılmasına imkân sağlayacak verilerin paylaşılması olarak ifade edilmektedir (TÜSİAD, 2003: 35).

Sermaye piyasalarının gelişmesi ve etkinliğinin azami seviyeye ulaşabilmesi, kamuoyunun bu konuda yeterli bilgiye erişebilmesiyle mümkün olabilmektedir. Finansal açıdan doğru bir şekilde aydınlatılmayan bir toplumun tasarruflarını sermaye piyasası dışındaki alanlara yönelteceği su götürmez bir yaklaşımdır. Sermaye piyasasının gelişmişliği ile ülke kalkınma süreci arasında yakın bir ilişki olduğu değerlendirildiğinden kamuoyunun, özellikle bireysel yatırımcıların aydınlatılması önemli arz etmektedir (Taner & Akkaya, 2004: 34).

Kamuoyunun duyurulan tarihlerde aydınlatılması, sunulan bilgilerin eksiksiz, güvenilir, anlaşılabilir ve kontrol edilebilir olması, açıklanan bilgilere kolay ve

minimum maliyetle ulaşılabilmesi büyük önem arz etmektedir. Kamuoyuna açıklanacak bilgilerin aşağıda yazılı özellikleri taşıması gerekmektedir (Aktan, 2006: 15):

- Bilgi nesnel, net ve açık olmalıdır.
- Bilgiler doğru bir şekilde açıklanmalıdır.
- Bilginin tarafsız olarak ve bu bilgilerden yararlanacak olanları yanıltmayacak şekilde sunulması gerekmektedir.
- Bilgi tam olarak sunulmalıdır.
- Bilgiler, kullanıcıların karşılaştırma ve analiz yapmasına olanak sağlamalıdır.
- Bilginin sunulması minimum maliyetle olmalıdır.
- Bilgi ulaşılabilir olmalıdır.

1.4.2. Hesap Verilebilirlik

Hesap verilebilirlik ilkesi, şirket yönetim mekanizması ve karar alma süreçlerinin belli kurallara göre işlemesi, yöneticilerin sorumluluk alanlarının tespiti, yöneticiler ile menfaat sahiplerinin müşterek beklentilerinin şirket yönetim kurulları tarafından dikkate alınmak suretiyle göz önünde tutulması olarak ifade edilmektedir (TÜSİAD, 2003: 35). Şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkesi karşılıklı etkileşimi olan kavramlardır. Hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkesi birbirleriyle karşılıklı olarak etkileşimde olan ilkelere dir. Şeffaf bir yönetim organizasyonu sağlayabilmek adına etkili ve muntazam işleyen hesap verme süreçlerine; hesap verme mekanizmalarının etkili ve iyi işlemesi için de açık, net ve şeffaf politikalara ihtiyaç duyulmaktadır (Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etüdler Vakfı, 2000: 122).

Müspet düzeyde bir hesap verilebilirlik, kurumsal yönetim ilkelerinin ilgili tüm paydaşların menfaatlerini koruyacak bir şekilde uygulanmasına imkân tanır. Kurumsal yönetimde hesap verilebilirliğı imkân tanıyan araçlar şu şekilde sıralanmıştır (Samsun, 2003: 18):

- İç kontrol sisteminin devamlılık arz etmesi ve belli periyotlarla güncel gelişmeler dikkate alınarak güncellenmesi,
- İç denetim yöntemi vasıtasıyla düzenli izlemenin sağlanması,
- Rutin dönemler halinde, şeffaf ve açık bir mali raporlama ve gözden geçirme sürecinin oluşturulması,
- Denetimlerin bağımsız bir denetim kuruluşu tarafından icra edilmesi.

1.4.3. Sorumluluk

Sorumluluk ilkesi; şirket yönetiminin anonim şirket adına gerçekleştirdiği bütün faaliyetlerde mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenebilir olması olarak ifade edilmektedir. Ayrıca sorumluluk ilkesi, şirket faaliyetlerini icra ederken uygulanan bir kısım kararların şirket ana sözleşmesine, yasal mevzuatlara aykırı olmamasını ve bu kararların uygunluğunun bağımsız bir mekanizma aracılığıyla denetlenmesine imkân sağlayacak bir yapıda olması durumu olarak açıklanabilmektedir (TKYD, 2011: 16).

En geniş manada sorumluluk ilkesi, şirket faaliyetlerinin güncel yasal mevzuata, toplumsal ve etik değerlere uygun olarak icra edilmesidir. Bu ilkeye göre yönetim kurulu üyeleri, görevlerini icra ederken iyi niyetli davranıp, bir yandan da ortakların menfaatlerini gözetten bütüncül bir anlayışa sahip olmalıdırlar (Şehirli, 2004: 44).

1.4.4. Adillik

Adillik, azınlık ve yabancı hissedarlar dâhil olmak üzere bütün hissedar haklarının gözetilmesi ile tedarikçilerle yapılan sözleşmelerin uygulanabilirliğinin yerine getirilmesidir. Şirket hakkında yeterli, doğru, açık, net ve kıyaslanabilir bilgilerin önceden belirlenmiş zamanlarda, hissedarlar arasında hiç bir ayırım gözetmeksizin paylaşılması ve aynı zaman diliminde açıklanması kurumsal yönetimin temel prensiplerindedir.

Şirketler, birer “Yatırımcı ilişkileri” ve “Basın ilişkileri” birimi teşkil etmeli, bu birimlerin teşkiline imkân bulunmayan durumlarda ise uygun departmanı tespit etmek suretiyle bu konularda yetkilendirmelidirler. Yatırımcılar ve basın üyeleri, bu birimlere veya ilgili konudan sorumlu kişilere yönlendirilmesi sağlanmalıdır. Basın mensupları ile iletişime geçecek bir yönetim kurulu üyesi seçilmeli ve ana hissedarların yönetim kurulu ile doğrudan ulaşabilmesine imkân tanıyacak şeffaf bir yapı oluşturmalıdır.

Yabancı pay sahipleri ve azınlık pay sahipleri de dâhil olmak üzere tüm şirket paydaşlarına eşit davranılması adillik ilkesinin bir gereğidir. OECD’nin yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkelerinde, adillik ilkesi “Hissedarların Adil Muamele Görmesi” başlığı altında izah edilmiştir (Deloitte, 2013: 154). Buna göre;

- Aynı türden paydaşlara eşit davranılmalıdır.
- Herhangi bir gruptaki tüm hisseler aynı haklara sahip olmalıdır.
- Oy haklarında yapılan her türlü değişiklik bu değişiklikten olumsuz etkilenebilecek hissedarların onayına sunulmalıdır.
- Azınlık hissedarları, hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran kişi veya kurumların kötü niyetli işlemlerine karşı korunmalı ve azınlık hissedarlarının bu eylemler neticesinde uğrayacakları zararlar telafi edilmelidir.
- Oylar, hisseler üzerinde tasarruf hakkına sahip kişiler ile ya da onların vekil tayin ettiği kişiler tarafından kullanılmalıdır.
- Uzaktan oylama ve katılıma imkân verilmelidir.
- Genel kurul toplantılarının işlem ve usulleri, tüm hissedarların eşit muamele göreceği şekilde düzenlenmelidir.

1.5. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM İLE İLGİLİ BAŞLICA DÜZENLEMELER

Dünya’da kurumsal yönetim ile ilgili başlıca düzenlemeler; Cadbury Raporu, Hampel Raporu, Greenbury Raporu, Sarbanes Oxley Kanunu, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri şeklinde ele alınabilir.

1.5.1. Cadbury Raporu

İngiltere’de 1991’de giyim firması Polly Peck, 1992 yılında da Bank of Credit and Commerce International (BCCI) ve Maxwell’in de iflası, yatırımcıların borsaya olan güvenini ciddi bir seviyede azaltmış, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin uygulanması yönünde ciddi sıkıntılar varlığını ortaya koymuştur. Bunun üzerine Sir Adrian Cadbury’nin başkanlığında Cadbury Komitesi kurulmuş ve 1992 yılında “Kurumsal Yönetimin Finansal Görünüşü üzerine Komite Raporu” isimli bir çalışma yayınlanmıştır. Finansal raporlama uygulamalarının yetersiz kalması, yöneticilerin üstlendikleri yükümlülükler, karar alma süreçleri ve çalışma düzenlerine ilişkin net bir uygulama yapısının bulunmaması, denetim firmalarının birbirleriyle rekabet içerisinde olmaları dolayısıyla beklenen standart da hizmeti üretememeleri ve büyük şirketlerde olağan dışı başarısızlıkların ortaya çıkması bahse konu komitenin kurulmasında etkili olan gerekçeler olarak sıralanmıştır (OECD, 2004: 19).

Kurumsal yönetim kapsamında milat olarak kabul edilen Cadbury Raporu, icra kurulu başkanı ile yönetim kurulu başkanının görevlerinin ayrı değerlendirilmesi, yönetim kurulunun dengeli teşkili, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin seçim sistemleri, finansal raporlamada şeffaflık ve etkin iç kontrol mekanizmaları için gerekli uygulamalar üzerinde birçok öneri içermektedir. En iyi uygulama kodlarını ve onlara ait tavsiyeleri içeren Cadbury Raporu Londra Hisse Senetler Borsası listeleme kurallarına dâhil edilmiştir. Cadbury Komitesi tarafından ortaya konan öneriler dünya çapında kabul

edilen bir model haline gelmiş olup OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni tespit ederken bu tavsiyeleri dikkate almıştır.

Rapor, kurumsal yönetim standartlarını yükseltmek ve finansal raporlama ve denetime olan güveni arttırmak maksadıyla halka arz olan tüm şirketlerin ‘uygula veya uygulamıyorsan açıkla’ anlayışı bağlamında bir yönetim anlayışına geçmeleri gerektiğini vurgulamıştır. Kısacası güvenilmesi gereken tek unsur finansal raporlama değil aynı zamanda denetiminde olması gerektiği anlayıştır (Cadbury Komitesi, 1992: 14). Bununla birlikte komite firmaların yıllık raporlarını yayınlamadan önce denetçi firmalar tarafından incelenmesi gerektiğini beyan etmektedir. Ayrıca raporda üzerinde durulan bazı tavsiyeler şunlardır:

- Yönetim Kurulu'ndaki bağımsız idarecilerin şirketle iş ilişkisi veyahut başka bir bağı bulunmamalı ve çoğunluğu işletmeden bağımsız olmalıdır.

- Bağımsız yöneticiler belirli dönemler için görev almalıdırlar. Üst yöneticilerin görev sözleşmeleri üç seneyi aşmamalıdır.

- Yöneticilerin ödüllendirilmeleri tamamen veyahut genellikle bağımsız yöneticilerden teşkil edilecek “Ödüllendirme Kurulu'nun tavsiyeleri gözetilerek tespit edilmelidir.

- En az üç bağımsız yöneticiden meydana gelen bir denetleme kurulu teşkil edilmelidir. Raporun yayınlanmasına müteakip Londra Borsası, şirketlerden bu esaslara uyup uymadıklarını yıllık rapor ve hesaplarında açıklamaları istemiştir. Bununla birlikte kurumsal yatırımcılar ve yatırım bankaları yatırımları bulunan şirketlerden de bu kurallara uyulmaları istemişlerdir. Böylece birçok şirket yönetimi yayınlanan bu kurumsal yönetim kodlarına göre prosedür ve yönetimlerinde değişikliklere gitmişlerdir.

1.5.2. Greenbury Raporu

İngiltere'de firmaların yöneticilerine verdikleri ücretler ve sağlanan diğer haklar kapsamında yapılacak düzenlemeler için 1995 yılında Sir Richard Greenbury

başkanlığında oluşturulan komite çalışmalarına başlamıştır. Komitenin çalışmasını tamamlamasına müteakip “Yöneticilerin Ödemeleri” isimli bir rapor hazırlanmış, raporda firmalarda çalışan üst yönetim kadrosunun elde ettiği ücretler ve bu ücretlerin şirket performansına etkisi incelenmiştir. Bu raporun incelediği dört ana başlığı şu şekilde sıralayabiliriz (Karayel, 2006: 41):

- Üst düzey yönetici maaşlarının tespiti sürecinde temel esasların belirlenmesi,
- Üst düzey yöneticilerin maaşları ve bu maaşların tüm paydaşlarca onaylanacağı anlayışına dair hisse sahiplerinin beklentilerinin karşılanması,
- Ücretlendirme konusunda teşkil edilecek komitenin üst düzey yönetici maaşlarını tespiti hususunda görev ve sorumlukları,
- Yöneticilerin performanslarının olumsuz olması durumunda iş akitlerine son verilmesi hususunda karar alınması süreçlerinde mağduriyetlerini giderici tazminat maddelerinin sözleşmelerine eklenmesi yönündeki düzenlemeler olarak ifade edilmektedir.

Hazırlanan raporda, yönetici ücretlerinin ve sağlanan diğer hakların fazlalığına, ücretlerin ve hakların fazla olması sebebiyle dağıtılan temettü düzeylerinin düşüklüğüne, bunun doğal sonucu gereği çalışan sayısında küçülmeye gidildiğine dikkat çekilmiştir. Ayrıca bahse konu husus hasebiyle üretilen ürünlerin maliyetlerinin yükseldiği ve dolayısıyla fiyatların genel düzeyinin arttığı, bu durumun ise şirketin rekabetçi yapısı, hissedarları ve toplumun menfaatlerine olumsuz etkide bulunduğu ve zarar görecektir olan tüm kesimin menfaatlerinin göz önünde bulundurulması gerektiğini sonucuna ulaşılmıştır (Greenbury Committee, 1995: 54).

1.5.3. Hampel Raporu

İngiltere’de Sir Ronald Hampel’in başkanlık ettiği Kurumsal Yönetim Komitesi, Cadbury ve Greenbury raporlarının sonuçlarını incelemiştir. 1995 yılında çalışmalarına başlayan komite, 1998 yılında çalışmalarını tamamlayarak bahse konu raporlarda

yayınlanan kararları güncellemişlerdir. Uygulamada karşılaşılan sorunlara çözüm önerileri ve önceki iki raporda soyut kalan bazı konuları somut hale getirmesi nedeniyle uygulamaya yön veren önemli bir metindir. Kamuoyunda Hampel raporu olarak bilinen bu metnin giriş kısmında önceki iki raporun kısa bir değerlendirmesi yapılmıştır. Raporda hissedarların:

- Kendi hesabına yatırım yapan bireysel yatırımcılardan büyük miktarda fonları yöneten kurumsal yatırımcılara kadar, hepsinin rekabetçi bir ortamda ve birbirlerini denetleyen bir yapı içinde oldukları,
- Serbestçe hisse senedi almak ve satmak hakkına sahip oldukları ve bu haklarından feragat edemeyecekleri,
- Şirketin stratejisini, performansını ve yönetim uygulamalarını izleyip bütünlük içerisinde raporlayıp yönetim kurulunun hesap verilebilirliğini sağlamayı,
- Hissedarların ve yöneticilerin farklı görev ve yetkilere sahip oldukları ve birbirlerinin yerine ikamet edemeyecekleri ifade edilmektedir.

1.5.4. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Tyco, Xerox, Enron, World.com gibi şirket skandallarının yarattığı sert ve hızlı tepkiler, ABD'deki kurumsal yönetim anlayışı ve şirket yönetim mevzuatlarını derinden etkilemiştir. Bu durumu aynı zamanda OECD ülkelerinde ve bilakis Avrupa'da kurumsal yönetim adına reformu rüzgârlarının esmesine zemin oluşturmuştur. Bu nedenle sürdürülebilir bir istikrarı ifade eden kurumsal yönetim kavramının uluslararası bir kuruluş olan OECD tarafından ele alınması ve bu konuda küresel ve ilkesel bir tespit de bulunması piyasalar için bir gereklilik haline gelmiştir.

OECD Konseyi, 27-28 Nisan 1998'de bakanlar düzeyinde toplanmış olup hükümetler ve diğer ilgili uluslararası örgütler ve özel sektör temsilcileri ile birlikte OECD Kurumsal Yönetim Standartlarını ve bununla ilgili ilkeleri tespit etme kapsamında yönlendirmek suretiyle bir Kurumsal Yönetim Çalışma Grubunun

oluşturulmasına karar vermiştir. Çalışma grubunda tespit edilen bu ilkeler, üye ülkelerdeki mevzuatlar ve kurumsal yönetim konusunda OECD İş Dünyası Danışma Grubu'nun çalışmalarını kapsayan ve OECD bünyesinde icra edilen önceki çalışmalardan esas alınarak belirlenmiştir. Bu ilkelerin hazırlanması esnasında, OECD üyesi olmayan ülkeler, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), iş dünyası, yatırımcılar, ticaret odaları ve diğer ilgili taraflarla bilgi alışverişinde bulunan Mali Piyasalar Komitesi, Uluslararası Yatırım ve Çok Uluslu İşletmeler Komitesi, Sektör Komitesi, Çevre Politikası Komitesi gibi birkaç OECD Komitesi de faaliyette bulunmuşlardır.

26-27 Mayıs 1999'da bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi Toplantısı'nda kurumsal yönetim ilkeleri onaylanmıştır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri; hissedarların hakları, hissedarlara eşit muamele, şirketteki çıkar gruplarının rolü, açıklama ve şeffaflık ile yönetim yapılarının sorumlulukları ile ilgili beş ana bölüm üzerinden teşkil edilmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 17-18).

Kurumsal yönetim ilkelerindeki amaç OECD'ye mensup olan veya olmayan ülkelerde kurumsal yönetim ile alakalı yapılacak mevzuat çalışmalarına ve bu bağlamdaki atılacak adımlara yardımcı olmaktır. İlkeler temel olarak aşağıda yazılı hususlara dikkat çekmektedir (Yazgan, 2017: 18):

- Etkin bir kurumsal yönetim anlayışı esaslarının teşkil edilmesi,
- Hissedarların hakları ve temel sahiplik işlevlerinin tespiti,
- Hissedarların adil muamele hakları ve uygulamalar,
- Kurumsal yönetimde pay gruplarının işlevleri,
- Kamunun aydınlatılması ve şeffaf yönetim sistemleri,
- Yönetim kurullarının görev sorumluluklarıdır

1.5.5. Sarbanes Oxley Kanunu

ABD piyasalarında Enron'nun beklenmedik iflasından sonra yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güvenleri ciddi ölçüde azalmıştır. Bunun üzerine ABD'de yatırımcılar tarafında oluşan bu negatif algıyı düzeltmek adına ve sermaye piyasasına olan güveni yeniden ve sürdürülebilir bir şekilde tesis etmek amacıyla çalışmalar başlatılmıştır. 23 Ocak 2002 tarihinde Senatör Sarbanes Oxley başkanlığında teşkil edilen kurul tarafından oluşturulan ve bu isimle adlandırılan yasa Temmuz 2002'de kabul edilmek suretiyle yürürlüğe girmiştir. Yasa şirketlerin sermaye piyasası mevzuatına uyumu ve halka yapılan bilgilendirmelerin doğru ve güvenilir bir şekilde yapılarak yatırımcı haklarının korunmasını amaçlamış ve yeni bir kamuyu aydınlatma rejiminin temelleri atılmıştır (Sarbanes ve Oxley, 2002: 1).

Sarbanes-Oxley yasası (SOX) ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında etken olan ve kurumsal yönetimle ilişkili dört temel neden konusunda önemli çalışmalar yapmıştır. Düzenleme yapılan başlıklar; yönetim kurulu, genel müdür, yönetim yapısı ile iç denetim ve kontrol yapısı olarak sıralanmaktadır (Kayacan, 2006: 81).

SOX Yasası, ABD'de faaliyet gösteren halka açık olan şirketlerin kurumsal yönetime uyumu ve şeffaflığın doğal sonucu olarak kamunun bilgilendirilmesine ilişkin standartların azami seviyelere çıkartılmasında önemli katkılar sunmuştur. Kanununda yer almayan düzenlemelerin yerine getirilmesinde birçok şirket gönüllü hareket etmiştir. SOX, kanunda emredici hükümlerin uygulanması, şirketin kendi organizasyonu içinde yer alan denetimi ve yönetimi etkin hale getirmiştir. Kanuni düzenlemelere uyum, şirketlerin kurumsal bir yönetim yapısına geçmelerine yardımcı olurken, yatırımcıların da bu şirketlere olan ilgisini arttırmıştır. Ayrıca şirketlere kısa dönemde mali külfet olarak görülen bu uygulamalar, uzun vadede şirketlere olumlu sonuçlar olarak geri dönmektedir (Eroğlu, 2003: 41).

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI VE DERECELENDİRMESİ

Ülkelerin farklı sosyo-ekonomik koşulları sebebiyle, dünyada tek bir kurumsal yönetim uygulamasından bahsetmek mümkün değildir. Bu nedenle kurumsal yönetime ilişkin yapılan yasal düzenlemeler ve uygulamalar ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir.

Kurumsal yönetim anlayışı dünyada iki temel görüş üzerinden şekillenmektedir. İlki Almanya ve Japonya ile özdeşleşen ve şirketin amacının sadece pay sahiplerinin karlarını en yüksek düzeyde tutmak değil aynı zamanda şirket içerisinde çıkarları bulunan farklı tür yatırımcıların isteklerini de göz önünde bulundurarak bir denge politikası gütmelerini savunan İlişki Bazlı Kurumsal Yönetim Sistemi'dir. İçerdekiler sistemi olarak dilimize geçen bu kavram literatürde "insiders system" olarak bilinmektedir. İkincisi ise Anglo-Sakson ülkelerinde geçerli olan ve yoğunlukla İngiltere ve Amerika ile özdeşleşen, şirketin ana amacını pay ortaklarının gelirlerini maksimum seviyeye ulaştırmak olduğunu savunan Piyasa Bazlı Kurumsal Yönetim Sistemi'dir. Literatürde "outsiders system" olarak bilinmekte olup dilimize dışardakiler olarak geçmiştir.

Çalışmanın bu bölümde kurumsal yönetim uygulamalarında çağdaşlarına göre önemli mesafeler kat etmiş ülkelerin (ABD, İngiltere, Almanya, Japonya) kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin düzenlemeleri, dünya çapında kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapan derecelendirme şirketlerin yöntemleri ve bu uygulamaların Türkiye ile benzer ve farklı özellikleri ortaya konulacaktır.

2.1. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

Dünyada kurumsal yönetim uygulamalarında farklı konseptler ve anlayış tarzları mevcuttur. Herhangi bir ülkede uygulanacak kurumsal yönetim sisteminin benimsenmesinde mülkiyet yapısı, ekonominin durumu, yasal mevzuatlar, hükümet politikaları, kültür tarihi gibi birçok değişken devreye girmektedir. Ayrıca sermaye akımlarının boyutu, küresel ekonomik iklim, uluslararası yatırımcılar gibi dışsal faktörler de dikkate alınan bir diğer belirleyici değişkenlerdir (Solomon&Solomon, 1998: 147). Bu başlıkta sırasıyla, ABD, İngiltere, Almanya, Japonya'daki kurumsal yönetim uygulamalarına değinilecektir.

2.1.1. ABD

ABD finans piyasalarında, kurumsal yönetim en önemli konulardan biridir. Kimse kurumsal yönetimi Enron ve WorldCom'daki skandalları hesaba katmadan düşünemez. Eğer Amerika gibi varlıklı bir ulus işleri doğru olarak yapmayı beceremezse, daha küçük ve daha fakir ülkelerin bunu gerçekleştirme şansı nedir sorusu aklımızı kurcalamaktadır. Diğer ülkeler Amerika'da olanları izlemekte ve Enron olayındaki eksiklere karşı kendi sistemlerini ve kurumsal yönetim mekanizmalarını kontrol etmektedirler. Bu nedenle ABD, kurumsal yönetim açısından diğer ülkeler için referans ülke konumundadır (Solomon, 2007: 182).

ABD her bütçe dönemi Türkiye Cumhuriyetinin GSMH'nın iki katı kadar cari açık vermesine karşın ayakta durmayı başarabilecek bir ekonomik yapıya sahiptir. Bu sürdürülebilirliğin altında rekabetçilik ve özel teşebbüs ruhu unsurları hesaba katılmaktadır. Halka açık şirket kültürü ve sermaye piyasaları vasıtasıyla bu şirketlerin finansman ihtiyaçlarını gidermesi çok yaygın olarak görülmekte olup özellikle anonim şirketlerin tamamına yakın kısmı halka açık ve Sermaye Piyasası Komisyonunun (SEC) denetim ve gözetimine tabi tutulmaktadır. 2006 itibariyle düzenli bir borsa statüsüne kavuşmuş olan NASDAQ'da (National Association of Securities Dealers Automated

Quotations) 3130 adet şirket, NYSE (New York Stock Exchange) piyasasında ise 2257 şirket alım, satım ve birleşme işlemlerinde bulunmuştur. Bu veriler ABD’de hisse senedi bazlı yatırım anlayışının ne denli yaygın olduğunun bir kanıtı olarak da anlaşılmaktadır (Kayacan, 2006: 80).

Özellikle ABD tarihinin on iki en büyük iflasından yedisinin sadece 2002 yılında yaşanması yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güvenlerini ciddi bir şekilde sarsmıştır. ABD’de yatırımcılar tarafında etkisini gösteren bu olumsuz havayı iyileştirmek ve sermaye piyasasına olan güveni yeniden tazelemek amacıyla birtakım çalışmalar icra edilmiştir. Bunlardan ilki bu çalışmada “Dünyada Kurumsal Yönetim İle İlgili Başlıca Düzenlemeler” konulu bölümünde detaylı olarak değinilen, Senatör Sarbanes-Oxley tarafından hazırlanan SOX yasasının yürürlüğe konmasıdır (bkz. syf. 28). Sarbanes-Oxley yasası finansal problemlerin doğmasına veya var olan sorunların çözümünde meydana gelen aksaklıkları gidermek amacıyla kurumsal yönetimle alakalı dört temel başarısızlık sebebine ilişkin ciddi düzenlemeler ortaya koymuştur.

ABD’de kurumsal yönetim kapsamında uygulamaya konulan başlıca düzenlemeler Treadway Raporu, Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu Raporu, Blue Ribbon Komitesi Önerileri, SOX Yasası’dır.

2.1.2. İngiltere

İngiltere kurumsal yönetim ile alakalı çalışma ve uygulamalarıyla Avrupa ülkelerine çoğu zaman bir model olmuştur. “Anglo-US” modeli olarak tanınan bu yönetim şekli İngiltere’nin yanı sıra ABD, Yeni Zelanda, Avustralya ve bazı Avrupa ülkeleri tarafından da tercih edilmektedir. Bu yönetim modelinin temelinde şirketlerin sahiplik ve ortaklık yapılarını şahısların ve giderek artan kurumsal yatırımcıların oluşturduğu görülmekte ve daha çok şirket yönetimi ve hissedarlarının iletişim ve etkileşimleri rol oynamaktadır (Financial Reporting Council, 2010: 6).

Dünyanın 3. büyük borsası olan İngiltere'nin Londra borsası, bu başarısını şüphesiz kurumsal yönetim uygulamalarında öncü oluşu ve ülkede faaliyette bulunan şirketlerin de bu doğrultuda bir yönetim tarzı belirlemelerine borçludur. Gerek yönetim kurulu ve hissedarların karşılıklı hak ve sorumluluklarını yasal çerçeveler içerisinde yerine getirmesi gerekse de şirketlerin finansal ihtiyaçlarını borsa yolu ile halka açılmak suretiyle giderme yolunu tercih etmelerinde kurumsal yönetim uygulamalarının önemi büyüktür.

İngiltere'de kurumsal yönetim ile ilgili çalışmaların miladı araştırılırken Maxwell ve Polly Peck gibi şirket skandalları karşımıza çıkmaktadır. Bu olaylar üzerine bu çalışmanın “Dünyada Kurumsal Yönetim İle İlgili Başlıca Düzenlemeler” konulu bölümünde detaylı olarak değindiği 1990'ların başında finansal raporlama yolsuzluklarının tespitini ve önlenmesi adına Sir Adrian Cadbury'nin başkanlığını yaptığı Cadbury Komitesi kurulmasıdır (bknz. syf. 23). Cadbury komitesi “Kurumsal Yönetimin Finansal Görünüşü Üzerine Komite Raporu” adlı çalışmayı 1992 yılında kamuoyuna sunmuştur. Bahse konu rapor, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin seçim süreci, CEO ve yönetim kurulu başkanının görev ve sorumluluklarının ayrılması, yönetim kurulunu dengeli oluşturulması, finansal raporlama da saydamlık ve iyi iç kontrol için gerekli mekanizmalar üzerinde pek çok tavsiye arz etmektedir. En iyi kurumsal yönetim uygulama kodlarını ve onlara ait tavsiyelere değinen Cadbury Raporu Londra Hisse Senetler Borsası listeleme kurallarına dâhil edilmiştir (ICAEW). Cadbury Komitesi tarafından ortaya atılan bahse konu öneriler dünya çapında kabul edilen bir model halini almıştır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni belirlerken raporda yazan bu hususları dikkate almıştır (Yıldırım, 2007: 59).

İngiltere'de Temmuz 2003'de “combined code” diye adlandırılan bir kanunla Cadbury raporundaki kurumsal yönetim ilkeleri güncellenmiştir. Ocak 2003'de yayınlanan Higgs raporu ağırlıklı icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin görev ve sorumluluklarına değinmiş ve Smith Rehberi de denetim kurulları ile ilgili düzenlemeleri ortaya koymuştur (Manisalı, 2005: 16). Ağustos 2004'te şirketlere,

kurumsal yönetime geçiş süreçlerinde kılavuzluk etmesi maksadıyla RSM Robson Rhodes ve Londra Menkul Kıymetler Borsasının müşterek çalışmasıyla “Kurumsal Yönetim: Uygulama Rehberi” (Corporate Governance: A Practical Guide) yayınlanmıştır (Yıldırım, 2007: 59).

İngiltere’de yürürlükte bulunan Kurumsal Yönetim Prensipleri Londra Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören tüm şirketler tarafından yerine getirilmek zorundadır. Deminor Ratings, Avrupa’da 300 büyük şirkette kurumsal yönetime ilişkin bir çalışma icra etmiştir. Çalışmanın sonucuna göre; bir bütün olarak kurumsal yönetime ilgi artan bir hal almaktadır. İşletmelerin %74’ etik prensiplerini yayınlamıştır. Kurumsal yönetim yayınlama oranı %77’dir. İşletmelerin %68’inde yönetim kurulu üyelerinin en az biri bağımsız kişilerden seçilmektedir. Genel olarak kurumsal yönetim uygulamalarında İngiliz işletmeleri en iyi konumdadır (olak, 2003: 13). Bahse konu araştırmanın da tespit ettiği üzere İngiltere Avrupa kıtasında kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında en başarılı ülke pozisyonundadır.

2.1.3. Almanya

Almanya’da, Japonya ve Kıta Avrupası’nın çoğunda geçerli olan kurumsal yönetim anlayışında olduğu gibi anonim şirketlerin yönetilmesinde ve faaliyetlerinde kr elde etme ve bu karı paydaşlarına dağıtmanın yanı sıra Anglo-Sakson sistemine ilave olarak tüm paydaşların haklarının gözetilmesi ile talep ve beklentilerinin karşılanması üzerine kurulmuştur. Bu maksatla şirketlerin yönetim tarzları, paydaşları ile iletişim ve etkileşimini üst düzeyde tutmak üzerine kurulmuştur. Bu anlayış; hissedarlar haricinde firma için değer yaratan tüm paydaşların katkısını dikkate almayı ilke edinmiş olup şirketlerin topluma karşı bir takım sosyal sorumlulukları da yerine getirmesi gerektiği göz önünde bulundurmaktadır (Kayacan, 2006: 46).

Anglo-Sakson sistemine alternatif olarak ortaya çıkan bu sistemde, bankalar merkez konumda bulunmaktadır (Köke, 2001: 1). Almanya’da savaş ve müteakibinde

uzun vadeli sorumlulukların ve güvenin öne çıktığı, sanayi kuruluşları ve bankalar arasında ilişkilere dayalı sözleşmelerin teşkil edildiği ve bankaların şirket yönetim kurullarında iç hissedar olarak söz sahibi olduğu bir sistem inşa edilmiştir. Alman sistemi katılımcı paydaşlar içerisinde fikir birliği sağlanmasına müteakip ortak karar almayı esas alan bir yapıyı amaçlamışlardır. Sanayi kuruluşlarının denetim komitelerinde bankaların temsilcisinin de dâhil olmasıyla kurumsal yönetimin iç kontrol mekanizması da doğal olarak yerine getirilmiştir (Yıldırım, 2007: 59). Ancak bu tarz bir kurumsal yönetim anlayışının zayıf üst yönetimler, daha az rekabet ve düşük verimlilik yarattığı da ileri sürülen bir gerçektir (Köke, 2002:1).

OECD 'nin 1999 yılında yayınlanmış olduğu Kurumsal Yönetim Prensipleri ile kurumsal yönetim anlayışı dünya piyasaları üzerinde yeni bir boyut kazanmış olup Almanya da bu gelişmelere paralel olarak Ocak 2000'de borsaya kote şirketler kapsamında "Kurumsal Yönetim Esasları", Haziran 2000'de de "Alman Kurumsal Yönetim Kodları" isimli çalışmaları yayınlamıştır. Şubat 2005'te ise bu çalışmaları güncelleyerek "Alman Kurumsal Yönetim Kodları-2" (German Code Of Corporate Governance-2) yayınlamıştır.

2.1.4. Japonya

Japonya da şirketler arası pay sahipliği ve şirketlerin yönetiminde bankalar söz sahibi konumdadır. Japonya ilişki bazlı kurumsal yönetim sistemini sürdürmekte ve "kredi-bazlı" finansal sistemin öğelerini barındırmaktadır.

Japon Kurumsal Yönetim Forumu'nun (1999) çalışmasında; Japon, Amerikan, İngiliz ve Batı Avrupa modelleri arasındaki fark şöyle ortaya konulmuştur: *"Batı Avrupa ve Japon kurumsal yönetim modelleri benzerdirler, sosyal uyum içerisinde şirket dayanışması beklenmekte ve genellikle mevcut bulunmaktadır. Anglo Amerikan model ise bu sistemlerden farklı olarak toplumsal bir norm olarak bireyselliğe saygı üzerine kurulmuştur. Şirket yapısı eşit bireyler arasındaki sözleşme ilişkileri kavramıyla*

açıklanmaktadır. Anglo-Amerikan kurumsal yönetim modelinde pay sahipleri sözleşme ilişkisine bağlı olarak kar bekleyen ve asıl risk alıcı olarak tanımlanmaktadır. Batı Avrupa ve Japon modellerinde kurumsal yönetim bağlamında yönetim ve çalışanlar kurumsal olarak işbirliği içerisinde kabul edilmektedir.”

Japonya’da diğer gelişmiş ekonomilerde olduğu gibi yönetimin denetimden yönetim kurulu sorumludur. Lakin ABD’nin tersine Japonya’da yönetim kurulu üyeleri yönetimle ilgili görev ve sorumlulukları olan yönetim ekibini sağlıklı denetleyemezler. Çünkü Japonya’da yönetim kurulları, şirketin eski ve yeni sadık çalışanlarından teşkil edilir. Bu durum sebebiyle, bu üyeler CEO’nun altında bir yerde yer almakta ve üst yönetimi sorgulamaları pek mümkün gözükmemektedir (Yoshikawa ve Phan, 2005: 304).

Japonya’da banka mevduatlarında bulunan miktar, hisse senedi piyasasındaki para miktarından %50 daha fazladır, bu oran ABD’de ise sermaye piyasasındaki miktar banka mevduat hesaplarındaki miktarın üç katı olarak hesaplanmıştır. Bu nedenle “Şirket Satın Alma Tehditleri” olarak isimlendirilen kurumsal yönetim mekanizması Japonya’da nadiren uygulanmaktadır (Zain ve Subramanian, 2004: 119).

2.2. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

Dünyada finans piyasalarını sarsan şirket skandalları sonrası ABD kurumsal yönetim uygulamalarını ıslah etmek adına bir dizi tedbirler almış olup “Sarbanes-Oxley Act” olarak alınan kurumsal yönetim uygulamaları temelli yeni bir yasayı mevzuatına dâhil etmiştir. Bu yasanın yürürlüğe girmesinden sonra birçok ülke kurumsal yönetim anlayışını gözden geçirmiş ve inovatif manada tedbirler almaya başlamıştır. Bu durum kurumsal yönetim kavramı adına birçok ülkede farklı örnek, yasa ve uygulamaları beraberinde getirmiştir.

Türkiye’de 1990’ların ortasından başlayarak küresel doğrudan yabancı sermaye payı muadili ülkelere göre düşük kalmıştır. Türkiye’deki mukimlerin (ikamet edenlerin) sahip olduğu mevduat hesaplarının GSMH’nın %80’i seviyesinde olması Türkiye’de “yatırımcı güvenine” ilişkin ciddi sorunların varlığına işaretler. Bu sorunun yakından bağlantılı olduğu bir başka sebep de şeffaflık, hissedar hakları ve yolsuzluk konularında Türkiye’nin uluslararası akademik ve derecelendirme çalışmalarında muadili ülkelere kıyasla düşük skorlar almasıdır (Ararat ve Uğur, 2003: 62-63).

Türkiye’de şirket yapıları incelendiğinde çoğunluğun aile şirketi yapısını koruduğu gözlenmekte olup uluslararası alanda kurumsal yönetim adına gerçekleşen değişim rüzgârları ülkemizde ilk etapta doğrudan ve istenen etkiyi gerçekleştirememiştir. Bu nedenle kurumsal yönetim kavramı adına yapılacak düzenlemeler öncelikli olarak halka açık şirketler tarafından icra edilmiş ve piyasanın paydaşlarının vermiş olduğu reaksiyona göre zaman zaman güncellenmiştir.

Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişmesi sürecinde kamu kurumları, sivil toplum kuruluşları, özel sektör temsilcileri ve akademik çevreler tarafından birçok yasal düzenleme ve çalışma programları yayınlanmıştır. Bu bölümde bahse konu yayınları, çalışmaları ve uygulamaları gerçekleştiren kurum ve kuruluşlara kısaca değinilmiştir.

2.2.1. Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği (TÜSİAD)

Türkiye’nin başlıca sanayicilerinin ve iş dünyası duayenlerinin çabalarıyla TÜSİAD 1971 yılında kurulmuştur. TÜSİAD, katılımcılarının temsil ettiği kuruluşlar bazında, Türkiye ekonomisinde üreten, katma değer yaratan, kayıtlı istihdam ve ihracat gibi alanlarda önemli temsil yeteneklerine sahip olan bir dernektir.

TÜSİAD çalışma alanına giren konularla alakalı son 10 yılda 120 rapor yayımlamış, son 5 yılda 300’e yakın görüş bildirmiş ve 2500’den fazla etkinlik icra etmiştir. Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışının hayata geçirilmesine yönelik ilk adım

Aralık 2002 'de TÜSİAD tarafından “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulu'nun Yapısı ve İşleyişi” isimli raporla atılmıştır. Bu rapor Türkiye’de kurumsal yönetimin anlayışının devlet zorlamasıyla değil de iş dünyasının kendi çabası ve talebi olması açısından önem taşımaktadır.

İlk kurumsal yönetim derneği olan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin bahse konu rapor sonrası kurulması, Sabancı Üniversitesi'nde kurumsal yönetim merkezi açılışı ve kurumsal yönetimin Anadolu'da tanıtılması için TÜSİAD'ın yaptığı etkinlikler kurumsal yönetim kavramının tanınması ve anlaşılmasında TÜSİAD'ın aktif rolünü açıkça ortaya koymaktadır. Bu açıdan TÜSİAD, Türkiye’de kurumsal yönetim açısından en önemli belki de başlıca kuruluşlardan birisi olma özelliğini taşımaktadır.

2.2.2. Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Düzenlemeler

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile 1981 yılında teşkil edilmiştir. Yetkilerini kendi sorumluluğu bünyesinde bağımsız olarak kullanabilen, idari ve mali özerkliğe sahip düzenleyici bir kamu kuruluşudur. Kurul'un asli görevi sermaye piyasalarının güven, şeffaf ve kararlılık içinde çalışmasını ve tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunmasını sağlamaktır.

Kurulun işleyişine baktığımızda, kurulun sermaye piyasası ile alakalı yapmış olduğu düzenlemeler tebliğ olarak Resmi Gazetede yayınlanmaktadır. Kurul, kendi sorumluluğu bünyesinde bulunan piyasalardaki işlemlerle alakalı görevi kapsamındaki konularda uygulanacak usullerin tespiti ile ilgili düzenlemeler yapmakla yetkilendirilmek suretiyle görevlendirilmiştir. Bu amaçla; menkul kıymetlerle alakalı düzenlemeler, menkul kıymetler borsalarının, kıymetli madenler borsalarının, vadeli işlem ve opsiyon borsalarının teşkili ve işleyişine ilişkin düzenlemeler, sermaye piyasalarında menkul kıymet ihracı yoluyla fon sağlayan şirketlere ilişkin düzenlemeler ve sermaye piyasası kurumları ile alakalı düzenlemeler SPK aracılığıyla yapılmaktadır.

Türk sermaye piyasalarında kurumsal yönetim ilkelerini uygulamak ve benimsetmek amacıyla ilk adım SPK tarafından atılmıştır. SPK, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ve gelişmiş ülke uygulamalarını dikkate alarak Kurumsal Yönetim İlkelerini Temmuz 2003 tarihinde ilk kez yayınlamış; müteakibinde birtakım değişiklikler yapmak suretiyle Şubat 2005 tarihinde güncellemiştir. SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri, SPK, İMKB ve Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu uzmanlarının, akademik kurumların ve kamu kuruluşunun görüşleri alınmak suretiyle oluşturulmuştur. Teşkil edilen bu ilkeler Türkiye’de kurumsal yönetim ile alakalı olması gereken yasal mevzuatın hazırlanması için tetikleyici bir etki niteliği taşımıştır. Ek olarak bu ilkeler, OECD 2004 Kurumsal Yönetim İlkeleri esas alınarak hazırlanmış olup pay sahipleri, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ile kamu aydınlatma ve şeffaflık olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır. İlkeler incelendiğinde dikkate değer önemli hususlar aşağıda yazılı şekilde özetlenebilir (Kayacan, 2006: 90):

- İlkeler konu temel anlayış “uygula; uygulamıyorsan açıkla” prensibidir. Fakat bu prensiplerin bir kısmı tamamen tavsiye niteliği taşımakta olup; bu prensiplere uyulmadığı takdirde herhangi bir açıklama yapılmasına veya cezai müeyyide uygulanmasına gerek duyulmamaktadır.

- İlkeler, hâlihazırdaki düzenlemelerin şuan için ötesinde prensipler içermekte olup, güncel mevzuatta ve uygulamada kurumsal yönetim hususunda oluşan eksikliği gidermek ve boşluğu doldurmak maksadıyla oluşturulmuştur.

- İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına; uygulanmadı ise nedenlerini açıklamaya, bu prensiplere tam olarak uyulmaması nedeniyle meydana gelen menfaat çatışmalarına ve gelecekte şirketin yönetim sistemlerindeki ilkelerde yer alan prensipler kapsamında bir değişiklik yapma planlarının olup olmadığına ilişkin beyanata, yıllık faaliyet raporunda yer verilmesi ve ayrıca kamuoyuna bildirimde bulunması gerekmektedir.

- SPK'ca yapılacak düzenlemeler kapsamında kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan derecelendirme kuruluşları ilkelerin uygulanma seviyesini halka açık anonim şirketler bakımından tespit edecektir.

- İlkeler müteakip dönemlerde ilgili kanunlarda yapılacak düzenlemeler için de kılavuz olacak özellikler arz etmektedir.

- İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmaması noktasında mevcut tarihlerde bir zorunluluk bulunmamaktadır (Demirbaş & Uyar, 2006; 81-82).

2.2.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneğinde Yer Alan Çalışmalar

Kurumsal yönetim anlayışının ülkemizde tanınması, işletmelerce benimsenmesi ve en iyi uygulama yöntemlerinin hayata geçirilmesi amacıyla teşkil edilen Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), 2003 yılında gönüllü bir sivil toplum kuruluşu olarak çalışmalarına başlamıştır.

Adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri temelinde tasarlanan kurumsal yönetim anlayışının, etki ettiği tüm alanlarda kılavuz olma misyonuyla hareket eden TKYD; özel sektör, kamu kurumları, medya, kanun koyucular, sivil toplum örgütleri ve akademik camia arasında bir iletişim ağı kurmak suretiyle kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesini amaç edinmektedir. Dernek, kurumsal yönetim konusunda çalışmalar yapmakta, bu konuda ulusal ve uluslararası alandaki akademik çalışmaları takip etmek suretiyle kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bununla birlikte dernek bu alanda çeşitli üniversitelerle işbirliği yaparak eğitim programları düzenlemektedir (www.tkyd.org).

TKYD bünyesinde, sayısı 600'1 geçen bireysel üye ve 47 kurumsal üye Türkiye'de kurumsal yönetimin geleceğini konuşmak ve buna ilişkin uygulamalara yön çizmek maksadıyla bir araya gelmektedir. TKYD tarafından düzenlenen eğitici faaliyetler 2005

yılından bu yana planlı periyotlarla devamlılığını sürdürmektedir. Anadolu’da 15 ilde 41 program ile yaklaşık 1800 ana hissedara erişim sağlanmıştır.

TKYD tarafından her yıl Ocak ayında düzenlenen Kurumsal Yönetim Zirvesi ve yıl içinde icra edilen çeşitli panellerde gündemde önemli yer tutan konular ulusal ve uluslararası uzmanların katılımıyla tartışmaya açılmaktadır. Türkiye’nin lokomotif şirketlerinin yönetim kurulu üyeleri, üst düzey yönetici ve CEO’ları, 2008 yılından bu yana TKYD tarafından icra edilen Kurumsal Yönetim Zirvesi’nde bir araya gelmektedir. Ayrıca dernek tarafından “Kurumsal Yönetim Dergisi” dört ayda bir yayınlanıp, 2000 adet basılarak bireysel, kurumsal üyelere, üst düzey yöneticilere ve ilgili devlet kurumlarına gönderilmektedir (www.tkyd.org).

TKYD eğitim faaliyetleri, ulusal ve uluslararası işbirliklerinde, kurumsal yönetim ve alakalı alanlarda bilgi birikiminin ve deneyimlerin aktarılmasını ve bu maksatla iyi uygulamaların geliştirilmesine destek sağlamayı amaç edinmektedir. TKYD kurumsal yönetim alanında icra etmiş olduğu araştırmalar, seminerler ve konferansların yanında Ocak 2011’den itibaren kurumsal yönetim uygulamalarını teşvik etmek maksadıyla kurumsal yönetim ödülleri vermeye başlamıştır.

Her yıl TKYD tarafından icra edilen ödül sürecinde değerlendirme, 31 Aralık tarihi itibarı ile Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin sahip oldukları derecelendirme notları dikkate alınarak tespit edilmektedir. 19 Ocak 2017 tarihinde 7. Kurumsal Yönetim Ödülleri hak sahibi kuruluşlara verilmiştir. Tablo 2.1 ödül alan kuruluşları göstermektedir.

Tablo 2.1: 7. Kurumsal Yönetim Ödülleri Sahibi Kuruluşlar

En Yüksek Kurumsal Yönetim Değerlendirme Notuna Sahip 3 Şirket
1- Aksa
2- Anadolu Efes
3- Tav Havalimanları
En Yüksek Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip Halka Açık Olmayan Şirket
Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. (Finans Kategorisinde)
Sütaş (Aile Şirketleri Kategorisinde)
Yönetim Kurulu Kategorisinde En Yüksek Derecelendirme Notuna Sahip Şirket
Doğuş Otomotiv
Kurumsal Yönetim Endeksinde Son 1 Yılda Notunu En Çok Arttıran Şirket
Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
En Yüksek Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip İlk 3 STK
1- Darüşşafaka
2- Türkiye Eğitim Gönüllüleri Vakfı
3- Türkiye İç Denetim Enstitüsü

Kaynak: TKYD

2.2.4. Borsa İstanbul Tarafından Yapılan Düzenlemeler

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), menkul kıymetlerin güven ve istikrar içinde işlem görmesini imkân sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985'te kurulmuş olup 3 Ocak 1986 tarihinde fiili olarak faaliyetlerine başlamıştır. 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'ye dayandırılmak suretiyle teşkil olan İMKB özerk ve mesleki bir kuruluş olup kamu tüzel kişiliğine sahiptir. İMKB kar amacı gütmeyen bir kamu teşekkülüdür.

30 Aralık 2012 tarihinde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Resmi Gazete 'de yayımlanmak suretiyle yürürlüğe alınmıştır. Kanun'un 138. maddesi gereğince Borsa İstanbul A.Ş., borsacılık faaliyetleri yapmak amacıyla kanunun yürürlüğe girdiği tarihte kurulmuştur. Sermaye piyasamızda bulunan borsaları tek bir çatı altında

toplamayı amaçlayan Borsa İstanbul'un, esas sözleşmesi SPK'ca hazırlanarak ilgili Bakanın onayı müteakibinde 3 Nisan 2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle suretiyle faaliyet izni almaya hak kazanmıştır. Bu tarihten itibaren İMKB, BORSA İSTANBUL adını almış olup yetkili olduğu konu ve alanlarda kendi mevzuat çalışmalarını yapabilecek yetkilerle donatılmıştır (www.borsaistanbul.com).

Borsa İstanbul (eski adıyla İMKB) 2001 yılında yaptığı araştırma ve 2007 yılında uygulamaya başladığı Kurumsal Yönetim Endeksi ile Türkiye'de kurumsal yönetimin gelişmesindeki yerini almıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamalarını özendirici düzenlemeler yapılmasını faydalı olabileceğini düşünen SPK, 12.12.2003 tarihli toplantısında, kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olmak üzere; Borsa İstanbul bünyesinde ayrı bir endeks teşkil edilmesini kararlaştırmıştır. Bu endekse dâhil olmak isteyen şirketlere Derecelendirme Tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma yükümlülüğü getirilmesi, ayrıca bu endekse dâhil olacak şirketlere imtiyaz olarak; Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden her yıl alınan kotta kalma ücretlerinden birtakım indirimler sağlanması hususları da karara bağlanmıştır (Sandıkçıoğlu, 2005: 22).

2.2.5. Kamuyu Aydınlatma Platformu

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), sermaye piyasası ve Borsa mevzuatı gereğince kamuya açıklanması gerekli bilgilerin elektronik imzalı olacak şekilde iletiminin sağlandığı ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemler bütünüdür. Kamuyu Aydınlatma Platformu Mayıs, 2009'da İMKB tarafından devreye koyulmuştur.

SPK'nın 'Bilgi, Belge ve Açıklamaların Elektronik Ortamda İmzalanarak KAP'a Gönderilmesine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği' dâhilinde, kamuya açıklanacak her türlü bilgi ve belgenin Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) gönderilmesi gerekmektedir. Sistemin yürütülmesi Borsa İstanbul KAP İşletim Müdürlüğü yetkisinde yapılmakta olup 7 gün 24 saat esasına göre faaliyetlerini sürdürmektedir. Uygulama, tüm

Türkiye'ye yayılmış 600'ü aşkın şirketi ve 3000'i aşkın kullanıcıyı kapsamaktadır. Sistem, tüm kesimlerin doğru, anlaşılır, tam bilgiye, internet üzerinden eş zamanlı ve asgari maliyetle erişebilmelerine imkân tanıyacak yapıda düzenlenmiştir. Bununla birlikte, sistem elektronik bir arşiv niteliği de taşımakta ve geçmişe dönük bilgilere de kolay ve düşük maliyetle ulaşılabilmektedir (www.kap.org.tr).

KAP'ın bu imkân ve kabiliyetleri incelendiğinde; Türkiye'de kurumsal yönetim mekanizmalarında bugün ve ilerleyen yıllarda, özellikle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık noktasında hayati önem arz ettiği su götürmez bir gerçek olarak ortaya çıkmaktadır.

2.3. KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRİLMESİ

2001-2002 yıllarında Amerika'da yaşanan şirket skandalları ve bu duruma bağlı iflaslar kurumsal yönetim uygulamaları hususunda dünyada ilk kayda değer farkındalığı ortaya çıkarmıştır. 2008 küresel krizi de kurumsal yönetim konusunda kapsam ve düzenlemelerin önemini ortaya koymaktadır. Birçok ülkede şirketler, yatırımcılar tarafından benimsenmesi kurumsal yönetim olgusunu hızlı yaygınlaşmasına neden olmuştur. Bununla birlikte ülkelerin kurumsal yönetim uygulamalarının hem ulusal hem de uluslararası alanda karşılaştırılması önemli bir gösterge olmaya adaydır.

Günümüzde sermaye piyasalarındaki yüksek rekabet, sermayenin en güvenli yere gitmesini zorunlu kılmakta ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi bu güvenilirlik tespitinde bir yardımcı ölçüt haline dönüşmeye başlamaktadır. Bunun doğal sonucu olarak derecelendirme kuruluşları ve diğer kurumsal yönetim kuruluşları tarafından en iyi derecelendirme yönteminin geliştirilmesi büyük önem arz etmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin gerek uluslararası piyasalarda gerekse ulusal piyasalarda öneminin giderek artması neticesinde, ilkelerin uygulanma kapsamını tespit edecek kuruluşlara ve farklı işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları içerisinde karşılaştırma yapılmasını imkân sağlayacak standart kıstaslara gerek duyulmuş, bu da

“kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi” kavramını iktisat literatürüne dâhil etmiştir (Sandıkçıoğlu, 2005: 9).

Şirketler tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin aynı ölçüde uygulanmaması, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelerinin standart, karşılaştırılabilir ve ilgili tüm taraflarca kolaylıkla anlaşılabilir bir yapıda ölçülmesi gerektiği hususunu gündeme getirmiş ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi çalışmalarının başlamasına zemin oluşturmuştur. Ekonomideki tüm paydaşların kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyinin artması ve içtenleşmesi, yabancı yatırımcılarının ulusal şirketlere yaptıkları yatırımlarının artma eğilimi göstermesi derecelendirme faaliyetlerinin daha da artmasıyla doğru orantılı olmuştur (Güçlü, 2010: 69).

Uluslararası alanda ise ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının farklılık göstermesi, farklı ülkelerde faaliyetlerini icra eden şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelerinin karşılaştırılmasında bazı problemlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu probleme çözüm olarak bazı kuruluşlar tarafından ortak küresel kurumsal yönetim ilkeleri geliştirilmesine yönelik çalışmalar icra edilmiştir. Netice olarak derecelendirmeler ile farklı piyasalarda faaliyet gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kıyaslanmasına imkân sağlanmıştır. Bahse konu kurumsal yönetim derecelendirmeleri, yatırım yapmak isteyen uluslararası yatırımcıların kullandıkları yatırım tercih ilkelerinden biri haline gelmiştir (Güçlü, 2010: 69).

Kurumsal yönetim derecelendirmesi, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma düzeyini gösteren önemli göstergelerden biridir. Kurumsal yönetim derecesi genellikle şirketlerin yönetim politika ve uygulamalarının en iyi uygulama kodlarına, kanunlara ve piyasa şartlarına göre analiz edilmesi sonucu ortaya çıkan değerlendirme neticesini ifade etmektedir (Manolis, Lena, & Lukas, 2004).

Derecelendirme kuruluşlarının yaptığı analizler ve sonuçlar pay sahipleri ve yatırımcılar için mali olmayan risklere ve şirket yönetimindeki pozitif özelliklere ilişkin

bilgi vermektedirler ve böylece yatırımcıların yatırım stratejilerinde ve şirket hisse senetlerinin fiyat tahmininde yardımcı olmaktadır (Sonin, 2007:1).

Kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesi şirketlerin finansal durumlarının değerlendirilmesi olan kredi derecelendirmesinden farklı olarak; yönetim uygulamalarının kalitesini değerlendiren ve paydaşların haklarını dikkate alan bir bakış açısına sahip bir derecelendirme faaliyeti olarak adlandırmak doğru olacaktır. Çünkü kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesi niceliksel (quantitative) değil niteliksel (qualitative) esasları dikkate alan bir derecelendirme türüdür. Kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesinin niteliksel olmasının sebebi, kurumsal yönetim kavramının, nicelik olarak değil daha çok şirket yönetim süreçleri ve politikalarıyla açıklanmasıdır. Bu husus kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini kredi derecelendirmesinden ayıran başlıca özelliktir (Sandıkçıoğlu, 2005: 14).

Kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesinden faydalanan şirket dışı menfaat grupları olarak kreditorler, düzenleyici otoriteler ve finansal piyasanın katılımcıları gösterilebilir. Derecelendirme güvenilir mali piyasaların gelişimine katkıda bulunduğu gibi iç piyasaların yurtdışı piyasalarla entegre olmasına da katkı sağlamaktadır. Sonuç olarak; derecelendirme yapılan piyasalara daha fazla güven duyulmakta ve daha fazla dış kaynak girişine ortam yaratılmaktadır. Derecelendirme, borçlanma enstrümanlarını genişleterek ekonomiye önemli katkı sağlamaktadır. Şirket birleşme ve satın almalarda, şirketlerin kredi başvurularında veya borsaya hisse senedi ihracında, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi, şirket ile alakalı gerekli ve doğru verilere ulaşılmasında ve yatırımcıların doğru kararları almasına destek olmaktadır. Derecelendirme bir yandan devlet otoritelerinin gözetim ve denetim sorumluluğunu hafifletmekte ve piyasanın güvenli ve çağa uygun işleyişine imkân sağlamaktadır.

Ulusal ve uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren derecelendirme firmaları içerisinde kurumsal yönetim derecelendirme kriterleri ortak özellikler gösterenler olmakla birlikte, şirketlerin değerlendirme süreçleri farklı husus ve gözlemleri de

barındırmaktadır. Çalışmanın bu kısmında ulusal ve uluslararası piyasalarda kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan şirketler ve değerlendirme süreçleri hakkında bilgi verilmiştir.

2.3.1. Uluslararası Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirilmesi

21. yüzyıl itibariyle sermaye hareketlerinin artık ulusal değil uluslara arası sınırlar içerisinde düşünülmesi ve global yatırımcı sayısının giderek artması, şirketlerin ulusal kurumsal yönetim derecelendirme ile sınırlı kalmayıp uluslararası kabul görmüş derecelendirme kuruluşları tarafından kurumsal yönetim uyum derece notunu almaya başlamasında temel etken olmuştur. Uluslararası alanda bu konuda uzmanlaşmış önemli derecelendirme kuruluşları Tablo 2.2’de gösterilmiştir. Söz konusu bu derecelendirme kuruluşları şirketlerin faaliyette buldukları ülkenin kurumsal yönetim ilkelerine ne kadar uyum sağladıklarını ölçerek derecelendirme notu vermektedirler.

Ülke örneklerine bakıldığında; kurumsal yönetim uyum derecelendirme, raporlarda genel olarak iki şekilde yerini almaktadır. Bunlardan ilki, finansal derecelendirme kuruluşlarının şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlama derecesini tespit ederek ayrı bir not vermesi bir diğeri ise kurumsal yönetim uygulamalarını yaptıkları finansal derecelendirmenin bir alt başlığı olarak ele alarak ayrı bir derece notu tevdi etmeleri şeklindedir.

Derecelendirme kuruluşlarının kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesini bu şekilde ayrı bir not vermeyerek değerlendirmelerinin esas nedenlerinden birisi; şirketlerin finansal ve kurumsal yönetim derecelendirme çalışmalarının birbirinden ayrılmaz iki unsur olarak görmeleridir. Bununla birlikte kimi ülkelerde kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinde birden fazla kuruluşun yetkilendirilmesi ve derecelendirme faaliyetinde ortak bir ölçütün olmaması derecelendirme kurumlarının verdikleri notlar da farklılıklara yol açmaktadır (Güçlü, 2010: 69).

Derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılmakta olan kurumsal yönetim uyum derecelendirme ölçütleri iki temel yapıda gruplanabilmektedir. Bazı derecelendirme metodolojileri sadece belirli bir ülkedeki şirketlerin performanslarını incelerken, bir kısım derecelendirme metodolojileri ise birden çok ülke piyasasını kapsamaktadır. Örneğin Alman DVFA10 (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management) tarafından teşkil edilen “Scorecard for German Corporate Governance” yalnızca Almanya’da faaliyetlerini icra etmekte olan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının derecelendirilmesinde kullanılmak üzere oluşturulmuştur. Benzer bir kuruluş ve uygulama yapısı Rusya’da ve Yunanistan’da da bulunmaktadır. Bu örneklerle karşın Deminor ya da Standard&Poor’s gibi derecelendirme kuruluşları öncülüğünde birçok uluslararası piyasayı kapsayacak şekilde kurumsal yönetim uyum derecelendirme yöntemleri ortaya çıkmıştır. Örneğin Standard&Poor’s rating aralarında İngiltere, ABD, Almanya ve Japonya’nın da bulunduğu toplam 28 ülkede bulunan şirketler için kurumsal yönetim uyum derecelendirme faaliyetlerini icra etmektedir (Sandıkçıoğlu, 2005: 11).

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapılırken öncelikle olarak değerlendirmeye konu şirketin yapısı değil, şirketin faaliyette bulunduğu ülkenin incelenmesi birçok derecelendirme kuruluşu tarafından tercih edilen bir anlayıştır. Nitekim Standard&Poor’s veya Deminor Ratings gibi uluslararası piyasalarda çalışmalarını icra eden derecelendirme kuruluşları ülke bazında analiz yapmaktadırlar. Bu tarz bir çalışmada amaç, ülkenin yürürlükte olan mevzuatının, düzenlemelerinin ve kurumsal yapısının değerlendirilmesidir. Kurumsal yönetimin bir ana kavram olduğunu, altında ise birçok kıstasın dâhil olduğunu varsaydığımızda, öncelikli faktörlerin ülkeden ülkeye değişiklik göstermesi öngörülebilir bir durumdur. Bu sebeple derecelendirilecek şirket hakkında sağlıklı bir değerlendirme yapılabilmesi için, öncelikli olarak ülke bazında bir çalışmanın icra edilerek şirketin içinde bulunduğu ortamın analiz edilmesinin ardından mevzuattaki kurumsal yönetime ilişkin hükümlerin tespiti ve müteakibinde ülkedeki kurumsal yönetim ilkelerinin (varsa) incelenmesi daha doğru sonuçlar verecektir (Sandıkçıoğlu, 2005: 12).

Derecelendirme yapılırken öncelikle ölçüt olarak temel alınacak kurumsal yönetim ilkeleri tespit edilmekte, bu ilkeler listelenerek her bir gruba belirli bir ağırlık verilmektedir. Yapılan incelemelerde derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılan grupların (ana kategorilerin) birçok derecelendirme kuruluşunda birbirine benzer olduğu tespit edilmiştir. Lakin özellikle üç konu neredeyse tüm derecelendirme yöntemlerinde yer almaktadır. Bunlar (i) şirketin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusundaki tutumu, (ii) şirketin ortaklarına karşı tavrı ve ortakların hakları, (iii) şirketin yönetim kurulu yapısıdır (Sandıkçioğlu, 2005: 12). Tablo 2.2’den de anlaşılacağı üzere uluslararası derecelendirme kuruluşlarının, değerlendirme yaparken hemen hemen aynı ölçütleri dikkate alırken farklılıkları da bulunmaktadır.

Tablo 2.2: Uluslararası KYD Kuruluşları Karşılaştırma Tablosu

Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları	Ana Bölüm Sayısı	Ana Bölümler	Kriter/ Soru Sayısı	Not Skalası	Kullanılan Veriler
Standard & Poor’s	4	1. Mülkiyet etkileri 2. Pay sahibi hakları 3. Şeffaflık, denetim ve kurumsal risk yönetimi 4. Yönetim kurulunun etkinliği, stratejik süreçler ve telafi uygulamaları	39 kriter	1-10 (10 en yüksek)	Kamuya açık bilgiler ve şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerde edinilen bilgiler
Institutional Shareholder Services RiskMetrics (ISS)	4	1. Yönetim kurulu 2. Denetim 3. Ele geçirme karşıtı önlemler 4. Yönetici ücret politikaları	55 kriter 225 soru	% 1-100 (% 100 en yüksek)	Kamuya açık bilgiler
Governance Metrics	6	1. Yönetim kurulunun hesap verebilirliği 2. Finansal kamuyu aydınlatma ve şirketin iç kontrol sistemleri 3. Pay sahibi hakları 4. Makam tazminatı 5. Kontrol ve mülkiyet esaslı piyasa 6. Kurumsal davranış ve kurumsal sosyal sorumluluk	50 ana kriter Toplam, 600 kriter	1-10 (10 en yüksek)	Kamuya açık bilgiler
Crisil	7	1. Pay sahiplerine eşit işlem uygulaması 2. Pay sahiplerinin ortaklık hakları 3. Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma 4. Yönetim kurulunun kompozisyonu 5. Yönetim kurulunun işlevi 6. Yönetimin değerlendirilmesi 7. Çeşitli menfaat sahipleri için değer yaratma	Kamuya açıklanmamıştır.	1-8 (1 en yüksek)	Kamuya açık bilgiler ve şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerde edinilen bilgiler
The Corporate Library	4	1. Yönetim kurulunun kompozisyonu ve üyelerinin değişim süreçleri 2. CEO tazminatı uygulamaları 3. Ele geçirme karşıtı önlemler 4. Muhasebe konularında yönetim kurulunun bilgi seviyesi	≈ 120	“A”- “F” (“A” en yüksek)	Kamuya açık bilgiler
ICLG (CORERating)	6	1. Açıklanan bilgiler 2. Özsermaye yapısı 3. Yönetim kurulunun yapısı 4. Temel pay sahibi hakları 5. Risk değerlendirmeleri 6. Kurumsal yönetim geçmişi	Kamuya açıklanmamıştır.	1-100 (100 en yüksek)	Kamuya açık bilgiler ve şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerde edinilen bilgiler
Deminor Ratings	4	1. Ortakların hak ve yükümlülükleri 2. Ele geçirme karşıtı önlemler 3. Yönetim konusunda kamuyu aydınlatma 4. Yönetim kurulu yapısı	≈300	0-10 (10 en yüksek)	Kamuya açık bilgiler

Kaynak: Güçlü H, KY. Uyum Derecelendirmesi, Doktora Tezi, Marmara Üni., İstanbul 2010, s.71.

2.3.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirilmesi

Türkiye’de kurumsal yönetimin ortaya çıkması, gelişmesi ve yaygınlaşmasında Sermaye Piyasa Kurulu (SPK) büyük önem arz etmektedir. 2003 yılında yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri ve 2005, 2013 yılların da bu ilkelerde yapılan düzenlemeler, kurumsal yönetimin hem halka açık anonim şirketler için hem de halka açık olmaya kamu veya özel şirketler için de bir uygulama alanına imkân sağlamaktadır.

10 Aralık 2004 yılında alınan karar ile İMKB’de (yeni adıyla BİST-İstanbul) işlem gören şirketlerin bu kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu hazırlamaları zorunlu hale getirilmiştir. 12 Temmuz 2007 tarihinde ise SPK şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyini belirlemek amacıyla “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına ilişkin Esaslar Tebliği” yayınlarak derecelendirme ile ilgili düzenlemeler belirlenmiştir (Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kur. İlişkin Esaslar Tebliği, 2007: No 51).

Tebliğe göre borsaya kote olan şirketlerin derecelendirme yaptırması zorunlu hale getirilmiş ve şirketlerin derecelendirilmesi SPK’ca yetkilendirilen ve kabul edilen derecelendirme şirketleri tarafından yapılması şartı getirilmiştir. Ek olarak derecelendirme kurumları, şirket iznini almadan hakkında derecelendirme yapabilmekte fakat sonuçları kamuya açıklanmadan önce değerlendirmeye tabi tutulmuş şirketlere bilgi vermek mükellefindedir.

SPK tebliğine göre kurumsal yönetim derecelendirmeleri SPK’nın belirlediği 4 ilkeyi yani pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı ve bunların genelini değerlendirmek üzere toplam 5 nottan teşkil edilmektedir. Bahse konu ilkelerin genel derecelendirme notundaki payları da Tablo 2.3’te gösterildiği gibidir.

Tablo 2.3: KYDN Bölümleri ve Yüzdeleri

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu			
% 25	% 25	% 15	% 35
Pay Sahipleri	Kamuyu Aydınlatma	Mefaat Sahipleri	Yönetim Kurulu

Kaynak: Hakan Güçlü, Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul 2010, s.71.

Derecelendirme kuruluşu yaptığı derecelendirme sonucu her bölüm için 1’den 10’a kadar derecelendirme notu vermekte ve bu bölümlere verilen derecelendirme notu ağırlıklar ile çarpılarak sonuçlar toplanmaktadır. Ortaya çıkan rakam, derecelendirilen şirketin genel derecelendirme notunu ifade etmektedir.

SPK’ca yetkilendirilen, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapan hâlihazırda üç kuruluş bulunmaktadır. Bu kuruluşların listesi ve SPK lisans tarihleri Tablo 2.3’de gösterilmiştir. Ayrıca SPK tarafından 2002-2017 yılları arasında gerçekleştirilen lisanslama sınavlarında 2019 kişi kurumsal yönetim derecelendirme lisansı almaya hak kazanmıştır.

Tablo 2.4: Türkiye’de KYD Faaliyetiyle Yetkilendirilmiş Kuruluşlar

Kuruluş İsmi	Spk Lisans Tarihi
Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	14.12.2006
Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.	01.04.2009
JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	29.04.2010

Kaynak: SPK, Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar, www.spk.gov.tr

2.4. BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ

Bu başlıkta, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin kuruluş süreci açıklanmış ve endeksle ilgili kısa bilgiler verildikten sonra BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin temel kuralları özetlenmiştir.

2.4.1. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi

Kurumsal Yönetim ilkelerinin, Temmuz 2003 yılında yayınlanmasına karşın, 2003 yılı sonuna gelindiğinde halka açık şirketlerden bu ilkelere uyacağını veyahut uymayı planladığını beyan eden herhangi bir şirketin bulunmaması üzerine SPK, mevzuatta şirketlerin ilkeleri uygulamalarını teşvik edici özellikte birtakım değişikliklerin yapılmasının faydalı olacağını düşünmüştür. Bunun üzerine 12.12.2003 tarihli toplantısında, kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak;

- İMKB (BİST) dâhilinde ayrı bir endeks teşkil edilmesi,
- Teşkil edilecek endekse dâhil olma hususunda istekli olan şirketlere Derecelendirme Tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma zorunluluğunun getirilmesi,
- Teşkil edilecek endekse girmeye hak kazanan şirketlere, İMKB’de işlem göre şirketlerden her yıl alınan kotta kalma ücretleri bakımından birtakım indirimler uygulanması,
- Endeks esaslarının tespiti hususunda uygulanacak metodoloji konularını kapsayacak şekilde bir çalışma icra edilerek neticelerinin İMKB’ye bildirilmesine karar kılınmıştır.

SPK’nın 7 Şubat 2005 tarihindeki toplantısında kurumsal yönetim ilkelerinde birtakım düzenleme ve eklemeler yapılması ve ayrıca BİST Kurumsal Yönetim Endeksinin kurulması hususunda karar kılınmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları tarafından, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin değerlendirilmesi sonunda verilmektedir. Bu bağlamda, Borsa İstanbul Yönetim Kurulu’nun 23 Şubat 2005 tarihinde yaptığı

toplantı neticesinde; Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni uygulayan şirketlerin dâhil olacağı BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin, KYDN 10 üzerinden en az 7 olan 5 şirketin Borsa’ya bildirilmesi durumunda Borsa Günlük Bülteni’nde yapılan duyurudan bir hafta sonra hesaplanmaya başlanması kararı alınmıştır. Bu düzenlemelerle birlikte 31.08.2007 tarihinde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlanmış olup başlangıç değeri 48.082,17’dir (Toraman ve Abdioğlu, 2008: 96-109). Tablo 2.5’te BİST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketler gösterilmiştir.

Tablo 2.5: Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler

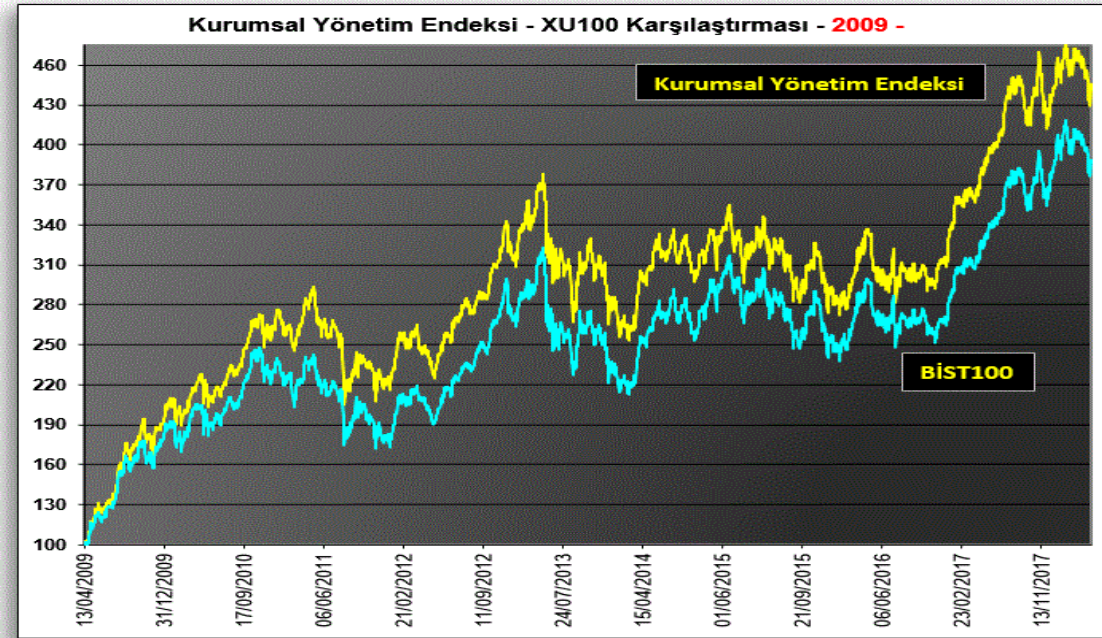
SIRA NO	FİRMA İSMİ	
1	Ag Anadolu Grubu A.Ş.	27 İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
2	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	28 İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.
3	Akmerkez	29 Lider Faktoring
4	Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	30 Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
5	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	31 Migros
6	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	32 Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.
7	Anadolu Sigorta	33 Park Elektrik A.Ş.
8	Arçelik A.Ş.	34 Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.
9	Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.	35 Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
10	Aygaz A.Ş.	36 Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.
11	Coca Cola İçecek A.Ş.	37 Şekerbank
12	Creditwest Faktoring A.Ş.	38 TAT Gıda
13	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	39 TAV Havalimanları Holding A.Ş.
14	Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	40 Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
15	Doğuş Otomotiv	41 Turcas Petrol A.Ş.
16	ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.	42 Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
17	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	43 Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri
18	Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş.	44 Türk Telekomünikasyon A.Ş.
19	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	45 Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
20	Global Yatırım Holding A.Ş.	46 Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
21	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	47 Türkiye Halk Bankası A.Ş.
22	Hürriyet	48 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB)
23	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	49 Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
24	İhlas Holding	50 Vestel Elektronik
25	İş Finansal Kiralama A.Ş.	51 Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
26	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu, www.kap.org.tr (erişim tarihi: 03.08.2018).

Borsa İstanbul tarafından teşkil edilen Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kurallarının değerlendirildiği SPK’nın 07 Şubat 2005 tarihli toplantısında; şirketlerin “BİST Kurumsal Yönetim Endeksi”ne dahil olabilmeleri için “BİST Yönetim Endeksi

Temel Kuralları” ile 5 olması planlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 7 olarak değiştirilmesinin uygun olacağı hususunda Borsa İstanbul Başkanlığı’na görüş beyan edilmesine, Borsa İstanbul’un borsa kotunda bulunan hisse senetlerinin toplam nominal tutarı üzerinden hesaplanan kotta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibariyle BİST Kurumsal Yönetim Endeksi dahilinde işlem göre şirketler için kotta kalma veya kayıta kalma ücretlerinde %50 indirim uygulanması hususunda kotasyon ücretleri tarifesinde değişiklik yapılması hakkındaki önerisinin onaylanmasına, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde bölümler itibariyle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık için %35, pay sahipleri için %25, yönetim kurulu için %25 ve menfaat sahipleri için %15 olarak tespitine ve derecelendirme sonuçlarının bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile dört ana bölüm itibariyle ayrı ayrı olmak üzere ağırlıkları ile birlikte kamunun açık bir şekilde aydınlatılmasına karar verilmiştir (Sandıkçioğlu, 2005: 22-23). Daha sonra bu oranlar, pay Sahipleri %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık %25, menfaat sahipleri %15 ve yönetim kurulu %35 olacak şekilde değiştirilmiştir.

Tablo 2.6: Kurumsal Yönetim Endeksi ile BİST-100 Endeksi Karşılaştırması 13.04.2009-13.11.2017



Kaynak: <http://www.saharating.com/~saharati/BİST-kurumsal-yonetim-endeksi/> (erişim tarihi: 04.08.2018).

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, 31 Ağustos 2007 tarihinde hesaplanmaya başlandığında endeks kapsamında 5 şirket bulunmaktaydı, bugün ise endeks kapsamında 51 şirket bulunmakta olup 03 Ağustos 2018 itibariyle endeks 84.750 değerindedir. 2009 yılı başından 2017 yılı sonuna kadar geçen zaman içinde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, %444 artışa sahip olurken, BİST 100 Endeksi %387 artış göstermiştir. Aşağıdaki Tablo 2.6’da iki endeks arasındaki performans farkını göstermektedir.

2.4.2. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları

Kurumsal yönetim endeksinin temel kuralları, BİST İstanbul Endeks ve Veri Bölümü tarafından Kasım 2016 tarihinde yayınlamış olduğu bir mevzuatla tanımlanmıştır. Buna göre;

- Şirketlerin paylarının Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına dâhil olabilmesi için gereken en düşük KYDN 10 üzerinden 7, her bir ana başlık içinse 10 üzerinden 6,5 olarak tespit edilmiştir. Şirketler her ne kadar mevzuat da onluk sistem baz alınarak endekse dahil edilse de kamuoyunda notlara yüzlük sistemde karşılaşmak daha olasıdır. Bu yüzden çalışmamızın uygulama kısmında veriler yüzlük sisteme göre dâhil edilmiş (3.5.2 Veriler, bknz. syf. 71) olup notlar, açıklamalar ve analizler yüzlük sistem üzerinden yapılmıştır.

- Derecelendirme notunun derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talebi doğrultusunda tespit edilmesi ve yıllık olarak güncellenmesi zorunludur.

- Birden çok derecelendirme kuruluşundan alınan derecelendirme notlarından en son bildirilen derecelendirme notu dikkate alınacak olup bu derecelendirme kuruluşlarından herhangi birisinin derecelendirme sözleşmesi herhangi bir nedenle sona erdiği takdirde veya derecelendirme kuruluşunun SPK tarafından “Derecelendirme Kuruluşları Listesi” kapsamında çıkartılması durumunda diğer derecelendirme kuruluşu tarafından verilmiş not esas alınacaktır.

- Asgari derecelendirme notu koşulunu taşıyan şirketlerin payları, derecelendirme notunun KAP'ta yayımlandığı günü takip eden iş gününde endekse dâhil edilir. (KAP'ta yarım günlerde saat 12:00 diğer günlerde saat 16:30'dan sonra yayımlanan bildirimler bir sonraki iş günü yayımlanmış kabul edilir.)

Ayrıca BİST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki paylar;

- KAP'ta ilan edilen güncel derecelendirme notunun asgari derecelendirme notundan düşük olması,

- Derecelendirme sözleşmesinin bir nedenle dolayı sona erdiği bilgisinin KAP'ta yayımlanması,

- Derecelendirme kuruluşunun SPK'nın "Derecelendirme Kuruluşları Listesi" kapsamında çıkarıldığı bilgisinin KAP'ta yayımlanması,

- Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığı hususunda doğacak bir itilafın KAP'ta ilanı müteakibinde ilgili bildirim KAP'ta yayımlandığı günü,

- Derecelendirme notunun, verildiği tarihten sonraki 1 yıllık dönem sonu itibariyle güncellendiğine ilişkin bildirim KAP'ta yayımlanmaması,

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİST-100'DE BULUNAN YÜKSEK KURUMSAL YÖNETİM DERECESİNE SAHİP ŞİRKETLERİN HİSSE PERFORMANSI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

3.1. LİTERATÜR TARAMASI

Soğuk savaş döneminin sona ermesi ile dünyada küreselleşme olgusu hızla ivme kazanmıştır. Bunun sonucunda artan uluslararası ekonomik faaliyetler, uluslararası şirketlerin varlığını kalıcı ve vazgeçilmez bir hale getirmiştir. Ayrıca 20'inci yüzyıl sonları ve 21'inci yüzyıl başlarında, dünya finans tarihinde gerçekleşen şirket skandalları ve kötü yönetim performansları, kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Kurumsal yönetime geçiş için dünyada ve Türkiye'de yapılan çalışmalar son çeyrek yüzyılda artış göstermiştir. Dünyada, hisse senedi performansı ve kurumsal yönetim ilişkisi üzerine yapılan çalışmalarda ülke ve piyasa şartlarına göre farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu durumun en temel nedeni "kurumsal yönetim" uygulamalarının ülkeden ülkeye değişiklik göstermesi ve hisse senetleri üzerinde yapılan kurumsal yönetim derecelendirmelerinde henüz uluslararası bir standartın sağlanamamasıdır. Bu başlıkta ulusal ve uluslararası çalışmalar özetlenmiştir.

3.1.1. Uluslararası Alanda Yapılan Çalışmalar

Schillhofer, Drobetz ve Zimmermann (2003), Almanya'da faaliyet gösteren şirketler için belirlemiş oldukları esaslar doğrultusunda kurumsal yönetim

derecelendirme notları geliştirmiş ve derecelendirme notları ile şirket değerleri arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışmanın sonucunda, araştırmalarına konu olarak alınan yıllarda yatırım stratejisi olarak derecelendirme notu daha yüksek olan şirketlerin hisse senetlerinin satın alınması, daha düşük derecelendirme notuna sahip olan şirket hisse senetlerinin ise satılması halinde, elde edilen kazancın %12 civarında olacağını tespit etmişlerdir.

Metrick, Gompers ve Ishii (2003); çalışmalarında 1990’lı yıllar boyunca 1500 şirket için 24 değişkenli bir “Kurumsal Yönetim Endeksi” teşkil etmişler ve kurumsal yönetim derecesi düşük olan şirketlerin hisse senetlerini satın, yüksek olan şirket hisse senetlerini satın alan bir yatırımcı stratejisinin % 8.5 kadar piyasa üstü getiri elde ettiklerini hesaplanmışlardır. Ayrıca kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin, daha yüksek kâr ve büyüme oranı ile daha yüksek şirket değerine sahip olduklarını tespit etmişlerdir (Gompers, Ishii, Metrick, 2003: 108).

Bauer vd. (2008), çalışmasında Japon firmaları üzerinde kurumsal yönetim standartlarının tamamının firma performansı üzerine etkisinin olmadığını sonucuna ulaşmış olup yatırımcıların hakları, finansal şeffaflık ve hisse senedi fiyatları üzerine etkisinin olduğunu tespit etmiştir.

Brown ve Caylor (2004) alışmalarında, şirketlerin KYDN’sini 8 ana başlık altında 51 faktör üzerinde sınıflandırmıştır. Bu ana başlıklar; şirketin ileri uygulama modelleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilere ödenecek tazminatlar, yönetim kurulu, pay sahipliği, yöneticilerin eğitimi, sözleşme ve şirket içi düzenlemeler, denetim ve şirketin mevcut durumudur. Bu kriterler doğrultusunda 2327 şirketin kurumsal yönetim notlarını çıkarmak suretiyle notlarını tespit ettikleri bu şirketlerin, finansal performans verilerini, şirketlerin piyasa değerlerini ve hisse senedi sahiplerine yapmış oldukları kar dağıtımları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. alışmalarının sonucunda, KYDN yüksek olan şirketlerin piyasa değerinin daha yüksek, daha kârlı ve pay sahiplerine temettü olarak daha fazla ödeme gerçekleştiren şirketler olduğu anlaşılmıştır.

Ping (2008), 2002-2005 yıllarında Hong Kong'da bulunan büyük şirketler ile 2004-2006 yılları arasında Çin borsasında faaliyet gösteren en büyük 100 şirketin kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini ölçmek amacıyla bir endeks teşkil etmiştir. Bu çalışmanın sonucunda Hong Kong'da ve Çin'de bulunan firmaların kurumsal yönetim uygulamaları alanında yıllar içinde pozitif yönlü bir ilerleme kaydettiklerini ve Hong Kong'da bulunan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket performansları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin bulunduğu sonucuna varmıştır. Çin'de bulunan şirketlerin ise piyasa değerleri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir.

Zheka (2006), Ukrayna'da halka açık 5.000'den fazla şirketin, 2000-2002 yıllarını içine alan verileri kullanarak, kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendiren endeksler teşkil etmiştir. Endeksler; şeffaflık ve kamuya bilgi verme, pay sahiplerinin hakları, yönetim kurullarının yapısı ve pay sahipleriyle yapılan sözleşmeleri kapsamaktadır. Çalışmaya konu kurumsal yönetim uygulamalarını içine alan bu endekste meydana gelen bir birimlik artışın, şirket performansı üzerinde 0,5 birimlik bir etki gösterdiği sonucuna ulaşmıştır. Bununla birlikte yönetim kurulu başkanının bağımsız olmasının şirket performansı üzerinde olumsuz etki yarattığını bulgulamış ve yönetim kurulu üyelerinin yapısı, pay sahiplerinin hakları, şeffaflık ve kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansı üzerinde önemli etkilerinin olduğu ortaya koymuştur.

Gompel (2011), finansal krizleri içine alan 1998-2002 yılları arasındaki dönemi kapsayan bir akademik araştırma icra etmiştir. Araştırma neticesinde; finansal krizlerin olduğu ve piyasalarda negatif yönlü davranışlar sergilediği periyotlarda, iyi kurumsal yönetim uygulamalarını özümsemiş şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılması, kurumsal yönetim uygulamalarını zayıf uygulayan şirketlere yatırım yapılmaması neticesinde yatırımcıların daha fazla getiri elde edecekleri noktasında herhangi bir anlamlı istatistikî veri ortaya konamamıştır.

Humera, Khatab ve diğerkleri (2011), Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 20 Şirketin 2005-2009 yıllarında kurumsal yönetim uygulamaları ile Şirket performansları arasında ilişkiyi konu almışlardır. Çalışma neticesinde; iyi kurumsal yönetim uygulamalarını yürüten Şirketlerin, kurumsal yönetim uygulamalarını etkin uygulamayan veya benimsemeyen Şirketlere göre daha iyi finansal performans gösterdikleri tespit etmişlerdir.

Ueng (2015), çalışmasında kurumsal yönetim uygulanma düzeyi ve firma performansı arasındaki ilişkiyi konu almıştır. Yapılan araştırmanın sonucunda, sadece kurumsal yönetim uygulamalarını en iyi şekilde benimseyen firmaların performansının daha iyi olduğu tespit edilmiştir.

Wei, Bae ve Lim (2006), gelişmekte olan ÷lke piyasalarında işlem gören 14.000'den fazla Şirketin hisse senedi getiri performansına ait verileri baz alarak yaptıkları çalışma neticesinde, etkisiz kurumsal yönetim uygulamalarının olduğu piyasa koŐullarında, hisse senedi getirilerinin negatif doğrultuda hareket ettiğini tespit etmişlerdir.

Jia ve Lian (2013), Çin'de işlem gören 114 firmanın, 2006-2007 dönemlerinde, Şirket performansı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi konu almışlardır. Çalışma neticesinde yöneticilere ödenen ücretler, yönetim kurulunun yapısı ve yöneticilerin Şirkette sahip oldukları hisse yüzdelerinin Şirket performansı üzerinde kayda değer etkileri olduğunu ortaya koymıŐlardır.

Younas ve diğerkleri (2013), 2006-2010 dönemlerinde borsaya kote edilmiş 52 Őirkete ait verileri baz alarak Karaçi Menkul Kıymetler Borsası'nda, önceki yıl Şirket performanslarını ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Denetime yapılan harcamalar, yönetim kurulunun yapısı, yöneticilerin ikiliği, kurumsal yönetimin değişkenleri olarak belirlenmiştir. Çalışma neticesinde; önceki yıl firma performansı ile

denetime yapılan harcamalar negatif, yönetim kurulu yapısı ile pozitif ilişki içinde olduğu tespit edilmiştir.

Din ve Cheema (2014), Pakistan çimento sektöründe faaliyetlerini yürüten firmaların hisse getiri performansı ile kurumsal yönetimleri arasındaki ilişkisini incelemişlerdir. CEO ikiliği, yönetim kurulu yapısının büyüklüğü, aile şirketleri gibi etkenlerin dâhil edildiği çalışmada, CEO ikiliğinin olması ve aile şirketi yapısında olup olmamanın şirket performansları üzerinde olumsuz etkide bulunduğu ve hisse senedi getirilerini azalttığı ortaya konulmuştur. Ayrıca çalışma sonucunda, yönetim kurulu yapısının büyük olmasının şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı ifade edilmiştir.

Aggarwal (2013), S&P CNX Nifty 50 endeksinde işlem gören 20 firma dâhilinde yaptığı analizde, şirket performansı üzerinde kurumsal yönetim uygulamalarının etkilerini konu almıştır. 2010-2012 yılları arası için birtakım veriler; t testi, f testi, regresyon ve korelasyon analizleri kullanılarak incelenmiştir. Sonuç olarak; firma büyüklükleri göz önünde tutularak, kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansı üzerinde olumlu bir etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

Guenster ve Bauer (2003) tarafından FTSE Euroto 300 endeksinde işlem gören şirketler üzerinde yapılan bir çalışmada ise, şirketlerin Deminor Ratings tarafından verilen kurumsal yönetim uyum notları baz tutulmuştur. Çalışma için teşkil olan portföyde, kurumsal yönetim uyum notları yüksek firmalarda uzun pozisyon (alım), kurumsal yönetim uyum dereceleri düşük firmalarda ise kısa pozisyon (satım) işlemleri gerçekleştirilmiştir. Şirketlerin kurumsal yönetim uyum notları ile hisse senedi performanslarının karşılaştırılması sonucunda, kurumsal yönetim uyum notları yüksek olan firmaların hisse senedi performanslarının kurumsal yönetim uyum notları düşük olan firmalara göre yıllık %2.97 daha fazla olduğu bulgulanmıştır. Bu sonuca ek olarak; şirketlerin Deminor Ratings tarafından verilen kurumsal yönetim uyum notlarındaki

%1'lik bir artışın şirket varlıklarının piyasa değerlerinin yerine koyma değerlerine oranında %0.14'lük bir artışa tekabül ettiği ifade edilmiştir.

Özetle; kurumsal yönetim derecelendirmesi ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok uluslararası çalışma bulunmaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi fiyat getiri performansına etkisinin incelendiği çalışmalarda sonuçların farklılık arz ettiği görülmektedir. Bu çalışmaların bir kısmı, Tablo 3.1'de sunulmuştur.

Tablo 3.1: Kurumsal Yönetim Düzeyleri İle Performans İlişkisini Ölçen Çalışmalar

Çalışma	- Çalışmanın Kapsadığı Dönem -İncelenen Şirket Sayısı -Yapıldığı Ülke	Kurumsal Yönetim Kriteri	Performans Kriteri	Uygulanan Yöntem	Kurumsal Yönetim Performans İlişkisi
Gompers, Ishii ve Metrick (2003)	1998-2002 1500 ABD	Kurumsal yönetim endeksi	Defter değeri/piyasa değeri-Firma ölçeği hisse senedi fiyatı- Tobin's Q- Temettü getirisi-Karlılık- Piyasa Getirisi	Korelasyon - Regresyon	Pozitif
Hiraki, Inoue, İto, Kuroki, ve Masuda (2003)	1985-1998 595 Japonya	Kurum İçi Hisse Sahipliği- Temel Finansör- Yönetici Hisse Sahipliği	Tobin's Q	Regresyon	Pozitif

Renneboog (2000)	1989-1994 165 Belçika	Yönetim Kurulu Kompozisyonu- Sahiplik Kategorisine Göre Hisse Satın Alımları-Sahiplik Yoğunlaşması	Düzeltilmiş Getiri Vergi Sonrası Karlılık Değişimleri Öz sermaye Karlılığı- Aktif Karlılığı Temettü Değişimleri Öz sermaye Karlılığı değişimleri Öz sermayeye özgü Nakit Akımlarındaki Değişkenlik-Nakit Akım Marjı Değişimleri	Regresyon	Pozitif
Hilmerberg, Hubbard ve Palia (1999)	1982-1992 330 Combustat Dahilindeki Ülkeler	Yönetimsel Sahiplik	Tobin's Q	Regresyon	İlişki Tespit Edilemedi.
Bianco ve Casavola (1999)	1992-1997 650 İtalya	Pramitsel Grup Elemanlığı Kontrol İstikrarı	Satışların Karlılığı Öz sermaye Karlılığı	Regresyon	İlişki Tespit Edilemedi.
Boubakri, Cosset ve Guedhami (2003)	1980-1997 50 10 farklı ülke	Kurumsal yönetim endeksi	Satışların Karlılığı Öz sermaye karlılığı Aktif Karlılığı-Satış etkinliği-Rasyosu- Sermaye Harcamalarının Satışlara Oranı-Net Karlılık etkinliği rasyosu-Sermaye Harcamalarının Satışlara Oranı	Tek Değişkenli ve Çok değişkenli analizler	Pozitif

Bhagat ve Black (2000)	1985-1995 928 ABD	Bağımsız Yöneticiler	Birikimli Düzeltilmiş Getiri- Tobin's Q	Regresyon Korelasyon	Çok Yönlü Olmayan Negatif
Black, Hansung ve Woochan (2002)	2001 540 Kore	Endeks	Tobin's Q-Piyasa Değeri/Defter Değeri- Birikimli Düzeltilmiş Getiri	Regresyon-Varyans Analizi	Güçlü Pozitif
Yermack (1996)	1991-1994 840 ABD	Yönetim Kurulu Üye Sayısı	Tobin's Q-Varlık Karlılığı	Regresyon Korelasyon	Negatif
Klapper ve Love (2003)	2000 374 14 Farklı ülke	Kurumsal Yönetim Endeksi	Tobin's Q-Aktif Karlılığı	Regresyon-Korelasyon	Pozitif
Joh(2003)	1993-1997 5829 Kore	Sahiplik Hakları ve Kontrol Hakları Arasındaki Fark	Olağan Kar/Varlıklar- Net Kar/Varlıklar	Regresyon	Pozitif
Hutchinson ve Gul (2003)	1998-1999 437 Avusturya	Yönetici Hisse sahipliği/Halka açık toplam hisse senedi sayısı- Yöneticilerin atanması	Özsermaye Karlılığı	Regresyon	Pozitif
Mitton (2002)	1997-1998 398 4 farklı ülke	Kamuyu Aydınlatmanın Kalitesi- Sahiplik Yoğunlaşması Kurumsal Çeşitlilik	Hisse Senedi getirisi	Regresyon	Pozitif
Bohren ve Odegaard (2003)	1989-1987 214 Norveç	Sahiplik Yoğunlaşması İçsel Sahiplik Sahip türleri Yönetim Kurulu Yapısı	Tobin's Q- Aktif Karlılığı-Satışların Karlılığı	Regresyon	Pozitif

Kaynak: Osman GÜRBÜZ, Yakup ERGİNCAN, "Dünyada ve Türkiye'de Kurumsal Yönetim Düzeyinin ve Şirket Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi", Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü & Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu, İstanbul, 27-28 Mayıs 2004.

3.1.2. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Gelişmekte olan ülkelere kıyasla ülkemizde kurumsal yönetim alanındaki akademik çalışmalar oldukça düşük düzeydedir. Aşağıda yazılı çalışmalar Türkiye’de yapılan başlıca kurumsal yönetim çalışmaları örnekleridir.

Sakarya (2011), çalışmasında Borsa İstanbul’a kote ve 2009 yılında ilk defe yeterli KYDN olarak Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksine giren şirketlerin derecelendirme notunun ilanı ve hisse performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Analizinde araştırmaya konu 11 şirketi incelemiş olup olay çalışması yöntemini kullanmıştır. Analizi sonucunda, şirketlerin KYDN ilan edilmesi sonrasında borsa getirileri arasında olumlu bir ilişkinin varlığını tespit etmiş olup bu durumun, piyasanın yarı güçlü formda bile etkin olmadığına önemli bir göstergesi olduğunu ifade etmiştir.

Yavuz ve diğerleri (2015), çalışmalarında 2012-2013 dönemlerinde ilk defa KYDN alan ve Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksine dâhil olunan 11 şirketin endekse alınma tarihi ile bu tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasında oluşan anormal getirilerinin varlığını konu almışlardır. Bu ilişkiyi test etmek amacıyla çeşitli hipotezler geliştirmişlerdir. Analizlerinde Olay çalışması yöntemi kullanılmış olup elde edilen verilere göre, endekse alınma tarihinden önceki 10 gün ile sonraki 10 gün içinde meydana gelen anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı bir seyir izlememiştir. Kimi günler negatif anormal getiri gözlemlenmişken, kimi günler pozitif anormal getiri gözlemlenmiştir.

Karan ve diğerleri (2013), çalışmalarında olay çalışması yöntemini kullanmış olup Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören şirketlerin hisse senedi getirisi ve şirket performansı ile kurumsal yönetim endeksine tabi olmanın hisse senedi getirisi üzerine etkileri konu alınmıştır. Çalışma neticesinde Borsa İstanbul’daki şirketlerin, Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olması haberinin yayınlanması sonrasında hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kula ve Baykut (2014), çalışmalarında Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören 47 şirketin, 2013 yılının üçüncü çeyrek verilerini kullanmak suretiyle, KYDN ile piyasa değeri arasındaki ilişki araştırmışlardır. Analiz yöntemi olarak da yatay-kesit regresyon modelini kullanmışlardır. Analizlerinde kurumsal yönetim derecelendirme notları ile birlikte bağımsız değişken olarak kârlılık, özsermaye büyüklüğü ve sektörel ayırım da dâhil etmişlerdir. Çalışma neticesinde kurumsal yönetim derecelendirme notları, kârlılık ve sektörel ayırım ile şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif anlamlı ilişki; piyasa değeri büyüklüğü ve öz sermaye arasında ise negatif anlamlı bir ilişki tespit etmişlerdir.

Ege ve diğerleri (2013), Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 18 firmanın 2009-2011 mali dönemleri arasındaki finansal tablolarından veriler kullanmak suretiyle kurumsal yönetim endeksine tabi olmanın firma performansları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Çalışmada TOPSİS yöntemi kullanılmış olup kurumsal yönetim endeksi notları ile şirketlerin finansal performansı üzerinde olumlu bir ilişkinin bulunmadığı ifade edilmiştir.

Ersoy ve diğerleri (2011), çalışmalarında BİST-100 Endeksinde işlem gören 51 firmanın 1998-2007 dönemlerinde firma performansı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi Panel Lojistik Regresyon modellemesi kullanmak suretiyle incelemişlerdir. Çalışma neticesinde; yönetim kurulu yapısı, CEO ikiliği ve şirket mülkiyetinin dağılımının şirket performansını pozitif yönde etkilediği, yabancı yatırımcı sahipliğinin artmasının da benzer şekilde şirket performansını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yenice ve Dölen (2013), çalışmalarında 2007-2011 yılları arasındaki Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören firmaların, KYDN ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Analiz yöntemi olarak t-testi ve Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları Testi kullanılmıştır. Çalışma neticesinde kurumsal yönetim

ilkelerini uygulayan şirketlerin hisse senedi değerleri arasında pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Karamustafa ve diğerleri (2009), Ağustos 2008 itibarıyla hesaplanmaya başlanan kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmaların, endeks kapsamı öncesi dönemlere göre hisse senedi getirileri üstünde bir değişimin olup olmadığını tespit etmek amacıyla bir çalışma icra etmişlerdir. Çalışma neticesinde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi dâhilinde bulunan şirketlerin, hisse senedi performanslarında endekse giriş tarihinden sonra düşük yoğunlukta bir artış yaşandığı gözlemlenmiştir.

Saldanlı (2012), çalışmasında Eylül 2007 - Eylül 2010 dönemleri içinde Borsa İstanbul Ulusal 30, Ulusal 50, Ulusal 100 içerisinde işlem gören firmaların kurumsal yönetim notu ile şirket performansları arasındaki ilişkinin varlığı konu alınmıştır. Değerlendirme sırasında yararlanılan veriler günlük ölçekte kullanılmıştır. Araştırma dönemdeki performanslar; Jensen performans endeksi, Sortino oranı, Sharpe oranı, ve Treynor oranı bakımından da incelenmiş olup, her bir kıstas için endeks performans sıralaması ortaya konulmuştur. Yapılan çalışmanın neticesinde, kurumsal yönetim anlayışında ortaya konacak gelişmeler ve uygulamada yapılacak mevzuat değişikliklerinin zamanla kurumsal yönetim endeksinin performansına olumlu katkılar yapacağı ifade edilmiştir.

Zengin (2014), çalışmasında Borsa İstanbul 'da 2008-2013 dönemi içerisinde işlem gören 35 firmayı incelemiştir. Çalışmanın değişkenleri olarak 35 şirketin ilgili dönemlerde gelir ve bilanço tablolarından elde edilen veriler ile kurumsal yönetim uygulamasına ait değişkenler konu alınmıştır. Bağımlı değişken olarak ise Tobin q değişkeni kullanılmıştır. Çalışma neticesinde toplam net temettü oranı, borç/özsermaye oranı, fiyat/kazanç oranı, yabancı ortak oranı ile Tobin q oranı arasında pozitif bir ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur.

Okur (2014), Türkiye’de borsaya kote ve üretim yapan şirketlerin, kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirileri üzerinde pozitif bir etkisinin olup olmadığı araştırmış olup şirketlerin uygulamaya koydukları kurumsal yönetim düzenlemelerinin hisse senedi performansı üzerinde pozitif bir etkisinin bulunmadığını sonucunda ulaşımıştır.

Büyükdere (2015), çalışmasında Borsa İstanbul’da işlem gören farklı sektörlerden 180 şirketin 2009-2012 dönemleri verilerini kullanmak suretiyle kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi konu almıştır. Firma performansının göstergesi olarak firmaların elde etmiş olduğu kârlılık verilerini almış olup kurumsal yönetim göstergesi olarak ise dualite (CEO ikiliği), yönetim kurulu üye sayıları ve kurumsal sahiplik dâhil edilmiştir. Yöntem olarak ise korelasyon ve regresyon analizlerinden faydalanılmıştır. Korelasyon analizinin sonuçları incelendiğinde kurumsal sahiplik, karlılık ile yönetim kurulu üye sayıları arasında pozitif, dualite (CEO ikiliği) arasında negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Regresyon analizi sonuçları incelendiğinde ise yönetim kurulu üye sayısı ve kurumsal sahiplik ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki elde edilirken, karlılık ile dualite (CEO ikiliği) arasında negatif bir ilişkinin varlığı sonucuna ulaşımıştır.

Doğan (2015), çalışmasında Borsa İstanbul’da 2002-2012 dönemleri içerisinde kesintisiz olarak işlem gören 136 imalat sanayi şirketinin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansları üzerinde etkilerini konu almıştır. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamaları olarak, işletmelerin sahiplik yapıları ve yönetim kurulu yapısı değişken olarak kullanılmıştır. Performans kıstasları olarak ise piyasa esaslı performans verileri, finansal başarısızlık verilerine ve muhasebe verilerine yer verilmiştir. Çalışmada yöntem olarak Beck-Katz tarafından geliştirilen dirençli tahmin yöntemi ve panel veri analizi kullanılmıştır. Çalışma neticesinde kadın yönetim kurulu üye sayılarının çokluğu ve yönetim kurulu büyüklüğü ile şirket performansı üzerinde pozitif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte yabancı yatırımcının seviyesinin artması ve CEO ikiliği Tobin q değerini artırdığı sonucuna ulaşılmıştır.

Erdoğan (2015), çalışmasında 2007-2013 dönemleri arasındaki BİST 100 endeksinde işlem gören 350 firmanın kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmasında eğilim skoru eşleşme yöntemi, regresyon analizleri ve panel veri analizi uygulamıştır. Çalışma neticesinde, şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olmasının şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Aghabaki (2014), çalışmasında 2008-2012 dönemi içerisinde BİST’te işlem gören şirketlere ait verileri baz almış olup; şirketlerin kurumsal yönetim notu ile öz kaynak, net kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Regresyon yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada, şirketlerin büyüklüğü ve firma kaldıraç oranlarının ise firma değeri üzerinde olumlu bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Özetle; Türkiye özelinde yapılan çalışmalarda çoğunlukla hisse senedi getirisi ve kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişki incelenmiş olup sonuçların tutarlılık arz etmediği anlaşılmaktadır. İlaveten Türkiye’de konuyu ekonometrik modelleme ve sayısal yönden inceleyen akademik çalışmalar gelişmekte olan ülkelere nazarında oldukça düşük düzeydedir.

3.2. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmanın amacı; (i) Borsa İstanbul’a kote, kurumsal yönetim uygulamalarını istikrarlı ve en uzun süre uygulayan firmaların, güncel verilerini kullanarak hisse senedi getirisi ve diğer finansal performans değişkenleri ile ilişkilerini araştırmak, (ii) ülkemizde “kurumsal yönetim” kavramı ile ilgili yapılan akademik çalışmalara ekonometrik analiz ve sayısal yönden katkı sunmaktır.

3.3 ARAŞTIRMANIN KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI

Borsa İstanbul'da Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup; endekste Mayıs 2018 itibariyle, toplamda 51 hisse senedi bulunmaktadır. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, payları Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 (100) üzerinden en az 7 (70), her bir ana başlık itibarıyla 10 (100) üzerinden en az 6.5 (65) olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının değerlendirilebilmesi maksadıyla teşkil edilmiştir. Ancak bu haliyle kurumsal yönetim endeksi, yatırımcıların hisse senedi seçimi yaparken kurumsal yönetim uyum notu, finansal performans gibi bir gösterge olarak kabul edebilmesi açısından yetersiz kalmaktadır. Çünkü bu endekste 6.5-8.99 (65-89.9) yönetim derecesine sahip şirketler, SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerine tam anlamıyla uyum sağlamadığı belirtilmiştir.

Şirketler her ne kadar mevzuat da onluk sistem baz alınarak endekse dahil edilse de kamuoyunda notlara yüzlük sistemde karşılaşmak daha olasıdır. Bu yüzden çalışmamızın uygulama kısmında KYDN'ye ait veriler yüzlük sisteme göre dâhil edilmiş olup uygulama boyunca notlar, açıklamalar ve analizler yüzlük sistem üzerinden yapılmıştır.

Çalışmada, Borsa İstanbul-100 endeksinde dâhil olan şirketler incelenerek kurumsal yönetim ilkelerine en üst seviyede ve en uzun süre uyum sağlayan şirketler ile sağlamayan şirketlerin karşılaştırılması yapılacaktır. Elbette ki BİST-100 şirketlerinin hemen hemen hepsi kurumsal yönetim konusunu ve uygulamalarını dikkate almaktadır. Ancak SPK ve Borsa İstanbul kuralları gereği şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum tespiti yetkili derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmakta ve yıllık olarak bir derecelendirme notu verilmektedir. Bundan hareketle, çalışmada BİST-100 endeksine kote ve 01.01.2015- 31.12.2017 yılları arasında en yüksek kurumsal yönetim derecesine (100 üzerinden 90-100 puan) sahip firmalar ile bu şartları taşımayan Borsa İstanbul-100 firmalarının hisse senedi fiyat performansı ilişkisi ele alınmıştır. Başka bir deyişle bu

çalışma, 3 yıl boyunca kurumsal yönetim derecelendirmesi olarak 90 ile 100 aralığında puan alan şirketlerin fiyat getirisinin BİST-100 endeksine dâhil diğer şirketlerin performansından daha iyi olup olmadığı incelenmiştir.

Bu sebeple, bu çalışma; aynı zaman diliminde, en yüksek not grubuna (90-100 puan) ve en uzun süre sahip şirketlerin oluşturduğu hisse fiyat performansı ile diğer BİST-100 şirketlerin hisse fiyat performansını karşılaştıracak olup, temel analiz yöntemine göre Türkiye Cumhuriyeti hisse senedi piyasalarında, uzun vadeli yatırım yapan bireysel ve kurumsal hisse senedi yatırımcıları için hisse senedi seçimi yaparken finansal performansın yanında kurumsal yönetim uyum notunun da dikkate alıp almamaları hakkında bir veri sunacaktır. İlâveten, mevcut çalışmada sadece KYDN'ye sahip olan şirketlere odaklanılıp, KYDN'deki artışın doğrudan hisse senedi fiyat performansında bir artışa neden olup olmadığı da test edilecektir. Eğer böyle bir etki varsa, yatırımcının bu etkinin boyutunu anlaması da ayrı bir önem teşkil edecektir.

3.4. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZİ

Yukarıda da değinildiği üzere, bu araştırmada esasen iki farklı hipotez test edilecektir. Bu hipotezler şu şekilde sıralanabilir:

H1: BİST-100'de, 01.01.2015-31.12.2017 tarihleri arasında her yıl 90-100 puanlık KYDN'ye sahip olan şirketler ile bu şartları sağlamayan veya hiç KYDN almamış diğer şirketlerin hisse fiyat performansı arasında anlamlı bir fark vardır.

H2: BİST-100 şirketleri içerisinde, 01.01.2015-31.12.2017 dönemi boyunca KYDN arttıkça şirketlerin hisse senedi fiyat performansları da artmaktadır.

3.5 VERİ ANALİZİ VE YÖNTEM

Çalışmada temel olarak kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin hisse değeri üzerine etkisinin tespiti amaçlanmıştır. Bağımsız değişken olarak SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşlarının tespit ettikleri ve değeri 1 ile 100 aralığında bulunan kurumsal yönetim derecelendirme notları baz alınmıştır. İlgili literatürde; regresyon analizi, olay çalışması, Wilcoxon işaretli sıra sayılar testi, T testi, TOPSİS gibi yöntemler kullanılmıştır. Bu çalışmada panel veri regresyon yöntemi ile analiz yapılacak olup anlaşılabilirliği arttırmak adına betimsel analizden de faydalanılacaktır.

Kesitlere ait zaman serileri veya zaman serilerine ait kesit verileri olarak tanımlanan panel veriler; firmalar veya ülkeler gibi birimlerden oluşan yatay kesit gözlemlerinin, zaman boyutu ile de açıklanması olarak da anlaşılabilir. Yatay kesit ve zaman serisi birleşimini içeren veri setlerinin kullanıldığı panel regresyon modelleri arasında; tek yönlü ve çift yönlü sabit etkiler ile rassal etkiler modeli, dinamik panel analizi gibi birçok yöntem, iktisat bilimi akademik çalışmalarında kullanılmaktadır. Bu çalışmada panel veri kullanılarak karma En Küçük Kareler (Pooled OLS), Rassal Etkiler modeli (Random Effects) ve Sabit Etkiler modeli (Fixed Effects) tahmin yöntemleri olarak kullanılmıştır.

3.5.1. Veriler

Tablo 3.2 ve 3.3'te, araştırmada kullanılacak Borsa İstanbul'da tescil olunan şirketler sektörleri ile ifade edilmiştir. BİST-100 endeksinde 100 şirket bulunmaktadır. Ancak Borsa İstanbul Genel Müdürlüğü tarafından mevzuat gereği, her yıl dört dönem halinde hisse ekleme ve çıkarma işlemi yapılmaktadır. Bu sebeple; araştırmanın 01.01.2015-31.12.2017 tarihlerini kapsamaması nedeniyle bu tarihler içerisinde ekleme veya çıkarma işlemine tabi olmamış yani belirtilen tarihlerde sabit olarak BİST-100 endeksinde işlem görmeye devam etmiş 66 şirket listelenmiştir.

Toplam 66 şirket içinden 23'ü araştırmaya konu yüksek kurumsal yönetim derecelendirme şartlarını taşımaktadır. 2015 – 2017 (dâhil) yılları arası veriler kullanılacağından ve 66 şirketin 3 yıllık verileri toplam 198 örneklem teşkil etmektedir. Böylece örneklem sayısının büyük olması istatistiki açıdan analizimizin kuvvetini ve güvenilirliğini artırmaktadır.

Panel veri analizi için verilerin tam olup olmadığı büyük bir önem arz etmektedir. Çalışmada bütün veriler eksiksiz, tam yani dengeli veri olduğu için buna göre katsayı hesaplamaları yapılmıştır. Bütün veriler Borsa İstanbul resmi web sayfasından ve Kamuyu Aydınlatma Platformu web sayfasından temin edilmiştir.

Tablo 3.2: BİST-100'de ve Hipoteze Konu KYDN'ye Sahip Şirketler

SIRA NO	FİRMA	BULUNDUĞU SEKTÖR	KURUMSAL YÖNETİM NOTLARI				
			2013	2014	2015	2016	2017
1	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	Meşrubat / İçecek	93.3	94.2	95.49	95.77	95.77
2	Arçelik A.Ş.	Dayanıklı Tüketim	92.8	94.11	94.8	95.23	95.23
3	Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.	Teknoloji	90.71	90.94	91.33	91.51	92.04
4	Aygaz A.Ş.	PETROL	92.71	92.93	93.58	93.61	93.64
5	Coca Cola İçecek A.Ş.	Meşrubat / İçecek	92.01	92.47	94.02	94.48	94.52
6	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	Holdingleler	91.81	93.53	93.56	93.98	94.06
7	Doğuş Otomotiv	Otomotiv	90.05	92.5	94.2	95.1	96.3
8	ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.	İnşaat-Tahattüt	91.97	90.22	91.64	91.75	91.79
9	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GYO	88.09	90.92	92.74	93.41	94.76
10	Migros	Perakande - Ticaret			94.55	95.01	95.77
11	Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.	Otomotiv	91.03	91.99	92.81	93.19	93.32
12	Park Elektrik A.Ş.	Madencilik	89.8	89.45	90.29	90.79	90.79
13	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	Havayolu ve Hizmetler	81.3	87.7	90.3	91.7	92.5
14	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	Havayolu ve Hizmetler	93.97	94.15	95.19	95.38	96.17
15	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	Otomotiv	91.39	90.09	90.61	91.38	91.48
16	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	PETROL	93.43	93.1	94.41	94.15	94.67
17	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	Otomotiv	91.04	90.46	90.85	91.49	92.13
18	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	Bankacılık		91.41	92.01	92.69	95.08
19	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	Bankacılık	92.05	91.93	92.63	92.97	93.76
20	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB)	Bankacılık	94.03	94.43	95.19	95.27	95.37
21	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	Cam		92.78	93.53	94.41	94.83
22	Vestel Elektronik	Elektronik	90.94	90.39	91.24	93.6	94.86
23	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	Bankacılık	93.22	92.51	93.35	93.42	94.29

Kaynak: Borsa İstanbul.

Tablo 3.3: Hipoteze Konu KYDN'ye Sahip Olmayan Şirketler

SIRA NO	FİRMA	BULUNDUĞU SEKTÖR	KURUMSAL YÖNETİM NOTLARI				
			2013	2014	2015	2016	2017
1	Afyon Çimento	Çimento					
2	Akbank	Bankacılık					
3	Akenerji	Elektrik					
4	Aksa	Endüstriyel Tekstil					
5	Aksa Enerji	Elektrik					
6	Alarko GYO	GYO					
7	Alarko Holding	Holdingle					
8	Anadolu Cam	Cam					
9	Bağış	Tarım Kimyasalları					
10	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	Perakende - Ticaret					
11	Bizim Toptan	Perakende - Ticaret					
12	Brisa	Otomotiv Lastiği					
13	Çelebi	Havacılık					
14	Eczacıbaşı İlaç	Sağlık ve İlaç					
15	Ege Endüstri	Otomotiv Parçası					
16	Emlak Konut GYO	GYO					
17	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	Demir-Çelik Temel			88.32	90.2	92.2
18	Ford Otosan	Otomotiv					
19	Goodyear	Otomotiv Lastiği					
20	Göllaş Çimento	Çimento					
21	Gübre Fabrikaları	Tarım Kimyasalları					
22	Gözde Girişim Sermayesi	Yatırım Ortaklıkları					
23	Halk Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GYO					92.35
24	İş Bankası (C)	Bankacılık					
25	Kardemir (D)	Demir-Çelik Temel					
26	Karsan Otomotiv	Otomotiv					
27	Kartonsan	Kağıt Ürünleri					
28	Koç Holding	Holdingle					
29	Netaş	İletişim Cihazları					
30	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	Petrol	89.7	90.1	90.3		
31	Sabancı Holding	Holdingle					
32	Soda Sanayii	Kimyasal Ürün					
33	TAT Gıda	Gıda					90.78
34	Tekfen Holding	İnşaat- Taahhüt					
35	Trakya Cam	Cam					
36	Turkcell	İletişim					
37	Tümosan Motor ve Traktör	Otomotiv					
38	Türk Hava Yolları	Havayolları ve Hizm.					
39	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	İletişim	88.02	87.24	89.08	90.24	91.75
40	Ülker Bisküvi	Gıda					
41	Vakıf GYO	GYO					
42	Vakıfbank	Bankacılık					
43	Zorlu Enerji	Elektrik					

Kaynak: Borsa İstanbul.

3.5.2. Analizde Kullanılan Değişkenler

a. Bağımlı değişken: Çalışmada, bağımlı değişken olarak hisse senetlerinin fiyat getirileri kullanılmıştır. Hisse senedi fiyat değişimi 1’olu denklemdeki eşitliğe göre hesaplanmıştır.

$$Y_{i,t} = Ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (1)$$

Yukarıdaki denklemde $P_{i,t}$ i şirketinin t zamanındaki fiyatını ve $Y_{i,t}$ i şirketinin t zamanındaki logaritmik fiyat değişimini göstermektedir.

b. Bağımsız değişken: Analizlerde kullanılan temel bağımsız değişken olarak 2015-2017 yılları arasında aralıksız şekilde 90 ve üzerinde KYDN’na sahip olan şirketler kullanılmıştır. Kullanılan veri setinde toplam 66 şirket bulunurken bunların sadece 23 tanesi 2015-2017 yılları arasında (2015 ve 2017 dâhil) her yıl 90 ve üzeri kurumsal yönetim notuna sahiptir. Regresyon analizlerinde bu şartları sağlayan şirketler sayısal olarak “1” değerini alırken sağlamayan şirketler “0” değerini almaktadır.

c. Kontrol değişkenleri: Regresyon analizlerinin ve hesaplanan katsayıların güvenilirliğini arttırmak için hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek bazı değişkenler (finansal oranlar) de analize eklenmiştir. Bu değişkenlerden ilki şirketin toplam satışlarındaki yıllık değişimdir. Bu değişkenin seçilme amacı bir şirketin hisse senedi performansını etkileyen önemli bir faktör olduğuna dair birçok yazın bulunmasıdır. İkinci değişken olarak ise şirketin toplam varlıklarındaki yıllık değişim alınmıştır. Son olarak ise, hisse senedi seçimi yapılırken sıkça kullanılan bir parametre olan piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD) da çalışmamızda kontrol değişken olarak dâhil edilmiştir. Piyasa değerinin defter değerine oranı (PD/DD) hisse senedi fiyatının ödenmiş sermaye ile çarpılıp öz kaynaklara bölünmesiyle elde edilmiştir. Değişimler hesaplanırken yüzdesel değişim yöntemi kullanılmıştır.

3.5.3. Tanımlayıcı İstatistikler

Analizde kullanılan veriler için tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.4’de özetlenmiştir. Buna göre, örneklemdaki şirketlerin (i) KYDN’indeki büyüme oranları -.0027 ile .0296 arasında, (ii) hisse senedi fiyat getiri oranları -.6354 ile 1.1512 arasında, (iii) PD/DD oranındaki büyümeleri -.8022 ile 24.7568 arasında, (iv) toplam varlıklardaki büyüme oranları -.2647 ile 4.2622 arasında ve (v) satışlardaki büyüme oranında ise -.9999 ile 553.7599 arasında değişim göstermektedir. Değişkenlere baktığımızda şirketler arasında ve yıllar içinde değerlerin farklılık gösterdiği görülmektedir. Bu da analizimin tutarlılığı açısından önem arz etmektedir.

Tablo 3.4: Tanımlayıcı İstatistikler: Tüm Örneklem

Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	En Küçük	Medyan	En Büyük
Hisse Fiyatı Değişimi	198	.1211	.3214	-.6354	.0781	1.1512
Satışlardaki Değişim	198	3.0475	39.3405	-.9999	.1558	553.7599
Toplam Varlıklardaki Değişim	198	.1989	.3425	-.2647	.1611	4.2622
PD/DD Değişimi	198	.2705	1.9237	-.8022	.0220	24.7568
KYDN Değişimi	74	.0081	.0070	-.0027	.0071	.0296

Tablo 3.5: Korelasyon Tablosu

Değişken	Hisse Fiyatı Değişimi	Satış Değişimi	Varlıklardaki Değişim	PD/DD Değişimi	KYDN Değişimi
Hisse Fiyatı Değişimi	1.0000				
Satış Değişimi	0.2323	1.0000			
Varlıklardaki Değişim	0.1655	-0.1375	1.0000		
PD/DD Değişimi	0.6627	0.3244	-0.1028	1.0000	
KYDN Değişimi	-0.1267	-0.1315	0.1665	-0.1817	1.0000

Tablo 3.5’te seçilmiş değişkenler arasındaki korelasyonlar özetlenmektedir. Buna göre, (i) satışlardaki değişim ile hisse fiyatı değişimi arasında pozitif, (ii) KYDN değişimi ile hisse fiyatı değişimi arasında zayıf da olsa negatif, (iii) PD/DD değişimi ile hisse fiyatı değişimi arasında pozitif ve (iv) varlıklardaki değişim ile hisse fiyatı değişimi arasında ise pozitif ilişkiler bulunmaktadır.

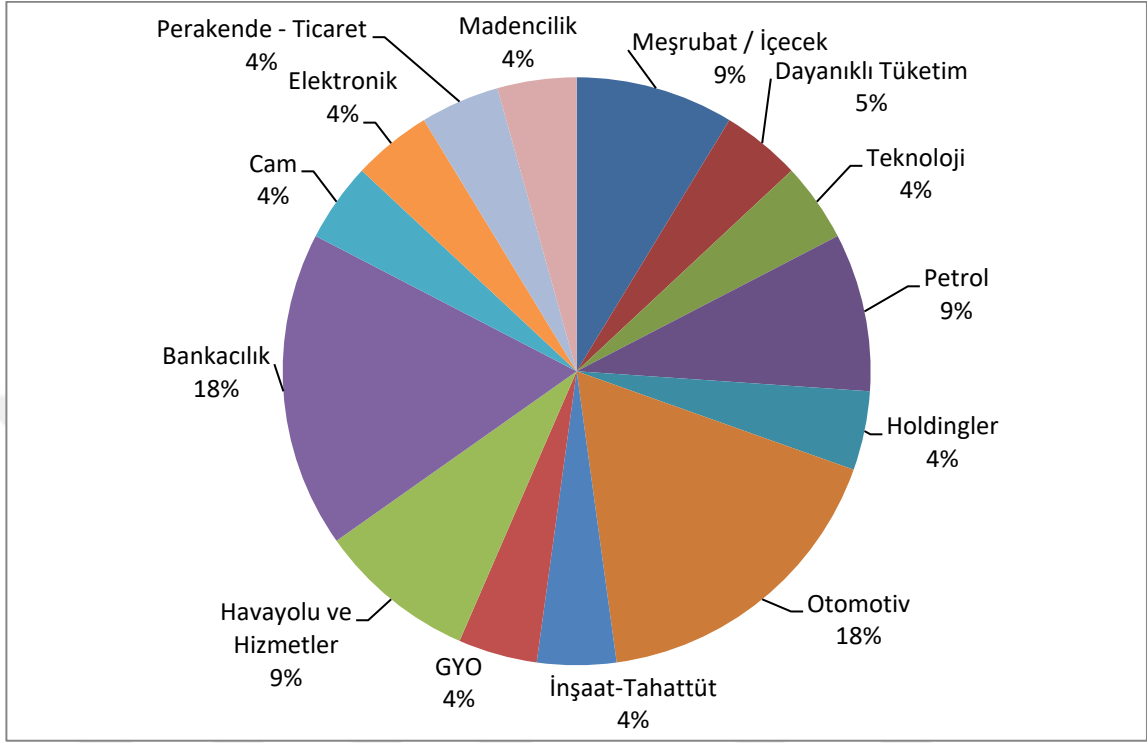
3.6 ANALİZ VE BULGULAR

3.6.1 Betimsel Analiz

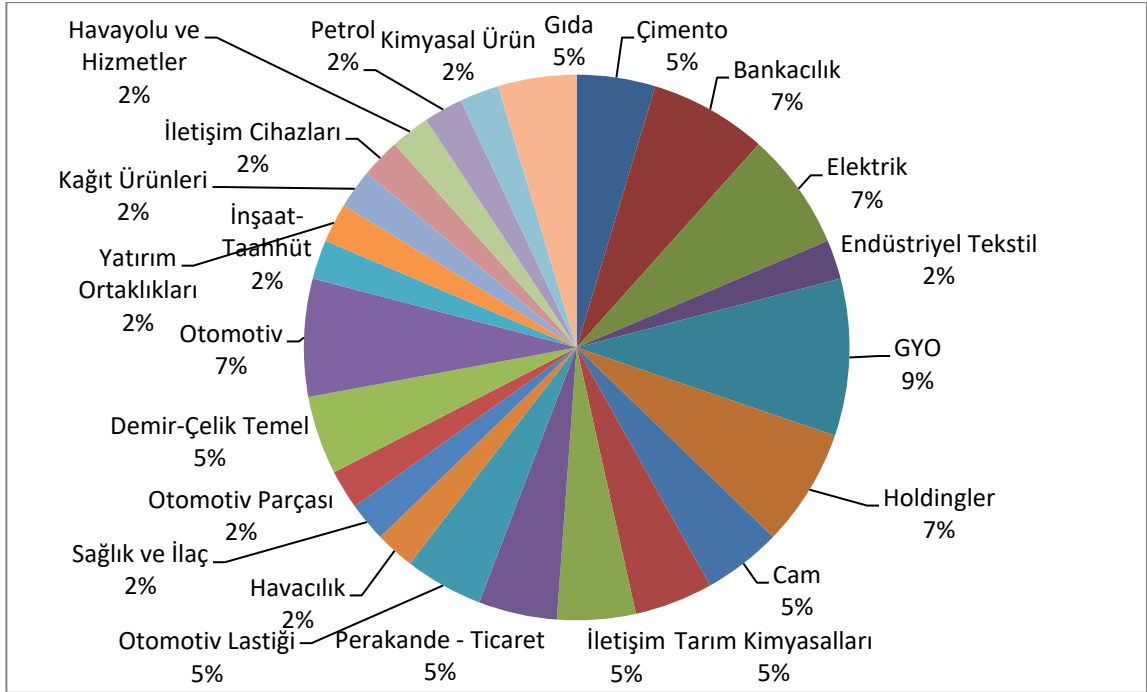
Betimsel analiz, birtakım veri toplama teknikleri ile elde edilen ham verinin daha önceden belirlenmiş temalara göre özetlenerek yorumlanmasını içeren bir nitel veri analiz yöntemidir. Bu analiz çeşidinde araştırmacı mülakat yaptığı ya da gözlemlemiş olduğu bireylerin görüşlerini etkin bir biçimde açıklayabilmek amacıyla çalışmasında sık sık doğrudan alıntılara yer verebilmektedir. Bu analiz türünde temel maksat elde edilen bulguların okuyucuya özetlenmesine müteakip yorumlanmış bir halde sunulmasına imkân sağlamaktır. Araştırmacı çalışmasının bu bölümünde yapmış olduğu yorumları daha da güçlendirmek amacıyla bulgular arasındaki neden sonuç ilişkilerini ortaya koyar ve ihtiyaç duyulması halinde farklı olgular arasında karşılaştırma yoluna da başvurabilir (Yıldırım ve Şimşek, 2003).

Hipotezlere konu KYDN’ye sahip firmaların sektörel dağılımlarına bakıldığında (Şekil 3.1) firmaların birçok sektörden olduğu görülmektedir. Şirketlerin 4%’ü cam, elektronik, gyo, inşaat-tahattüt, holdingler, teknoloji, madencilik ile perakende ve ticaret sektöründe, 5%’i dayanıklı tüketim sektöründe, 9%’u petrol, meşrubat-ıçecek, havayolu ve hizmetler sektöründedir. Ayrıca bankacılık ve otomotiv sektöründe faaliyetlerini sürdüren şirketlerin payı 18%’i oluşturmaktadır.

Şekil 3.1: Hipotezlere konu KYDN'ye Sahip Firmaların Sektörel Dağılımları



Şekil 3.2: Hipotezlere konu KYDN'ye Sahip Olmayan Firmaların Sektörel Dağılımları



Hipotezlere konu KYDN'ye sahip olmayan firmaların sektörel dağılımları incelendiğinde (Şekil 3.2) ise daha az yoğunlukta ve daha çok sektör göze çarpmaktadır. Şirketlerin 2%'si kimyasal ürün, petrol, iletişim cihazları, kâğıt ürünleri, yatırım ortaklıkları, inşaat-taahhüt, otomotiv parçası, havacılık, sağlık-ilaç ile havayolu ve hizmetler sektöründe, 5%'i demir-çelik temel, otomotiv lastiği, iletişim, tarım kimyasalları, cam, çimento, gıda ve perakende-ticaret sektöründe, 7% 'si de bankacılık, holding, elektrik ve otomotiv sektöründe faaliyet göstermektedir. Ayrıca gyo sektöründe faaliyetlerini sürdüren şirketlerin payı 9%'u oluşturmaktadır.

Tablo 3.6: Tanımlayıcı İstatistikler: KYDN Şartlarını Taşımayan Örneklem

Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	En Küçük	Medyan	En Büyük
Hisse Fiyatı Değişimi	129	.1274	.3395	-.5661	.0856	1.1512
Satışlardaki Değişim	129	4.5132	48.7378	-.7804	.1472	553.7599
Toplam Varlıklardaki Değişim	129	.2097	.4099	-.2395	.1517	4.2622
PD/DD Değişimi	129	.3758	2.3623	-.7693	.0226	24.7568
KYDN Değişimi	6	.0160	.0075	.0022	.0187	.0219

Tablo 3.7: Tanımlayıcı İstatistikler: KYDN Şartlarını Taşıyan Örneklem

Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	En Küçük	Medyan	En Büyük
Hisse Fiyatı Değişimi	69	.1092	.2866	-.6354	.0723	.9198
Satışlardaki Değişim	69	.3074	.8517	-.9999	.1777	6.4713
Toplam Varlıklardaki Değişim	69	.1787	.1514	-.2647	.1659	.6414
PD/DD Değişimi	69	.0736	.3947	-.8022	.0122	1.4825
KYDN Değişimi	68	.0074	.0065	-.0028	.0069	.0292

Analizde kullanılan KYDN şartlarını taşımayan örneklem veriler için tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.6'da özetlenmiştir. Buna göre, örneklemdeki şirketlerin (i) KYDN'sindeki büyüme oranları .0022 ile .0219 arasında, (ii) hisse senedi fiyat getiri oranları -.5661 ile 1.1512 arasında, (iii) PD/DD oranındaki büyümeleri -.7693 ile 24.756 arasında, (iv) toplam varlıklardaki büyüme oranları -.2395 ile 4.2622 arasında ve (v) satışlardaki büyüme oranında ise -.7804 ile 553.799 arasında değişim göstermektedir.

Analizde kullanılan KYDN şartlarını taşıyan örneklem veriler için tanımlayıcı istatistikler Tablo 3.7'de özetlenmiştir. Buna göre, örneklemdeki şirketlerin (i) KYDN'sindeki büyüme oranları -.0028 ile .0292 arasında, (ii) hisse senedi fiyat getiri oranları -.6354 ile .9198 arasında, (iii) PD/DD oranındaki büyümeleri -.8022 ile 1.4825 arasında, (iv) toplam varlıklardaki büyüme oranları -.2647 ile .6414 arasında ve (v) satışlardaki büyüme oranında ise -.9999 ile 6.4713 arasında değişim göstermektedir. Değişkenlere baktığımızda örneklem arasında ve yıllar içinde değerlerin farklılık gösterdiği görülmektedir. Bu da analizimin tutarlılığı açısından önem arz etmektedir.

Tablo 3.6 ve Tablo 3.7'den çıkan diğer bir sonuç ise KYDN değeri 2015-2017 (2017 dâhil) yılları arasında sürekli doksan ve üzeri olan şirketlerin hisse senedi fiyat getirisindeki oynaklık (.2866), şartı sağlamayan diğer şirketlere (.3395) göre daha düşüktür. Bu da göstermektedir ki KYDN doksan ve üzeri olan şirketlerin getirileri daha az oynaktır ve bu da yatırımcılara portföy hazırlarken risk yönetimi için kolaylık sağlayacaktır.

3.6.2 Panel Veri Analizi

3.6.2.1 Ekonometrik Model

KYDN'ye sahip olmanın ve bu notu 2015-2017 yılları arasında sürekli olarak 90 ve üzerinde tutabilmenin şirket hisse senedi performansına bir etkisinin olup olmadığını incelemek için kullanılan temel regresyon modeli 2'nolu denklemde özetlenmiştir.

$$y_{i,t} = \alpha + \beta X'_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Yukarıdaki denklemde $y_{i,t}$ bağımlı değişkeni, $X_{i,t}$ bağımsız değişkenleri ve $\varepsilon_{i,t}$ hata terimi için i firmasının t dönemindeki değerlerini göstermektedir.

Regresyon analizlerinde kullanacağımız ekonometrik model 3'nolu denklemde belirtilmiştir:

$$\begin{aligned} & \text{Hisse fiyat değişimi}_{i,t} \\ &= \beta_0 + \beta_1 KYDN_{i,t} + \beta_2 \text{Satış}_{i,t} + \beta_3 \text{Varlık}_{i,t} + \beta_4 PDDD_{i,t} + g_t \\ &+ \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3)$$

Yukarıdaki denklemde $KYDN_{i,t}$ tüm veri dönemi boyunca 90 ve üstü puan alan şirketler için "1" değerini diğer şirketler için "0" değerini almakta iken $\text{Satış}_{i,t}$ toplam satışlardaki değişimi, $\text{Varlık}_{i,t}$ şirketin toplam varlıklarındaki değişimi, $PDDD_{i,t}$ piyasa değerinin defter değerine oranındaki büyümeyi ve g_t ise yıl kukla değişkenini ifade etmektedir.

En Küçük Kareler (OLS) metoduna ek olarak firma rassal ve sabit etki modellerini de kullanmak için 3'nolu denklem aşağıdaki gibi düzenlenmiştir.

Hisse fiyat değişimi $_{i,t}$

$$= \beta_0 + \beta_1 KYDN_{i,t} + \beta_2 Satış_{i,t} + \beta_3 Varlık_{i,t} + \beta_4 PDDD_{i,t} + f_i + g_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

4'nolu denklemde f_i i firmasının sabit etkilerini (firm fixed-effects) betimlemektedir.

Panel verilerin kullanıldığı regresyon analizlerinde sabit etkiler (Fixed Effects) modeli istatistiki özellikleri bakımından daha fazla tercih edilen bir modeldir (Wooldridge, 2010). Öte yandan rassal etkiler modelinin (Random Effects) sabit etkiler modeline göre daha etkin sonuçlar verdiği durumlarda rassal etkiler modelinin kullanılması önerilmektedir (Wooldridge, 2013). İki test arasında seçim yapmak için k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına uyan Hausman testi kullanılmaktadır. Hausman testinin sonucuna göre hangi modelin seçileceğine karar verilebilecektir (Baltagi, 2001).

Çalışmanın örnekleminde $KYDN_{i,t}$ 'nin 1 veya 0 değerini aldığı, diğer bir ifadeyle Hipotez 1'in test edildiği, modele uygulanan Hausman testi ($\chi^2=507.48$ ve $\text{Prob}>\chi^2 = 0.00$) Sabit Etkiler modelini önerdiği halde bağımsız değişkenimiz zaman içerisinde değişmediği için (sadece denklemde 1 veya 0 değerleri aldığından) Sabit Etkiler yerine Rassal Etkiler modeli tercih edilmiştir (Clarke vd. 1998; Seven, 2016). Öte yandan, $KYDN_{i,t}$ 'nin doğrudan KYDN değerini aldığı modele (Hipotez 2'nin test edildiği) uygulanan Hausman testi ($\chi^2=50.52$ ve $\text{Prob}>\chi^2 = 0.00$) ise Sabit Etkiler modelinin kullanılmasını önermektedir. Şöyle ki; Hausman testinde Rassal Etkiler modeli ve Sabit Etkiler modelinden elde edilen katsayıların arasında fark olmadığı hipotezi reddedilmiştir. Bu çalışmada, Karma EKK (Pooled OLS), Rassal Etkiler ve Sabit Etkiler modellerinin sonuçları tutarlılık açısından özetlenmiştir.

3.6.2.2 Ekonometrik Bulgular

Tablo 3.8’de 2015 ve 2017 tarihleri arasında sürekli olarak 90 ve üzeri KYDN almış olmanın şirket hisse senedi fiyat getirisine bir etkisinin olup olmadığını inceleyen (Hipotez 1, bkz. syf. 70) regresyon analizi sonuçları özetlenmiştir. Tablo 3.8’de bağımlı değişken olarak hisse senedi fiyatındaki değişim kullanılmıştır. Regresyon sonuçlarına göre hisse senedi fiyat performansı bakımından 90 ve üzeri KYDN’ye sahip olmanın bu şartı sağlamayan şirketlere göre herhangi bir anlamlı fark yaratmadığı görülmektedir. Öte yandan analizde incelenen tüm şirketler için toplam varlıklardaki değişimin ve PD/DD değişiminin hisse senedi fiyat getirisine pozitif etkileri olduğu sonucu elde edilmiştir. Satışlardaki değişimin ise hisse senedi fiyat getirileri üzerinde herhangi bir anlamlı etkisi olmadığı da Tablo 3.8’de görülmektedir.

Çalışmanın temel hipotezine ek olarak; literatürde de yaygın olarak test edilen KYDN’nin hisse senedi fiyat getirisine etkisi (Hipotez 2, bkz. syf. 70) de incelenmiştir. KYDN değeri ve hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemek için 4’nolu denklemden faydalanılmıştır. 4’nolu denklemde serilerin seviye değerlerine doğal logaritma uygulanmış ve hisse senedi fiyatının doğal logaritması bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Tablo 3.9’a göre Karma EKK modelinin kullanıldığı regresyonda KYDN değeri ile hisse senedi fiyatı arasında 10% anlamlılık seviyesinde pozitif bir ilişki bulunsa da Sabit Etkiler modelinin kullanıldığı regresyonda aynı sonuca ulaşamamıştır. Karma EKK modeli, Sabit Etkiler modeline göre daha az tutarlı ve daha fazla sapmalı olması nedeniyle Sabit Etkiler modelinin sonuçlarına odaklanılmıştır (Wooldridge, 2010). Buna göre KYDN değeri ile hisse senedi fiyatı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Bu sonuç literatürdeki birçok çalışma (bkz: Sakarya, 2011; Ege vd, 2013; Gupta vd, 2009; Bozcuk, 2010) ile tutarlıdır. Öte yandan şirketin satışlarının hisse senedi fiyatı üzerinde bir etkisi bulunmaz iken toplam varlıkların ve piyasa değerinin defter değerine oranının hisse senedinin fiyatını pozitif etkilediği görülmektedir.

Sonuç ve değerlendirme kısmında da detaylı bir şekilde yorumladığımız KYDN ile hisse senedi fiyat performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamasının nedenleri olarak; (i) BİST'in zayıf formda etkin olması, (ii) Türkiye hisse senedi piyasalarında yerli bireysel yatırımcı oranının %99 olması, (iii) ülkemizde kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmiş ülkelere nazaran yeterince yaygın olmayışı ve (iv) derecelendirmenin sağlıklı yapıldığına dair güvenin az olması gibi hususlar düşünülebilir.

Tablo 3.8: Regresyon Sonuçları (KYDN Kukla Değişken)

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Fiyat Getirisi	Karma EKK (Pooled OLS)	Rassal Etkiler (Random Effects)
KYDN	0.0057 (0.0352)	-0.0192 (0.1971)
Satış Değişimi	0.0076 (0.0195)	0.0117 (0.0233)
Toplam Varlıkların Değişimi	0.2039 (0.0960)**	0.3675 (0.1332)***
PD/DD Değişimi	0.3051 (0.0377)***	0.3073 (0.0448)***
Sabit Değer	0.0150 (0.0334)	0.2181 (0.1422)
Gözlem Sayısı	198	198
F-istatistiği	29.46	
Wald ki-kare istatistiği		225.2
R²	0.46	0.64
Yıl Sabit Etki	Evet	Evet
Firma Sabit Etki	Hayır	Evet

Not: Standart sapmalar parantez içerisinde sunulmuştur. *, ** ve ***, sırasıyla, 10%, 5% ve 1% istatistiksel anlamlılık seviyelerini göstermektedir. KYDN, tüm veri dönemi boyunca 90 ve üstü puan alan şirketler için "1" değerini diğer şirketler için "0" değerini almaktadır.

Tablo 3.9: Regresyon Sonuçları (KYDN Sayısal Değişken)

Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Fiyatı	Karma EKK (Pooled OLS)	Sabit Etkiler (Fixed Effects)
KYDN	8.7310 (4.5078)*	-2.9091 (2.5991)
Satışlar	0.0653 (0.0651)	-0.0009 (0.0173)
Toplam Varlıklar	0.0503 (0.1322)	0.5669 (0.1537)***
PD/DD	1.1380 (0.1060)***	0.5567 (0.0580)***
Sabit Değer	-40.4503 (20.4141)**	2.7807 (11.4671)
Gözlem Sayısı	102	102
F-istatistiği	21.32	33.26
R²	0.58	0.78

Not: Standart sapmalar parantez içerisinde sunulmuştur. *, ** ve ***, sırasıyla, 10%, 5% ve 1% istatistiksel anlamlılık seviyelerini göstermektedir. Tüm değişkenlerin seviyelerinin doğal logaritması alınarak regresyonlarda kullanılmıştır. Bütün regresyonlar yıl sabit etkisini içermektedir.

SONUÇ ve DEĞERLENDİRME

İşletmelerin en temel amaçlarından biri varlığını sürdürme ve büyüme olgusudur. Yapılan çalışmalar ışığında, işletmelerin etkinliği çoğunlukla finansal performansları göz önüne alınarak değerlendirilmektedir. Bireysel ve kurumsal hisse senedi yatırımcıları için finansal performans, hisse senedi seçimi yaparken büyük önem arz etmektedir. Ancak 1929 yılında Amerikan Borsası'nda hisse senedi fiyatlarının ani düşüşüyle yaşanan borsa krizi, 1970'li yıllarda İngiltere'deki bankacılık krizi, 2001 yılında ABD'nin en büyük enerji ve dağıtım şirketi olan ENRON'un iflası gibi olaylar, kurumsal yönetimi daha fazla gündeme getiren, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını tetikleyici gelişmeler olmuştur. Şirket yönetimlerinde yaşanan yüksek orandaki başarısızlıklar, gelişmekte olan piyasa ve ekonomilerde meydana gelen finansal krizler kurumsal yönetimin önem kazanmasına neden olmuştur. Uluslararası alanda bu konuya büyük önem verilmeye başlanmış ve finansal performans kadar kurumsal yönetim kalitesi de dikkate değer bir kavram olmuştur.

Dünyada ve Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamaları ile alakalı çalışmalar son çeyrek yüzyılda artarak devam etmektedir. Bu çalışmada öncelikle kurumsal yönetimin teorik boyutuyla ilgili genel bilgilere yer verilmiş, kurumsal yönetimin ortaya çıkmasını sağlayan olaylar tartışılmıştır. Kurumsal Yönetimin dört temel ilkesi olan; Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Hesap Verilebilirlik, Sorumluluk ve Adillik ilkeleri açıklanmıştır. Kurumsal Yönetimin Türkiye'de ve Uluslararası alanda gelişme sürecinden bahsedilmiş, dünyada ve Türkiye'deki kurumsal yönetim derecelendirilmesi ve not sistemi hakkında bilgi verilmiştir. Müteakibinde kurumsal yönetimin firma performansı üzerine etkilerini inceleyen çalışmalar hakkında literatür taraması yapılarak BİST-100 endeksinde yer alan firmalar üzerinde kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performanslarına etkisi araştırılmıştır.

Çalışmaya başlarken; (i) kurumsal yönetim kavramının piyasalara ne gibi değişiklikler getirdiği, (ii) bu değişikliklerin firmalar tarafından uygulanabilme düzeyinin ne olduğu, (iii) yüksek kurumsal yönetim derecelerine en uzun süre sahip firmaların hisse performansında bir artış olup olmadığı ve (iv) temel analiz yöntemine göre BİST-100'de uzun vadeli yatırım yapan bireysel ve kurumsal hisse senedi yatırımcılarının, hisse senedi seçimi yaparken finansal performansın yanında kurumsal yönetim derecelendirme notuna da dikkate almasının gerekip gerekmediği vb. sorularına ekonometrik yöntemler kullanarak yanıt bulmak hedeflenmiştir.

Çalışmanın ekonometrik analizinde panel veri yöntemleri kullanılarak 2015-2017 yılları arasında BİST-100 endeksinde yer alan toplam 66 şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notunun hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Ekonometrik yöntem olarak Karma EKK (Pooled OLS) ve Rassal Etkiler (Random Effects GLS) modelleri kullanılmıştır. Çalışmada; (i) 2015 ve 2017 tarihleri arasında sürekli olarak 90 ve üzeri KYD notu almış olmanın şirket hisse senedi fiyat getirisine istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığı, (ii) kurumsal yönetim derecelendirme notunun seviyesi ile hisse senedi fiyat seviyesi arasında anlamlı bir ilişkinin var olmadığı, (iii) şirketin satışlarındaki değişimin hisse senedi fiyat performansını etkilemediği, (iv) şirketin toplam varlıkları yükseldikçe hisse senedi fiyatının yükseldiği ve (v) portföy yatırımcılarının büyük önem verdiği piyasa değerinin defter değerine oranının artmasının hisse senedinin performansına pozitif katkı yaptığı sonuçlarına ulaşılmıştır. İstikrarlı bir şekilde yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin hisse senedi fiyat performanslarında anlamlı bir ayrışma görülmemesinin temel nedeni olarak Türkiye hisse senedi piyasasında yerli/yabancı kurumsal yatırımcı sayısının düşük olması gösterilebilir. Kurumsal yatırımcılar genellikle uzun vadeli yatırıma yöneldiği ve yatırım tercihi yaparken bir şirketin kurumsal yönetim ilkelerine göre yönetilip yönetilmediğine önem verdiği için portföy seçimlerinde yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketleri tercih etmektedirler. Öte yandan Borsa İstanbul'daki toplam yatırımcıların yaklaşık yüzde 99'unu oluşturan yerli yatırımcıların yüzde 99.5'inin bireysel yatırımcılardır. Bu

yatırımcılar uzun dönemli yatırım yerine kısa vadeli yatırımlara yöneldiğinden (TÜYİD, 2018) şirket seçerken kurumsal yönetim derecelendirme puanlarına göre karar vermemektedir. Bu da kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin olması gerekenden daha az tercih edilmesine yol açmaktadır. Ayrıca Borsa İstanbul'un zayıf formda etkin bir piyasa olması (bkz., Altunöz, 2016; Coşkun ve Seven, 2016), diğer bir ifadeyle güçlü formda etkin olmaması, yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notunun hisse fiyat hareketlerine tam olarak yansımamasına neden olabilmektedir. Bunlara ek olarak; Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi piyasalarının gelişmiş ülkelere göre sığ olması, kurumsal yönetim ilkelerinin yeterince yaygınlaşmaması ve derecelendirmenin sağlıklı yapıldığına dair güvenin az olması gibi nedenlerden dolayı yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmak şirketlerin hisse senedi fiyat performanslarına anlamlı bir katkı sağlamamaktadır. Borsa İstanbul'a kote tüm şirketlerin her yıl KYDN almasının zorunlu hale getirilmesi veya en azından buna daha etkin yöntemlerle teşvik edilmesi uzun vadede bu nota sahip şirketlerin yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edilmesine ve dolayısıyla daha iyi getiri sunmasına imkân sağlayacaktır.

21. yüzyıl, küresel ekonomik uygulamaları, siyasi, sosyal ve kültürel davranışları teknolojinin de etkisiyle inovatif bir anlayışla değiştirmiş ve değiştirmeye de devam etmektedir. Şüphesiz ki kurumsal yönetim ilkeleri ve uygulamaları da bu doğrultuda değişecektir ve bu doğrultuda yapılacak kurumsal yönetim uyum derecelendirme çalışmaları bu değişimleri yansıtacak şekilde olmalıdır. Kurumsal yönetim, şirketler için rekabet ortamında ayakta kalabilmeleri adına önemli bir kavramdır. Hem devlet otoritelerinin kurumsal yönetim alanında yaptıkları başarılı ve küresel ekonomik koşullara paralel düzenlemeler, hem de özel sektör tarafından kurumsal yönetim kodlarının başarılı bir şekilde yerine getirilmesi ülke ekonomisi ve refahı açısından büyük önem arz etmektedir.

Sonuç olarak; ‘‘Kurumsal Yönetimi’’ geniş bir perspektiften inceleyip bir değerlendirme yapacak olursak, refaha giden tek bir yol yoktur. ABD, Avrupa ve Japonya başarılı toplumlardır. Uzun vadede hepsi birbirine yakın meblağlarda zenginlik üretmişlerdir. Ancak onların iş gücü piyasalarını, kurumsal yönetimi, sosyal korunmayı ve hatta bankacılık ve finansı kapsayan düzenlemeleri birbirlerinden oldukça farklıdır. Hal böyleyken küreselleşme dünyanın geri kalan bölgelerinde ekonomik anlamda arayı kapatmak için güçlü bir araç olmalıdır. Ancak son iki küreselleşme yüzyılı, küresel anlamda büyük bir ekonomik ayrılığa ve ekonomik krizlere konu olmuştur. Mevcut küreselleşme anlayışında en büyük yanlışlık mali piyasalar üzerinde gerçekleşmektedir. Mali piyasalardaki ana sorun rekabet veya likidite eksikliği değildir. Nitekim 2007 itibarıyla, döviz işlemlerinin günlük hacmi, ticaret hacminin 84 katıdır (Günlük döviz hacmi: 3,2 trilyon dolar). Bu durum gerçek ekonomiyi batağa sürüklemektedir. 1970 ile 2008 yılları arasında 127 bankacılık krizi, 208 döviz krizi ve 63 dış borç krizi meydana gelmiştir. Küreselleşme ekonomik büyüme potansiyelini oldukça geliştirir ancak ondan en iyi faydalanma yolu tam bir bütünleşmeyi engelleyen işlem maliyetlerini olabildiğince ortadan kaldırmak değil evrensel ve sürdürülebilir kurumsal yönetim ilkelerini tespit edip tüm dünya piyasaları ve piyasa paydaşları üzerinde uygulayabilecek bir yapıyı oluşturmaktır.

KAYNAKÇA

Acar, M., Temiz, H. ve Karan, M. B., BİST(Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği, 17.Finans Sempozyumu 23-26 Ekim 2013/Muğla: ss. 130 – 142, 2013.

Aguilera, “A. Codes of Good Governance”, Corporate Governance an International Review, 17(3), s. 376-387, 2009.

Aggarwal, Priyanka.“Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance”, IOSR Journal of Business and Management (IOSRJBM), Volume 13, Issue 3, 2013.

Aghabaki, Mehdi. ” Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri Ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama “ Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, Erzurum, 2014

Aktan, C.C., Kurumsal Şirket Yönetimi, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 2006.

ALTUNÖZ, U. “Borsa İstanbul Da Zayıf Formda Etkin Piyasa Hipotezinin Testi: Bankacılık Sektörü Örneği” Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt: 9 Sayı: 43, 2016.

Ararat, M. & Ugur, M., "Corporate Governance in Turkey : an Overview and Some Policy Recommendations", Corporate Governance, 3 (1), s.58-75, 2003.

Arın, Tülay, Kesmez, Necdet ve Gören, İhsan, Parlamento ve Sayıştay Denetimi, Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etüdler Vakfı, İstanbul, 2000.

Aysan, M. A., Muhasebe ve Kurumsal Yönetim. Muhasebe ve Finansman Dergisi-MUFAD Journal, Issue 35, ss. 17-24, 2007.

Bae, Kee-Hong, Chanwoo Lim ve K. C. John Wei. "Corporate Governance and Conditional Skewness in the World's Stock Markets", Journal of Business, Cilt:79, No:6, University of Chicago, <http://keehong.schulich.yorku.ca/papers/JB-paper.pdf>, 2006.

Berlin Group. "German Code of Corporate Governance" Berlin Initiative Group German Code of Corporate Governance, 2000.

BDDK, [http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Mevzuat/Bankacilik_Kanunu/15.405.411_sayili_bankacilik_kanunu.pdf], 2006.

Borsa İstanbul, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları Hakkında 30.10.2008 tarih ve 292 sayılı Genelge, 2008.

Borsa İstanbul, Kurumsal Yöneyim Endeksi, erişim linki: <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/BİST-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi>, 2016.

Cadbury Committee. "Report of The Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance" London, 1992.

Coşkun, Y. and Seven, U. Efficiency of Financial Markets (in, Financial Markets and Institutions: Theory and Practice in Turkey [in Turkish, Etkin Piyasalar Hipotezi ve

BİST'in Zayıf Form Etkinlik Analizi] Chapter 9, Seckin Publication, Ed: Aysel Gündoğu, ISBN: 978-975-02-3765-2): pp. 289-319, 2016.

Güçlü, H. : Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2010.

Gürbüz, O. A., & Ergincan, Y., Kurumsal Yönetim; Türkiyedeki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004.

Deloitte : Nedir Bu Kurumsal Yönetim?, Deloitte Kurumsal Yönetim Serisi, 2006.

Demirbaş, Mahmut, Süleyman Uyar., Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi, Güncel Yayıncılık, İstanbul, 2006.

Drobetz, Wolfgang, Schillhofer A. ve Zimmermann H. "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany", University of Basel, Department of Finance, Department of Finance, Working Paper No: 2/03, [.http://www.econbiz.de/en/search/detailed-view/doc/corporategovernanceand-expected-stock-returns-evidence-from-germanydrobetzwolfgang/10005858708](http://www.econbiz.de/en/search/detailed-view/doc/corporategovernanceand-expected-stock-returns-evidence-from-germanydrobetzwolfgang/10005858708).

Doğan, M: Kurumsal Yönetim, Siyasal Yayınevi, Ankara, 2007

Eroğlu, Cengiz Alp."Sarbanes-Oxley Kanunu: Kurumsal Yönetim ve Kamunun aydınlatılmasına ilişkin Getirdikleri" SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi Sayı:7,2003.

Ege, İ. ve Bayrakdaroğlu, A., Sermaye Yapısının Cari Değer ve Verimlilik Üzerine Etkisi: Türk Sigortacılık Sektöründe Bir Uygulama, Atatürk üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 22 (2), ss.379-395, 2008.

Ege, İlhan, Topaloğlu E.E., Özyamanoğlu M. “Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BİST Üzerine Bir Uygulama”, Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi / Journal of Academic Researches and Studies, Yıl 5 - Sayı 9, 2013.

George RG Clarke, Lixin Colin Xu, and Heng-fu Zou. Finance and income inequality: what do the data tell us? Southern economic journal, pages 578–596,2006.

Gompers, Paul A., Joy L. Ishii ve Andrew Metrick. “Corporate Governance and Equity Prices”, Quarterly Journal of Economics, Cilt:118, Sayı:1, ss107.155, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278920, 2008.

Greenbury Committee , “Directors’ Remuneration”, 1995.

Guriev, Sergei ve Megginson, William, Privatization: What Have We Learned?, ABCDE Conference Working Paper, 2005.

Gürbüz, A.Osman-Ergincan Yakup, Kurumsal Yönetim Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Literatür Yayınları, İstanbul, Mart 2004.

Işık, Yusuf, “Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Kavramsal Çerçeve ve Eğilimler, Dünyadaki Gelişmeler”, Kurumsal Şirket Yönetimi, Ankara, TCMB Yayınları, 2003.

İzciler, Dilek, Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri, (Yayımlanmamış Yüksel Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, İstanbul 2014.

Jeffrey M Wooldridge. Econometric analysis of cross section and panel data. MIT press, 2010.

Jill, F.-Solomon, Shih –Wei, Lin- Simon, D. Norton, Aris Solomon, “Corporate Governance in Taiwan: empirical evidence from Taiwanese company directors”, Corporate Governance, Cilt 11, Sayı 3, Temmuz 2003.

Karamustafa, Osman, İdris Varıcı, Bünyamin Er. “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2009.

Karan, M. B. , Hüseyin Temiz, Merve Acar.“BİST (Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri Ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği”, 17. Finans Sempozyumu, Muğla, 2013.

Karayel, Mete., Türkiye’ de işletmelerde Kurumsal Yönetim Bilincinin ölçülmesine İlişkin Batı Akdemiz Bölgesinden Bir araştırma, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006.

Kayacan, Murad, Küreselleşen Dünyamızda Yeni Şirket Gündemi: Kurumsal Yönetim, Tasarım Matbaacılık, İstanbul, 2006.

Khatab, Humera ve diğerleri.“Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market”, International Journal of Trade, Economics and Finance, Cilt:2, Sayı:1, <http://www.ijtef.org/papers/76-F499.pdf>, 2011.

Kula, Veysel., “Kurumsal Yönetim-Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği”, Papatya Yayıncılık, İstanbul, 2006

Kula, Veysel., “The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: evidence from Turkey”, Corporate Governance: An International Review, 13, 265-276, 2005.

Kula, Veysel ve Ender Baykut. “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BİST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, U.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2014

Manisalı, G. D., "Kurumsal Yönetim, Yönetim Kurulunun Sorumlulukları ve Şirke Değeri" Kurumsal Şirket Yönetimi, SPK Yayınları, Ankara, (s. 69-82), 2006.

Metiner, B., "Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde Yönetim İdeal Kurulunun Yapılanması", Yüksek Lisans Tezi, 2006.

Millstein, I. M., MacAVOY, P. W., “The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation”, Columbia Law Review, Cilt 98, No.5, Haziran 1998.

OECD, Corporate Governance-A Survey Of OECD Countries, OECD yayınları, Paris, 2004.

Özgen, Ferhat Başkan, “Globalleşme Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Piyasalar”, [www.econturk.org/ Turkiyeekonomisi/finans.pdf](http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/finans.pdf) 20.3.2018

Özel, S., Global Finansal Krizler, Deniz Kültür Yayınları, No:13, İstanbul,2005

Özilhan, Tuncay. Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim, Görüş Dergisi, İstanbul, 2002.

Pirson, Michael ve Turnbull, Shann, “Corporate Governance, Risk Management, and the Financial Crisis: An Information Processing View”, Corporate Governance: An International Review, 2011.

Pulaşlı, H. : Corporate Governance (Kurumsal Yönetim İlkeleri) Anonim Şirket Modelinde Yeni Model, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Sözkese Matbaacılık, Ankara, 2003.

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş., “Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Notlarının Anlamı”

Sakarya, Şakir. “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi”, Bülent Ecevit Üniversitesi Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi; Cilt:7 Sayı:13, 2011.

Samsun, Nihal, “Hesap Verilebilirlik ve İyi Yönetişim”, İyi Yönetişimin Temel Unsurları, Ankara, Ayrıntı Basımevi, 2003.

Saldanlı, Arif. ”Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi” Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, Cilt:8, Yıl:8, Özel Sayı, 8, 2012.

Sandıkçıoğlu, Ayça, Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, (Yeterlik Etüdü), SPK, Ankara 2005.

Sarbanes, Paul ve Michael Oxley., One Hundred Seventh Congress of the United States of America-At the Second Session, 2002.

Sandıkçıoğlu, A., “Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi” , Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlik Etüdü, Kasım 2005, Ankara.

Sermaye Piyasası Kurulu: Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları, İstanbul, Kasım 2004.

Sermaye Piyasası Kurulu: "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar", SPK, Ankara, 2003.

Seven, Ünal. "The Role Of Finance in Economic Development, Income Inequality And Poverty Reduction", IMT School for Advanced Studies Lucca, Italy, 2016.

Smith, Adam.,An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776.
Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal yönetim ilkeleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 2005.

Sonin, A., The Meaning Of Corporate Governance Ratings, Certified Internal Auditor, President, Russian Institute of Internal Auditors, Moscow, Russia, 2007.

Şehirli, K., Kurumsal Yönetim, SPK Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, Sayı: 14-4/55-3, Ankara, 1999.

Taner, B., & Akkaya, G. C. "İşletme Değerini Belirleme Yöntemleri ve Farklı Sektörlerdeki İşletmeler Üzerine Bir Uygulama", Ege Akademik Bakış, 1-7, 2003.

Tatoğlu, F. Y., Panel veri ekonometrisi. İstanbul: Beta Yayınevi, 2012.

TKYD, [<http://www.tkyd.org/tr/kyd-hakkimizda.html>], (09.08.2018).

TKYD, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004.

TKYD, Kurumsal Yönetim Endeksleri ve Farklı Pazar Uygulamaları, <http://www.tkyd.org>, 2013.

Tüsiad, Kurumsal Yönetim En iyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, TÜSİAD, İstanbul. <http://www.tusiad.org/rsc/shared/file/kurumsalyonetim.pdf>, 2002.

Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, İstanbul, 2005.

Vıggósson, Páll Snorri, “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Iceland”, Yüksek Lisans Tezi, Mayıs 2011
http://skemman.is/stream/get/1946/8194/21686/3/MS_Thesis_Pall_Viggosso_n.pdf, 2011.

Yazgan, “Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme”, Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2017.

Yavuz, Esra, “Türkiye’de kurumsal yönetim endeksine girişin Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin hisse senedi getiri oranları üzerindeki etkisi” İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2014.

Yavuz, Selahattin, Suat Yıldırım, Bekir Elmas. (2015) “Kurumsal Yönetim Endeksi İle Şirket Hisse Senedi Getiri İlişkisi: BİST’de Bir Uygulama”, Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (ERZSOSDER) VIII: 73-82 .

Yatırımcı İlişkileri Derneği (Tuyit), Borsa Trendleri Raporu, Sayı 25, Nisan - Haziran 2018.

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

Zheka, Vitaliy, “Corporate Governance and Firm Performance in Ukraine”, Centre For Economic Reform And Transformation, School of Management and Languages, Heriot-Watt University, Discussion Paper 2006/05, <http://www.sml.hw.ac.uk/cetrepec/wpa/2006/dp0605.pdf>, Temmuz 2016.

Wooldridge, J.M. Introductory Econometrics: A Modern Approach. Fifth edition. Cengage Learning, South-Western, 2013.

