

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ŞİRKETLERİN SERMAYE
MALİYETLERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASINA İLİŞKİN BİR
ÇALIŞMA: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ**

Önder UZKARALAR

DOKTORA TEZİ

ADANA / 2017

**TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ŞİRKETLERİN SERMAYE
MALİYETLERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASINA İLİŞKİN BİR
ÇALIŞMA: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ**

Önder UZKARALAR

Danışman: Prof. Dr. Hatice DÜZAKIN
Jüri Üyesi: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
Jüri Üyesi: Prof. Dr. Mehmet ÖZMEN
Jüri Üyesi: Doç. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU
Jüri Üyesi: Yrd. Doç. Dr. Mustafa Can SAMIRKAŞ

DOKTORA TEZİ

ADANA / 2017

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne;

Bu çalışma, jürimiz tarafından Ana Bilim / Ana Sanat Dalında
YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan:

(Danışman)

Üye:

Üye:

Üye:

Üye:

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.

.../.../2017

Prof. Dr. Hüseyin Mahir FİSÜNOĞLU

Enstitü Müdürü

NOT: Bu tezde kullanılan ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ETİK BEYANI

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde ve ortaya çıkan sonuçlarda herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim. 25 /05 / 2017

Önder UZKARALAR

ÖZET

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ŞİRKETLERİN SERMAYE MALİYETLERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASINA İLİŞKİN BİR ÇALIŞMA: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

Önder UZKARALAR

Doktora Tezi, İşletme Ana Bilim

Danışman: Prof. Dr. Hatice DÜZAKIN

Mayıs 2017, 193 sayfa

Küresel ölçekteki şirketlerin yankı uyandıran çöküşlerinin altında, yönetimlerinin şirketleri asıl hak sahiplerinin yararına değil, bireysel çıkarları doğrultusunda yönetmeleri yatmaktadır. Pay sahiplerinin ve diğer menfaat sahiplerinin şirket yönetimlerini zararlı davranışlarından alıkoyacak yeterli araçlardan yoksun olması söz konusu çöküşlere uygun zemini hazırlamıştır. Tüm bu olumsuzlukların giderilmesine ilişkin çabalar sonucu bir kavram olarak ortaya çıkan Kurumsal Yönetim, pay sahiplerine ve menfaat sahiplerine en yüksek faydayı sağlayacak biçimde yönetilmelerini amaç edinmektedir. Temelde vekalet problemlerinden kaynaklanan sorunları en aza indirerek şirkete yüklenen fazladan maliyetleri önlemek için uygun bir araç olarak görülen kurumsal yönetim, sıklıkla tartışılan hususlardan birisidir. Kurumsal yönetim uygulamaları, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerin istikrarlı ve düşük maliyetli finansman imkanlarına ulaşabilmesinde önemli bir yere sahiptir. Bu çalışmanın amacı Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının, şirketlerin sermaye maliyetlerini etkileyip etkilemediğinin araştırılmasıdır. Bu kapsamda, 2009-2015 yılları arasında Borsa İstanbul’a kayıtlı kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin verileri kullanılarak, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi ile borç ve özsermaye maliyetleri arasındaki ilişki, statik ve dinamik panel veri yöntemleri ile analiz edilmiştir. Analiz sonuçları, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi artıkça borç ve özsermaye maliyetlerinin azaldığının göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, kurumsal yönetim derecelendirme, borç maliyeti, özsermaye maliyeti, sermaye maliyeti

ABSTRACT**A RESEARCH ON THE EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE
PRACTICES ON COMPANIES' COST OF CAPITAL: A CASE FOR BORSA
İSTANBUL****Önder UZKARALAR****Ph.D. Thesis, Department of Business****Supervisor: Prof. Dr. Hatice DÜZAKIN****May 2017, 193 pages**

The underlying reason for the striking collapse of global companies is their management's attitude to administer those companies based on their personal interest, as opposed to the shareholders' interests. The lack of sufficient instruments on the part of the shareholders as well as other stakeholders to prevent the managements from such adverse behaviour has prepared the ground for the said collapse. The term corporate governance, which has been envisaged as a result of the efforts to eliminate such adversities, aims to ensure that companies are managed in such a way to provide maximum benefit to their shareholders and stakeholders. Corporate Governance, which is considered as a suitable instrument to minimize agency problems by preventing additional costs stemming from delegation of powers, is a frequently discussed concept. Corporate governance practices are significant for the companies in both developed and developing markets in attaining stable and low-cost finance.

The aim of this study is to investigate whether corporate governance practices have an impact on the companies' cost of capital in Turkey. In this context, based on the data of companies having corporate governance ratings in Borsa Istanbul between 2009 and 2015, the relationship between the quality of Corporate Governance practices and debt and cost of equity was analyzed through static and dynamic panel data analysis method. The results suggest that as the corporate governance quality increases, the cost of debt and equity diminishes.

Keywords: Corporate governance, corporate governance rating, cost of debt, cost of equity, cost of capital

ÖNSÖZ

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye maliyetlerine etkisinin araştırıldığı bu çalışmanın, özellikle Türkiye’de konuya ilişkin bir çalışmaya rastlanmamış olması nedeniyle önemli bir katkı sunması beklenmektedir.

Çalışmaya önemli katkılarda bulunan, başta danışmanım Prof. Dr. Hatice DÜZAKIN olmak üzere, jüri üyeleri Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL, Prof. Dr. Mehmet ÖZMEN, Doç. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU ve Yrd. Doç. Mustafa Can SAMIRKAŞ’a ve de doktora sürecimde benden desteğini esirgemeyen kıymetli hocam Prof. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR’a teşekkürlerimi sunarım.

Tez çalışmam süresince çalışmalarına maddi ve manevi katkıda bulunan kıymetli mesai arkadaşlarım Esra BALLI, Çiler SİGEZE, İpek TEKİN, Faruk MİKE, Salih ÇAM, Almıla BURGAÇ, Faruk KAYGUSUZ, İlksun Didem ÜLBEGİ, Miraç Savaş TURHAN, İlker KEFE ve İrem TORE’ye en içten teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca, bu dünya için fazla iyi bir insan olduğunu düşündüğüm ve büyük ihtimalle bu nedenle aramızdan ayrılmayı tercih eden, yardımını hiçbir koşulda hiçbir insan için esirgemeyen, benimle birlikte onlarca kişi üzerinde emeği ve hakkı olan, kardeşim, arkadaşım Mehmet Fatih TIRAŞ’a Allah’tan rahmet diliyor, şükranlarımı sunuyorum.

Tanıdığım andan itibaren bana sonsuz destek olan, her durumda maddi ve manevi desteğini sonuna kadar hissettiğim, yardımları ve iyilikleri sayfalar dolusu teşekkür ile ödenemeyecek olan, çok kıymetli arkadaşım, ortağım Yrd. Doç. Dr. Gözde TÜRKMEN’e katkılarından, yardımlarından ve desteğinden dolayı gönülden şükranlarımı sunuyorum.

Son olarak bu süreçte benden desteklerini esirgemeyen, özellikle yoğun çalışma dönemlerinde ihmal etmek durumunda kaldığım oğlum Yunus Emre UZKARALAR’a ve eşim Mehtap UZKARALAR anlayışlarından ve sabırlarından dolayı çok teşekkür ediyorum.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ	vi
KISALTMALAR	xii
TABLolar LİSTESİ	xiii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xiv
EKLER LİSTESİ	xv

BÖLÜM I

GİRİŞ

1.1. Araştırmanın Problemi.....	4
1.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi	5
1.3. Sınırlılıklar	5

BÖLÜM II

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI, TEORİLERİ VE UYGULAMALARI

2.1. Kurumsal Yönetim Kavramı.....	6
2.2. Kurumsal Yönetime Temel Oluşturan Teoriler	9
2.2.1. Vekalet (Agency) Teorisi.....	9
2.2.2. Paydaş (Stakeholder) Teorisi	12
2.2.3. Finans Modeli	13
2.2.4. Vekilharç Teorisi	14
2.2.5. İşlem Maliyetleri Teorisi	15
2.3. Kurumsal Yönetimin Önemi ve Gelişme Sebepleri	16
2.3.1. Düşük Maliyetli Finansman Kaynaklarına Ulaşmadaki Zorluklar	17
2.3.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hızlanması.....	17
2.3.3. Şirket Skandalları ve Küresel Boyuttaki Krizler	18
2.3.4. Dünya Genelindeki Özelleştirme Dalgası.....	19
2.3.5. Kurumsal Yatırımcılar ve Emeklilik Fonları	20

2.4. Kurumsal Yönetim Sistemleri	20
2.4.1. Anglo-Sakson Sistemi.....	21
2.4.2. Kıta Avrupası Sistemi	22
2.4.3. Weimer ve Pape Sınıflandırması	23
2.5 Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurumsal Yönetim.....	24
2.5.1. Gelişmiş Ülkelerde Kurumsal Yönetim.....	25
2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurumsal Yönetim.....	28
2.6. Türkiye’de Kurumsal Yönetim.....	31
2.6.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	31
2.6.2. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanun’unda (Yeni TTK) Kurumsal Yönetime İlişkin Düzenlemeler	37

BÖLÜM III

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ VE KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ

3.1. Kurumsal Yönetim İlkeleri	40
3.1.1. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	41
3.1.2. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	50
3.2. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi	58
3.2.1. Dünyada Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları	59
3.2.2. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinde Diğer Alternatifler.....	63
3.2.3. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Endeksi	64
3.2.3.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirme	65
3.2.3.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları.....	69
3.2.3.2.1. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.	69
3.2.3.2.2. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.....	73
3.2.3.2.3. JCR Eurasia Rating Derecelendirme A.Ş.	76
3.2.3.3. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi	77

BÖLÜM IV

SERMAYE MALİYETİ KAVRAMI VE HESAPLAMA YÖNTEMLERİ

4.1. Sermaye Maliyeti Kavramı ve Önemi	80
4.2. Sermaye Maliyetinin Hesaplanması	83
4.2.1. Özsermaye Maliyetinin Hesaplanması	85
4.2.1.1. Özsermaye Maliyetinin Hesaplanmasında Kullanılan Temel	
Yöntemler	86
4.2.1.1.1. Muhasebe Temelli Yöntemler	86
4.2.1.1.1.1. Karpayı İndirgeme Modeli.....	87
4.2.1.1.1.1.1. Fiyat-Kazanç Oranı Yöntemi.....	89
4.2.1.1.1.1.2. Artık Gelir Yöntemi (Residual Income	
Method)	90
4.2.1.1.1.1.3. Ohlson-Juettner (OJ) Modeli (Anormal Kazanç	
Büyümesi Modeli)	91
4.2.1.1.1.2 Yatırımın Karlılığı Modeli.....	91
4.2.1.1.1.3. Muhasebe Betası	92
4.2.1.1.2. Faktör (Endeks) Modelleri.....	92
4.2.1.1.2.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli	95
4.2.1.1.2.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli	100
4.2.1.1.2.3. Birikimli Toplama Modeli (Build-Up Method)...	101
4.2.1.1.2.4. Fama-French 3 Faktör Modeli	102
4.2.1.1.2.5. Piyasa Türevi Sermaye Fiyatlama Modeli (Market	
Derived Capital Pricing Model-MDCP).....	104
4.2.1.1.3. Borç Maliyetini Temel Alan Modeller	105
4.2.1.1.3.1. Tahvil Artı Modeli.....	106
4.2.1.1.3.2. Borç Maliyeti Temelli Risk Modeli.....	107
4.2.2. Yabancı Kaynak (Borç) Maliyetinin Hesaplanması	108
4.2.2.1. Kredi Yoluyla Sağlanan Yabancı Kaynağın Maliyeti	109
4.2.2.2. Tahvil Çıkarılması Yoluyla Sağlanan Yabancı Kaynağın Maliyeti ...	110
4.2.2.3. Borç Maliyetinin Hesaplanmasında Kullanılan Alternatif Yöntemler	111
4.2.3. Toplam Sermaye Maliyetinin Hesaplanması.....	113
4.2.3.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	113
4.2.3.2. Sermaye Maliyeti Hesaplarında Kullanılan Alternatif Yöntemler	114

4.3. Sermaye Maliyeti ve Kurumsal Yönetim İlişkisi	116
--	-----

BÖLÜM V

KURUMSAL YÖNETİM İLE SERMAYE MALİYETİ İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

5.1. Kurumsal Yönetim ile Özsermaye Maliyeti Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	123
5.2. Kurumsal Yönetim ile Borç Maliyeti Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar...	130
5.3. Kurumsal Yönetim ile Toplam Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	136

BÖLÜM VI

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ŞİRKETLERİN SERMAYE MALİYETLERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASINA İLİŞKİN BİR ÇALIŞMA: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

6.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi	140
6.2. Araştırmanın Kısıtları	141
6.3. Araştırmanın Verileri	142
6.3.1. Araştırmanın Bağımlı Değişkenleri	143
6.3.2. Araştırmanın Bağımsız Değişkenleri	149
6.3.3. Araştırmanın Kontrol Değişkenleri	150
6.4. Araştırma Modeli	151
6.5. Araştırmanın Yöntemi	152
6.6. Araştırmanın Bulguları	158

BÖLÜM VII

SONUÇ VE ÖNERİLER

7.1. Sonuç	169
7.2. Öneriler	171
KAYNAKÇA	173

EKLER	191
ÖZGEÇMİŞ	193



KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BIST	: Borsa İstanbul
CEO	: Chief Excecutive Officier
CLSA	: Credit Lyonnais Securities Asia
ECGI	: European Corporate Governance Institute
EKK	: En Küçük Kareler
GMM	: Generalized Method of Moments
IFC	: International Finance Corporation
IIF	: Institute of Internatioanl Finance
IMF	: International Monetary Fund
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
SEC	: Security Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SVFM	: Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

TABLOLAR LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 1. Kurumsal Yönetimin Farklı Tanımları	8
Tablo 2. Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulanan Ülkeler	23
Tablo 3. Türkiye’de Faaliyet Gösteren Derecelendirme Kuruluşları.....	68
Tablo 4. Saha Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı	72
Tablo 5. Kobirate Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı.....	75
Tablo 6. JCR Avrasya Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı.....	77
Tablo 7. Analize Dahil Edilen Şirketler ve Endeksleri	142
Tablo 8. Analiz Dönemi İçerisinde Risk Primleri.....	147
Tablo 9. 2009-2015 Dönemi Analize Konu Şirketlerin Borçlanma Faaliyetlerine İlişkin Bilgiler	148
Tablo 10. Çalışmanın Değişkenlerine İlişkin Özet İstatistikler	158
Tablo 11. Bağımsız Değişkenler İçin Korelasyon Matrisi	160
Tablo 12. Klasik Model İçin F testi sonuçları.....	161
Tablo 13. Kurumsal Yönetim Özsermaye Maliyeti İlişkisi İçin Analiz Sonuçları	162
Tablo 14. Kurumsal Yönetim Borç Maliyeti İlişkisi İçin Analiz Sonuçları	165

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1. Farklı borç ve özsermaye maliyetlerinde menkul kıymet piyasa doğrusu 106



EKLER LİSTESİ

	Sayfa
EK 1. Sentetik Risk Primleri	191
EK 2. Seri Korelayon, Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları ve Düzeltmeler.....	191



BÖLÜM I

GİRİŞ

Modern dünyada şirketlere sermaye sağlayan pay sahipleri, sağladıkları sermayenin nerede ve nasıl kullanıldığı üzerine oldukça kısıtlı bir kontrole sahiptirler. Günümüzde sermayenin ve tüm şirket kaynaklarının yönetiminin şirket sahipleri tarafından profesyonel yöneticilere bıraktıkları görülmektedir. Nihayetinde, özellikle kamuya açık şirketlerde yönetim ve sahiplik birbirinden tamamen ayrılmış bulunmaktadır. Fakat bu durum, yani sahiplik ve yönetimin ayrılmış olması, şirketlerde çıkar çatışmalarına yol açmaktadır. Finans literatüründe yönetici ve sahipler arasındaki çıkar çatışmaları vekalet teorisi olarak adlandırılmıştır. Bu teori ilk olarak Berle ve Means (1932) tarafından ele alınmış; ardından da Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilmiştir. Vekalet teorisi, şirketlerde sahiplik ve yönetici ayrımından kaynaklanan çatışmaların şirket performansı ve değeri üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu öne sürmektedir. Bu ikiliğin olumsuz etkisinin temel sebebi; şirket sahiplerinin kendi pay değerinin en çoklanmasını isterken; yöneticilerin ise her zaman pay sahiplerinin yüksek çıkarlarını gözetmeyerek, işlere gereken özeni göstermemesi, yan hakları gereksiz yere kullanması, kendi isimlerini duyurmak adına getirisi olmayan işlere yatırım yapması vb. gibi kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmelerinden kaynaklanmakta ve bu durum da bilgi asimetrisine yol açmaktadır (Rechner ve Dalton, 1989). Jensen and Meckling (1976) de çalışmalarında modern işletmelerde vekalet teorisini modellemiş ve kendi çıkarları doğrultusunda çalışan yönetimin sahipler tarafından kontrol altına alınamadığı durumda şirketlere maliyet yüklediğini ortaya koymuşlardır.

Dev şirketlerin yankı uyandıran çöküşlerinin altında, yönetimlerinin şirketleri asıl hak sahibi olan hissedarların yararına değil, bireysel çıkarları doğrultusunda yönetmeleri yatmaktadır. Bu noktada pay sahiplerinin ve diğer menfaat sahiplerinin şirket yönetimlerini zararlı davranışlarından alıkoyacak yeterli araçlardan yoksun olması dikkate değer bir veri olarak söz konusu çöküşlere uygun zemini hazırlamıştır.

Tüm bu olumsuzlukların giderilmesine ilişkin çabalar sonucu bir kavram olarak ortaya çıkan Kurumsal Yönetim (Corporate Governance), şirketlerin pay sahiplerine ve bunların dışında kalan borç verenler, çalışanlar, müşteriler, devlet gibi menfaat sahiplerine en yüksek faydayı sağlayacak biçimde yönetilmelerini amaç edinmektedir.

Temel olarak vekalet problemlerinden kaynaklanan sorunları en aza indirmek ve bu sebeple şirkete yüklenen fazladan maliyetleri önlemek için uygun bir araç olarak görülen kurumsal yönetim, günümüz dünyasında sıklıkla tartışılan hususlardan birisi olarak dikkat çekmektedir. Küresel ölçekteki şirket skandalları ile 1990'ların başından itibaren önemli bir konu haline gelen kurumsal yönetim, 1997 Asya Krizi ve 2007-2008 Küresel Finansal Kriz gibi tüm finansal piyasaları derinden etkileyen olaylar nedeniyle günümüzde de önemini artırarak korumaktadır.

Kurumsal yönetim şirketlerin kendi varlıkları açısından da çok önemli bir yere sahiptir. Şirketlerin özellikle gerek finansman kaynaklarını gerekse insan kaynaklarını çekmesi, faaliyetlerini etkin şekilde yürüterek uzun dönemli ekonomik değer yaratabilmesi kurumsal yönetim uygulamaları aracılığıyla ortaya çıkan kanun ve yönetmelikler ile mümkün olabilmektedir. Şirketlerin ekonomik etkinliğinin, büyümesinin ve şirkete yatırım yapacak kişi ve kurumların güveninin artırılması açısından kurumsal yönetim kilit unsurdur. Yatırımcıların şirkete güveninin artmasıyla birlikte daha düşük maliyetle daha çok sermaye akışı sağlanabilmektedir. Kurumsal yönetim kalitesi, bir şirketin büyümesi için ihtiyaç duyduğu sermayeye ulaşabilmek adına üstlendiği maliyetleri ve bu sermayenin doğrudan ya da dolaylı olarak şirkete teminini sağlayanların, şirket tarafından yaratılacak değerden eşit ve adil şekilde pay alabileceklerine olan güveni etkilemektedir. İyi kurumsal yönetim uygulamaları hem pay sahiplerine hem de diğer menfaat sahiplerine haklarının korunmakta olduğuna dair önemli bir güvence vererek şirketlerin sermaye maliyetlerinin azalmasına ve sermaye piyasalarına erişimlerinin kolaylaşmasına imkan sağlayacaktır.

Uluslararası sermaye hareketleri sayesinde şirketler, çok daha büyük bir finansman havuzundan fon sağlama imkanı elde etmektedir. Şirketlerin ve ülkelerin küresel sermayenin tüm imkanlarından faydalanabilmesi ve uzun vadeli sermayeyi bünyelerine çekebilmeleri için; uluslararası alanda kabul görmüş, güvenilir ve anlaşılır kurumsal yönetim ilkelerine bağlı olmaları ve kurumsal yönetim düzenlemelerini bu ilkeler çerçevesinde yapmış olmaları gerekmektedir.

Finansman imkanlarının kısıtlı olduğu, yabancı sermayeye ihtiyaç duyulan gelişmekte olan piyasalarda gerek ülke düzeyinde gerekse şirket düzeyinde kurumsal yönetim uygulamaları büyük öneme sahiptir. Uluslararası sermaye akımlarından daha fazla ve daha uygun maliyetlerle yararlanabilmek ancak fon sağlayıcıların bekledikleri getirilerinin garanti edilmesi ve güvence altında olması ile mümkün olabilmektedir. Bu noktada, güvence altına almak adına kullanılacak tüm yöntemler kurumsal yönetimin

alanına girmektedir. Küresel piyasa koşullarında şirketlerin istikrarlı şekilde ve uygun maliyetlerle finansman sağlaması açısından kurumsal yönetim önemli rol oynamaktadır.

Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde bulunan Türkiye’de de kurumsal yönetim konusuna ilgi son yıllarda artmaktadır. Özellikle 2000 yılındaki finansal kriz ve ardından yaşanan 2001 bankacılık krizi ile birlikte kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelere olan ihtiyaç açığa çıkmıştır. 2002 yılında TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından hazırlanan en iyi uygulama kodunun yayınlanması ve ardından 2003 yılında SPK tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri ile halka açık şirketler için tavsiye niteliğinde olan ilkelerin açıklanması Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi ve yaygınlaştırılmasına ilişkin atılan ilk ve en önemli adımlardır. Bu adımlardan itibaren günümüze kadar sürekli olarak kurumsal yönetim uygulamalarını teşvik edici yeni düzenlemeler ve güncellemeler yapılmıştır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin finansman kaynaklarına uygun maliyetlerle erişme imkanı sağlaması konusu akademik çalışmalarda da ele alınmıştır. Kurumsal yönetim ve sermaye maliyeti arasındaki ilişki, görece olarak performans ve değer gibi diğer konulara kıyasla daha az olsa da, son dönemlerde uygulamalı bir çok çalışmaya konu olmuş; kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyetini olumlu etkilediğine dair önemli sonuçlar elde edilmiştir. Özellikle gelişmiş ülke piyasalarında yapılan birçok çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin borç ve özsermaye maliyetlerini düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Gelişmekte olan piyasalarda kurumsal yönetim sermaye maliyeti ilişkisini inceleyen çalışma sayısı, konunun özellikle bu piyasalarda büyük önem arz etmesine rağmen, çok az sayıdadır. Yapılan literatür taramasında bazı gelişmekte olan ülkeleri konu alan birkaç çalışmaya rastlanılmıştır. Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyetlerine etkisini inceleyen bir çalışmaya rastlanamamıştır. Bu nedenle, çalışmanın özellikle Türkiye’de kurumsal yönetim ile sermaye maliyeti ilişkisini inceleyecek çalışmalara örnek olması ve gelişmekte olan ülkelerdeki çalışmalara katkı sunması beklenmektedir.

Çalışma giriş ve sonuç bölümleri dahil olmak üzere toplam yedi bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışı, kurumsal yönetime ilişkin tanımlar, teoriler ve uygulamalara yer verilmiştir. Üçüncü bölümde kurumsal yönetim ilkeleri ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesine ilişkin ayrıntılı bilgiler verilmiştir. Dördüncü bölüm sermaye maliyeti kavramı ve sermaye maliyeti hesaplamalarına ilişkin ayrıntılı bilgilerin

verildiği ve kurumsal yönetim ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkinin açıklandığı bölümdür. Çalışmanın beşinci bölümünde genel olarak kurumsal yönetime ilişkin yapılmış ve kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyetlerine etkisini inceleyen çalışmaları konu alan literatür taramasından oluşmaktadır. Altıncı bölüm, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye maliyetlerini ne şekilde etkilediğinin belirlenmesine ilişkin yapılan ekonometrik analiz ve bu analizin sonuçlarına ilişkin bilgilerden oluşmaktadır. Çalışmanın sonuç bölümü olan yedinci bölümünde ise, analiz bölümünde ortaya çıkan sonuçlara ilişkin değerlendirmelere ve gelecek çalışmalar için önerilere yer verilmiştir.

1.1. Araştırmanın Problemi

Kurumsal yönetim uygulamaları, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerin istikrarlı ve düşük maliyetli finansman imkanlarına ulaşabilmesinde önemli bir yere sahiptir. İyi kurumsal yönetim uygulamaları, şirketlerin sermaye maliyetinin azalmasına, daha geniş finansman olanaklarına ulaşmalarına likiditelerinin artmasına ve sermaye piyasalarından daha fazla yararlanmalarına olanak sağlamaktadır. Yatırımcı açısından bakıldığında kurumsal yönetim, şirketlere finansman sağlayanların yaptıkları yatırımın karşılığında belirli bir getiriye güvence altına almak için kullanılan yöntemler olarak kullanılabilir.

Küresel anlamda parasal genişleme döneminin son bulduğu ve daralma dönemine girileceği beklentisi özellikle gelişmekte olan ülkeler ve bu ülkelerdeki şirketler için önemli bir sorun olarak görülmektedir. Parasal genişleme döneminde gelişmekte olan ülkelerde şirketlerin daha düşük maliyetle finansman sağlayabildiği görülmektedir (Lavigne, Sarker ve Vasishtha, 2014). Fakat bu dönemin sona ermesi ile birlikte şirketlerin finansman kaynaklarına ulaşmalarının zorlaşması ve maliyetlerin yükselmesi kaçınılmazdır. Dolayısıyla şirketlerin yatırımcıyı cezp edebilmek ve daha uygun koşullarda finansman sağlayabilmek için daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına ihtiyaç duyacakları düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye maliyetlerine etkisinin belirlenmesine ilişkin çalışmalar hem şirketler açısından hem de yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı kurumsal yönetim ve sermaye maliyeti ilişkisini araştıran çalışmaların ilerleyen dönemlerde daha da önem kazanması beklenmektedir.

1.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu araştırmanın amacı Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının, şirketlerin sermaye maliyetlerini etkileyip etkilemediğinin araştırılmasıdır. Bu bağlamda tez çalışmasında temel olarak şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile ölçülen kurumsal yönetim uygulamalarındaki etkinliğinin, borç maliyetine ve özsermaye maliyetine etki edip etmediğı, etki ediyorsa ne yönde etki ettiğı payları BİST’de işlem gören şirketler üzerinde araştırılacaktır.

Şirketler açısından, finansman kaynaklarının daha uygun koşullarda sağlanması büyük öneme sahiptir. Kurumsal yönetim uygulamaları bu koşulların sağlanmasında önemli bir araç olarak görülmektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetim ve sermaye maliyeti ilişkisinin uygulamalı çalışmalarla ortaya konulması önem arz etmektedir. Bu konuda gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmaların sayısının az olması ve Türkiye’de konuya ilişkin çalışmaya rastlanamaması çalışmaya önem katmaktadır.

1.3. Sınırlılıklar

Kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin sayısının az olması ve analize uygun düzenli verilerin sağlanabilmesi amacıyla çalışmanın veri seti 2009-2015 arasında Borsa İstanbul’a kayıtlı 19 şirket verisi ile sınırlandırılmıştır.

BÖLÜM II

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI, TEORİLERİ VE UYGULAMALARI

Şirketlerin pay sahiplerine ve bunların dışında kalan menfaat sahiplerine en yüksek faydayı sağlayacak şekilde yönetilmelerini amaç edinen Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) günümüz dünyasında sıklıkla tartışılan hususlardan birisi olarak dikkat çekmektedir. 1990'lı yıllarda bir kavram olarak ortaya çıkan kurumsal yönetim, 2000'li yılların başından itibaren hem ülkeler hem de şirketler açısından büyük önem kazanmıştır. Kurumsal yönetim kavramının doğup gelişmesine paralel olarak kavramla ilgili hukuk, ekonomi gibi farklı alanlarda birçok tanım ortaya çıkmıştır. Bu bölümde kurumsal yönetim kavramıyla ilgili tanımlar, kurumsal yönetime temel oluşturan teoriler ve Dünya ve Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarından bahsedilecektir.

2.1. Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetim ile ilgili gerek uluslararası örgütler tarafından gerekse akademik yazında yapılmış olan birçok tanım bulunmaktadır. Tanımlardaki farklılık kurumsal yönetimin uygulamaya yönelik bir kavram olması ve hukuksal açıdan kurumsal yönetime farklı yaklaşımların bulunmasından kaynaklanmaktadır (Allen ve Gale, 2002). Bu tanımlardan ilki, Committee on Financial Aspects of Corporate Governance tarafından hazırlanan Cadbury raporunda yapılmıştır. Rapor kurumsal yönetimi, şirketi yöneten ve kontrol eden bir sistem olarak tanımlamıştır (Cadbury Raporu, 1992). Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organisation for Economic Co-operation and Development-OECD) da benzer şekilde yönetim ve denetim boyutuna atıf yaparak kurumsal yönetimi, şirketlerin amaç ve hedeflerinin belirlendiği ve bunlara ulaşabilmek için, performans izleme araçlarının belirlendiği denetimsel bir yapı olarak tanımlamıştır (OECD,1998).

Kurumsal yönetim konusunda büyük öneme sahip olan çalışmalarında Shleifer ve Vishny (1997) kurumsal yönetimi şirketlere finansman sağlayanların yaptıkları yatırımın karşılığında belirli bir getiriye güvence altına almak için kullanılan yöntemler olarak tanımlamıştır.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (2000), çalışmalarında kurumsal yönetimi büyük oranda dış yatırımcıların (şirketi kontrol eden pay sahipleri ve

yöneticiler dışında kalan yatırımcılar), şirket içindekilerce mülksüzleştirilmelerini önlemek için kullandıkları araçların bütünü şeklinde tanımlamıştır.

Gregory (2000), kurumsal yönetimi, “şirketlerin piyasalardan fon sağlayabilmelerini, faaliyetlerini etkin ve kuruluş amaçlarına uygun gerçekleştirebilmelerini, yasal koşulları ve genel toplumsal beklentileri karşılayabilmelerini sağlamaya yönelik kanun, düzenleme ve kurallar bütünüdür” şeklinde tanımlamıştır.

Becht, Bolton ve Röell, 2002 yılında yaptıkları ve 2005 yılında güncelledikleri çalışmalarında, temelde kurumsal yönetim probleminin bir bağımsız yatırımcının, yöneticinin sorumluluğundaki şirketi yöneticiden farklı şekilde kontrol etme isteği olduğu zaman ortaya çıktığını belirtmişlerdir. Şirket sahipliğindeki bu dağınıklık çeşitli hak sahipleri arasındaki çıkar çatışmasını artırarak ve yatırımcıların arasında kolektif hareket etme sorunu yaratarak, problemi daha da büyütülmektedir. Bu nedenle yazarlar kurumsal yönetimi çeşitli yatırımcılar arasında ortaya çıkan kolektif hareket etme problemlerinin ve farklı menfaat sahipleri arasındaki sorunların çözümlenmesine ilişkin faaliyetler olarak tanımlamışlardır (Becht, Bolton ve Röell, 2005).

Bazı çalışmalarda “corporate governance” kavramı Türkçe’ye “kurumsal yönetim” olarak çevrilmiştir. Buna sebep olarak da “governance” kelimesine karşılık olarak “yönetişim” kullanılmasının kavrama işteşlik ve katılım fonksiyonu vermesi gerekçe gösterilmiştir (Menteş, 2009 s.1). Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nın 2003 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni açıklaması sonrasında, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), Borsa İstanbul (BİST), Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD) gibi kurum ve kuruluşlarla birlikte Türk Ticaret Kanunu (TTK) da kavramı “Kurumsal Yönetim” olarak kullanmıştır.

Türkiye’de konu ile ilgili yapılmış akademik çalışmalarda da farklı tanımlamalar bulunmaktadır. Gürbüz ve Ergincan (2004)’ e göre şirket yönetimi, kontrol ve performansa odaklı kurumsal yönetim dar anlamda şirket sahipliği ve yönetim arasında olan ilişkiler sistemidir. Paslı (2004), çalışmasında kurumsal yönetimi, halka açık şirketler özelinde görülen mülkiyet ve kontrol ayrımının doğruduğu sorunları en aza indirmeyi hedefleyen, hakkaniyet, şeffaflık ve sorumluluk ilkeri üzerine inşaa edilen, şirket yönetim ve denetim esaslarını belirli kurallara bağlayan, şirketi kuruluştan tasfiyeye kadar bir bütün olarak ele alıp çok önemli bir ekonomik birim olarak tanımlayan özel bir yönetim sistemi şeklinde tanımlamıştır.

Kavram için Dünya’da ve Türkiye’de çeşitli kurum ve kuruluşların yayınlamış olduğu raporlardan oluşturulan tanımlar aşağıdaki gibi özetlenebilmektedir.

Tablo 1

Kurumsal Yönetimin Farklı Tanımları

Tanım	Kaynak
Kurumsal Yönetim, şirketlerin kontrol edildiği ve yönlendirildiği bir sistemdir	İngiltere Cadbury Raporu
Kurumsal yönetim, şirketin performansını en iyi duruma getirmek ve yatırımcılar, çalışanlar ve kreditorler gibi paydaşları korumayı amaçlayan, böylelikle sermayeye ulaşmayı kolaylaştıran bir takım kurallardır.	Brezilya, CVM (Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)
Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetiminde esas alınan amaçları ve şirketin yönetim organları sahipleri ve şirket tasarrufları ile işlerinde doğrudan etkilenen diğer taraflar (tüm menfaat sahipleri) arasındaki etkileşimi düzenleyen temel ilke ve çerçevelerdir.	Danimarka, Norby Raporu ve Öneriler
Şirketlerin yönetim ve denetimine esas olan kurallar seti anlamında “kurumsal yönetim her ekonomi ve hukuk sistemi tarafından geliştirilen normlar, gelenekler (teamüller) ve davranış biçimlerinin sonucudur.	İtalya, Preda Raporu
Kurumsal yönetim kavramı şirketle bağlantılı kişilere yönelik, sağlam bir yönetim, uygun bir denetim ve tüm menfaat sahiplerinin tatminkar ölçüde dengeli söz sahibi olmalarını sağlayacak şekilde yetki, görev ve sorumluluklarının ayrılmasına yönelik kurallar setinden oluşan bir davranış kodudur.	Hollanda, Peters Raporu
Kurumsal yönetim borsada kayıtlı şirketlerin yönetimi ve prosedür sistemini tanımlamak için kullanılmaktadır.	Portekiz, Sermaye Piyasası Komisyonu Önerileri
Kurumsal yönetim, şirket yönetimi ve gözetimine yönelik fiili ve yasal düzenleyici çerçeveyi tanımlar.	Almanya, Berlin İnsiyatif Kanunu
Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler setini kapsar. Kurumsal yönetim ayrıca, şirket amaçlarının ortaya konulduğu ve söz konusu amaçlara ulaşmada performansın izlenmesinde kullanılan araçların belirlendiği yapıyı öngörür.	OECD, İlkeler

Tablo 1 Devamı

Kurumsal yönetim, pay sahipleri , (denetim) yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerden oluşan temel bir grup arasındaki ilişkiler ve uygun sorumlulukları içeren ve şirketin esas amacını gerçekleştirmek için gerekli rekabetçi performansı en iyi şekilde teşvik etmek üzere düzenlenmiş yapıyı kapsar.	OECD, Millstein Raporu
Kurumsal yönetim soyut bir amaç olmaktan çok, yöneticilerin ve ortakların şirket hedeflerine en etkin şekilde ulaşabilecekleri bir yapı sunmak suretiyle şirket amaçlarının gerçekleştirilmesine hizmet etmek için vardır.	ABD, Bussines Round Table Raporu
Kurumsal Yönetim, bir şirketin, hak sahipleri ve kamuoyunun menfaatlerine zarar vermeyecek şekilde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve bu sayede de hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasını mümkün kılan kanun, yönetmelik ve gönüllü özel sektör uygulamaları bileşimidir.	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
Kurumsal yönetim, banka üst yönetiminin bankayı, belirlenmiş hedefler, kanun, kanuna istinaden çıkarılan düzenlemeler ile ilgili diğer mevzuat, ana sözleşme ve banka içi düzenlemeler ile bankacılık etik kuralları doğrultusunda, tüm menfaat ve pay sahipleri ile tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruyacak biçimde yönetimini ifade eder.	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

Kaynak: Weil, Gotsal&Manges LLP, 2002; Gregory, 2003 ve Borgia, 2005

2.2. Kurumsal Yönetime Temel Oluşturan Teoriler

Kurumsal yönetimin başlı başına bir kavram olarak ortaya çıkması her ne kadar 1990'lı yılların başında olsa da, kavramın oluşmasına temel olan teoriler çok daha eskidir. Çalışmanın devam eden bölümünde kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasında temel oluşturan teorilerden vekalet teorisi, paydaş teorisi, finans teorisi, işlem maliyetleri teorisi, yönetim-idare teorisi incelenecektir.

2.2.1. Vekalet (Agency) Teorisi

Sermayenin tabana yayılmasının bir sonucu olarak şirketler profesyonel yöneticiler istihdam etmekte, buna bağlı olarak da şirket açısından sahip ve vekil (temsilci) ayrımı ortaya çıkmaktadır (Berle ve Means, 1932; Jensen ve Meckling, 1976). Burada sahipler şirket hissedarları, vekiller ise hissedarlar tarafından şirketi idare etmek ve şirketle ilgili kararlar almakla yetkilendirildiği yöneticilerdir. Yöneticilerin (vekillerin)

şirket sahiplerinden çok daha fazla bilgiye sahip olmaları ve bunun sonucunda kendi çıkarlarını şirket çıkarlarının üstünde tutup, bu çıkarlar doğrultusunda davranmaları durumu vekalet problemini doğurmaktadır. Vekalet probleminden kaynaklı çıkar çatışmalarına ilk olarak Adam Smith'in Ulusların Zenginliği (The Wealth of Nations) isimli kitabında değinilmiştir. Adam Smith, anonim şirket yöneticileri, kendi paralarının dışında yöneticilere ait paraları yönettikleri için, bu kaynakların yürütülmesinde yeterince dikkati göstermelerinin beklenemeyeceğini belirtmiştir (Smith, 1776, s.575).

Finans literatüründe yönetici ve sahipler arasındaki çıkar çatışmaları vekalet teorisi olarak adlandırılmıştır. Bu teori ilk olarak Berle ve Means (1932) tarafından ele alınmış; ardından da Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilmiştir. Berle ve Means (1932) şirketlerde büyüme ile birlikte sahipliğin ve şirket kontrolünün birbirinden ayrıldığını gözlemlemiştir. Vekalet teorisi şirketlerde sahiplik ve yönetici ayrımının firma performansı ve değeri üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu öne sürmektedir. Bu ayrımın olumsuz etkisinin temel sebebi; şirket sahiplerinin kendi pay değerinin en çoklanmasını isterken; yöneticilerin ise her zaman pay sahiplerinin yüksek çıkarlarını gözetmeyerek, zaman zaman işi boşlamak, yan hakları gereksiz yere kullanmak, kendi isimlerini duyurmak adına getirisi olmayan işlere yatırım yapmak vb. gibi kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmelerinden kaynaklanmakta ve bu durum da bilgi asimetrisine yol açmaktadır (Rechner ve Dalton, 1989). Jensen and Meckling (1976) de çalışmalarında modern şirketlerde vekalet teorisini modellemiş ve kendi çıkarları doğrultusunda çalışan yönetimin sahipler tarafından kontrol altına alınmadığı durumda şirketlere maliyet yüklediğini ortaya koymuşlardır.

Şirket sahipleri ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmaları, şirket sahiplerinin vekalet verdiği yöneticilerin ne şekilde hareket ettiklerini kontrol etmeye yönelik mekanizmalar oluşturmasına sebep olmuştur. Bu mekanizmaların oluşturulması için ortaya çıkan maliyetler vekalet maliyetleri olarak adlandırılmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976).

Jensen ve Meckling (1976) vekalet maliyetlerini aşağıdaki gibi ifade etmektedir:

- Gözetim (Monitoring) maliyetleri: Şirket sahiplerinin yöneticilerin davranışlarını ölçmek, takip etmek ve kontrol etmek için yaptıkları harcamalardır. Bu maliyetlere denetim harcamaları, yönetici ücreti sözleşmeleri ve idarecilerin işten atılmasından kaynaklı maliyetler örnek olarak sayılabilmektedir. Vekalet maliyetleri aslında şirket sahipleri tarafından

ödeniyor gibi gözükse de, Fama ve Jensen (1983), nihayetinde yöneticiler tarafından kaynaklanan bu maliyetlerin, yine yöneticilerin kendi maaşlarına yansıtılacağını ileri sürmektedir.

- Teminat sözleşmelerinden kaynaklı maliyetler: Yöneticilerin şirket sahiplerine zarar verebilecek faaliyetlerde bulunmayacakları, buldukları takdirde de zararın telafisi için hangi yaptırımları üstleneceklerini belirttiği sözleşmelerden kaynaklı maliyetlerdir. Teminatlı sözleşmelerin kurulması ve bunlara uyulmasından kaynaklanan bu maliyetler finansal olabileceği gibi bazı durumlarda pay sahiplerine daha fazla bilgi verme şeklinde olabilmektedir.
- Önlenebilen kayıp maliyetleri: Teoride gözetim maliyetlerini şirket sahipleri, teminat sözleşmesinden kaynaklı maliyetleri yöneticiler üstlense de bu iki maliyetten bağımsız olarak önlenebilen bir takım maliyetler bulunmaktadır. İzleme ve teminat sözleşmelerinden kaynaklı maliyetler en düşük seviyeye indirilse de tamamıyla yok edilememektedir. Şirket üzerindeki çıkar gruplarına ait önceliklerin sıraya konulamaması, şirket için en uygun yatırım projesi olsa dahi bu projenin uygun şekilde yürütülememesinden kaynaklı maliyetler önlenebilen kayıplardır (Jensen ve Meckling, 1976).

Vekalet probleminin varlığı “Kurumsal Yönetim” konusunun başlangıç noktası kabul edilmektedir. Kurumsal yönetim, vekalet teorisinden kaynaklanan sorunları minimize etmek ve bu sebeple şirkete yüklenen fazla maliyeti önlemek için şirketlerde önemle üzerinde durulması gereken konuların başında gelmektedir (Soh, 2011).

Tüm bu bilgiler ışığında kurumsal yönetim, şirketlerin faaliyetlerinin ilgili taraflara karşı sorumluluklarının bilincinde olarak, şirketin değerini ve verimliliğini artıran, hissedarlara, borç verenlere ve çalışanlara karşı önceden planlanan hedefleri yakalayan, bunu yaparken söz konusu taraflarla yasalara uygun, etik değerler çerçevesinde çalışmalarda bulunan bir sistem olarak tanımlanabilir. Bu bağlamda, kurumsal yönetimin en temel problemi vekalet teorisine dayanır. Şirket sahipleri ve yöneticiler arasında vekalet problemlerini ortadan kaldırmaya yönelik optimal bir bağ ortaya konulması esas amacı oluşturur.

2.2.2. Paydaş (Stakeholder) Teorisi

Paydaş kelimesi ilk olarak 1963 yılında Stanford Research Institute tarafından yayımlanan bir bildiriye ortaya atılmıştır. Bildiriye paydaşlar, destekleri olmadan organizasyonun varlığının sona erebileceği gruplar şeklinde tanımlanmıştır (Freeman ve Reed, 1983; Freeman,1984; Turnbull, 1997).

Paydaş teorisini literatüre kazandıran Edward Freeman (1984), paydaşların şirketin amacına ulaşması sürecinde sonuçları etkileyebilen ve bu sonuçlardan etkilenen herkes olarak tanımlamaktadır. Paydaş teorisi genel anlamda bir şirketin bünyesinde barındırdığı çok sayıda menfaat sahibinin çıkarlarını gözetecek ve dengeleyecek kurumsal yönetim alternatiflerini geliştirme çabaları olarak nitelendirilebilir. Günümüzde çok uluslu şirketler yoluyla gittikçe büyüyen, binlerce çalışanı ve ortağı olan dev şirketlerin varlığı, ilişkide buldukları tüm çevre dikkate alındığında, bu şirketlerin nasıl yönetildiği ve nasıl daha iyi yönetilebileceği giderek daha çok önem kazanmıştır.

Donaldson ve Preston (1995), paydaşı şirketin eylemlerinin veya eylemsizliğinin bir sonucu olarak potansiyel zarar ve faydalara maruz kalacak ya da maruz kalmaları muhtemel kişiler olarak tanımlamaktadır. Olumlu ya da olumsuz etkilere maruz kalabilecek bu kişiler şirket ile halihazırda doğrudan bağı bulunanlar olabileceği gibi sonraki dönemde bağ kurabilecek potansiyel kişilerdir.

Clarkson (1995), paydaşları birincil ve ikincil paydaşlar olarak ayırmıştır. Pay sahipleri, yatırımcılar, çalışanlar , tedarikçiler ve müşterilerden oluşan birincil grup şirketler açısından şirketin varlığını etkileyecek derecede büyük öneme sahiptir. İkincil paydaşlar ise şirketin faaliyetlerinden etkilenen ve faaliyetleriyle şirketi etkileyen gruplardır. Bu gruba mesleki kuruluşlar, özel çıkar grupları ve medya gibi grupların dahil edilebilmesi mümkündür (Turnbull, 1997; Clarkson, 1995).

Teori, kurumsal yönetimin sosyal ve ekonomik anlamda kurumsal faaliyetleri olan müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler, pay sahipleri, bankalar, devlet gibi paydaşlardan oluşan grubun yönetim sürecine katılmasının sağlanması yoluyla, genel anlamda toplumun çıkarlarını koruduğunu ve dikkate aldığını söylemektedir. OECD kurumsal yönetim ilkeleri raporunda bu hedeflere ulaşmak için tavsiyeleri ve ilkeler dışındaki tavsiyeler şu şekildedir (OECD, 2004; Dinçer, 2013):

- Pay sahiplerine hakları artırılarak şirket yönetiminin önemli kararlarına katılmaları sağlanmalıdır.
- Yönetim kuruluna dışarıdan yöneticiler alınarak kurulun şirket yönetimine boyun eğen yapısını yumuşatılması sağlanmalıdır.
- Şirket yönetiminin belirli bir kademesinde çalışanların temsil edilmesine olanak sağlanmalıdır.
- Şirket ele geçirmelerinin veya içeriden öğrenenlerin ticaretinin (insider trading) önlenmesi amacıyla hukuki düzenlemelerin ve kuralların güçlendirilmesi gibi araç ve yöntemler kullanılabilir.
- Paydaşların, menfaatleri yasalarda korunluğunda hallerde, sahip oldukları haklar ihlal edilirse yeteri düzeyde telafi ve ya tazminat elde etmeleri sağlanmalı, telafi ve tazminat süreç ve yasal çerçeve şeffaf olmalıdır.

Sonuç olarak, vekalet teorisinden farklı olarak şirket hedeflerinin sadece pay sahiplerinin değil tüm paydaşların çıkarları göz önüne alınarak belirlenmesi gerektiğini savunan paydaş teorisi, şirketin tüm paydaşlara karşı hesap verebilir olması anlayışı üzerine kurulmuştur. Bu model, şirketin amacının hissedarlar için değer yaratmak olduğu kadar diğer paydaşlarında hak ve çıkarlarını korumak olduğunu ileri sürer. Kurumsal yönetimin temel unsurları arasında tüm paydaşlara eşit muamele yapılması, tüm bilgilerin hissedarlarla eşit olarak paylaşılması, yönetimin faaliyetleri konusunda hesap verilebilmesi ve toplum değerlerini yansıtan kurallara saygılı olunması sayılabilir. Kurumsal yönetim, yöneticilerin şeffaf ve hesap verebilir bir yönetim kurulu aracılığıyla tüm paydaşlara karşı sorumlu olmasını sağlar.

2.2.3. Finans Modeli

Shleifer ve Vishny (1997) A Survey of Corporate isimli çalışmalarında vekalet problemlerini ele almış ve kurumsal yönetim açısından asıl cevap verilmesi gereken sorunun şirkete finansman sağlayıcıların getirilerinin ne şekilde garanti edileceği hususu olması gerektiğini öne sürmüşlerdir (Shleifer ve Vishny, 1997).

Teori şirket yöneticilerinin kendilerine fayda sağlamaya dönük davranışları ve yüklü miktarda pay sahibi olmak, şirket ele geçirmeleri yoluyla oluşan ortaklık yapıları ve banka finansmanları gibi bir noktada toplanan sahiplik yapıları ile mücadele etmek amacıyla şirkete yatırım yapanların haklarının yasalarla korunması gerektiğini

savunmaktadır. Finans modeli temel olarak vekalet problemlerinden yola çıkarsa da şirket finansı açısından bakıldığı zaman sadece pay sahipleri değil aynı zamanda bankaları ve banka dışı finansman sağlayanları da içerisine katmaktadır (Turnbull, 1997; Dinçer, 2013).

Vekâlet teorisi, pay sahibi ile yönetici arasında yöneticilerin faydacı davranışları ile yoğun mülkiyet yapısı sonucu oluşan mülkileştirme problemlerine odaklanır. Kurumsal yönetim mekanizması ise bu problemlerle mücadele etme aracı olarak ortaya çıkmıştır. Finans modeli, vekalet teorisinin bir türevidir. Ancak, yalnızca pay sahiplerini değil tüm fon sağlayıcılarını konu edindiği için vekalet teorisinden daha kapsamlı olduğunu belirtmek gerekmektedir. Finans modeli, kurumsal yönetim ile asıl çözümlenmesi gereken sorunun şirketlere fon sağlayanların getirilerini nasıl garanti edeceği olduğunu ileri sürmektedir. Bu açıdan ele alındığında finans modeli kurumsal yönetim mekanizmasını sadece pay sahipleri değil tüm fon sağlayıcılarının haklarını korumaya yönelik bir araç olarak görmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997).

2.2.4. Vekilharç Teorisi

Davis, Schoorman ve Donaldson'un 1997 yılında yayımlanan "Toward A Stewardship Theory Of Management" isimli çalışmalarında, Vekilharç teorisi ortaya konulmuştur. Bu teorinin amacı şirket sahibi ile yönetim arasındaki ilişkiyi farklı psikolojik ve sosyolojik yönleriyle belirlemek ve Sahip-Yönetici tercihlerini incelemektir. Yöneticiler, temelde amaçları büyüme ve stratejik hedeflere ulaşma olduğu için kendi kişisel hedeflerinden çok şirketin organizasyonel hedeflere hizmet ederler. Kendilerini şirketleri ile özdeşleştirir ve içinde buldukları organizasyonun değerlerine bağlı ve uyumlu kalırlar (Davis, Shoorman ve Dolandson, 1997).

Teori, kurumsal yönetimin, idare ve girişimcilik olmak üzere iki boyutu üzerinde durmaktadır. Doğru şekilde oluşturulmuş bir kurumsal yönetim yapısının, yine doğru şekilde yönlendirilmiş yönetici davranışlarını ve iş geliştirmeyi amaçlayacağı belirtilmektedir. Bu durum tam anlamıyla şirket yöneticilerinin davranışlarını denetlemeye yöneliktir (Keasey ve Wright, 1997).

Bu teorinin yönetim boyutu, fonların uygun olmayan şekilde kullanılması gibi durumlar ve ortak olmayan yöneticilerin davranışlarının denetimi üzerinde durur. Girişimcilik boyutu ise inovasyon ve kurumsal yapılanmayı içeren yeni kombinasyonlar yoluyla ekonomik kaynakların tekrar dağılımı konusuyla ilgilidir.

Yönetim teorisinin temelinde, yöneticinin bireysel faydacılığında çok örgütsel faydacılığı tercih ettiği varsayılmaktadır. Yönetici şirket performansını göz önünde bulundurarak, hem pay sahiplerinin hem de kendisinin çıkarlarını korumaktadır. Yani, yöneticinin çıkarları pay sahibinin çıkarları birbirine bağlıdır (Donaldson, 2008). Bu durumda, Vekilharç teorisi ile kurumsal yönetim arasındaki bağ bağımsız yönetim kuruludur. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çıkarlarının pay sahiplerinin çıkarları ile aynı doğrultuda olması yönetici teşviki ve izleme gibi işlem maliyetlerinin azalmasına neden olmaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirketin çıkarlarını kendi kişisel çıkarlarından önde tutacaklarına dayanan bu teorisin, şirkette hakim hissedarın bulunması durumunda geçerliliğini kaybettiği görülmüştür (Turnbull, 1997; Brewer, 1996).

2.2.5. İşlem Maliyetleri Teorisi

Oliver E. Williamson tarafından 1979 yılında geliştirilen işlem maliyetleri teorisine göre işlem maliyetlerinin hesaba katılmadığı durumlarda ekonomik etkinlik ortadan kalkmaktadır. Bu duruma neden olarak da maliyetsiz sözleşmelerin sağlanan avantajların ortadan kalkması gösterilmektedir. Temelde şirketlerin büyüklüğü fiyat ve üretim açısından belirleyici rol oynamaktadır. Bu durumda, yöneticiler kendi çıkarlarına yönelik davranabilmekte ve şirketi bu doğrultuda yönetmektedir. Yönetim problemi; faydacılık, bilgi asimetrisi, varlık yapısı ve sınırlı akılcılık gibi durumları da içeren şirketin devamı için gerekli olan sözleşme ilişkilerinden doğan tesadüflerin oluşması şeklinde algılanır (Dinçer, 2013).

İşlem maliyetleri yaklaşımı, şirket yönetimi ile pay sahipleri arasında mükemmel bir sözleşmenin hazırlanma, müzakere, sözleşmeyi güvence altına alma ve yürütme gibi sözleşmeden doğabilecek belirsizlikler ve maliyetlerden dolayı hazırlanamayacağını ileri sürmektedir (Williamson, 1984). Diğer bir ifade ile ortaya çıkabilecek tüm koşullar tek bir sözleşme ile belirlenemez. Bu belirsizlikler asil-vekil arasında çıkar çatışmasının ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Kurumsal yönetimin amacı ise sözleşmeden doğabilecek belirsizlikleri ve buna bağlı olarak oluşabilecek maliyetleri azaltmaya yönelik mekanizmaları belirlemektir. Bu noktada kurumsal yönetim, yönetimin sözleşmede belirtilmeyen işlemlerini izleme ve işlemlerin sonuçlarını gözetleme maliyetlerini azaltan mekanizmalar belirlemesi sebebiyle pay sahipleri açısından önemli bir maliyet azaltıcı unsur olarak kabul edilebilir. Yani, hem işlem maliyetleri yaklaşımı

hem de kurumsal yönetim şirketlerde oluşabilecek maliyetleri en aza indirmeyi amaçlar. Bu açıdan ele alındığında kurumsal yönetim mekanizmasının maliyet problemlerinin çözümü açısından işlem maliyetleri yaklaşımı ile birbirini tamamlar nitelikte olduğu söylenebilir.

2.3. Kurumsal Yönetimin Önemi ve Gelişme Sebepleri

Kurumsal yönetimin bir ekonomideki farklı birimlere etkisinin olduğu bilinmektedir. (CLSA,2001). Kurumsal yönetim, yatırımcı güvenini arttırmanın yanı sıra ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesinde de anahtar bir unsurdur. Şirket üst yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer paydaşları arasında ilişkiler seti ile bağlantılı olan kurumsal yönetim, bununla birlikte şirketin hedeflerinin belirlenmesini ve bu hedeflerin elde edilmesini mümkün kılar. Politikacılar iyi kurumsal yönetim uygulamalarının finansal piyasa istikrarına, yatırıma ve ekonomik büyümeye olan katkısının artık daha çok farkındadırlar. Bununla birlikte özel şirketler tarafından da iyi kurumsal yönetim uygulamalarının rekabet gücüne olan katkısı çok daha iyi bilinmektedir (OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Raporu,2004).

Son 20 yıldaki dünya çapında yapılan özelleştirmeler, emeklilik fonu reformları ve özel tasarrufların artması, 1980'lerdeki agresif şirket satın almaların artması, 1998 Doğu Asya Krizi ve Amerika'daki 2000'li yılların başından itibaren yaşanan kurumsal skandalları ve şirket başarısızlıkları gibi nedenlerle, kurumsal yönetimin günümüzde önemli bir konu haline geldiğini söylemek mümkündür (Becht, Bolton ve Röell.,2002). Nitekim Nelson (2005), kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin kötü performans dönemlerinden sonra ve düşmanca satın alma tehditlerinden sonra yoğun şekilde hayata geçirildiğini saptamıştır.

2002 yılında farklı kıtalara yayılmış 31 ülkeden 9 trilyon dolarlık varlık yöneten 201 finansal kurum yöneticisine Mc Kinsey tarafından uygulanan anket çalışmasında, yatırımcıların önemli çoğunluğunun iyi yönetilmiş şirket hisselerine prim ödemeye hazır olduğu ortaya konulmuştur. Ortalama primler Fas için en yüksek (%41), Kanada için en düşük (%11) olup, Türkiye için %27 olarak saptanmıştır. Bu çalışma ile kurumsal yönetime gösterilen önemin derecesinin ortaya konulduğu söylenebilir.

Kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi, temelde bu konuya duyulan ihtiyaçtan kaynaklanmaktadır. Küresel ölçekte yaşanan suistimler, skandallar ve krizler, yatırım ortamındaki gelişmeler, finansman kaynağına ulaşmadaki güçlükler bu konunun

gelişimini kaçınılmaz kılmıştır. Bu bağlamda izleyen bölümde kurumsal yönetimin bu denli gelişiminin başlıca nedenleri ayrıntılı şekilde açıklanacaktır.

2.3.1. Düşük Maliyetli Finansman Kaynaklarına Ulaşmadaki Zorluklar

Küresel rekabetin artmasıyla birlikte yerel ekonomiler için kurumsal yönetimin önemi de artmıştır. Her ekonomi için yabancı yatırımcı çok önemli bir finansman kaynağıdır. Sermaye piyasalarındaki serbestleşmenin artmasıyla birlikte, yabancı yatırımcıların sağlamış olduğu finansman kaynaklarına ilişkin hesap verilebilirlik beklentisi de artmaktadır. Günümüz koşullarında yabancı yatırımcıların bu beklentilerini karşılayan ülkeler ve şirketler, rekabet içinde buldukları ortamda çok daha avantajlı konuma gelmektedir. Sonuç olarak gerek ülke ekonomilerinin gerekse şirketlerin daha düşük maliyetli finansman imkanlarına ulaşabilmeleri için yatırımcıların nezdinde güvenilir ve hesap verebilir durumda olmaları gerekmektedir. Bu durumun da oluşması için yapılması gereken, yatırımcılar tarafından şirketlere sağlanan kaynakların üzerinde anlaşmaya varılan hedefler doğrultusunda kullanılmasıdır.

Şirketlerin sermaye artırım ihtiyaçlarını pay satışı yoluyla karşılamasıyla birlikte, ekonomide pay sahibi sayısı da artmaktadır. Şirketlerin paylarını satın alacak yatırımcılar, yatırım yapacakları şirketin mali verilerinin yanı sıra iyi yönetilip yönetilmediğini de göz önünde bulundurmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasası araçlarını kullanarak daha geniş borçlanma potansiyelinden faydalanmak, uluslararası sermaye kaynaklarından daha uzun vadeli ve daha düşük maliyetli finansman sağlamak isteyen ülke ve şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları konusuna ciddi oranda önem vermeleri gerekmektedir (Deloitte, Kurumsal Yönetim Serisi Raporu, 2006).

2.3.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hızlanması

Çok uluslu şirketler faaliyette buldukları ülke piyasalarında gerçekleştirdikleri ortaklıklar veya şirket birleşmeleri sonucunda söz konusu ülke ekonomilerinde önemli konumlara sahip olmaktadır. Çok uluslu şirket sayısının artması, ülkeler arası farklılıkların azaltılması yönünde baskıların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bununla beraber, gerek yasama ve gerekse yürütme gücüne sahip olan kurum ve bireylerin güçlerini, rekabet ortamını zedeleyecek şekilde kullanımlarını engelleyecek

düzenlemelerin hızla yayılması yönünde de baskıların yapıldığı da gözlemlenebilmektedir (Kayacan,2006).

Son dönemlerde küresel ekonomide yaşanan hızlı değişimler, piyasalardaki fon arz ve talebinin çeşitlenmesine ve uluslararası hareketlerin hızlanmasına neden olmuştur. Fon arz veya talep edilen ülkelerdeki yönetim anlayışlarındaki farklılık ve aksaklıklar uluslararası hareketlerin zarar görmesine neden olabilmektedir. Bu nedenle uygulama farklılıklarını gidermek adına uluslararası standartlar oluşturma ihtiyacı ortaya çıkmış ve bir dizi ilke ve kural belirlenmiştir.

2.3.3. Şirket Skandalları ve Küresel Boyuttaki Krizler

1997 yılında Tayland'da yaşanan devalüasyonun tetiklediği Aysa krizi kısa süre içerisinde diğer ülkelere de sıçrayarak küresel bir boyuta ulaşmıştır. Doğu Asya'ya özgü sanayileşme tipinden kaynaklanan bu krizle birlikte, Kore başta olmak üzere Asya ülkelerinde çok sayıda dev şirket iflas etmiştir. Doğu Asya ülkeleri sanayileşme hamlesi esnasında hükümetlerin belirlediği büyüme ve ihracat hedefleri doğrultusunda teşvik ve yönlendirme politikaları izlemiştir. Hükümetler tarafından belirlenmiş bu hedeflerine ulaşabilmek amacıyla bankacılık sisteminin bazı dev şirketleri desteklemesi sağlanmıştır. Düşük kredi karşılıkları, düşük tutarlı teminatlar ve vergi indirimleri ile desteklenen dev şirketler ile hükümet ve bankalar arasında çok yakın bir ilişki ağı kurulmuştur. Bankacılık sistemindeki denetimsizlik, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine karşın yapısal reformların yapılmaması, dev sanayi gruplarının kısa vadeli döviz borçlanması ve alınan kaynakların verimsiz yatırımların finansmanında kullanılması krize zemin hazırlamıştır (Diao, Li ve Yeldan, 1998).

Bu kriz özellikle gelişmekte olan ülkelere ve bu ülkelere yatırım planlayan küresel sermayeye, kurumsal yönetimin önemini kavramaları hususunda yardımcı olmuştur. Yaşanan finansal krizlerin temelinde zayıf kurumsal yönetim yapılarının olduğu görülmüştür. OECD, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar aracılığıyla kurumsal yönetim uygulamaları yaygınlaştırılarak küresel sermayenin yatırım güvenliği sağlanmaya çalışılmıştır (Menteş, 2009).

Ülke bazında finansal krizlerin yanı sıra küresel boyuttaki şirketlerin yarattığı finansal krizler de kurumsal yönetimin önemini ortaya koymuş, düzenleyici eylemlerin ve ilgili diğer reformların yapılmasına öncülük etmiştir. İngiltere'de 1980'lerin sonunda Maxwell yayın grubunun çöküşü 1992 yılında Cadbury ilkelerinin yayınlanması

ve sonrasında Poly Peck, BCCI ve Marconi gibi şirketlerin davalarıyla birlikte bir dizi yeni düzenleme yapılmasına sebep olmuştur. Almanya'da Holtzman, Berliner Bank ve Babcock Borsig gibi çöküşler, Avusturya'da Ansett Airlines, Fransa'da Credit Lyonnais, İsviçre'de Swissair gibi davalar kurumsal yönetime dair konuların gündeme gelmesine sebep olmuştur.

Yatırımcının haklarının korunduğu, kuralların en etkin şekilde uygulandığı ve en gelişmiş sermaye piyasası olarak kabul edilen ABD'de dahi büyük çapta şirket skandalları yaşanmıştır. Enron, WorldCom ve Tyco gibi şirketlerin çöküşleri çok önemli kanunların ve düzenlemelerin başlamasına neden olmuştur. Bu gibi skandalların tekrarlanmaması için kurumsal yönetim ilkeleri temel alınarak 2002 yılında Sarbanes-Oxley yasası yürürlüğe girmiştir (OECD, Corporate Governance Survey: A Survey of OECD Countries, 2004) . 2007-2008 yılında yaşanan finansal krizde de yine kurumsal yönetim uygulamalarının yeterince etkin olmadığına ilişkin bulgular bazı çalışmalarla ortaya konulmuştur. Erkens, Hung ve Matos (2012), 306 finansal şirket ve 31 ülke verisiyle yaptıkları çalışmada kurumsal yönetimin 2007-2008 finansal krizindeki rolünü araştırmışlardır. Çalışmada kurumsal yönetim düzenlemelerinin krizin oluşmasını engellemede yetersiz kaldığı sonucuna ulaşılmıştır.

Gerek Avrupa gerekse ABD'de yaşanan skandallar kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaştırılmasının ve geliştirilmesinin önemini göstermiştir. Coffee (2005), her iki bölgedeki şirket skandallarının ortak noktasının kurumsal yönetim mekanizmasının yetersiz kaldığını, özellikle paydaşların adına şirketleri kontrol etmekle görevli bağımsız denetim şirketlerinin yetersizliğini ortaya koymuştur.

2.3.4. Dünya Genelindeki Özelleştirme Dalgası

1980'lerden itibaren özelleştirme uygulamalarının tüm dünyada yaygınlaşması kurumsal yönetim uygulamalarının önem kazanmasında etkili olmuştur. Özelleştirme Latin Amerika, Batı Avrupa, Asya ve eski Sovyet bloku ülkeleri için çok önemli bir olgu olmuştur. Özelleştirme dalgası 1991 yılında OECD ülkeleri içerisinde yapılan özelleştirmelerin % 58'ini, Avrupa Birliği ülkeleri arasında yapılan özelleştirmelerin de % 90'ını gerçekleştirmiş olan İngiltere'den başlamıştır. Sonrasında Avustralya, İtalya, Fransa, Japonya ve İspanya'da çok ciddi özelleştirme hamleleri başlamıştır. Kamunun özelleştirdiği kurumlarda ortak olması ve menkul kıymet borsalarında halka arz yoluyla

yapılan özelleştirmelerde küçük yatırımcıların korunması konusu, kurumsal yönetime yönelik ilgiyi artırmıştır (Becht, Bolton ve Röell, 2002).

Yasal düzenlemelerin etkin olmadığı ve zayıf kurumsal yapının olduğu piyasa ortamında, payların düşük bedelle halka satışı ile yapılan özelleştirmeler başarısızlıkla sonuçlanınca, doğru kurumsal yönetim uygulamalarıyla desteklenmesi halinde uzun vadede beklenen performansın elde edilmesi mümkün olabilmiştir. Bununla birlikte, devlet mülkiyetinde olan kamu teşebbüslerinin özel mülkiyete geçmesi, özelleştirilen şirketlerin finans piyasalarından sermaye tedarikine ve şirket birleşmelerine yönelmeleri kurumsal yönetime daha fazla önem verilmesine neden olmuştur (Şehirli, 1999; Aktan, 2006 ;9).

2.3.5. Kurumsal Yatırımcılar ve Emeklilik Fonları

Emeklilik hesaplarında biriken primlerdeki büyüme, yatırım ve emeklilik fonları aracılığıyla giderek artan hanehalkı tasarruflarını yönlendirmekte ve kurumsal yönetime etki edebilecek güçte ve büyüklükte bir yatırımcı kitlesi yaratmaktadır (Becht, 2005). Bu denli güçlü kurumsal yatırımcılar, şirketleri kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde daha şeffaf, adil ve sorumluluk sahibi olmak durumunda bırakmıştır. Gerek özsermaye gerekse borç olarak yatırım yapan kurumsal yatırımcıların oranının artması, özellikle ABD’de şirket yönetimlerine ve genel kurullarına doğrudan etki edebilecek konuma gelmelerine neden olmuştur. Bu durum, kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmeye yönlendirilen şirketler açısından da olumlu sonuçlar vermektedir. Daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler kurumsal yatırımcılar tarafından daha az riskli görünmekte, dolayısıyla sermaye maliyetleri (kurumsal yatırımcıların talep ettikleri getiri oranı) düşmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s.3).

2.4. Kurumsal Yönetim Sistemleri

Uluslararası ticaretin yaygınlaşması ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle ülkeler çok uluslu şirketlerle işbirliği içine girmektedir. Bu durum, uluslararası sermaye hareketlerinin düzeni ve hızlanması için örgütlerin kurulmasını beraberinde getirmiştir. Böyle bir finansal sistem içerisinde sermayedarların haklarını korumak ve örgütler arası ilişkileri düzenlemek amacıyla çok çeşitli kurumsal yönetim sistemi ortaya çıkmış ve günün ihtiyacına göre sürekli yenilenerek kapsamı genişlemiştir.

Konu ile ilgili yapılan çalışmalara bakıldığında kurumsal yönetim sistemlerine ilişkin farklı sınıflandırmalar yapıldığı görülmektedir. Genel olarak literatürde kurumsal yönetim sistemlerinin Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası şeklinde ayrıldığı bilinmektedir. Bu ayrım bazı kaynaklarda piyasa temelli ve banka temelli şeklinde ifade edilmekte olsa da, içerik açısından bakıldığında piyasa temelli sistemin Anglo-Sakson sisteme, banka temelli sistemin de Almanya'nın başını çektiği Kıta Avrupası sistemine denk geldiğini söylemek mümkündür (La porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny, 2000; Allen ve Gale, 2000). Bununla birlikte, daha geniş bir bakış açısıyla sınıflandırmalara da rastlanılmaktadır. Wiemer ve Pape (1999), çalışmalarında daha geniş bir sınıflandırmaya gitmiştir. Bu çalışmaya göre kurumsal yönetim sistemlerini Anglo-Sakson, Alman, Latin ve Japon sistemleri şeklinde sınıflandırmak mümkündür.

2.4.1. Anglo-Sakson Sistemi

Kurumsal yönetim sistemlerinden ilki, sermaye piyasaları göreceli olarak daha gelişmiş olan Amerika ve İngiltere'de oluşan piyasa temelli Anglo-Sakson Sistemi'dir. Anglo-Sakson sistemi, kurumsal yönetimde pay sahibine odaklı bir bakış açısını benimsemekte ve yönetimin pay sahiplerinin amaçlarına ve çıkarlarına hizmet etmesinin gerekliliğini savunmaktadır. Anglo-Sakson sistemin şekillenmesinde piyasalar çok önemli yer tutmakta ve yöneticiler aldıkları kararlarda piyasanın baskısını hissetmektedirler. Bu nedenle, söz konusu sistem yoğun rekabet ortamının ve piyasa şartlarının, şirketin yöneticilerini pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket etmeye zorlayacağı varsayımına dayanmaktadır (La porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny, 2000; Tuzcu, 2005).

Şirketin üst yönetimi ile pay sahipleri arasındaki ilişkilere dayalı olan Anglo-Sakson sistemde, yönetim kurulları pay sahiplerinin temsilcileridir ve şirketin üst yönetim tarafından pay sahiplerinin istekleri ve beklentileri doğrultusunda yönetilip yönetilmediğinin denetlenmesi ile sorumludur. Söz konusu sistemde pay sahiplerinin en önemli beklentisinin karlılık olduğu kabul edildiğinden, yönetimin temel amacının pay başına karı maksimize etmek olduğu kabul edilmektedir (Tuzcu, 2005).

Anglo Sakson sisteminde hissedarlar tarafından oluşturulan genel kurul, yönetim kurulu üyelerini seçmektedir. Yönetim kurulu, aynı zamanda, yönetim ve denetim fonksiyonlarını kendi bünyesinde toplamaktadır. Bu kurula bağlı bir denetim komitesi bulunmakla birlikte; firmanın faaliyetleri düzenli aralıklarla firma dışında, firma ile

sözleşmeli olan ve genel kurulda belirlenen bağımsız bir denetçi tarafından kontrol edilmektedir. Bu denetim fonksiyonunun görevi mali tabloları inceleyerek firmanın faaliyetleri hakkında hissedarlara bilgi vermektir (Griffin, 1997; Letza ve Sun 2002).

Anglo-Sakson sistem, özellikle sermaye piyasası eksenli yani firma dışından kaynaklanan bir denetim mekanizmasına sahip olduğu için, denetim mekanizması açısından “dışsal” bir sistem olarak da adlandırılmaktadır. Buna ek olarak, Anglo-Sakson sistemde sermaye piyasalarına yönelik olarak merkezi otorite tarafından ortaya konulan ayrıntılı kurallar, genellikle kamuyu aydınlatmaya yöneliktir. Bu açıdan bakıldığında, Anglo-Sakson sistemi “kamuyu aydınlatma temelli sistem” olarak da anılabilmektedir (Paslı,2004).

2.4.2.Kıta Avrupası Sistemi

Kıta Avrupası Sistemi, esasında büyük yatırımcı ve bankaların kontrolünde olan Avrupa, Japonya ve Latin Amerika’da şekillenmiş sistemdir. Bu sistemde kurumsal yönetim; şirket yönetiminde ve faaliyetlerinde kar elde etme ve pay sahiplerine dağıtma amacını taşıyan geleneksel yaklaşımın yanında, pay sahipleri ve yöneticiler de dâhil, tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı ve bu çerçevede söz konusu menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenlenmeyi amaçlayan bir anlayış olarak ifade edilmektedir (Millstein,1998).

Kıta Avrupa Sistemi içerisinde kurumsal yönetim anlayışının temeli, paydaş modeline dayanmaktadır. Paydaş temelli bakış açısı pay sahiplerine kadar şirket için değer yaratan tüm paydaşların katkısını göz önüne almayı vurgulamakta; şirketlerin topluma karşı bir takım sorumlulukları yerine getirmesi gerektiğinin altını çizmektedir. Bu sistemde icra kurulu, şirketin günlük karar alma mekanizmalarından sorumludur. İcra kurulu mensuplarının yer almadığı teftiş kurulu ise; firmanın stratejik kararlarını almakla sorumludur. Teftiş kurulu üyelerinin yarısı hissedarlar, diğer yarısı da işçi temsilcileri tarafından seçilmektedir. Bu nedenle teftiş kurulu bir anlamda firma dışındaki kesimlerin de çıkarlarını temsil eden bir yapıya sahiptir (Millstein,1998).

Türkiye’de Kıta Avrupası hukuk sistemi geçerlidir. Dolayısıyla kurumsal yönetim açısından bu sisteme uygun bir yapıdadır. Türkiye’nin içinde bulunduğu hukuk sistemi, Anglo-Sakson hukukuna kıyasla yatırımcılara verilen haklar konusunda daha zayıf kaldığı görülmüştür. Bu duruma istinaden kurumsal yönetim açısından bakıldığında, zayıf korumaya karşı mülkiyet yoğunlaşmasının ortaya çıkması

kaçınılmaz olacaktır. Nitekim Türkiye'deki şirketlerde mülkiyet yoğunlaşması etkin bir şekilde görülmektedir (Kula, 2006).

2.4.3. Weimer ve Pape Sınıflandırması

Ülkenin sahip olduğu özelliklere, ekonomik yapılara ve uygulamalara göre farklılık gösteren diğer kurumsal yönetim uygulamaları da dikkate alındığında Weimer ve Pape (1999) tarafından yapılan sınıflamanın daha tanımlayıcı olduğu ve iş hayatıyla örtüştüğü görülmektedir (Öztürk ve Demirgüneş, 2008). Bu çalışmada yazarlar kurumsal yönetim sistemini Anglo-Sakson, Alman, Latin ve Japon şeklinde sınıflandırmıştır.

Bahsedilen kurumsal yönetim sistemleri ve kullanan ülkeler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2

Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulanan Ülkeler

KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMİ	UYGULAYAN ÜLKELER
ANGLO-SAKSON	ABD, İngiltere, Kanada, Avustralya
ALMAN	Almanya, Hollanda, İsveç, İsviçre, Avusturya, Danimarka, Norveç, Finlandiya
LATİN	Fransa, İspanya, İtalya, Belçika
JAPON	Japonya

Kaynak: Öztürk ve Demirgüneş, 2008

Weimer ve Pape (1999) yapmış oldukları sınıflamada kurumsal yönetim sistemlerinde dokuz ortak unsur bulunmaktadır. Söz konusu unsurlar; piyasanın yönelimi, firma kavramı, yönetim kurulunun yapısı, yönetim kararları üzerinde etkili olan önemli çıkar grupları, menkul kıymet borsalarının ekonomi içerisindeki önemi, şirketleri kontrol eden dışsal bir mekanizmanın varlığı/yokluğu ve etkinliği, sahiplik yoğunluğu, performansa dayalı ödüllendirme düzeyi ve ekonomik ilişkilerin süresi olarak sıralanmaktadır (Weimer ve Pape, 1999).

Weimer ve Pape (1999), yaptıkları sınıflandırma temel olarak, diğer sınıflandırmalara benzer şekilde, piyasa odaklı (market-oriented) ve ağ odaklı (network-

oriented) olarak iki gruba ayrılmaktadır. Yazarlar Anglo-Sakson sınıfının piyasa odaklı, Alman, Latin ve Japon sınıflarının da ağ odaklı olduğunu belirtmiştir. Şirketler açısından iki grup arasındaki en belirgin fark, piyasa odaklı grupta pay sahiplerinin ağ odaklı grupta ise kurumsal yatırımcının odak noktası olmasıdır (Weimer ve Pape, 1999).

2.5 Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurumsal Yönetim

İktisat teorisi herhangi bir şirketin tek sahipli olması şartıyla kar ve değer aynı anda artma eğilimde olabileceğini söylemektedir. Çünkü o durumda yönetici ve sahip çıkarlarının çatışma olasılığı olmayacaktır. Oysaki şirket sahiplerinin sayısı arttıkça, ister istemez ayrı bir yönetim grubu oluşacak ve yöneticilerin çıkarları şirket sahiplerinkine çelişebilecektir. Şirketlere fon sağlayan bireysel veya kurumsal yatırımcılar ise bir noktada yatırımlarının yanlış kullanılmadığını, doğru amaçlar için kullanıldığını görmek isteyeceklerdir. Bu noktada etkin bir şirket yönetiminin en kuvvetli teminatı “Kurumsal Yönetim” olmaktadır. Kurumsal yönetimin en temel konusu şirket yöneticileri ve sermayedarları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesidir. Bu ilişki aynı zamanda şirket ile toplumu da bağlayan bir ilişki olmaktadır. Bir başka ifade ile kurumsal yönetim şirkette sermayeyi artırmanın, etkin ve verimli çalışmanın, şirket amaçlarına ulaşmanın ve tüm bunları gerçekleştirirken kapsayıcı hukuksal çevrenin gereklerini yerine getirmenin ve aynı zamanda sosyal çevreye faydalı projelerin gerçekleştirilmesinin planlanmasına dayanan çalışmaların bir bileşimidir. Ülkelerin farklı kurumsal yönetim anlayışlarının gelişmesinde temelde yukarıda sayılan unsurlara verilen ağırlıkların değişmesi yatmaktadır. Önceki bölümlerde de değinildiği üzere, genel bir sınıflandırma yapılacak olursa kıta Avrupa’ında ve Asya’nın bazı ülkelerinde kurumsal yönetim algısı daha çok toplumsal beklentilerin tatmin edilmesi üzerine şekillenmiştir. Bu ülkelerde sistem şirketle toplum yani kreditorler, tedarikçiler, çalışanlar, vergi otoriteleri ve şirketin faaliyette bulunduğu toplumun ilişkilerini düzenlemeye odaklanmaktadır. Kanada, İngiltere, Amerika ve Avustralya gibi bazı ülkelerde ise vurgu sahiplik, özel mülkiyet ve hissedarla kar sağlama üzerine yapılmaktadır. Bu bağlamda çalışanlar, kreditorler ve tedarikçiler sözleşmeyle belirlenmiş haklara sahiptirler. Kurumsal yönetimin en önemli görevi şirketlerde sahipliği temsil eden hisselerin değerini artırmaktır (Gregory, 2010, 5).

Bu bölümde gelişmiş ülkeler kategorisinde G7 ülkelerinin ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinden Çin başta olmak üzere, Rusya, Brezilya, Güney Kore gibi ülkelerin kurumsal yönetim konusunda geçirdiği aşamalara yer verilmiştir.

2.5.1. Gelişmiş Ülkelerde Kurumsal Yönetim

İlk olarak Fransız ve ardından İngiliz kolonisi olan Kanada, bu ülkelerin yönetiminde hem politik hem de ekonomik açıdan istikrarsız ve düzensiz bir dönem geçirmiştir. Yüz yıl öncesinde kurumsal şirketlerin sahipliği büyük ölçüde geniş ailelerin elindeyken, 20.yy'ın ortalarında ekonomide durgunluğun başlamasıyla birlikte büyük aile şirketlerinin çoğu iflas etmiş veya artan vergi borçlarını ödemek için hisselerini satmıştır. 20. yüzyılın ikinci yarısında ise özel sektöre devletin müdahalesinin artmasıyla politik ilişkiler önem kazanmış ve dolayısıyla bu yapı geniş sermaye tabanlı ve profesyonel yönetime sahip şirketler yerine; hiyerarşik ve piramit yapıya sahip olan şirketlerin sayısının artmasına yol açmıştır (Morck ve Steier, 2005, 9). Kanada'da şu anda faaliyette bulunan şirketler, Federal Kanada Şirketler Kanunu altında faaliyet göstermekte ve her bir şirket bağlı olduğu bölgenin sermaye piyasası kuralına uymak zorundadır. Ayrıca her bölgenin sermaye piyasası kurulu Kanada Sermaye Piyasası kuruluna (Canadian Securities Administrators) bağlıdır. Farklı bölgelerde uygulamaların birbirlerinden çok farklılaşmaması için bu kurul bölgesel düzenlemeleri takip etmektedir. Kanada özellikle son yıllarda Amerika Birleşik Devletlerindeki (ABD) uygulamaları takiben, şirketlerin finansal raporlamaları üzerindeki kontrollerin iyileştirilmesini amaçlayan ve aynı zamanda etkin kurumsal yönetimi destekleyen bir çaba olarak görülen Sarbanes-Oxley yasaının ilkelerini uygulamaktadır. Kanada yönetimi yatırımcıların özellikle de Amerikalı yatırımcının güvenini kazanmak için ve şirketlerinin Amerika'daki borsalarda işlem görebilmesi için kurumsal yönetim ilkelerini gözetken her türlü ulusal politika araçlarını etkin bir şekilde kullanmaya çalışmaktadır (McDermott ve Farrell, 2004, 2). Kanada en son 2013 yılında olmak üzere, 1994 yılından bu yana kurumsal yönetim ilkeleri 9 kez güncellenmiştir.

Fransa'da Paris Borsasının kurulması ile birlikte 20.yy başlarında sermaye piyasaları hareketlenmiş olsa bile, Fransa'da iş hayatı aile içindeki bir şirketten bir diğerine aktarılan alı konan karlar sayesinde gelişmiştir. Halen Fransa'da yürürlükte olan kanunlar büyük şirketlerin sermayelerinin aile dışında başka bir kuruma miras bırakılamayacağını söylemektedir. Bu durum da şirketlerin nesiller boyu aynı ailenin

içinde ve kapalı bir döngü sürmesine neden olmaktadır (Morck ve Steier, 2005, 9). Fransa’da anonim şirketler halen hem yönetim kurulu başkanı hem de genel müdür olan yöneticiler ile yönetilmektedir. Şirketlerin yönetim kurulu hissedarlar tarafından değil de bu genel müdürler tarafından atanmaktadır. Aynı zamanda bu genel müdürler öncelikle genellikle devlette istihdam edilmiş olduklarından şirket yönetiminde halen devletle ilişkilerin önemli ölçüde etkisi bulunmaktadır. 2000 yılında çıkan bir yasa tasarısıyla tüm şirketlerin yönetim kurulu başkanlarının ve genel müdürlerinin kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda ayrılması düzenlenmiştir (Lubatkin, Lane, Collin ve Very, 2005). OECD kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen Fransa, ilkeleri, en son 2016 yılında olmak üzere çeşitli güncellemeler yaparak uygulamaya devam etmektedir.

Almanya’da 1870 yılında çıkarılan şirketler yasası küçük yatırımcıyı ve halkı içerden öğrenenlerin ticaretinden korumak için ikili yönetim kurulu ilkesini uygulamaya geçirmiştir. Aynı yasa muhasebe ve raporlama sisteminde de şirketlere standart bir yapıyı zorunlu kılmıştır. Ardından 1937 yılındaki yasayla bireysel oyların bankalar tarafından vekaleten temsil edilmesi mümkün olmuş ve yatırımcı hakları daha da geliştirilmiştir. 1965’de bu yasa bankaların bireysel yatırımcısına verdiği kararlar hakkında bilgilendirme yapması gerekliliğine çevrilmiş ve şirket yönetimlerinin daha da şeffaflaştırılması sağlanmıştır. Halen Almanya’daki şirket yapısı büyük ailelerin sahipliğindeki piramit yapı ve büyük bankaların ortak olduğu özel şirketlerdir (Morck ve Steier, 2005, 15). Almanya kurumsal yönetimde OECD’nin ilkelerini takip etmektedir. Ülkede kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili olarak 1998 yılından günümüze 17 düzenleme ilan edilmiştir (http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Haziran 2016)

20.yy’ın ortalarından beri sermayesini finansal sistem yerine endüstrilerin gelişmesine yönlendiren İtalya’da hükümet yatırımcıların korunması için hukuksal altyapıyı düzenlemek için atılımlarda bulunmamıştır. Yatırımcılar çoğunlukla devlet tahvillerine yatırım yapmakta ve şirketler borsaya kote olmayı tercih etmemektedirler. Borsada yer alan şirketler piramit yapıya sahip olan ve ya devlet ya da büyük aileler tarafından sahip olunan şirketlerdir. 1990’larda özelleştirmelerin başlamasıyla birlikte sermaye piyasalarının hukuksal alt yapıları düzenlenmiş ve yeni oluşan küçük şirketler borsaya kote olmayı tercih etmeye başlamışlardır. İtalyan borsasının da özelleşmesiyle, 1999 yılında borsa yönetimi zorunlu olmayan tavsiye niteliğinde kurumsal yönetim ilkeleri yayımlamışlardır (Morck ve Steier, 2005, 18).

Japonya’da şirketler 1. Dünya Savaşının sonundan itibaren geniş aileler tarafından yönetilen ve özellikle bir sektörde tekeli elinde tutan grup şirketlerinin

birliğini ifade eden Zaibatsularla, büyük şirket, banka ve küçük şirketlerin karşılıklı hissedar oldukları ve kararları birlikte aldıkları holding yapısı olan “Keiretsulardan” oluşmaktadır. Bu büyük şirketlerin devlet üzerindeki etkisi de büyük olmaktadır fakat 1990’larda ekonomik büyümenin durması ile bu şirketler sermayeyi doğru tahsis edememiş ve sermayedarlarını finansal sıkıntıya sokmuşlardır. Bunun üzerine 2000 yılında hükümet bu şirketlerin yapılarını düzenleyen, şeffaflaştıran ve yatırımcı haklarını koruyan bir dizi kurumsal yönetim ilkesini uygulamaya sokmuştur (McDermott ve Farrell, 2004, 2).

İngiltere’de ilk olarak Wrenbury komitesinin 1918 yılında bazı sektörlerde yer alan şirketlerdeki yabancı sahipliğini düzenleyen bir takım kurallarından sonra, hukuksal alt yapıyı düzenleyen yasalar çıkmış ve yatırımcının hakları korunmaya başlanmıştır. Fakat özellikle 1991 yılında İngiltere’nin en büyük şirketlerinden biri olan “Polly Peck’in” yıllar boyu yanlış finansal raporlar sunduktan sonra iflas etmesinden sonra İngiliz hükümeti, yayımladığı “Cadbury Raporu” ile şirket yöneticisinin ve kurul başkanının ayrılmasının gerekliliğini vurgulamıştır. Bu raporun daha sonra tüm ilkeleri kurumsal yönetimin ilkeleri haline gelmiş Londra Borsası tavsiye niteliğindeki bu kurallara uymayan şirketlere uymadıkları maddelere sebebini açıklamalarını zorunlu kılarak kurumsal yönetim ilkelerini tüm şirketlere kabul ettirmiştir.

2000 yılında İngiltere Ticaret ve Sanayi Bakanlığı tarafından kilit kurumsal yönetim düzenlemeleri içeren kapsamlı kanun teklifi hazırlanmıştır. Daha çok paydaş odaklı bir yaklaşımın daha faydalı olacağına ilişkin tartışmalar yaşansa da yürütme kurulu pay sahibi odaklı yaklaşımın şirketler ve genel ekonomi açısından daha sağlıklı olacağı görüşünü öne sürmüştür. Sonraki yıllarda bu rapor İngiltere Kurumsal Yönetim Kuralları adını alarak düzenli olarak yenilenmiş ve geliştirilmiştir (Gregory, 2000; OECD,2004). Cadbury raporundan günümüze kurumsal yönetim ile ilgili çok sayıda düzenleme yapan İngiltere son olarak 2014 yılında kurumsal yönetim ilkelerini güncellemiştir (http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php).

1. Dünya savaşından sonra tekelci piyasa karşıtı yasaların geçmesiyle birlikte Amerika’daki şirketler zengin ailelerin ya da güçlü finansal şirketlerin sahipliğinden çıkıp, profesyonel kariyerlere sahip olan yöneticiler tarafından yönetilen bağımsız şirketler statüsüne kavuşmuştur. O dönemlerde standart raporlama sistemleri ve şeffaf yönetim ilkeleri normal kabul gören uygulamalar olarak görülmeye başlanmıştır. 1930’lara geldiğinde ise medyanın da yardımıyla orta sınıf Amerikan halkının parası bile sermaye piyasalarındaydı. 1930’ların sonlarında başlayıp 1940 yılına kadar devam

eden büyük bunalım sonrasında ise Glass-Steagall anlaşmasıyla özellikle büyük bankaların piyasalara kendi çıkarları doğrultusunda müdahale edebilmeleri engellenerek bireysel yatırımcının korunması ile kurumsal yönetim resmi olarak başlamıştır. Günümüzde ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), Nasdaq ve NewYork Borsasında işlem gören her şirketin uyması gereken kurumsal yönetim ilkeleri standartları yayımlamaktadır (Morck ve Steier, 2005, 26).

Ortak para birliğine geçilmesi sebebiyle sermayenin hareketi Avrupa Birliği ülkeleri arasında hızlanmış, birleşmeler ve satın almalar artmış bu durum da bireysel yatırımcının üye ülkelerin borsalarına olan ilgisini artırmıştır. Bunun üzerine üye ülkeler ortak bir komisyon kurarak bir takım farklılıklara rağmen temel ortak kurumsal yönetim ilkelerini uygulama kararı almışlardır. Bu kurumsal yönetim ilkelerinin birçoğu OECD, Avrupa Aracı Kuruluşlar Birliği ve Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı gibi kuruluşların belirledikleri ilkelerdir. Bir başka ifade ile Avrupa Birliğine üye ülkeler arasında her ülkenin kurumsal yönetim ilkeleri raporunun ismi farklı olsa bile, yatırımcıları korumak adına tüm üye ülkelerde kurumsal yönetim ilkeleri büyük ölçüde aynıdır. (<http://www.corpgov2013.com/index.php>, <http://www.ecgi.org/index.htm>).

2.5.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurumsal Yönetim

Çin’de 1895 yılında Sino-Japonya savaşının kaybedilmesi ile birlikte sanayinin özelleşmesinin önüne geçilememiş ve bunun üzerine hükümet 1904 yılında yeni bir şirketler yasası kabul etmiştir. Bu yasayla birlikte pay sahipleri toplantıları düzenlenmiş, denetim artırılmış ve yıllık raporlar daha detaylı bilgiler içermeye başlamıştır. Böylece 1860 yılından beri faaliyette olan Şangay Borsasında yatırımcıların haklarını koruyan yasaların yürürlüğe girmesiyle birlikte, sistem daha standart bir hale getirilmeye çalışılmıştır. Fakat o dönemin bozuk politik düzeninde bu yasanın pratikte işleyişi mümkün olamamıştır. Yatırımcılar şirket yönetimlerine güvenemediğinden borsalardan çekilmiştir. Günümüzde halen şirketlerin bağımsız yönetim kurulu üyelerinin kimler olacağına müdahale edilebilmesine dair bir düzenlemesi olan Çin’de, şirketlere yönetim kurulu üyesi atayabilmek için öncelikle Çin Komünist Partisi’den (ÇKP) onay almak gerekmektedir. Her ne kadar yazılı kuralları bireysel yatırımcıyı desteklemek adına çıkarılmış kurumsal yönetim ilkeleri olsa da Çin’de hala yazılı kuralların uygulamada etkin bir şekilde işlemediği görülmektedir (Morck ve Steier, 2005, 11).

Çin’de son 20 yılda özelleştirmelerle birlikte kurumsal yönetim konusunda düzenlemeler gündeme gelmiştir. Bu konuda atılmış en önemli adım 7 Ocak 2001’de Menkul Kıymetler Düzenleme Kurulu tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri ile ilgili yapılan düzenlemedir. 2001 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004 yılında güncellenmiştir (Solomon, 2007; http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Haziran, 2016)

Rusya, Sovyetler sonrası sıfırdan bir serbest piyasa ekonomisi şekillendirmeye çalışmış ve tüm çabasını bu ekonomi için temel bir kanun ve mevzuatların çatısını oluşturmaya yönlendirmiştir. Fakat özellikle pay sahiplerinin korunması konusundaki ilk kanun düzenlemesi, 1997 yılında Doğu Aysa krizinin derinleşmesi ve etkisinin diğer ülke ekonomilerini de etkilemesinin ardından, 1999 yılında yürürlüğe girmiştir (Broadman, 1999; 2001). Bu tarihe kadar yabancı yatırımcılar haklarıyla ilgili girişimlerde bulunmuş fakat çok fazla başarı sağlayamamışlardır. Rusya hükümeti 2000 yılında kurumsal yönetim ile alakalı bir takım girişimleri içeren bir ekonomik program açıklamıştır. Program, mülkiyet haklarının korunması konusunun geliştirilmesi, sözleşme masraflarının sınırlandırılması ve şeffaflığın artırılması gibi hususları düzenlemiştir (Broadman, 2001).

Rusya şirketlerinin ve menkul kıymetlerinin kredibilitésinin artırılması amacıyla State Street Bank ve Georger Soros gibi kişi ve kuruluşlar, Vasillev Institute for Corporate Governance isimli kuruluşa, yabancı yatırımcıların ulaşabileceği bilgilerin artırılması, kurumsal yönetimin geliştirilmesi ve Rus şirketlerinin derecelendirilmesi gibi faaliyetleri için destekte bulunmuştur (Gregory, 2000).

Kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi amacıyla OECD ile ortak yapılan çalışmaların ardından, ilk olarak 2002 yılında Rusya kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmıştır. Rusya’da son yıllarda kurumsal yönetime olan ilgi artmıştır. Özellikle borsada çifte kotasyon ve yabancı şirketlerin kotasyonunun artması, bu şirketleri kurumsal yönetim açısından daha fazla çaba göstermelerini sağlamıştır. Özellikle 2008 yılına kadar hükümetin şirketler üzerinde etkisi doğrudan hissedilmekteyken, bu yıldan itibaren etkinin azaltılmasına yönelik düzenlemeler yapılmıştır. Kurumsal yönetim açısından mülkiyet yoğunlaşması konusu hala bir sorun olarak devam etmektedir (Corporate Governance Structures of Public Russian Companies, Survey, 2012). Kurumsal yönetim ilkeleri son olarak 2014 yılında güncellenmiştir (http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php , Haziran 2016).

1997 Aysa krizinin en çok hissedildiği ülkelerden biri olan Güney Kore’de 1995, 1998 ve 1999 yılları olmak üzere 3 kez ticaret kanunu gözden geçirilmiştir. Gözden geçirilen kanunlarda, yöneticilerin şirketle ilgili önemli bilgileri denetim komitesine bildirme zorunluğu, pay sahipleri lehine önemli düzenlemeler, oy hakkının genişletilmesi ve yönetici seçimlerinde pay sahiplerine özel haklar ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır (Gregory, 2000).

2000 yılında pay sahiplerinden oluşan aktivistlerin baskısı sonucu bazı önemli şirketlerde (Dacom telekom) yönetim kurulunda değişiklik yapmayı başarmıştır. Yapılan reform sonucu, yönetim kurulu başkanının ve kurulun en az yarısının bağımsız olması kararlaştırılmıştır. Güney Kore, son olarak 2003 yılında kurumsal yönetim en iyi uygulama kodunu güncellemiştir (http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Haziran 2016).

Gelişmekte olan ülkeler içerisinde önemli bir yere sahip olan Brezilya, şirketlerinin küresel sermayeden pay alabilmelerine yardımcı olmak amacıyla birçok yasa ve mevzuat düzenlemesi yapmıştır. Rabelo ve Coutinho (2001), Brezilya piyasasını kurumsal yönetim açısından inceledikleri çalışmalarında, şirketlerin sahiplik yapısının ağırlıklı olarak kamuya, sonrasında da aile şirketlerine ait olduğunu, bu durumun da azınlık pay sahipleri açısından bir takım düzenlemelere ihtiyaç doğurduğunu tespit etmiştir. Özellikle 2000 yılında şirketler kanununda azınlık pay sahiplerinin korunması ve imtiyazlı paylarda oy hakkı ile ilgili konularda yapılan düzenlemeyle kurumsal yönetim açısından önemli bir adım atılmıştır. Aynı yıllarda Brezilya Borsası BOVESPA’da şirketlerin kurumsal yönetime uyum sağlaması amacıyla Almanya’da kullanılan sisteme çok yakın bir sistem olan, Yeni Pazar anlamına gelen Novo Mercado sistemi uygulanmaya çalışılmıştır. Bu sistemle amaçlananın, pay sahipleri ile yönetim arasındaki asimetrik bilgi problemini ortadan kaldırmak ve mevcut şartlarda şirketlere yatırım yapmakta gönüllü olmayan yatırımcıları piyasaya çekmek olduğu belirtilmiştir (Rabelo ve Coutinho, 2001; Gregory, 2000). McKinsey ve Korn/Fery International’ın 2001 yılında düzenledikleri raporun ardından, kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili sonuncusu 2016 yılında olmak üzere toplam 4 düzenleme yapılmıştır (http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Haziran 2016).

2.6. Türkiye’de Kurumsal Yönetim

Türkiye ekonomisi 2000’li yılların başına kadar yüksek bütçe açıkları, yüksek enflasyon ve yüksek faiz gibi makroekonomi açısından bir takım olumsuzluklara maruz kalmış ve bunların neticesinde birçok kriz yaşanmıştır. Makroekonomik olumsuzluklar Türkiye’de yasal altyapının ve kurumların da gelişmesini engellemiştir (World Bank, 2010). Belirtilen koşulların bir sonucu olarak kurumsal yönetim konusu gelişme imkanı bulamamış, şirketlerin kendi yönetim uygulamalarını seçmeleri konusunda büyük bir esnekliğe sahip olması bu konuda ciddi eksikliklerin oluşmasına neden olmuştur. Şirketler makroekonomik istikrarsızlığın yarattığı riskleri azaltıp rakiplerinin önüne geçebilmek için, kurumsal yönetim açısından olumsuz uygulamalarda bulunmayı tercih etmiştir (Ararat ve Uğur, 2005). 2000 yılında ortaya çıkan kriz Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları açısından dönüm noktası olmuştur. Kriz sonrası reform çabaları Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişmesinde öncü olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerin tamamı için yabancı yatırımlar, finansman imkanı açısından çok önemlidir. Türkiye’de de, tüm gelişmekte olan ülkeler gibi, şirketlerin büyümesi için bu finansman imkanına ulaşmak büyük bir öneme sahiptir. Kurumsal yönetim reformlarının temel sebebi şirketlerin küresel rekabete uyum sağlayabilmesi için ihtiyaç duydukları dış finansmana ulaşma imkanlarının oluşturulmasıdır (Menteş, 2009; Ararat, Black ve Yurtoğlu, 2016) .

2.6.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Türkiye’de Kurumsal Yönetim başlığıyla yayınlanan ilk çalışma 1999 yılı sonunda Türkiye Bankalar Birliği’nin Bankalarda Kurumsal Yönetim çalışmasıdır. Kurumsal yönetime yönelik ilgi ilk olarak 2000 yılında bankaların birçok kesimi mağdur eden, büyük zarara yol açan bankacılık krizi ile ortaya çıkmıştır. Bu döneme kadar Türkiye’de kurumsal yönetim konusunda kapsamlı bir düzenlemeye rastlanmamaktadır.

Türkiye’de kurumsal yönetim ortamını ayrıntılı olarak inceleyen, belirli dönemlerde yapılmış bir takım çalışmalar bulunmaktadır. Kurumsal yönetim düzeyi açısından Türkiye açısından bilgi veren ilk çalışma 2001 yılında Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) tarafından Türkiye’nin aralarında bulunduğu 25 gelişmekte olan ülke verisini kapsayan, makro faktörlerin kurumsal yönetimi nasıl etkilediğini inceleyen çalışmadır. Çalışma kapsamında kurumsal yönetime etki edebilecek 5 makro faktör

belirlenmiştir. Bunlar; yasa ve mevzuat düzenlemeleri, yasaların uygulanması, yasal ve politik çerçeve, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin uygulanması, kurumsal mekanizma ve kurumsal yönetim kültürüdür. Faktörlerin incelenmesi sonucu her ülke için 10 üzerinden bir derecelendirme notu verilmiştir. Türkiye ağırlıklı ortalama 4,4 puan alarak 14. Sırada yer almıştır. Sonuçlar ayrıntılı incelendiğinde Türkiye, yasalar ve mevzuat başlığından 10 üzerinden 8 alırken, yasaların uygulanması başlığından 4, muhasebe ilkelerinin uygulanması başlığından 2 puan almıştır. Bu sonuç Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesinin gereğini ortaya koymuştur.

Yurtoğlu (2003), 2001 yılı verilerini kullanarak 305 BIST şirketi üzerinde yaptığı çalışma sonucunda, sahiplik yapısı ve kontrol açısından önemli sonuçlar ortaya koymuştur. Şirketlerin çoğunluğunun piramit yapısı ve karmaşık ortaklık yapıları kullanılarak aileler tarafından yönetildiğini, bu durumun da şirket kaynaklarını aile menfaatlerine kullanarak azınlık pay sahiplerini ve küçük yatırımcıları zarara uğratabileceği sonucuna ulaşmıştır. Yatırımcı tarafından risk olarak algılanan bu yapı, şirketlerin sermaye maliyetlerinin de yükselmesine neden olabilmektedir (OECD, 2004; Yurtoğlu, 2003).

Türkiye’de kurumsal yönetim açısından çok önemli aşamalardan biri de TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından hazırlanan en iyi uygulama kodunun 2002 yılında yayınlanması ve ardından 2003 yılında SPK tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri ile halka açık şirketler için tavsiye niteliğinde olan ilkeler açıklanmasıdır. 2004 yılında SPK’nın Uyum Beyanı düzenlemesiyle birlikte halka açık şirketler, belirtilen ilkelere hangi ölçüde uymakta olduklarını, uymadıkları hususlar ile ilgili ne gibi gerekçelerinin olduğunu faaliyet raporlarında açıklamakla yükümlü tutulmuştur. “Uy ya da açıkla” olarak adlandırılan bu yaklaşım, halka açık şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması konusunda teşvik edici olması açısından önemli bir gelişmedir (Deloitte, Kurumsal Yönetim Serisi, 2006).

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği(TKYD) ve Boston Consulting Group (BCG) 2005 yılında, kurumsal yönetim açısından Türkiye’yi ayrıntılı şekilde değerlendiren Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası raporunu yayınlamıştır. TKYD ve BCG’nin ortak hazırladıkları raporda, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin durumun tespiti, mevcut kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen koşulların belirlenmesi ve kurumsal yönetim ilkelerinin, şirketlerin performansları üzerindeki olası etkilerinin belirlenmesi amaçlanmıştır. Türkiye’de faaliyet göstermekte olan en büyük 1000 şirket üzerinde yapılan araştırma sonucunda, şirketlerin kurumsal yönetim

ilkelerine uyum konusunda çaba gösterdikleri fakat bu konu ile ilgili geliştirilmesine ihtiyaç duyulan birçok uygulama olduğu ortaya konulmuş, yönetim kurullarının şirket performansını önemli ölçüde etkiledikleri fakat bunu planlı olarak yapmadıkları tespit edilmiştir. Çalışmanın kurumsal yönetim ilkelerine uyumluluk konusunu inceleyen bölümünde, şirketlerin ilkeler hakkında bilgi sahibi olduğu fakat nasıl uygulanması gerektiği konusunda bilgilerinin yeterli olmadığı, paydaş hakları konusunda eksiklikler olduğu, yönetim kurulu üye seçimi ve atama kriterleri ile ilgili sorunlarının olduğu, şeffaflık konusunda ciddi sıkıntılar olduğu ve özellikle bu konunun yasal olarak tüm şirketlere zorunlu tutulmasının gerekliliği ortaya konulmuştur (TKYD Yayınları, Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası, 2005).

Türkiye’de kurumsal yönetim ortamına ilişkin bir diğer çalışma da Institute of International Finance’in(IIF) 2005 yılında yayınladığı Türkiye’de Kurumsal Yönetim isimli çalışmadır. Çalışma Türkiye’de kurumsal yönetime etki edebilecek tüm grupların görüşleri alınarak yapılmıştır. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesine yönelik çabalara rağmen birtakım sorunların olduğu ortaya konulmuştur. Özellikle aile şirketlerinin çoğunlukta olduğu piyasada azınlık pay sahiplerinin, bazı düzenlemelere rağmen etkisiz kaldığı görülmüştür. 2003 yılında SPK tarafından yayınlanan ilkelere borsaya kote şirketlerin uymadıkları tespit edilmiş, düzenleyici otoritenin tüm çabalarına rağmen, gelişmekte olan ülkelerin genelinde görülen, uygulama ve yürürlüğe konulması ile ilgili ciddi sorunlar ortaya konulmuştur. Tüm bu olumsuzluklara rağmen mülkiyet yapılarında şeffaflık, Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi (UFRS), enflasyon muhasebesi ve konsolide raporlamaya uyum, denetleme komitelerinin kurulması ve denetim standartlarının yükseltilmesi, halka açık şirketlerin denetimi, banka ve finans kurumlarının düzenleme ve denetim çerçevesi konusunda ilerlemelerin kaydedildiği belirtilmiştir (Institute of International Finance , Corporate Governance in Turkey Task Force Report 2005).

Yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalar, kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi gereğini ortaya koymuştur. Bu kapsamda SPK pay senetleri BIST’de işlem gören şirketlerin 2005 yılında yayınlanmak üzere 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlayarak faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde; Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyumu konusundaki beyanları ile ilkeler karşısındaki durumlarının görülebilmesi için örneği verilen ve açıklanacak asgari unsurları belirleyen Kurumsal Yönetim Uyum Raporu’na (KYUR) yer vermeleri gerektiğine karar vermiştir. Bunula

birlikte SPK 2005 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerinde piyasa katılımcılarından da görüş alınarak değişikliğe gitmiştir.

Dünya Bankası ve IMF, 2006 yılında Standartlara ve Kanunlara Uyum Raporu (Report On The Observance Of Standards And Codes-Rosc) kapsamında Türkiye’de kurumsal yönetim yapısı ile ilgili birer rapor yayınlamıştır. Dünya Bankası konuya muhasebe ve denetim boyutundan bakarken IMF şeffaflık boyutunu incelemiştir. Yayımlanan raporlarda şirketler ve bankalara yönelik UFRS standartları yürürlükte olsa da uygulamada bu standartlara tam anlamıyla uyulmadığı, mali tabloların güvenilirliğinin olmadığı, azınlık pay sahiplerinin korunmadığı ve yönetim kurulu üyelerinin önemli durumlarla ilgili kamuyu aydınlatmada yetersiz olduğu belirtilmiştir.

OECD 2006 yılında yayınladığı “Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study” başlıklı raporunda OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri kapsamında Türkiye’de kurumsal yönetim ortamını değerlendirmiştir. Kurumsal yönetim açısından görünümün olumlu olmasına rağmen, yapılan değerlendirmede gerek şirketler gerekse yasal düzenlemeler açısından birtakım iyileştirmelerin yapılması gereği vurgulanmıştır. Şirket yapısı ve piyasa özellikleri açısından bakıldığında denetim, ilgili taraf işlemleri ve kendi çıkarına işlem açıklamaları, azınlık pay sahiplerinin korunması, yönetim kurullarında hakim pay sahiplerinin etkileri konularında önemli düzenlemelere ihtiyaç duyulduğu belirtilmiştir.

Fitch Rating, 2007 yılında yayınladığı “Corporate Governance – The Turkish Perspective” raporunda, şeffaflık, finansal bilgilerin ve sahiplik yapısının açıklanması konusunda ilerlemeler olsa da yönetim kurulu kalitesi, karmaşık ortaklık yapıları ve aile şirketi yapısı sonucu Türk Muhasebe Standartları’nda ayrıntılı şekilde tanımlanan ilişkili taraflara işlemlerin açık olmaması gibi sıkıntıların sürdüğü belirtilmiştir.

Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişmesi bakımından en önemli adımlardan birisi 2007 yılında Borsa İstanbul’da kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasıdır. Kurumsal yönetim endeksine, kurumsal yönetim ilkeleri temel alınarak belirlenen şartları taşıyan şirketler dahil edilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi’nin oluşturulması, kurumsal yönetim ilkelerine uyumun derecelendirilmesi faaliyetleri açısından da önemli bir adımdır. Kurumsal Yönetim Endeksine Aralık 2015 itibariyle 50 şirket dahildir. Endeksle ilgili detaylı bilgiler daha sonraki bölümlerde verilecektir.

Standart & Poor’s Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları konusunda 2005 yılından 2008 yılına kadar geçen süreyi kapsayan bir araştırma yayınlamıştır. 2008 yılı sonunda yayımlanan raporda kamuyu aydınlatma ve şeffaflık açısından Türkiye’de

kurumsal yönetim incelenmiştir. Rapor Türkiye’de kurumsal yönetimin UFRS’nin kabulüyle önemli bir ilerleme sağladığı, yıllar itibariyle kamuyu aydınlatma konusundaki iyileşmenin hız kestiği, zorunlu kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu uygulamasının, iyi kurumsal yönetim uygulamalarını desteklediği gibi sonuçları ortaya koymuştur.

Ulusal ve uluslararası kuruluşların ve akademisyenlerin Türkiye’deki kurumsal yönetim ortamına ilişkin çalışmaları, kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi açısından düzenleyici kuruluşlara yol gösterici olmuştur. 2008 yılı Mart ayında SPK, ilişkili taraf işlemleri konusunda kamuyu aydınlatma, pay sahipleri ilişkileri birimi oluşturma, kurumsal yönetim uygulamalarının koordine edilmesi için sermaye piyasası faaliyet lisanslı personel bulundurma gibi maddeleri içeren Seri: IV, No: 41 sayılı tebliği yayımlamıştır.

Yıllar içerisinde yapılan önemli reformlar sermaye piyasalarında yeterli büyümeyi ve derinleşmeyi sağlama konusunda gereken başarıyı sağlayamayamıştır (Ararat, 2010). Kurumsal yönetim uygulamalarına uyumu Türkiye açısından değerlendiren çalışmasında Ararat (2010), Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile ilgili sorunların, çok büyük bir kısmını aile şirketlerin oluşturduğu ekonomide, ailelerin şirket yönetimi üzerindeki etkilerinden kaynaklandığını, şirket yönetimini belirleme ve etkileme imztiyazlarının bu açıdan ciddi bir sorun olduğunu ortaya koymuştur. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanması, yönetim kurulu başkanı ile genel müdür ayrımı gibi konuların kurumsal yönetim ilkeleri açısından olumlu bir durum olsa da bunun şirketler tarafından göstermelik olarak uygulandığı, gerçek anlamda kurumsal yönetim kalitesini yansıtmadığı belirtilmiştir. Bununla birlikte çalışma, denetim komitelerinin etkin çalışmaması ve denetim kurullarında kimlerin görev aldığıın kamuya açıklanmaması gibi sorunların varlığına işaret etmiştir.

2011 yılı Türkiye’de gerek ticari hayat açısından gerekse kurumsal yönetim açısından çok önemli bir yıl olmuştur. 14 Şubat 2011 tarihinde 27846 sayılı Resmi Gazete’de yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) yayımlanmıştır. Yeni kanun anonim şirketlerle ilgili birçok önemli düzenleme getirmekle birlikte kurumsal yönetim konusu ilk kez doğrudan TTK’da yer almıştır. Kurumsal yönetim ilkeleri maddesinde yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçlarının SPK tarafından belirleneceği belirtilmiş, konuya ilişkin düzenleme yetkisi kurula verilmiştir. Yine aynı yıl 654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile Sermaye Piyasası Kanunu’nda yapılan değişiklikle birlikte Kurumsal Yönetim

İlkelerini zorunlu tutma ve uymayanlara müeyyide uygulama yetkisi SPK'ya verilmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan bu değişiklik ile yetkilendirilen SPK, ilk olarak 11.10.2011 tarihinde Seri: IV, No: 54 sayılı tebliğ ile Kurumsal Yönetim İlkelerini uluslararası uygulamalar dikkate alarak revize edip mevzuata dahil etmiştir. Ardından Seri: IV, No: 56 sayılı tebliğ ile bazı güncellemeler yapılmıştır. 2012 yılında yenilenen Sermaye Piyasası Kanunu'da Kurumsal Yönetim ilgili düzenleme "*Kurumsal yönetim konusunda yapılan düzenlemeler ile getirilen bağımsız yönetim kurulu üyeliği gibi koruma mekanizmalarının ve pay sahipliği hakları ile kamuyu aydınlatma açısından yüksek standartların, yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcıları hisse senedi piyasalarına çekmek suretiyle şirketlerimizin sermaye piyasalarından finansman imkanlarını genişletmek için bir teşvik unsuru olması*" gerekçesiyle yapılmıştır (6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu gerekçeleri, md. 17). 2013 yılı içerisinde Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin güncellenmesi ve değiştirilmesi ile ilgili 3 farklı tebliğ daha çıkarılmıştır. Son dönemde Kurumsal Yönetim İlkeleri ile ilgili en kapsamlı düzenleme 30.12.2012 tarihinde 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanıp yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na uyum kapsamında hazırlanmış olan, II-17.1 sayılı "Kurumsal Yönetim Tebliği" 3 Ocak 2014 tarihli 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan tebliğdir. Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yapılan düzenlemeler ile ilgili ayrıntılı bilgiler sonraki bölümlerde verilecektir.

OECD, 2013 yılında Türkiye'de kurumsal yönetim alt yapısı ile denetleme ve yaptırımlara ilişkin uygulamaları konu alan bir rapor yayınlamıştır. Raporunda Türkiye'de kurumsal yönetimin genel görünümü, sermaye piyasalarındaki durum, sahiplik yapısı ve kontrol ile kurumsal yönetim alt yapısı ayrıntılı şekilde incelenmiştir. İnceleme sonucunda Türkiye'de Gayri Safi Yurtiçi Hasıla'daki artışa rağmen piyasa kapitalisasyonunun düşük kaldığı, bunu gidermek ve sermaye piyasalarını daha cazip hale getirebilmek için hükümetin ve düzenleyici kuruluşların bir çok tedbir aldığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Özellikle yeni Türk Ticaret Kanunu ve yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun alt yapıyı düzenleyici bir uygulama olduğu ve bu reformların etkilerinin ileride olumlu manada sonuçlar doğuracağı belirtilmiştir. Rapor bununla birlikte Türkiye'de mülkiyet yoğunlaşması, aile tarafından kontrol edilen şirketler, bu şirketlerde bulunan piramit yapıları ve tüm bu yapıların ortaya çıkardığı azınlık pay sahibi sorunlarının devam ettiğini belirtmiştir. OECD tarafından yayınlanan 2015 Kurumsal Yönetim Raporu (Corporate Governance Factbook 2015), Türkiye için

benzer koşulların devam ettiğini, düzenlemeler yoluyla kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmeye çalışıldığını belirtmiştir.

2.6.2. 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanun’unda (Yeni TTK) Kurumsal Yönetime İlişkin Düzenlemeler

Şirketlere kaynak sağlayan kişi ve grupların haklarının yasalar aracılığıyla korunması belirsizlikleri azaltır ve yatırımcıların sağladıkları kaynak için daha düşük risk primi talep etmelerine neden olur. Risk primi düşük olan şirketlerin kaynak temin etmeleri kolaylaşmaktadır. Kurumsal yönetimin temel ilkeleri olan adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk yatırımcı haklarını korumayı, şirket yönetimine katılmayı ve şirketin faaliyetleri hakkında bilgi edinmeyi sağlayarak risk primini azaltan bir araçtır (Erdönmez, 2003). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanun’unun (TTK) kabulünden önce Türk hukukunda kurumsal yönetim sadece pay senetleri borsada kote olmuş şirketler için ‘uygula ya da açıkla’ prensibiyle gündeme gelmiştir. İlkeleri uygulamanın bağlayıcı hukuka dayanmaması ve uygulanmamasının yaptırımı bulunmaması kurumsal yönetimin Türkiye’de yaygınlaşmaması nedenleri arasında sayılabilir.

6102 Sayılı TTK, uluslararası ticaret alanında gerçekleşen yeniliklere uyum sağlama ve toplumun ihtiyaçlarına cevap verme amacıyla 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Finansal raporlama, risk yönetimi, bağımsız denetim gibi konuların yanı sıra, adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk nitelikleri ile kurumsal yönetim, anonim şirketlerin kurumsal yapısını belirleyen düzenlemelerden biri olarak ilk defa TTK’da yer almaktadır (TTK Genel Gerekçe). Kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerin 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanun’unun yanı sıra TTK’da da yer almasının nedeni bu çerçevede kanun ile kurumsal yönetim ilkelerini somutlaştırılarak işleyebilir duruma getirmektir. TTK’da kurumsal yönetim tek bir madde (Madde 1529) halinde düzenlenmesine rağmen kurumsal yönetim ilkeleri TTK’nın, özellikle anonim şirketlerle ilgili düzenlemelerinin, yapı taşlarından biridir. TTK’da kurumsal yönetime yönelik düzenlemelere ihtiyaç duyulmasının nedeni yatırımcılara tanınan hakların genişletilmesi ve daha iyi korunabilmesini sağlamaktır. Kanun koyucu, yönetici ve pay sahipleri arasındaki asimetrik bilgiden kaynaklanan problemlerin oluşmasına engel olmak için kamuyu aydınlatma, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri üzerine yoğunlaşmıştır. Bu şekilde mevcut ve potansiyel pay sahiplerinin şirket

hakkında gerekli bilgiye ulaşmaları kolaylaşacak, şirketler hakkında belirsizlik azalacak ve yatırımcı güveni oluşturulacaktır.

Pay sahiplerinin haklarının korunması kurumsal yönetim anlayışını oluşturan ana unsurlardan bir tanesidir (OECD, 2004). Bu nedenle TTK pay sahibi hakları konusunda köklü değişiklikler yapmıştır. Öncelikle, pay sahibi haklarının temel unsuru olan eşit işlem ilkesi TTK'nın 357. Maddesi ile temel bir hak olarak düzenlenerek yasal bir ilke haline gelmiştir. Böylelikle, pay sahiplerinin asgari hakları kanun ile güvence altına alınmıştır (TTK Madde 357). Bu düzenleme mevcut ve potansiyel yatırımcıların sermaye piyasasına duydukları güveni arttırmayı amaçlamaktadır. Kanun'un 358. maddesi de pay sahibi haklarını korumaya yönelik yeni hükümlerden biridir. Bu hüküm, ticaret hayatında yaygın olan pay sahiplerinin şirket sermayesini kişisel harcamaları için kullanmalarını, hatta şirketten para çekmelerini, engellemeyi amaçlamaktadır (TTK Madde 358 Gerekçe). Böylece, çoğunluk pay sahiplerinin şirkete sınırsız borçlanma hakkı engellenmiş, azınlık hissedarlar için oluşacak olumsuz durumlar ortadan kaldırılmıştır. Kanun'un bir diğer yeniliği hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için öngörülmuş bulunan finans denetimi ve denetim komitesinin yanı sıra riskin erken saptanması komitesi kurulmasının zorunlu hale getirilmesidir (TTK Madde 378). Hüküm, hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde kurumsal yönetim ilkelerinin bir uygulamasıdır. Komitenin amacı şirket faaliyetlerinden doğan riskleri önceden belirleyerek yönetilebilir hale getirmektir.

6012 Sayılı TTK, 6762 Sayılı eski TTK'da pay sahiplerine tanınan hakları genişleten yanı sıra pay sahiplerine bazı yeni haklar da tanımıştır. Genel kurulda temsilci aracılığı ile oy kullanma hakkı ve her pay sahibinin özel denetçi talep hakkı kanunu pay sahibinin bilgi alma ve inceleme hakları açısından genişleten hükümlerindedir. Bu hükümler ile özellikle şirket grupları arasındaki ilişkiler daha şeffaf hale gelecektir.

6102 Sayılı TTK, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kavramlarına tüm menfaat sahipleri yönünden yaklaşmıştır. Bu nedenle 6762 Sayılı eski TTK'nın bilgi alma hakkını sınırlayan düzenlemeleri kaldırılarak yerine günümüzün teknik ilerlemelerini dikkate alan yeni hükümler getirilmiştir. Bu düzenlemelerden bir tanesi genel kurulun elektronik ortamda düzenlenmesi ve elektronik ortamda oy kullanılabilmesidir (TTK Madde 1527). Anonim şirketlerde yönetim kurulu toplantılarının elektronik ortamda yapılabilmesi, özellikle yabancı sermayeli şirketlerde önemli bir sorunu çözümlenecek, pay sahipleri için oluşan maliyetleri azaltacaktır. Ayrıca, TTK bağımsız denetime tabi

olan sermaye şirketlerinin internet sitesi açması ve şirkete ait bilgilerin bu sitede yer alması zorunluluğu getirerek anonim şirketlerde şeffaflık kavramına vurgu yapmıştır (TTK Madde 1524). Bu sitede yayınlanan bilgilere herkesin erişim olanağı olacağından sermaye piyasası aktörleri finansal tablolar ve denetim raporları gibi ihtiyaç duydukları bilgilere hiçbir engel ve maliyet olmadan ulaşabilmeleri sağlanmıştır. Böylece yönetimin keyfi kararlar almasının önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

Şeffaflığı sağlamak amacıyla şirket sermayesinin kurucuların menfaatine, bir anlamda kötüye kullanılmasına engel olmak ve şirketlerin denetlenmesini kolaylaştırmak adına TTK şirketlerin denetimine ilişkin hükümleri tamamen değiştirmiştir. (TTK Madde 397-406) Bir şirket organı olan ve mesleki eğitim şartı aranmayan denetçi kaldırılarak yerine bağımsız denetim getirilmiştir. Bağımsız denetim ile kastedilen, şirketle hiçbir bağlantısı bulunmayan, tarafsız ve uzman denetçiler aracılığı ile yapılan denetimdir. Denetimin konusu finansal tabloların Türkiye Muhasebe Standartlarına ve esas sözleşmeye uygunluğunu kapsamaktadır. Denetimin Türk Muhasebe Standartlarına göre yapılması denetim alanında bir bütünlük sağlayacaktır. Bağımsız denetçi denetiminden geçmemiş finansal tablolar düzenlenmemiş hükmündedir. Bu hükümler ile finansal tabloların şirket hissedarları ve yöneticileri etkisi altında kalmadan, tamamen bağımsız, şeffaf ve dürüst resim ilkesine göre denetiminin sağlanması amaçlanmıştır.

6762 Sayılı eski TTK'ya göre Kanun'da açıkça bir yasaklama bulunmayan her konu şirket esas sözleşmesi ile düzenlenebilmekteydi. Bu hüküm, şirketlerin kendi esas sözleşmesiyle kurumsal yönetim uygulamalarının belirlemelerine olanak sağladığı için anonim şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının belli bir standarda ulaşmasına engel olmaktaydı. 6102 Sayılı TTK'nın 340. maddesinde ise '*Esas sözleşme, bu Kanun'un anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak, Kanun'da buna açıkça izin verilmişse sapabilir.*' ifadesi yer almaktadır. Bu hüküm ile TTK'da açıkça izin verilmedikçe hiçbir konuda esas sözleşme ile kanuna aykırı bir düzenleme yapılamaz. Bu hüküm ile kurumsal yönetim ilkeleri soyut kavramlar olmaktan çıkmıştır. Böylece, pay sahiplerinin asgari haklara sahip olması kanun ile güvence altına alınmıştır.

6102 Sayılı TTK bilgi toplumu felsefesini hukukun bir parçası haline getirmiştir. Kanun ile birlikte anonim şirketlerin şeffaf ve hesap verebilir bir yapıya dönüşmesi menfaat sahiplerinin haklarının korunmasını sağlamaya yönelik atılmış önemli bir adımdır. Bir sonraki bölümde, Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kurumsal Yönetim Derecelendirilmesi konularından ayrıntılı şekilde bahsedilecektir.

BÖLÜM III

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ VE KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ

3.1. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Daha önce de belirtildiği gibi, kurumsal yönetim konusunda evrensel kabul görmüş ve geçerliliği olan ana ilkeleri adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluktur. Bu temel ilkeler gerek şirketlerin performanslarının ölçülmesi ve geliştirilmesi gibi amaçların gerçekleştirilmesi açısından gerekse pay sahiplerine değer yaratma ve toplumsal değerlere saygı açısından çok önemlidir. (Gregory ve Simms, 1999; SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri,2003; Deloitte, 2006; TKYD, Kurumsal Yönetim Nedir?, 2008).

Adillik ilkesi, şirket yönetimlerinin tüm pay sahipleri ve menfaat sahiplerine eşit ve adil davranması, olası çıkar çatışmalarını engellemesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu ilke ile azınlık pay sahipleri ve yabancı ortaklar gibi grupların haklarının korunması ve söz konusu taraflarla yapılmış olan tüm sözleşmelere uyulması istenmektedir.

Şeffaflık ilkesi, henüz kamuya açıklanmamış bilgiler ve ticari sırlar dışında, şirketin finansal ve finansal olmayan bilgilerinin, zamanında, eksiksiz, doğru, anlaşılır, yorumlanabilecek şekilde ve düşük maliyetlerle erişilebilecek şekilde duyurulması gerekliliğini ortaya koymaktadır. İlke sadece faaliyetlerden sonra değil, faaliyetin öncesinde ve gerçekleşmesi sırasında da ilgili taraflara geri bildirim sağlanmasına yönelik düzenlemeleri desteklemektedir.

Hesap verebilirlik ilkesi, temel olarak yönetim kurulunun şirketin tüzel kişiliğine ve pay sahiplerine karşı hesap verme zorunluluğunu ifade etmektedir. Bu ilke gereği, yönetim kurulunun yöneticilerin performansının bağımsız bir şekilde izlenmesini ve ilgili yöneticilerin pay sahiplerine karşı hesap verebilmesini sağlaması gerekmektedir. Şeffaflık ilkesinden farklı olarak hesap verebilirlik ilkesi faaliyetlerden sonraki süreci kapsamaktadır.

Sorumluluk ilkesi, tüm paydaşların kanunlarla tesis edilmiş haklarının tanınmasını; varlık, yeni iş imkanları ve finansal açıdan sağlam şirketlerin sürdürülebilirliğini yaratmada paydaşlarla şirket arasında etkin bir işbirliğini teşvik

edilmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır. Aynı zamanda bu ilke, şirketlerin pay sahipleri için değer yaratırken toplumsal değerlere özen göstererek kanunlara ve düzenlemelere uygun şekilde faaliyet gösterilmesi gerektiğini ifade etmektedir.

Şirketlerin neden olduğu skandallar ve finansal krizlerin temelinde yatan en önemli sebeplerden birinin kötü şirket yönetimi olduğu görüşü “iyi kurumsal yönetim” kavramını ortaya çıkarmıştır (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003). Adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk kavramlarıyla hareket etmek, iyi kurumsal yönetim göstergesidir (Argüden, 2010). Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi ile ilgili her çalışmada bu ilkeler ana unsur olmuştur. Bu bağlamda, OECD tarafından hazırlanan ilkeler de bu dört ilke temel alınarak oluşturulmuştur.

3.1.1. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ilk olarak 1999 yılında geliştirilmiş ve 2004 yılında güncellenmiştir. Kurumsal yönetime olan ilginin artması, OECD Bakanlar Kurulu'nun harekete geçerek, bir dizi standart ve ilkeler geliştirilmesi konusunun gündeme gelmesini sağlamıştır. Buna istinaden OECD 1999 yılında beş alt başlığı olan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayımlamıştır. Bu alt başlıklar; hissedar hakları, hissedarların adil muamele görmesi, menfaat sahiplerinin rolü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulunun sorumlulukları şeklindedir (OECD,1999).

2002 yılında gözden geçirilmeye başlanan ilkeler, 2004 yılında yenilenerek yayımlanmıştır. İlkelerin genelinde bir revizyon yapılmakla birlikte, “Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi” şeklinde yeni bir ilke eklenmiştir. Yenilenen Kurumsal Yönetim İlkeleri, Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi, Pay Sahiplerinin Hakları ve Önemli Görevleri, Pay Sahiplerinin Adil Muamele Görmesi, Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü, Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık, Yönetim Kurulunun Sorumlulukları olarak altı başlıkta toplanmıştır (OECD, 2004).

Uluslararası kuruluşlar mevcut ilkeleri geliştirmek ve güncellemek üzere zaman içerisinde bir çok çalışma yapmış tavsiye kararları yayınlamış ve birtakım mevzuat değişikliği tavsiyesinde bulunmuştur. OECD 2014 yılı sonunda Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni güncellemek üzere kamuoyunun görüşüne sunmuştur. Bu ilkelerin güncellenmesi konusunda yapılan çalışmalara OECD Kurumsal Yönetim Komitesi gözetiminde, G20, Basel Komitesi, Finansal İstikrar Kurulu, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlardan uzmanların yanı sıra Aysa, Orta Doğu, Latin Amerika ve

Kuzey Afrika gibi bölgelerde Kurumsal Yönetim Yuvarlak Masa Toplantılarında bulunan katılımcılar katkıda bulunmuştur. Ayrıca bu ilkeler metnine, İş ve Sanayi Danışma Komitesi (BIAC), İşçi Sendikaları Danışma Komitesi (TUAC) gibi OECD'nin resmi danışma organları olan komiteler de katkıda bulunmuştur.

G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanları Şubat 2015 toplantısında talepler gözden geçirilerek Nisan 2015'te İstanbul'da gerçekleştirilen G20/OECD Kurumsal Yönetim Forumu'nda tartışmaya açılmış ve katılımcılar ilkeleri desteklemişlerdir. 15-16 Kasım tarihinde Antalya'da düzenlenen G20 Liderler Zirvesinde sunulan ilkeler, G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak onaylanmıştır.

Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin uygunluğu ve doğruluğunun sürekliliğinin sağlanması amacıyla, gözden geçirme çalışmaları gerek finansal gerek de reel sektördeki ilgili değişikliklerin ele alındığı kapsamlı uygulamalı ve analitik çalışmalar ile desteklenmiştir. Bu çalışmalarda, OECD Sekretaryası ve Kurumsal Yönetim Komitesi çok sayıda kuruluşa, araştırma enstitüsüne ve uzmana ulaşmıştır. Boğaziçi Üniversitesi dâhil olmak üzere, araştırma için ilgili akademik kurumlardan destek alınmıştır (G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2016).

Güncellenen ve G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ismiyle onaylanan bu metinde yüksek ölçüde şeffaflık, hesap verebilirlik ve yönetim kurulu gözetiminin ve pay sahiplerinin haklarına ve önemli menfaat sahiplerinin rollerine saygının iyi işleyen bir kurumsal yönetim sisteminin esaslarından biri olduğu ortak anlayışını kabul eden ilkelerin temelini 2004 yılında yayımlanan ilkeler olduğu belirtilmiştir. Bu kapsamda temel değerlerin korunduğu ve 2004 yılından bu güne edinilen tecrübelerin yansıtılması ve Kurumsal Yönetim İlkelerinin yüksek kalite, uygunluk ve uygulanabilirliğini sağlamak adına güçlendirildiği vurgulanmıştır.

G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri belirli amaçlar ve kabullerden yola çıkarak hazırlanmış bir metindir. Bu amaç ve kabuller, ilkeler metninde şu şekilde sıralanmıştır:

- *“İlkeler, ekonomik etkinliği, sürdürülebilir büyümeyi ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla, politika yapıcılara kurumsal yönetim için hukuki, düzenleyici ve kurumsal çerçeveyi değerlendirmeleri ve geliştirmelerinde yardımcı olmayı amaçlamaktadır.”*
- *“İlkelerin sade, anlaşılır ve uluslararası toplum için erişilebilir olması amaçlanmaktadır.”*

- “İlkeler, finansal ve finansal olmayan payları borsada işlem gören şirketlere odaklanmaktadır.”
- “İlkeler, piyasa katılımcılarının, yönetim kurulu üyelerinin ve şirket yetkililerinin ticari kararlarını yargulamayı veya sorgulamayı amaçlamamaktadır.”
- “İlkeler, çalışanların ve diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını ve onların şirketin uzun vadedeki başarı ve performansına katkıda bulunma konusunda üstlendikleri önemli rolü kabul etmektedir.”
- “İlkeler, kurumsal yönetim politikalarının, yatırımcı güveni, sermayenin oluşumu ve tahsisi konularında daha kapsamlı ekonomik amaçları başarmada önemli bir role sahip oldukları anlayışıyla geliştirilmiştir.”

Bununla birlikte Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin bağlayıcı olmadığı, ülkelerin kendi mevzuatı için detaylı açıklamalar yapmayı amaçlamadığı, farklı ülkeler tarafından referans noktası olarak kullanılabilmesi ve günün koşullarına göre gözden geçirilmesi hususu G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri metninde belirtilmiştir.

G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 6 farklı ana bölüm ve her bölümü destekleyici alt ilkeler şeklinde sunulmuştur. Bu bölümler aşağıda sıralanmıştır.

- I. *Etkin kurumsal yönetim çerçevesinin temelini sağlanması*; Bu bölümde, kurumsal yönetimin adil ve şeffaf piyasaları teşvik ederek, kaynakların etkin şekilde dağılabilmesi konusunda katkısı vurgulanmıştır. Bölüm, düzenleyici ve denetleyici kurumlar arasındaki yetki ve görev dağılımının kalitesi, tutarlılığı ve düzenlemelerin kurumsal yönetim uygulamalarına etki eden faktörlere odaklanmıştır. Bölümde özellikle yaptırım kalitesi ve denetim konusuna vurgu yapmaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının desteklenmesinde borsaların rolüne ilişkin yeni ilkeler içermekte olan bu bölümde, örneğin şirket büyüklüğü veya ülkelerin kendisine özgü koşullara istinaden esneklik imkanının verildiği, esnek hukuk unsurları ile yapılacak düzenlemelerin daha faydalı şekilde eksikliklerinin tamamlanabileceğinin altı çizilmiştir. Bu kapsamda “etkin kurumsal yönetim çerçevesi için temellerin sağlanması” ilkesinin ana çerçevesi ve alt ilkeleri şu şekilde belirlenmiştir.

“Kurumsal yönetim çerçevesi şeffaf ve adil piyasaların oluşumu ile kaynakların etkin şekilde dağılımını teşvik etmelidir. Hukukun üstünlüğü ile uyumlu olmalı ve etkin denetim ve yaptırımı desteklemelidir.”

- A. *Kurumsal yönetim çerçevesi ekonominin genel performansı, piyasanın dürüstlüğü ve piyasa katılımcılarına yönelik teşvikler ile şeffaf ve iyi işleyen piyasaların teşviki gözetilerek geliştirilmiştir.*
- B. *Kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen yasal ve düzenleyici şartlar hukukun üstünlüğüne uygun, şeffaf ve uygulanabilir olmalıdır.*
- C. *Farklı idareler arasında sorumlulukların dağılımı açıkça belirtilmeli ve kamu yararına hizmet edecek şekilde düzenlenmelidir.*
- D. *Pay piyasaları düzenlemeleri etkin kurumsal yönetimi desteklemelidir.*
- E. *Gözetim, düzenleme ve denetleme otoriteleri yükümlülüklerini profesyonel ve objektif bir şekilde yerine getirebilmek için gerekli yetkiye, güvenilirliğe ve kaynaklara sahip olmalıdır. Ayrıca, kararları zamanında, şeffaf ve bütünüyle açıklanmış olmalıdır.*
- F. *Sınır ötesi işbirlikleri bilgi alışverişi için iki taraflı ve çok taraflı düzenlemeler de dahil olacak şekilde geliştirilmelidir.*

- II. *Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri;*
 Bu bölümde, bilgiye erişim ve genel kurul aracılığıyla önemli şirket kararlarına katılma gibi hakları barındıran temel ortaklık hakları belirtilmiştir. Bunun yanı sıra çeşitli oy kullanım hakları gibi, şirketlerin kontrol yapısına ilişkin kamuyu aydınlatma konuları da ele alınmaktadır. Ortaklar genel kurulunda teknolojinin kullanılması, ilişkili taraf işlemlerindeki süreçler ve pay sahiplerinin üst yönetim ücretleriyle ilgili kararlara katılımı ile ilgili konular bu bölümdeki yeni konulardır. Bu kapsamda “Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri” ilkesinin ana çerçevesi ve alt ilkeleri şu şekilde belirlenmiştir.

“Kurumsal yönetim çerçevesi pay sahiplerinin haklarını korumalı ve kullanmalarını kolaylaştırmalı ve azınlık ve yabancı pay sahipleri de dahil olmak üzere tüm pay sahiplerinin adil muamele görmelerini sağlamalıdır. Tüm pay sahipleri haklarının ihlal edilmesi halinde telafi imkanına sahip olmalıdır.”

- A. *Temel ortaklık hakları şu hakları içermelidir: 1) Mülkiyet tescilinin güvence altına alınması; 2) Payların devri veya temliki; 3) Zamanında ve düzenli olarak şirket hakkında ilgili ve önemli bilgiler almak; 4) Genel kurul toplantısına katılmak ve oy kullanmak; 5) Yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve azledilmesi ve 6) Şirket karından pay almak*
- B. *Pay sahipleri şunlar gibi şirketle ilgili önemli değişikliklere ilişkin kararlar konusunda yeterince bilgilendirilmeli ve bunlara katılma veya onaylama hakkına sahip olmalıdır: 1) Şirketin temel belgeleri veya esas sözleşmesi veya şirketin benzeri yönetim dokümanlarında değişiklikler; 2) Ek pay ihraç yetkisi; 3) Esasında şirketin satışıyla sonuçlanabilen varlıkların hepsinin veya önemli bir kısmının devrini de içeren olağüstü işlemler.*
- C. *Pay sahiplerine genel kurul toplantılarına etkin olarak katılma ve oy kullanıma imkanına sahip olmalıdır ve oylama prosedürleri de dahil olmak üzere pay sahipleri genel kurulunu yöneten kurallar hakkında bilgilendirilmiştir.*
- D. *Kurumsal pay sahipleri de dahil olmak üzere pay sahiplerinin, suiistimali engelleyecek istisnalara tabi olmak üzere, ilkelerde tanımlanan temel ortaklık haklarına ilişkin konularda birbirlerine danışmalarına izin verilmiştir.*
- E. *Bir grupta aynı tertibe dahil olan tüm pay sahiplerine eşit muamele yapılmalıdır. Bazı pay sahiplerinin sahipliklerine orantısız bir şekilde kontrol veya etki derecesi elde etmesini sağlayan sermaye yapıları veya düzenlemeleri açıklanmalıdır.*
- F. *İlişkili taraf işlemleri, çıkar çatışmasının uygun yönetiminin sağlanacağı ve şirketin ve pay sahiplerinin menfaatlerinin korunacağı bir şekilde onaylanmalı ve yürütülmelidir.*
- G. *Azınlık pay sahipleri, doğrudan veya dolaylı olarak hareket eden hâkim ortakların yaptığı veya onlar menfaatine yapılan kötü niyetli eylemlerden korunmalı ve mağduriyetlerini düzeltebilecek etkin mekanizmalara sahip olmalıdır. Kötü niyetli kendi yararına işlemler yasaklanmalıdır.*
- H. *Şirket kontrolünün el değiştirdiği piyasaların etkin ve şeffaf bir tarzda işlemesine olanak tanınmalıdır.*

III. *Kurumsal yatırımcılar, pay piyasaları ve diğer aracilar;* Bu bölüm önceki ilkelerde yer almayan bir bölüm olup vekil sıfatıyla hareket eden kurumsal yatırımcılara özellikle vurgu yaparak, yatırım sürecinde sağlıklı teşviklerin olması gerekliliğini vurgulamaktadır. Bununla birlikte danışmalık hizmetleri sunan şirketlerin, aracı kuruluşların, analistlerin, yatırımcılara tavsiye sunan şirketlerin ve derecelendirme kuruluşlarının dürüstlüğe zarar vermesi muhtemel çıkar çatışmalarının kamuya açıklanması ve bunların en aza indirgenmesi ihtiyacına dikkat çekilmektedir. Şirketlerin farklı ülkelerde halka açılma faaliyetlerinde adil ve etkin fiyat oluşumunun önemine yönelik yeni ilkeler de bu bölümde bulunmaktadır. Bu kapsamda “Kurumsal yatırımcılar, pay piyasaları ve diğer aracilar” ilkesinin ana çerçevesi ve alt ilkeleri şu şekilde belirlenmiştir.

“Kurumsal yönetim çerçevesi yatırım zinciri boyunca uygun teşvikler sağlamalı ve pay piyasalarının iyi bir kurumsal yönetime katkı sağlayacak şekilde işlemesine olanak vermelidir.”

- A. *Vekil sıfatıyla hareket eden kurumsal yatırımcılar, oy haklarının nasıl kullanılacağı ile ilgili yürürlükte bulunan prosedürleri de dâhil olmak üzere yatırımlarına ilişkin oy kullanma ve kurumsal yönetim politikalarını açıklamalıdır.*
- B. *Oylar, nihai pay sahibinin taleplerine uygun şekilde saklama kuruluşları ya da atadığı vekilleri tarafından kullanılmalıdır.*
- C. *Vekil sıfatıyla hareket eden kurumsal yatırımcılar, yatırımlarına ilişkin temel pay sahipliği haklarının kullanılmasını etkileyebilecek önemli çıkar çatışmalarını nasıl yönettiklerini açıklamalıdır.*
- D. *Kurumsal yönetim çerçevesi, oy kullanma danışmanlığı sunan şirketlerin, analistlerin, aracı kuruluşların, derecelendirme kuruluşlarının ve yatırımcıların kararlarına ilişkin olarak analiz ve görüş sunan diğer kişilerin, bu analiz ve görüşlerinin dürüstlüğünü tehlikeye düşürebilecek çıkar çatışmalarını kamuya açıklamalarını ve en aza indirmelerini gerekli kılmalıdır.*
- E. *İçerden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonu yasaklanmalıdır ve ilgili kurallar uygulanmalıdır.*
- F. *Kendi kurulduğu ülke dışında bir ülkede kote edilmiş şirketlerin tabii olduğu kurumsal yönetim kanun ve düzenlemeleri net bir şekilde*

açıklanmalıdır. Çapraz kotasyon halinde, birincil kotasyon koşullarının tanınması için kullanılacak ölçüt ve yöntemler şeffaf ve yazılı olmalıdır.

G. Pay piyasaları etkin kurumsal yönetimi desteklemek amacıyla adil ve etkin fiyat oluşumunu sağlamalıdır.

IV. Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü; Bu bölümde menfaat sahipleri ve şirketler arasında etkin bir işbirliğinin cesaretlendirilmesi, yasalarla ve karşılıklı anlaşmalarla kurulan menfaat sahibi haklarının tanınmasının önemi vurgulanmıştır. Bununla birlikte menfaat sahiplerinin zamanında ve düzenli şekilde bilgiye ulaşmalarının ve haklarına zarar verildiği durumda telafi elde etme haklarının desteklenmesinin gerekliliği vurgulanmıştır. Bu kapsamda “Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü” ilkesinin ana çerçevesi ve alt ilkeleri şu şekilde belirlenmiştir.

“Kurumsal yönetim çerçevesi, menfaat sahiplerinin kanun veya karşılıklı anlaşmalar ile tesis edilmiş haklarını tanımalı ve şirketler ve menfaat sahipleri arasında servet ve istihdam yaratmada etkin işbirliğini ve finansal açıdan sağlam şirketlerin sürdürülebilirliğini teşvik etmelidir.”

A. Menfaat sahiplerinin kanun veya karşılıklı anlaşmalar aracılığıyla tesis edilmiş haklarına itibar edilmelidir.

B. Menfaat sahiplerinin çıkarlarının kanunlar tarafından korunduğu durumlarda, menfaat sahipleri haklarının ihlali için etkin telafi elde etme imkânına sahip olmalıdır.

C. Çalışanların katılımları için mekanizmaların geliştirilmesine izin verilmelidir.

D. Menfaat sahipleri kurumsal yönetim süreçlerine katıldıkları durumlarda, zamanında ve düzenli olarak uygun, yeterli ve güvenilir bilgi erişimine sahip olmalıdır.

E. Çalışanlar ve bunların temsilcisi kurumlar dâhil menfaat sahipleri, yasa dışı veya etik olmayan uygulamalara ilişkin endişelerini yönetim kuruluna ve yetkili kamu idarelerine serbestçe ifade edebilmeli ve bu sebeple de haklarına bir hanel gelmemelidir.

F. Kurumsal yönetim çerçevesi etkin ve etkili iflas çerçevesi ile kreditorlerin haklarının etkin uygulanması ile tamamlanmalıdır.

V. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; Bu bölümde kamuya yapılacak açıklamaların temel alanları belirlenmektedir. Şirketlerin finansal sonuçlar,

faaliyet sonuçları, hedefler, büyük pay sahipleri, ücretlendirme politikası, ilişkili taraf işlemleri, riskler ve yönetim kurulu üyeleri bu alanlara örneklerdir. İlkelerin bu bölümüne yeni olarak gönüllülük esasına göre yönetim raporlarına dahil edilebilecek finansal olmayan bazı bilgilere ilişkin yeni eğilimlerin tanınması, belirlenmesi gibi örnek uygulamalar içermektedir. Bu kapsamda “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” ilkesinin ana çerçevesi ve alt ilkeleri şu şekilde belirlenmiştir.

Kurumsal yönetim çerçevesi şirketin finansal durumu, performansı, ortaklık yapısı ve yönetimi dâhil olmak üzere şirkete ilişkin her türlü önemli konuda zamanında ve doğru açıklamaların yapılmasını sağlamalıdır.

- A. Kamu açıklamaları şirketlerin finansal ve operasyonel sonuçları, hedefleri, finansal olmayan bilgileri, yönetim kurulu üyeleri ücretleri, vasıfları ve seçilme usulleri, ilişkili taraf işlemleri gibi konulara ilişkin ancak bunlarla sınırlı olmaksızın önemli bilgileri içermelidir.*
- B. Bilgiler, yüksek kalite muhasebe ve finansal ve finansal olmayan raporlama standartlarına uygun olarak hazırlanmalı ve açıklanmalıdır.*
- C. Finansal tabloların şirketin finansal durum ve performansını her açıdan doğru bir şekilde yansıttığına ilişkin tarafsız bir dış güvencenin yönetim kuruluna ve pay sahiplerine sağlanabilmesi için yıllık denetim, bağımsız, yetkin ve uzman bir denetçi tarafından yüksek kalite denetleme standartlarına uygun olarak yapılmalıdır.*
- D. Dış denetçiler pay sahiplerine karşı sorumlu olmalı ve denetimin yürütülmesinde şirkete karşı gerekli mesleki özeni gösterme yükümlülükleri olmalıdır.*
- E. Bilgi yayma kanalları, kullanıcıların ilgili bilgilere erişimini adil bir şekilde, zamanında ve düşük maliyetle sağlamalıdır.*

VI. *Yönetim kurulunun sorumlulukları;* İlkelerin bu bölümü kurumsal stratejilerin gözden geçirilmesi, üst yönetim seçimi ve ücretlendirilmesi, şirket birleşmeleri ve bölünmelerinin gözetimi, finansal raporlama sisteminin doğruluğunun sağlanması gibi konuların dahil olduğu yönetim kurulunun ana işlevleri hususunda rehberlik sunmaktadır. Bu bölümde yeni olarak, yönetim kurulunun vergi planlaması, risk planlaması ve kurulun iç denetimdeki rolü üzerinde durulmuştur. Bununla birlikte yönetim kurulu

üyelerinin eğitimi ve değerlendirilmeleri yönünde tavsiye ilke eklenmiş, ücretlendirme, risk yönetimi ve denetim alanlarında uzman yönetim kurulu komiteleri kurulmasına dair tavsiye eklenmiştir. Bu kapsamda “yönetim kurulunun sorumlulukları” ilkesinin ana çerçevesi ve alt ilkeleri şu şekilde belirlenmiştir.

“Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin gözetimini ve yönetim kurulunun şirkete ve pay sahiplerine karşı hesap verebilirliğini sağlamalıdır.”

- A. *Yönetim kurulu üyeleri, tam bilgi sahibi ve iyi niyetli olarak, gerekli özeni ve dikkati göstererek ve şirket ile pay sahiplerinin menfaatine en uygun şekilde hareket etmelidir.*
- B. *Yönetim kurulu kararlarının, farklı pay gruplarını farklı şekillerde etkileyecek olması halinde yönetim kurulu tüm pay sahiplerine adil davranmalıdır.*
- C. *Yönetim kurulu yüksek etik standartlar uygulamalıdır. Menfaat sahiplerinin çıkarlarını göz önünde bulundurmalıdır.*
- D. *Yönetim kurulu şirket stratejisi, risk politikası, bütçe ve performans hedefleri, devir ve satın alma gözetimi, yönetim uygulamalarının denetimi, kilit yöneticilerin belirlenmesi ve ücretlendirilmesi, şeffaf yönetici seçimi, bağımsız denetimin sağlanması ve kamuyu aydınlatma sürecinin gözetimi gibi hususları kapsayan belirli temel işlevleri yerine getirmelidir.*
- E. *Yönetim kurulu, kurumsal işlerde tarafsız ve bağımsız muhakeme yürütebilmelidir.*
- F. *Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarını yerine getirmek için zamanında, doğru ve uygun bilgiye erişimi olmalıdır.*
- G. *Yönetim kurulunda çalışanların temsil edilmesinin zorunlu olduğu durumlarda, bu temsilciliğin etkin bir şekilde yerine getirilmesi ve yönetim kurulunun becerisi, bilgisi ve bağımsızlığının geliştirilmesine en iyi şekilde katkıda bulunabilmesi için, çalışan temsilcilerine eğitim ve bilgiye erişim olanağının sağlanması amacıyla mekanizmalar geliştirilmelidir.*

OECD/G20 Kurumsal Yönetim İlkeleri metni politika yapıcılara, kurumsal yönetim ile ilgili hukuki ve düzenleyici çerçevenin değerlendirilmesi ve geliştirilmesi

hususunda yardımcı olmaktadır. Ayrıca ilkeler şirketlere, yatırımcılara, borsalara ve kurumsal yönetimin geliştirilmesi süreci içerisinde yer alan taraflara rehberlik etmektedir. Türkiye’de de SPK, kurumsal yönetim konusu ile ilgili düzenlemelerde OECD düzenlemelerini takip etmektedir.

3.1.2. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

Dünyadaki uygulamalara paralel olarak Türkiye’de ise; Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin hazırlanmasında birçok ülkenin düzenlemeleri incelenmiş, ilk olarak 1999 yılında yayınlanan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır (SPK Kurumsal Yönetim İlkeler, 2003). 2003 yılı Temmuz ayında Sermaye Piyasası Kurulu “Kurumsal Yönetim İlkeleri” metnini yayımlayarak kamuoyuna duyurmuştur.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2003 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri, başta halka açık şirketler olmak üzere, tüm özel sektör şirketleri ve kamuya ait anonim şirketlerin faaliyetlerini uluslararası standartlarda sürdürebilmesi ve böylece daha etkin ve şeffaf bir yönetim göstererek uluslararası kaynaklardan daha rahat ve ucuz maliyetle finansmandan faydalanabilmelerine katkıda bulunacak bir yönetim anlayışı getirmeyi hedeflemektedir (SPK, 2010). Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinde, her ülke için gereçli olabilecek tek kurumsal yönetim modelinin olamayacağı vurgulansa da, tüm dünyada genel kabul görmüş ana ilkeler olan eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk kavramları temel alınmıştır (SPK, 2003).

SPK Kurumsal Yönetim İlkeler, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde yapılan değişikliklere paralel olarak 2005 yılı Şubat ayında revize edilmiştir. 11.10.2011 tarih ve 28081 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan 654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname’de SPK’ya tanınan, ilkeleri zorunlu tutma ve uymayanlara yaptırım uygulama yetkisi çerçevesinde hazırlanan Seri: IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu Tebliğ ile SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Kurul İlke Kararı niteliğinde bir düzenleme olmaktan çıkarılmış ve Tebliğ ekine işlenmiştir. Ayrıca bu Tebliğ ile payları BİST’de işlem gören şirketler içerisinde BİST 30 Endeksine dahil olan, fakat bankacılık konusunda faaliyet göstermeyen halka açık anonim ortaklıklar için seçilmiş belirli ilkelere uyum zorunluluğu getirilmiştir. Payları BİST’de işlem gören şirketlerden

BİST 30 Endeksine dahil olmayan ortaklıklar için ise “uygula ya da uygulamıyorsan açıkla” yönündeki yaklaşım Tebliğ’de korunmuştur.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının yaygınlaştırılması ve değişen ekonomik koşullar karşısındaki etkisinin güçlendirilmesi amacıyla dünya uygulamaları da dikkate alınarak kurumsal yönetim ilkelerinde ve tebliğde değişiklik yapılması ihtiyacına istinaden, SPK tarafından hazırlanan, “Seri:IV No:56 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ” metni 30/12/2011 tarih ve 28158 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğ ile kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin daha düşük sermaye maliyeti ile kaynaklarını verimli şekilde kullandıkları, iç ve dış finansal etkilere karşı proaktif pozisyon aldıkları göz önünde bulundurularak, bir önceki tebliğde bankalar haricindeki BIST-30 Endeksinde yer alan halka açık şirketler için belirlenen kapsam, Gelişen İşletmeler Piyasası ve Yakın İzlem Pazarı işlem görenler hariç tutulmak üzere payları BIST’de işlem gören halka açık şirketleri dahil edecek şekilde genişletilmiştir. Tebliğ ile birlikte getirilen önemli yenilikler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından şu şekilde özetlenmiştir:

- *Payları BİST’de işlem gören halka açık anonim ortaklıklar sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak üç gruba ayrılmış ve farklı gruptaki şirketler için farklı seviyede zorunluluklar öngörülmüştür. Piyasa değerinin ortalaması 3 milyar TL’nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 750 milyon TL’nin üzerinde olan ortaklıklar, “Birinci Grup” şeklinde tanımlanmıştır. Bu grup yatırımcı tabanı ve piyasa değeri bazında önemli bir kısmı oluşturduğu için, yatırımcıları korumak amacıyla yükümlülükleri artırılmıştır. Sistemik etkileri daha küçük olan ikinci (Piyasa değeri 1 milyar TL’nin, fiili dolaşımdaki paylarının 250 milyon TL üzerinde olan) ve üçüncü (Birinci ve ikinci grup dışındaki) gruptaki şirketlerde de temel kurumsal yönetim prensiplerinin yerleşmesi maksadıyla gerekli düzenlemeler yapılmış ve asgari bazı zorunluluklara uyum öngörülmüştür.*
- *Yönetim kurulu yapılanmasına ilişkin önemli düzenlemeler yürürlüğe girmiştir. Borsa şirketlerinin yönetim kurulu üye sayısının asgari beş olması ve yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun icrada görevli olmayan üyelerden oluşması zorunlu hale gelmiştir. Bağımsız yönetim kurulu üyeliğine ilişkin düzenlemelerde*

değişiklikler yapılmış ve olası çıkar çatışmalarından uzak, objektif bir görüşle şirketin karar mekanizmalarına katkıda bulunması ve şirketin uzun vadeli hedeflerini gözetmesi beklenen bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, Gelişen İşletmeler Pazarında ve Yakın İzleme Pazarında işlem görenler hariç olmak üzere tüm Borsa şirketlerinde görev alması zorunlu hale getirilmiştir. Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olmamak üzere en az fiili dolaşımdaki pay oranını temsil edecek kadar olması gerekmektedir birlikte, ortaklık genel kuruluna yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye oranını %50 ile sınırlandırabilme yetkisi tanınmıştır. Ayrıca üçüncü gruptaki şirketler açısından bağımsız yönetim kurulu üye sayısının her durumda 2 olması yeterli görülmüştür.

- *Bağımsız üyelerin görev süresi üç yıl olarak belirlenmiş ve bağımsız üyeliğe ilişkin kriterler yeniden düzenlenmiştir. Daha önce belirlenen kriterlerin yanı sıra, görevini gereği gibi yerine getirecek mesleki eğitim, bilgi ve tecrübeye sahip olmak; Türkiye’de yerleşmiş sayılmak gibi ilave kriterler tanımlanmış ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket ile herhangi bir menfaat ilişkisinin bulunmamasının yanı sıra şirket faaliyetlerine en üst seviyede katkıda bulunmayı sağlayacak özellikleri de taşıması gerektiği açık olarak ifade edilmiştir.*
- *Bağımsız üyelerin seçim süreci yeniden tasarlanmıştır. Buna göre bağımsız üyelerin bağımsızlık kriterlerini taşıyıp taşımadığının Aday Gösterme Komitesi tarafından incelenmesi ve düzenlenecek raporun yönetim kuruluna sunulması ve bağımsız yönetim kurulu aday listesinin genel kurul toplantı ilanı ile birlikte kamuya açıklanması gerekmektedir. Sadece Birinci Gruptaki şirketler tarafından, bağımsız yönetim kurulu aday listesinin, genel kurul toplantısından en az 60 gün önce Kurul’a gönderilmesi gerektiği ilkelere eklenmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun olumsuz görüş bildirmiş olduğu kişi genel kurula bağımsız üye adayı olarak sunulamayacaktır. Tasarruf sahiplerinin bağımsız üye seçimine aktif şekilde katılmalarının sağlanması amacıyla, seçim esnasında olumsuz oy kullanmış sermayenin yüzde birini temsil eden pay sahiplerine, seçilen bağımsız üyenin bağımsızlık kriterlerini sağlayıp sağlamadığına ilişkin itiraz hakkı tanınmıştır. Bağımsız üyelerin bağımsızlıklarını kaybetmeleri durumunda yapılması gerekenler de benzer şekilde düzenlenmiştir.*
- *Borsa şirketlerinin tamamında bulunması zorunlu hale getirilen bağımsız yönetim kurulu üyelerine, bazı görev ve sorumluluklar getirilmiş, ilişkili taraf*

işlemleri ile önemli varlık alım veya devirlerinde bağımsız yönetim kurulu üyeleri için onay ve gözetim mekanizmaları oluşturulmuştur. Ayrıca bu tür işlemlere taraf olanların ilişkili taraf olması durumunda, Tebliğ uyarınca yapılacak genel kurul toplantılarında ilişkili taraflar oy kullanamayacaktır.

- *Şirketlerin her türlü ilişkili taraf işlemlerinde ve üçüncü kişiler lehine teminat, rehin ve ipotek verilmesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranacaktır.*
- *Şirketlerin yönetim kurulu bünyesinde kurması gereken komite sayısı artırılarak bu komitelerin görevleri ve sahip olması gereken üyelere ilişkin esaslar belirlenmiştir. Bu komiteler; Denetimden Sorumlu Komite, Kurumsal Yönetim Komitesi, Aday Gösterme Komitesi, Riskin Erken Saptanması Komitesi ve Ücret Komitesidir. Ancak yönetim kurulu yapılanması gereği ayrı bir Aday Gösterme Komitesi, Riskin Erken Saptanması Komitesi ve Ücret Komitesi oluşturulamaması durumunda, Kurumsal Yönetim Komitesinin bu komitelerin görevlerini yerine getirebileceği belirtilmiştir.*
- *Payları BİST’de işlem gören bankalar için yayımı tarihinden 1 yıl sonra, diğer Borsa Şirketleri için ise yayımı tarihinde yürürlüğe girmiş olup ve Tebliğe uyum amacıyla gerçekleştirilmesi gereken esas sözleşme değişikliklerinin ve yönetim kurulu yapılanmalarının, 30/6/2012 tarihinden geç olmamak üzere yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar tamamlanması zorunlu kılınmıştır.*

Ayrıca ilgili tebliğin 5. maddesinde Kurumsal Yönetim İlkeleri Pay Sahipleri ve Yönetim Kurulu bölümlerinde uyulması zorunlu maddeleri (1.3.1, 1.3.2, 1.3.7, 1.3.10, 4.3.1, 4.3.2, 4.3.3, 4.3.4, 4.3.5, 4.3.6, 4.3.7, 4.3.8, 4.3.9, 4.4.7, 4.5.1, 4.5.2, 4.5.3, 4.5.4, 4.6.2, 4.6.4 numaralı maddeler) uygulamakla yükümlü oldukları belirtilmiştir. Diğer ilkelere uyulmaması halinde, bu durum gerekçesiyle birlikte Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu ile kamuya açıklanması gerektiği belirtilmiştir.

Sonrasında 11.02.2012 tarih ve 28201 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri:IV, No:57 sayılı “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ” ile bir önceki tebliğde birtakım değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikler özetle:

- *Bağımsız üye sayılabilme kriterlerinde değişiklik*
- *Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanması bakımından önemli nitelikte işlem sayılan hususlar hakkında söz konusu işlemlerin bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı olmaksızın icra edilememesine ilişkin hüküm kaldırılması*
- *Bağımsız üye belirlemede kullanılan eşiğin “toplam yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden az olamaz” olarak değiştirilmesi*
- *Bağımsız üyelerin azami 3 yıllığına seçilmesi*
- *Sermaye Piyasası Kurulu’nun bağımsız üyeleri onaylama işleminde incelemenin Kurumsal Yönetim İlkelerinde sayılan bağımsızlık kriterleri çerçevesinde yapılacağı” şeklindedir.*

2012 yılı içerisinde 56 nolu tebliğde değişiklik öngören iki farklı tebliğ yayımlanmıştır. Seri: IV, No: 60 tebliğinde, yönetim kurulu ile ilgili 2 madde, Seri: IV, No: 61 tebliğinde ise bağımsız yönetici seçiminde mahkeme süreçleri ile ilgili geçici maddeleri içeren değişiklikler yapılmıştır.

2013 yılı şubat ayında Seri:IV No:63 sayılı tebliğ ile kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesine ve uygulanmasına ilişkin yeni düzenlemeler yapılmıştır. İlgili tebliğ ile getirilen önemli yenilik şu şekilde özetlenebilir:

- *Finansal kuruluşların, faaliyetlerinin niteliği dikkate alınarak, üçüncü kişiler lehine teminat, rehin ve ipotek verilmesinde ve varlıklarının üzerinde aynı hak tesis edilmesinde yönetim kurulları tarafından alınacak kararlarda uyacakları esaslar yeniden belirlenmiştir.*
- *Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul kararları alınırken, Sermaye Piyasası Kanunu’nun 29/6 maddesi hükmünün uygulanacağı ilkelere eklenmiştir.*
- *Halka açık bankalar için bağımsız yönetim kurulu üye sayısı üç olarak belirlenmiştir.*
- *Halka açık bankalarda, denetim komitesi üyesi olarak görevlendirilen yönetim kurulu üyeleri, Tebliğ çerçevesinde bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak kabul edilecektir.*

- *Bankaların denetim komitesinde yer almayacak bağımsız yönetim kurulu üyeleri için her halükarda, zorunlu ilkelere belirtilen nitelikler aranacaktır.*
- *Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin tamamının denetim komitesinde yer alması halinde denetim komitesi üyelerinden sadece biri için zorunlu ilkelere belirtilen nitelikler aranacaktır.*

Son olarak kurumsal yönetim ile ilgili yapılmış en kapsamlı düzenleme, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na uyum kapsamında hazırlanmış olan, 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-17.1sayılı "Kurumsal Yönetim Tebliği" olmuştur. Bu tebliğ ile;

1. *Kurumsal yönetim ilkeleri SPKn ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun yayımlanması sebebiyle, anılan Kanunlarda yer verilen hükümler çerçevesinde revize edilmiştir.*
2. *Kurulun Seri:IV, No:56 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ" ile Seri:IV, No:41 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Tebliği" (Seri:IV, No:41 Tebliği) yürürlükten kaldırılmış ve söz konusu iki tebliğdeki hususlar yeniden düzenlenmiştir.*
3. *Paylarını ilk defa halka arz etmek üzere Kurul'a başvuran veya payları Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Kurumsal Ürünler Pazarı'nda işlem görecektir ortaklıkların, zorunlu ilkelere uyum konusunu belirleyen liste ilan edilene kadar üçüncü grupta yer alan ortaklıkların yükümlülüklerine tabi olacakları hüküm altına alınmıştır.*
4. *SPKn'nun 17'nci maddesinde yer alan ve ortaklıkların ilişkili tarafları ile arasındaki işlemlere başlanmadan önce, yapılacak işlemin esaslarını belirleyen bir yönetim kurulu kararı alma zorunluluğuna ilişkin hüküm Tebliğ'e eklenmiş ve sadece ortaklıkların değil, ortaklıkların bağlı ortaklıklarının da ilişkili tarafları ile gerçekleştirecekleri işlemlerde aynı yükümlülüğe tabi olduğu hükme bağlanmıştır.*
5. *Seri:IV, No:41 Tebliği'nde düzenlenen "Pay sahipleri ile ilişkiler birimi" başlıklı madde; Tebliğ'de "Yatırımcı ilişkileri bölümü" olarak revize edilmiş, söz konusu maddeye bu bölümün ortaklık genel müdürü veya genel müdür yardımcısına ya da muadili diğer idari sorumluluğu bulunan yöneticilerden*

birine doğrudan bağlı olarak çalışması ve yürütmekte olduğu faaliyetlerle ilgili olarak en az yılda bir kere yönetim kuruluna rapor hazırlayarak sunmasının zorunlu olduğu düzenlenmiştir.

6. 2009 yılında düzenlenmiş olan ve “*Teminat, Rehin, İpotek ve Kefaletler*” hakkındaki kararı ayrıntılı şekilde Tebliğ’de düzenlenmiştir.

Kurumsal Yönetim İlkelerinin ilk yayımlandığı tarihten bugüne yapılan bir çok düzenleme ve değişiklik sonrası, İlkelerin son hali 2014 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim Tebliği ekinde verilmiştir. Buna göre SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri 4 farklı ana bölüm ve her bölümü destekleyici alt ilkeler şeklinde sunulmuştur. Bu bölümler aşağıda sıralanmıştır:

1. Pay Sahipleri: İlkelerin bu bölümünde pay sahiplerinin bilgi alma hakkının kapsamı genişletilmiş ve bu hakların daha etkin kullanılması için şirketlerin esas sözleşmelerine hüküm konulması tavsiye edilmiştir. Bunun yanı sıra genel kurulun etkinliğinin artırılması, önemli kararların genel kurul yoluyla alınması, oy hakkı etkinliğinin artırılıp oy imtiyazlarının sınırlandırılması, payların serbest dolaşımı ve pay sahipliğine ilişkin kayıtların güvenliği konuları da bu bölümde ele alınmıştır. Bu kapsamda Pay Sahipleri İlkesinin alt ilkeleri şu şekilde belirlenmiştir:

1.1. Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması

1.2. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı

1.3. Genel Kurul

1.4. Oy Hakkı

1.5. Azlık Hakları

1.6. Kâr Payı Hakkı

1.7. Payların Devri

2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık: İlke, temel olarak pay sahipleri ve menfaat sahiplerine, hak ve menfaatlerini de koruyacak şekilde doğru, eksiksiz, anlaşılır, analiz edilebilir ve düşük maliyetle kolay erişilebilen bilgilerin zamanında verilmesini amaçlamaktadır. Kamuya yapılacak açıklamaların herkesin kolaylıkla anlayabileceği şekilde açıklanması gerekliliği vurgulanmaktadır. Bununla birlikte kamuya yapılacak açıklamaların tarafsız olması hususu da bu ilke kapsamında belirtilmiştir. Önceki ilkeler metninde daha fazla alt başlıkta açıklanan bu ilke, son yayımlanan Kurumsal Yönetim

İlkeleri metninde sadeleştirilmiştir. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi'nin alt başlıkları şu şekildedir:

2.1. Kurumsal İnternet Sitesi

2.2. Faaliyet Raporu

3. Menfaat Sahipleri: İlkelerin bu bölümünde pay sahiplerinden ayrı olarak, esas itibariyle şirketle doğrudan bağlantı içinde olan üçüncü kişiler üzerinde durulmaktadır. Çeşitli ülkelerin menfaat sahipleri konusundaki uygulamalarına bakıldığında, hakların mevzuatla korunduğu görülmektedir. Son dönemlerde kurumsal yönetim artan ilgiyle birlikte menfaat sahiplerinin yönetime katılması hususu önem kazanmış ve kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde daha fazla yer tutmaya başlamıştır. Bu bölüm genel olarak menfaat sahipleri açısından temel şirket politikaları, menfaat sahiplerinin yönetime katılımının desteklenmesi, şirket sermayesinin korunmasında gösterilmesi gereken özen, menfaat sahiplerinin yeterli düzeyde bilgilendirilmesi ve şirket ile menfaat sahibi arasındaki ilişkiler üzerine tavsiyeleri içermektedir. Menfaat Sahipleri İlkesi'nin alt başlıkları şu şekildedir:

3.1. Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası

3.2. Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Desteklenmesi

3.3. Şirketin İnsan Kaynakları Politikası

3.4. Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler

3.5. Etik Kurallar ve Sosyal Sorumluluk

4. Yönetim Kurulu: İlkelerin bu bölümü yönetim kurulunun kararları alırken ve uygularken gerek pay sahipleri açısından gerekse şirketin kendisi açısından ne şekilde hareket etmesi gerektiği yönünde tavsiyeler içermektedir. Yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplerine, menfaat sahiplerine ve kamuya karşı sorumluluklarına ilişkin kurallar, yönetim kurulundaki bağımsız üyeler ve bu üyelerin faaliyetleri, yönetim kurulu ve yöneticilerin şeffaflığı, çalışmaların yürütülebilmesi için oluşturulacak komiteler ve bu komitelerin yapısı gibi hususlar Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin bu bölümünde yer bulmaktadır. Bu kapsamda Yönetim Kurulu İlkesi'nin alt başlıkları şu şekilde belirlenmiştir:

4.1.Yönetim Kurulunun İşlevi

4.2. Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları

4.3. Yönetim Kurulunun Yapısı

4.4. Yönetim Kurulu Toplantılarının Şekli

4.5. Yönetim Kurulu Bünyesinde Oluşturulan Komiteler

4.6. Yönetim Kurulu Üyelerine ve İdari Sorumluluğu Bulunan Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar

3.2. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Kurumsal yönetim uygulamalarının ülkeler ve şirketler tarafından benimsenmesi ve yaygınlaşmasının ardından gerek ulusal gerekse uluslararası bazda bu uygulamaların kalitesinin ölçülmesi, derecelendirilmesi ve karşılaştırılması ihtiyacı doğmuştur. Yatırımcılar, özellikle de kurumsal yatırımcılar, bir şirketi değerlendirme sürecinde kurumsal yönetim uygulamalarına odaklanmaktadır. Kurumsal yönetim standartları bir şirketin risk değerlendirmesinde önemli bir unsurdur. Bağımsız ve saygın kurumlar tarafından yapılan güvenilir bir kurumsal yönetim derecelendirmesi şirketin, yatırımcıların iyi kurumsal yönetime ödemeye hazır oldukları prime yansarak, sermaye maliyetini düşürebilmektedir (Du Plessis, Hargovan ve Bagaric, 2010, s.99; Tricker, 2015, s.450).

Kurumsal yönetimin ölçülmesi, değerlendirilmesi ve derecelendirilmesine yönelik ihtiyaç sonucunda derecelendirme kuruluşları, bazı finansal kurumlar ve danışmanlık şirketleri tarafından çeşitli derecelendirme sistemleri geliştirilmiştir. Bununla birlikte, farklı değerlendirme kriterleri kullanmaları nedeniyle notların karşılaştırılamayacağı ve sonuçların farklı olacağı bilinmesi gerekmektedir (Tricker, 2015, s.450).

Kurumsal yönetim derecelendirme faaliyeti, kabul edilmiş kurumsal yönetim ilkeleri temel alınarak şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini şirketle ilgili tarafların kolayca anlayacağı, standart ve karşılaştırılabilir şekilde ölçülmesini sağlayan niteliksel bir derecelendirmedir. Şirketlerin finansal durumlarını göstermeyi amaçlayan geleneksel kredi ve finansal risk derecelendirme faaliyetlerinden farklı olarak kurumsal yönetim derecelendirme, pay sahipleri ve diğer menfaat sahiplerinin hakları dikkate alınarak şirketlerin yönetim kalitelerini irdeleyen bir derecelendirme sürecidir (Güçlü, 2013).

Bir kurumsal yönetim derecelendirme notu, kurumların pay sahiplerinin haklarına verdikleri önemin, kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin, menfaat sahipleri ile ilişkilerinin ve yönetim kurullarının genel kredibilitesi hakkında bir görüşür (Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Nedir?, www.saharating.com, Erişim: Mart 2015). Bu nedenle kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetleri gerek şirketler gerekse şirket pay ve menfaat sahipleri açısından çok önemlidir.

3.2.1. Dünyada Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları

Dünyada yaygın olarak kullanılan derecelendirme yöntemleri ve derecelendirme kuruluşları olarak; Standard and Poor's, International Finance Corporation, CoreRatings, Deminor Corporate Governance Rating, GovernanceMetrics International, International Shareholder Service gibi kurumlar ve bu kurumların kullandıkları yöntemler gösterilebilir (Du Plessis, Hargovan ve Bagaric. 2010, s.99; Tricker, 2015, s.450; Turco ve Katrysh, 2014).

Derecelendirme konusunda öncü kuruluşlardan olan Standart and Poor's (S&P) kurumsal yönetim derecelendirmesi konusunda da çok önemli faaliyetleri olan bir kuruluştur. S&P özellikle Aysa finansal krizi sonrası özellikle gelişmekte olan piyasaları dikkate alarak kurumsal yönetim konusunda bir analitik yöntem geliştirmek amacıyla çalışmalara başlamıştır. 1998 yılında başlayan kriter geliştirme ve yöntem belirleme çalışmalar ilk olarak 2000 yılında sonuçlanmıştır. GAMMA(Governance Accountability, Management, Metrics and Analysis) adı verilen bu yöntem ile özellikle gelişmekte olan piyasalarda yatırımcılar için finansal olmayan risklerin değerlendirilmesinde kullanılan bir yöntemdir. GAMMA derecelendirme yöntemi, uluslararası kabul görmüş kurumsal yönetim ilkelerine paralel olarak, kurumsal yönetimin kalitesinin tespitinde;

- *Pay Sahiplerinin Etkileri,*
- *Pay Sahibi Hakları,*
- *Şeffaflık, Denetim ve Risk Yönetimi,*
- *Yönetim Kurulunun Etkinliği, Stratejik Süreçler ve Teşvikler*

olmak üzere 4 temel ilke belirlemiştir.

Belirlenen ilkeler ile yapılan derecelendirmede şirketlere belirlenmiş yaklaşık 40 kriterden oluşan sorular üzerinden hesaplanan en düşük 1 ile en yüksek 10 arasında bir not verilmektedir. Notlar, şirket değerindeki potansiyel kayıplara karşı şirketin kurumsal yönetim süreci ve uygulamalarının sağladığı koruma kalitesini yansıtmaktadır. Bu kapsamda 10 ve 9 not “oldukça güçlü”, 8-7 “güçlü”, 6-5 “makul”, 4 ve 3 “zayıf”, 2 ve 1 ise “çok zayıf” korumayı ifade etmektedir. Notların belirlenmesinde kamuya açık bilgilerin yanı sıra şirket yetkilileriyle yapılan görüşmelerden elde edilen bilgiler de kullanılmaktadır. S&P bu yöntem ile yapılacak derecelendirmelerin kreditorler, pay sahipleri, yöneticiler, sigorta şirketleri, finansal aracılar ve danışmanlar, analistler ve akademisyenler tarafından yararlı olabileceği görüşündedir (Standart and Poor’s, Gamma: Governance Accountability, Management, Metrics and Analysis, 2008).

Kurumsal yönetim uygulamalarının derecelendirmesi konusunda bir diğer önemli kuruluş da Dünya Bankası Grubu üyesi şirket olan International Finance Corporation (IFC)’dir. 100’den fazla ülkedeki özel sektör kuruluşları ile çalışan IFC, kurumsal yönetim konusunda ayrıntılı çalışmalar yaparak kurumsal yönetim ilkeleri belirlemiştir. IFC, OECD ile birlikte hareket ederek kurumsal yönetim ilkeleri konusunda çığır açan çalışmalarda bulunmuştur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kendi kurumsal yönetim ilkelerinin yayılması için teşvik edici bir kuruluş olmuştur. IFC, kurumsal yönetim ile ilgili, yönetim kurulunun etkinliğinin artırılması, denetim ortamının geliştirilmesi ve aile şirketlerinin yönetimi gibi alanlarda tavsiyeler vermektedir.

Birçok durumda ulusal kurumsal yönetim ilkeleri kullanılmakla birlikte, IFC genel olarak şu temel ilkeleri benimsemektedir:

- *Pay Sahipleri*
- *Azınlık Pay Sahiplerinin Korunması*
- *Yönetim Kurulu*
- *Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma*
- *Denetim Ortamı*
- *Menfaat Sahipleri*

Belirtilen ilkeler temel alınarak kurumsal yönetim uygulamalarının notlandırılmasında, IFC de S&P ile benzer şekilde 1 ile 10 arasında bir notlandırma sistemi kullanmaktadır.

Deminor Rating 1990 yılında kurulmuş ve kısa sürede özellikle pay sahiplerinin haklarını koruma, kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaştırılması ve yatırımcı haklarının korunması konusunda, Avrupa’da en önemli kuruluşlardan biri olmuştur. Deminor, derecelendirmede kullanılacak temel ilkeleri gerek ilgili ülkedeki gerekse uluslararası kabul görmüş ilkeleri temel alarak oluşturmaktadır. Kuruluş, bu ilkeler çerçevesinde belirlenmiş 300’den kurumsal yönetim göstergesine dayalı bir yöntem geliştirerek talep edilen kurumsal yönetim derecelendirme hizmetini sunmaktadır (<http://www.deminor.com>; Xanthakis, Tsipouri ve Spanos, 2006).

GovernanceMetrics International (GMI), kurumsal yönetim uygulamalarının izlenmesi ve derecelendirilmesi amacıyla 2000 yılında kurulmuş olan bağımsız bir kuruluştur. Günümüzde GMI ESG Ratings olarak faaliyetlerini sürdüren kuruluş dünya genelinde 7000’in üzerinde şirketin kurumsal yönetim süreçleri ile ilgili araştırmalara ve verilere sahiptir. Öncesinde, OECD, Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı, İş Yuvarlak Masa Toplantıları ve Kurumsal Yönetim için İngiliz Uluslar Topluluğu gibi kuruluşların kurumsal yönetim ilkelerinden faydalanarak, 6 ana bölüm ve 50 kriterden oluşan bir derecelendirme sistemi bulunan kuruluş, günümüzde Yönetim Kurulu, Ödemeler, Muhasebe ve Sahiplik ve Kontrol olmak üzere 4 ana bölüm üzerinden derecelendirme yaparak 1 ile 10 arasında not vermektedir. Derecelendirme işlemine temel alınacak veriler kamuya açıklanmış bilgiler ile şirket yönetimi ile derinlemesine yapılmış mülakatlar sonucu oluşturulmaktadır (Xanthakis, Tsipouri ve Spanos, 2006; Turco ve Katrysh, 2014; Msci Esg Governancemetrics, 2015).

Bir dönem Türkiye’de de faaliyetlerde bulunan CoreRatings, Avrupa’da kurulup faaliyet gösteren, bağımsız kurumsal sorumluluk risklerini ile ilgili yatırım analizleri yapan bir kuruluştur. CoreRatings derecelendirme faaliyetlerinde hem ilgili ülkeye ait kurumsal yönetim ölçütlerini hem de kendi belirlemiş olduğu ölçütleri birlikte kullanmaktadır. Kuruluşun 7 ana bölüm üzerinden, uluslararası ilkeler, en iyi uygulamalardan örnekler ve kurumsal yönetim uzmanlarının yardımıyla oluşan detaylı sorular üzerinden kurumsal yönetim derecelendirmesi yapmaktadır. Her ana bölüm için birer not ve bir toplam genel not olmak üzere 8 farklı not açıklanmaktadır. Derecelendirme faaliyetlerinde kullanılan ana bölümler; yönetim politikası ve iş etiği, risk yönetim süreçleri, sahiplik ve kontrol, finansal raporlama ve denetim, yönetim

kurulu ücretleri, yönetim kurulu ve yöneticiler, yatırımcı hakları ve ilişkileri şeklinde belirtilmiştir (Tricker, 2015, s.450; http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/0618_issue_3_200301.pdf). CoreRatings Türkiye’de faaliyette bulunduğu dönemde Sermaye Piyasası Kurulu’nun belirlemiş olduğu 4 temel bölüm üzerinden 400 ölçüt belirleyerek en yüksek 10 en düşük 1 olmak üzere kurumsal yönetim derecelendirme notları vermiştir (Kılıç, 2009). 2007 yılı Temmuz ayında hakkında yapılan inceleme sonucu CoreRatings’in Sermaye Piyasası Kurulu “Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları Listesi”nden çıkarılmasına karar verilmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu Haftalık Bülten, 2007/30).

Institutional Shareholder Service (ISS), yatırımcılar, yöneticilere ve şirketlere kurumsal yönetim uygulamaları konusunda hizmet sunan dünyada lider kuruluşlarından bir tanesidir. Kuruluş, 2002 yılında kurumsal yatırımcılara yönelik olarak, risklerini yönlendirmek ve yatırım kararlarında kullanılmak üzere Kurumsal Yönetim Katsayısı adını verdikleri bir kurumsal yönetim derecelendirme sistemi oluşturmuştur. ISS diğer derecelendirme kuruluşundan farklı olarak, belirli endekslerde yer alan bütün şirketler için, şirketlerden herhangi bir talep olmaksızın derecelendirme çalışması yapmaktadır (Sandıkçıoğlu, 2005; <https://www.issgovernance.com>). Öncesinde Yönetim kurulu, Denetim, Ele Geçirme Karşıtı Önlemler(Antitakeover) ve yöneticilerin ücretleri şeklinde 4 ana bölüm üzerinden 63 ölçüt ile yapılan derecelendirme 2006 yılından sonra, Ana Sözleşme ve İç Tüzük Hükümleri, İlerici Uygulamalar, Sahiplik ve Yönetici Eğitimi olmak üzere 4 bölüm daha eklenerek 8 ana bölüm üzerinden yapılmıştır (www.isscgq.com/abouttheratings.htm). 2007 yılında RiskMetric Group tarafından satın alınan ISS, derecelendirme faaliyetlerini ABD ve ABD dışı olarak ayırmış ve iki farklı derecelendirme metodu benimsemiştir. Bir dönem Türkiye’de de faaliyetlerde bulunan ISS, SPK mevzuatına uygun olarak yaptığı derecelendirmelerde 4 ana bölüm üzerinden 350 kriter kullanarak, kamuya açıklanan bilgiler ve şirket beyanları doğrultusunda not tahsisleri yapmıştır. Notlar en düşük 1 en yüksek 10 olmak üzere belirlenmiştir. ISS Corporate Services Inc., kendi talebi üzerine Sermaye Piyasasında Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Uluslararası Kuruluşlar Listesi’nden 2015 yılı Kasım ayında çıkarılmıştır (SPK Haftalık Bülteni, 2015/30).

3.2.2. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinde Diğer Alternatifler

Kurumsal yönetim derecelendirmesi konusunda uluslararası kuruluşların yöntemlerinin yanı sıra, akademik alanda kabul görmüş bazı derecelendirme yöntemleri de bulunmaktadır. Bu yöntemlerden biri de uygulamalı çalışmalarda sık kullanılan, Gompers, Ishii ve Metrick tarafından 2001 yılında geliştirilen bir derecelendirme yöntemidir. Yazarlar, ABD piyasasında 1990'lı yıllar boyunca 1500'e yakın şirketi pay sahipleri hakları açısından değerlendirmek amacıyla 5 ana başlıkta (Düşmanca teklif verenleri oyalama taktikleri, Oy hakkı, Yönetici/çalışan koruma, Diğer ele geçirme işlemlerine karşı koruma ve Eyalet/Devlet hukuku) toplam 24 yönetim kuralı belirleyerek derecelendirme yöntemi oluşturmuşlardır. Hissedar haklarını kısıtlayan (yönetim gücünü artıran) her bir kural için 1 puan vererek şirketler derecelendirilmiş, en kuvvetli pay sahibi haklarını sağlayan şirketlerin hisse senetleri alınıp en düşük pay sahibi hakları sağlayan şirketlerin satılması ile % 8,5 daha fazla getiri sağlanabileceği sonucuna ulaşmıştır (Gompers, Ishii ve Metrick, 2003).

Bebchuk, Cohen ve Ferrell (2009), Gompers, Ishii ve Metrick (GIM) tarafından geliştirilen derecelendirme yönteminde kullanılan 24 kuraldan 6'sının kullanılmasının daha doğru sonuçlar verebileceğini ve kurumsal yönetim kalitesinin ölçümünde daha faydalı olacağını öne sürmüştür. Sınıflandırılmış yönetim kurulu (Staggered board), yönetmelik değişiminde kısıtlamalar (Limitation on amending bylaws), zehirli hap (Poison pills), altın paraşüt (Golden parachutes) ve şirket birleşmesi için nitelikli çoğunluk (supermajority requirements for mergers) ve imtiyaz düzenlemeleri (Charter amendments) gibi daha önce GIM tarafından kullanılan kuralların içerisinde seçilen 6 kural kullanılarak GIM endeksiyle aynı mantıkla oluşturan E endeksi (Entrenchment Index) olarak adlandırılan endeks ile yapılan analizde GIM (2003) ile benzer sonuçlar elde edilmiştir.

Drobetz, Shillhofer ve Zimmermann (2004), Alman şirketlerinin derecelendirilmesi amacıyla bir yöntem oluşturmuşlardır. Derecelendirmeye temel oluşturacak kuralların ve ilkelerin belirlenmesinde Alman Kurumsal Yönetim İlkeleri, Alman Piyasası İlkeleri ve Deminor Kurumsal Yönetim Listesi gibi kaynaklardan yararlanılmış, tüm kuralların yasa ve mevzuat açıdan Alman Borsası tarafından uygulununun test edildiği belirtilmiştir. Toplamda 30 kurumsal yönetim göstergesi 5 ana başlıkta toplanmıştır: Kurumsal Yönetim Komitesi, Pay Sahibi Hakları, Şeffaflık, Yönetim ve Denetim Kurulu ve Denetim. Bu derecelendirme yöntemini kullanarak

derecelendirme notu verilen şirketlerden düşük nota sahip şirket hisselerinin satılıp yüksek nota sahip olan şirket hisselerinin satın alınması ile oluşturulan bir yatırım stratejisi sonucu yıllık %12 anormal getiri elde edilebileceği ortaya konulmuştur.

Kurumsal yönetim ölçümünde yaygınca kullanılan bir diğer ölçekte CLSA (Credit Lyonnais Securities Asia) ölçeğidir. CLSA ölçeği, özellikle Asya'da gelişmekte olan ülkelerde şirketlerin derecelendirmesinde sıkça kullanılan bir yöntemdir (Chen, Wei, Chen, 2003; Klapper ve Love, 2004; Mitton,2004; Black, Jang ve Kim, 2006).

CLSA 2001 yılında yayımladığı “Corporate Governance in Emerging Markets: Saints & Sinners ; Who's Got Religion” raporunda, 25 gelişmekte olan ülkede 18 sektör ve 495 şirketi derecelendirmiştir. Derecelendirmede kullanılan kurumsal yönetim göstergeleri 7 ana başlık altında 57 sorudan oluşmaktadır. Ana başlıklar şu şekildedir:

1. Yönetimin Disiplini
2. Şeffaflık
3. Bağımsızlık
4. Hesap Verilebilirlik
5. Sorumluluk
6. Hakkaniyet
7. Sosyal Farkındalık

Toplam skoru 100 olan bu ölçek ile kurumsal yönetim faaliyetlerinin en doğru şekilde ölçülmesi amaçlanmaktadır (CLSA,2001).

3.2.3. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Endeksi

Türkiye’de kurumsal yönetim konusunda yaşanan gelişmelere paralel olarak, derecelendirme faaliyetlerine duyulan ihtiyaç doğrultusunda birçok düzenleme yapılmıştır. Derecelendirme faaliyetlerinin düzenlenmesinde yetkili kurul olan SPK tarafından yayımlanan bir dizi tebliğ ile ilgili düzenleme ve denetleme faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

3.2.3.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirme

Sermaye piyasasında şirketlerin ve sermaye piyasası araçlarının derecelendirmesi faaliyetlerine ilişkin yetkilendirme, listeye alma, gözetim ve denetim alanlarında düzenleme yapan dünyadaki ilk kuruluşlardan biri Sermaye Piyasası Kurulu’dur. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 22. maddesinin (n) bendinde “*sermaye piyasası kurumlarının ve sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesini düzenlemek ve denetlemek*” SPK’nın görev ve yetkileri arasında sayılmakta iken aynı kanununun 39. maddesinde ; “*Kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen, sermaye piyasası araçlarının ... derecelendirilmesi, ... ile uğraşan kuruluşlar*” diğer sermaye piyasası kurumları arasında belirtilmiştir. Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetine ilişkin ilk derecelendirme tebliği olan Seri:VIII, No:31 sayılı tebliğ 6 Mart 1997 tarihinde yayımlanmıştır.

Sonrasında, dünyada yaşanan gelişmeler çerçevesinde 2003 yılında yayımlanan Seri:VIII, No:40 sayılı Tebliğ ile derecelendirme faaliyeti tanımlanmış, derecelendirme kuruluşlarının kuruluş, faaliyete geçme ve listeye alınma şartları belirlenmiş ve derecelendirme faaliyetine ilişkin ilkeler tespit edilmiştir.

Derecelendirme faaliyetinin güvenilir, şeffaf, kaliteli ve tarafsız bir biçimde yürütülmesinin temin edilmesi amacıyla, Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization Of Securities Commissions - IOSCO) tarafından yayımlanan kredi derecelendirme kuruluşlarına ilişkin etik ilkeler, Avrupa Birliği’nin İlgili Direktifleri ve düzenlemeleri ile SPK tarafından tespit edilen ihtiyaçlar çerçevesinde Seri:VIII, No:40 sayılı Tebliğ yeniden düzenlenmiş ve Seri:VIII, No:51 “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” 12 Temmuz 2007 tarihli ve 26580 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. İlgili tebliğ, derecelendirme faaliyetlerinin tarafsız, bağımsız ve çıkar çatışmalarından uzak, kaliteli olarak gerçekleştirilmesini sağlayacak şekilde, etik ilkeler başta olmak üzere, yeni hükümler getirilmiştir.

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. SPK, kredi derecelendirmesini; *Şirketlerin risk durumları ve yükümlülüklerini karşılayabilme kapasiteleri veya borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilirliğinin derecelendirme kuruluşları*

tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti” şeklinde tanımlamaktadır.

Kurumsal Yönetim ilkeleri’ne uyum derecelendirmesi ise, *şirketlerin Sermaye Piyasası Kurulu’na yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti* şeklinde tanımlanmıştır. SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyum derecelendirmesinde, toplamda tüm ilkelere uyum için bir not ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere, 1 ile 10 arasında not verileceğini belirtmiştir. Ayrıca bu değerler arasında kalan iki haneye kadar küsuratlı notlar, tama iblağ edilmeksizin kamuya açıklanması hususu ilgili tebliğ ile bildirilmiştir.

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetleri, Türkiye’de kurulmuş olan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK’ca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılabilmektedir.

Derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirme ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetleri için ayrı ayrı yetkilendirilmektedirler. Gerekli koşulların sağlanması ve ayrı bir organizasyon yapılanmasına gidildiği takdirde herhangi bir kuruluş hem kredi hem kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetini yürütebilmektedir.

Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşlarda ortak olacak veya yönetici, kontrolör, derecelendirme uzmanı ve derecelendirme komitesi üyesi olarak görev alacakların sağlanması gereken şartlar Seri:VIII, No:51 Tebliği’nin 9 ve 10’uncu maddelerinde belirtilmiştir.

Tebliğe göre derecelendirme faaliyeti yapabilecek uluslararası derecelendirme kuruluşları, SPK’ya başvurdukları takdirde faaliyetlerinin kapsamı ve süresi, müşterileri, faaliyet gösterdikleri ülkeler ile bu ülkelerin yetkili otoriteleri tarafından kabul görüp görmedikleri ve kredibiliteleri bakımından değerlendirmeye tabi tutarak, uygun gördüklerini SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşu olarak listeye alınırlar. Kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları, Türkiye’de gerçekleştirecekleri derecelendirme faaliyetleri ile ilgili kamuya açıklama ve bildirim yükümlülüklerinin Seri:VIII, No:51 Tebliği hükümleri çerçevesinde yerine getirilmesini teminen Türkiye’de bir temsilci bulundurmak zorundadırlar. Kurulca kabul edilen

uluslararası derecelendirme kuruluşlarının bağlı ortaklığı veya iştiraki olarak ya da bu kuruluşlar ile bilgi paylaşım sözleşmesi çerçevesinde derecelendirme faaliyetinde bulunmak isteyen kuruluşlar, Seri:VIII, No:51 Tebliği hükümleri çerçevesinde yetkilendirilmeleri halinde Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunabilirler ve SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları olarak Seri:VIII, No:51 Tebliği hükümlerine tabi olurlar.

Bu kapsamda son durum itibarıyla Sermaye Piyasası Kurulu'nca sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetlerinde bulunması kabul edilen derecelendirme kuruluşlarını aşağıdaki gibidir.



Tablo 3

Türkiye’de Faaliyet Gösteren Derecelendirme Kuruluşları

	Türkiye’de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
Kredi Derecelendirmesi	1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	1- Standards and Poor's Corp. (http://www.standardandpoors.com/)
	2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (http://www.jcravasyarating.com/)	2- Moody's Investor Service Inc. (http://www.moodys.com/)
	3- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (http://www.saharating.com/)	3- Fitch Ratings Ltd. (http://www.fitchratings.com/)
	4- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (http://www.kobirate.com.tr/)	
	5- TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (http://www.turkrating.com/)	
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	1- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (http://www.saharating.com/)	
	2- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (http://www.kobirate.com.tr/)	
	3- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (http://www.jcravasyarating.com/)	

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu

Devam eden bölümde Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetlerinde bulunan kuruluşlar ve bu kuruluşların derecelendirme metodolojileri ile ilgili bilgiler verilecektir.

3.2.3.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşları

Bu başlık altında Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerine uyum derelendirme faaliyeti için SPK tarafından yetkilendirilmiş kuruluşlar ile ilgili ayrıntılı bilgiler verilecektir.

3.2.3.2.1. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.

Aralık 2005 tarihinde kurulmuş olan SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu’nun 14.12.2006 tarihli kararı ile **Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi** alanında; 11.09.2007 tarihli kararı ile de **Kredi Derecelendirmesi** alanında yetkilendirilmiş olan bir derecelendirme şirkettir.

SAHA, Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyum derecelendirilmesi için yetkilendirilmiş ilk yerli derecelendirme şirkettir. Türkiye’de Kurumsal yönetim derecelendirmesi alanında öncü ve önemli bir konuma sahip olan şirket, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin kurulmasına öncülük etmiştir. Endekse dahil şirketlerin çoğunun derecelendirilmesinin yanı sıra halka kapalı şirketlerin de kurumsal yönetim derecelendirmesini gerçekleştiren SAHA, Türkiye’de ilk defa bir kamu kuruluşunu derecelendiren şirket olmuştur.

SAHA, OECD ve SPK ilkelerine uygun olarak şirket tarafından hazırlanan Kurumsal Yönetim Derecelendirme metodolojisi; Türkiye’nin kendine özgü koşullarını uluslararası kabul görmüş temel kurumsal yönetim prensipleriyle uyumlaştırarak özgün bir yöntem oluşturduğunu belirtmektedir.

Şirket kurumsal yönetim stratejisi olarak, Türkiye’de kurumsal yönetime uyum standartlarını yükseltmeyi; BIST şirketleri başta olmak üzere halka açık bütün şirketlerin bu standartlara ulaşmasını özendirme ve desteklemeyi benimsemiştir (<http://www.saharating.com/~saharati/hakkimizda/>, Erişim: Mart 2016).

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. bağımsızlık, tarafsızlık, şeffaflık ve analitik doğruluk ilkeleriyle hareket etmekte olduğunu ve prensip olarak

IOSCO (Uluslararası Sermaye Piyasaları Komisyonu)'nun kurallarını tamamıyla benimsediğini beyan edip ve web sitesinde yayınlamıştır (www.saharating.com).

SAHA A.Ş., derecelendirme notunu, derecelendirilen kurumun sağladığı ve şirketin analistlerinin diğer kaynaklardan edindiği bilgiler ışığında vermektedir. SAHA, mevcut bir derecelendirme ile ilgili bir denetleme yapmamakta, denetçilerin raporlarını kaynak olarak kullanmaktadır. SAHA A.Ş. vermiş olduğu derecelendirme notunun, değişen koşullar veya bilgiye erişimin mümkün olmadığı durumlarda değiştirilebilir, geçici olarak askıya alınabilir veya geri çekilebilir olduğunu belirtmektedir.

SAHA A.Ş., derecelendirilen kurum için yeterli bilgi tedarik edilebildiği takdirde bir derecelendirme notu tahsis etmektedir. Şirketin not verme süreci, makro ve mikro analizleri içermekte ve bu bağlamda, derecelendirilen kurum ve yaptığı iş hakkında kilit veriler (genel kurullar, kamuya açık bilgi ve belgeler, yönetim kurulu tutanakları, dava dosyaları v.b.) göz önüne alınmaktadır. SAHA A.Ş. kamu bilgisine kapalı olarak edinilen edilen derecelendirilen kurumlarla ilgili her türlü bilgi gizlilik kural ve ilkeleri bazında saklandığını belirtmektedir (<http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi-nedir/>, Erişim Mart 2016).

Bir şirketin Kurumsal Yönetim analizi; yönetim yapısının, idare yöntemlerinin, verimliliğinin, bütünlüğünün ve şirket kültürünün niteliksel yorumunu içermektedir. SAHA A.Ş. kurumsal yönetim derecelendirme yöntemini geliştirirken hem OECD prensiplerini hem de Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurumsal Yönetim ilkelerini başat unsurlar olarak ele almaktadır. Adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk olmak üzere kurumsal yönetimin dört temel ilkesi ışığında yapılan derecelendirmede kullanılan analiz yöntemi, SPK'nın belirlemiş olduğu ilkeler ve alt başlıklarına ilişkin sorular, kamuya açıklanmış bilgiler, şirketten ilk görüşme öncesinde istenecek yazılı belge ve bilgiler, kurul üyeleri ve yöneticiler ile yapılacak görüşmeleri kapsamaktadır.

Saha A.Ş., Kurumsal Yönetim İlkelerine paralel olarak oluşturduğu, Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulu başlıkları altında oluşturduğu soru listesine istinaden her bir alt başlık için birer ve toplamda bir genel not olmak üzere derecelendirme notunu tahsis etmek için analiz yapmaktadır.

Pay sahipleri başlığında tahsis edilecek not için öncelikle şirketin mülkiyet yapısı ve geçmişte yapılan değişiklikler saptanmaktadır. Sonrasında sermaye tablosu

oluşturularak blok hissedarları listelenmektedir. Şirkette dolaylı hissedar olup olmadığı araştırılarak, blok hissedarların şirket ile doğrudan ya da dolaylı iş yapış yapmadığının belirlenmesi için analizler yapılmaktadır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık başlığında tahsis edilecek not için ilkelere uygun olarak şirket internet sitesi, faaliyet raporları ve bağımsız denetim açısından analizler yapılmaktadır.

Menfaat sahipleri başlığında tahsis edilecek not için kurumsal yönetim ilkelerinin ilgili 5 alt başlıkları ve sürdürülebilirlik açısından analizler yapılmaktadır.

SAHA A.Ş son olarak yönetim kurulu başlığında tahsis edilecek not için, öncelikle yönetim kurulunun üye yapısının analizi yapılmaktadır. Burada yönetim kurulu üyeleri; (I) icracı üyeler, (II) bağımsız olmayan ve icracı da olmayan üyeler, (III) icracı olmayan, bağımsız üyeler olmak üzere 3'e ayırmaktadır. Bu ayırmadan sonra kurumsal yönetim ilkelerinde belirtilen alt başlıklar kapsamında ayırtını analizler yapıp not verilmektedir (<http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/>, Erişim: Mart 2016).

Tablo 4

Saha Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı

9 – 10	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları en adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir, ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.
7 – 8	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir, ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de, bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.
6	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, orta derecede oluşturulmuş ve işlemekte, ancak iyileştirmelere gerek vardır. Kurumsal yönetim risklerinin bir kısmı tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Ulusal standartlara uyum sağlanmıştır ancak uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir.
4 – 5	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgari derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gereken asgari derecede oluşturulmuş, ancak tam etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskleri tamamen tespit edilmemiş ve aktif bir şekilde yönetilememektedir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir.
<4	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcut olup bu riskler aktif bir şekilde yönetilmemekte ve şirket kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı değildir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaafklar vardır. Yatırımcı güveni zedelenebilir ve maddi zararlar oluşabilir.

Kaynak: www.saharating.com Erişim: Mart 2016

3.2.3.2.2. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.

Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş Haziran 2008 tarihinde kurulmuş yerel bir derecelendirme şirkettir. Şirket Nisan 2009'da SPK tarafından Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme ve Kredi Derecelendirme konularında yetkilendirilmiştir.

Kobirate, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Metodolojisinin OECD, SPK ve BDDK Kurumsal Yönetim İlkeleri dikkate alınarak kendine özgü yazılım programı ile uluslararası standartlarda hazırlandığını beyan etmektedir (<http://www.kobirate.com.tr/Hakkimizda> ,Erişim: Mart 2016).

Kobirate A.Ş. tarafından oluşturulan Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodolojisi, BİST'de işlem gören şirketler ve yatırım ortaklıkları için;

- *SPK'nın 03 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nde belirtilen kriterlerin yanı sıra yine SPK'nın 01.02.2013 tarih ve 4/105 sayılı kurul toplantısında alınan kurul kararları dikkate alınarak hazırlanmıştır.*
- *BİST'de işlem gören şirketler için oluşturulan kriterler, 03 Ocak 2014 tarihinde yayınlanan II-17,1 sayılı tebliğin 5 maddesinin ikinci fıkrasında belirtilen grup ayrımları dikkate alınarak Birinci grup, ikinci grup ve üçüncü grup şirketler ve yatırım ortaklıkları olarak ayrı ayrı düzenlenmiştir.*

Kobirate A.Ş. derecelendirmeye ilişkin kriterlerini; Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurumsal Yönetim İlkelerini doğrudan temel alarak SPK kurumsal yönetim ilkelerinin yanında SPK tarafından yayımlanan tebliğler, Gümrük ve Ticaret Bakanlığının 28 Ağustos 2012 tarih ve 28395 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan “ Şirketlerin Yıllık Faaliyet Raporunun Asgari içeriğinin belirlenmesine “ ilişkin yönetmeliği ve 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanununun Kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin maddelerini dikkate alarak belirlemektedir.

Kobirate A.Ş. derecelendirme sisteminde şirketler SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uygun olarak Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulu olmak üzere dört ana başlık altında analiz edilir.

Derecelendirme sürecinde şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uygunluğunun ölçülebilmesi için BİST’de işlem görmekte olan birinci grup şirketlerde **408**, ikinci grup şirketlerde **401**, üçüncü grup şirketlerde **399**, yatırım ortaklıklarında **398** kriter kullanılmaktadır. Belirlenmiş olan kriterler Kobirate A.Ş.’ye özel olan yazılım programı ile ayrı ayrı olarak "Kurumsal Yönetim Derecelendirme Soru Setlerine" dönüştürülerek derecelendirme işleminde kullanılmaktadır.

Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Komitesi’nden alacağı genel değerlendirme puanı 0-10 aralığında olmaktadır. Kobirate A.Ş.’nin Kurumsal Yönetim Derecelendirme notları ve tanımları aşağıdaki tabloda verilmiştir (<http://www.kobirate.com.tr/2014/2-Revizyon-Bankalarda-Kurumsal-Yonetim-Uyum-Derecelendirme-Metodolojisi>, Erişim: Mart 2016).



Tablo 5

Kobirate Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı

9 – 10	Şirket Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine büyük ölçüde uyum sağlamıştır. İç kontrol sistemleri oluşturulmuş ve çalışmaktadır. Şirket için oluşabilecek tüm riskler tespit edilmiş ve aktif şekilde kontrol edilmektedir. Pay sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir. Menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir. Yönetim kurulu yapısı ve çalışma koşulları kurumsal yönetim ilkelerine tam uyumludur. Şirket BİST kurumsal yönetim endeksine en üst düzeyde katılmaya/endeekte kalmaya hak kazanmıştır
7 – 8,9	Şirket Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine önemli ölçüde uyum sağlamıştır. İç kontrol sistemleri oluşturulmuş az sayıda iyileştirilmeye gerek olsa da çalışmaktadır. Şirket için oluşabilecek riskler önemli ölçüde tespit edilmiş kontrol edilebilmektedir. Pay sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir. Kamuyu aydınlatma şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir. Menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir. Yönetim kurulunun yapısı ve çalışma koşulları kurumsal yönetim ilkeleri ile uyumludur. Büyük riskler teşkil etmese de kurumsal yönetim ilkelerinde bazı iyileştirmelere gereksinim vardır. Şirket BİST kurumsal yönetim endeksine dahil edilmeye/endeekte kalmaya hak kazanmıştır
6-6,9	Şirket Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine orta düzeyde uyum sağlamıştır. İç kontrol sistemleri orta düzeyde oluşturulmuş ve çalışmakta fakat iyileştirme gereksinimi vardır. Şirket için oluşabilecek riskler tespit edilmiş kontrol edilebilmektedir. Pay sahiplerinin hakları gözetilmekle beraber iyileştirmeye ihtiyacı vardır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri gözetilmekle beraber iyileştirmeye ihtiyacı vardır. Menfaat sahiplerinin hakları gözetilmekle beraber iyileştirmeye ihtiyacı vardır. Yönetim kurulu yapısı ve çalışma koşullarında bazı iyileştirme gereksinimi vardır.
4 – 5,9	Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine asgari düzeyde uyum sağlamıştır. İç kontrol sistemleri asgari düzeyde oluşturulmuş tam ve etkin değildir. Şirket için oluşabilecek riskler tam tespit edilememiş, henüz kontrol altına alınmamıştır. Pay sahipleri hakları, Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, Menfaat sahiplerinin hakları, Yönetim kurulunun yapısı ve çalışma koşullarında, Kurumsal yönetim ilkelerine göre önemli düzeyde iyileştirmelere gereksinim vardır. Bu koşullar altında şirket BİST kurumsal yönetim endeksine katılmaya uygun değildir.
<4	Şirket, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum sağlayamamıştır. İç Kontrol sistemlerini oluşturamamış Şirket için oluşabilecek riskler tespit edilememiş ve bu riskler yönetilememektedir. Şirket kurumsal yönetim ilkelerine her kademedeyi duyarlı değildir. Pay sahipleri hakları, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, Menfaat sahiplerinin hakları ve yönetim kurulunun yapısı ve çalışma koşulları önemli derecede zaaflar içermekte ve yatırımcı için maddi kayıplara neden olabilecek düzeydedir

Kaynak: <http://www.kobirate.com.tr/>, Erişim: Mart 2016

3.2.3.2.3. JCR Eurasia Rating Derecelendirme A.Ş.

Japan Credit Rating Agency Ltd. (JCR) Japonya'nın önde gelen kurumsal yatırımcı grupları tarafından Tokyo'da kurulmuş ve Japonya Maliye Bakanlığı tarafından yetkilendirilmiş, SEC (Securities and Exchange Commission) tarafından tanınan uluslararası bir derecelendirme kuruluşudur. JCR 5 Kasım 2007 tarihinde, Türkiye'de 22 Şubat 2007 tarihinde faaliyetlerine başlamış olan Avrasya Derecelendirme A.Ş. ile ortaklık sözleşmesi imzalamıştır. Şirket, ismi JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. olarak tescil edilip 7 Mayıs 2008 tarihinde ilk derecelendirme raporunu açıklayarak derecelendirme faaliyetlerine başlamıştır. JCR Avrasya A.Ş. 29 Nisan 2010 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu'ndan lisans alarak Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi faaliyetlerine başlamıştır (<http://www.jcravrsyaring.com/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda>, Erişim, Mart ,2016).

JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. küresel boyutta yürüttüğü Kurumsal Yönetim derecelendirmesi faaliyetlerini uluslararası kuralların genel kapsayıcılığı altında ülkeler arasındaki yerel düzenlemelerin ve yerel kültürel farklılıkların gösterebileceği değişiklikleri de dikkate alan esnek bir metodolojiyle yürüttüğünü beyan etmektedir. Bu kapsamda JCR Avrasya açısından, Türkiye'deki kurumsal yönetim derecelendirilmesinin, bir şirketin SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine ne ölçüde uyum sağladığını ortaya koyan bir derecelendirme faaliyeti olduğu belirtilmiştir.

Türkiye'de uygulanan derecelendirme sürecinde şirketlerin, yönetim kurulu, üst yönetimi, yönetim ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri, şeffaflığı ve kurumsal yönetimle ilgili diğer yönetsel faaliyetler incelenir ve metodolojiye uygun olarak derecelendirilir. Süreç sonunda belirlenen not şirketin SPK ilkelerine ne ölçüde uyduğunu gösteren bir semboldür. Ayrıca verilen notun gerekçelerinin yer aldığı derecelendirme raporu da notla birlikte kamuoyuna açıklanır.

Tablo 6

JCR Avrasya Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı

8,5 – 10	Bu kategorideki not Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri ile liyakat üstü bir seviyede uyumu göstermektedir. Organizasyonda tesis edilmiş olan ortamın üzerindeki bu uygulamalar, derecelendirilen şirketin karşılaştığı tüm operasyonel riskleri azaltmaktadır.
7 – 8,49	Bu kategorideki not Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri ile liyakat seviyesinde uyumu göstermektedir. Her ne kadar dikkate değer uygulamalar destekleyici bilgi sistemi ile kurulmuş olsa da hala hafif eksiklikler bulunmaktadır. Genel uygulamaların standartlarındaki gelişmelerle birlikte bu eksiklikler de göz önünde bulundurulmalıdır
6-6,9	Bu kategorideki not Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri ile tatmin edici bir seviyede uyumu göstermektedir. Şirketin işleyişinde düşük seviyede ilkelerle uyum sağlanmış ve ihtiyaç duyulan uyum seviyesine ulaşmak, geliştirmek için daha fazla dikkat gerekmektedir
4 – 5,9	Bu kategorideki not Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri ile yetersiz bir seviyede uyumu göstermektedir. Derecelendirilen şirket belirgin bir şekilde yönetim kurullarından ve destekleyici alt yapıdan yoksundur. Tatmin edici seviyeye çıkabilmek için yönetim acilen gerekli dikkati göstermelidir.
4-5,59	Bu kategorideki not Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği Kurumsal Yönetim İlkeleri ile zayıf seviyede uyumu göstermektedir. Şirkette çok ağır derecede yönetim uygulamalarını destekleyecek alt yapı eksikliği gözlemlenmiştir. Bariz ve acil bir şekilde yönetimin bu duruma dikkati çekilmelidir
<3,99	Bu kategorideki not Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlediği Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumda başarısız olduğunu göstermektedir. Zayıf kurumsal yönetim uygulamalarının kurulmuş olduğu derecelendirilen şirket, çok yüksek düzeyde operasyonel riske maruz durumdadır.

Kaynak: www.jcravrsyarating.com, Erişim: Mart 2016

3.2.3.3. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi

Kurumsal Yönetim İlkeleri 2003 yılında SPK tarafından onaylanarak kamuya duyurulmasının ardından ilk aşamada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören şirketlerin söz konusu ilkeleri uygulanması zorunlu tutulmamıştır. Bununla birlikte, ilkelerin uygulanmasını teşvik etmek ve kamuoyunda kurumsal yönetim ile ilgili bir bilinç yaratmak amacıyla SPK tarafından birtakım çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalardan en önemlileri kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarının şekil şartlarının belirlenip, bu raporların hazırlanmasının zorunlu hale getirilmesi ve İMKB'de

kurumsal yönetim ilkelerine uyum seviyesini temel alarak ayrı bir endeks oluşturulmasıdır. İMKB, 2005 yılında oluşturulacak endeksin temel kurallarını belirleyerek söz konusu endeksin amacını “*payları İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 6 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi*” olarak kamuya duyurmuştur. Bu kapsamda, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, şirketlerin SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak ortaya çıkmıştır.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinin SPK tarafından tanımlanıp düzenlenmesi, kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetlerinde bulunabilecek şirketlerin Kurulca belirlenip kamuya duyurulması ve ilgili endekse girmek isteyen şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notlarının verilmeye başlanmasının ardından 31.08.2007 tarihinde Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin başlangıç değeri 48.082,17'dir. Endeks kuralları sonrasında yeniden ele alınmış ve şirketlerin Endekse girebilmek için 10 üzerinden en az 6 olması gereken kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun artırılarak 10 üzerinden en az 7 olarak İMKB tarafından değiştirilmiştir.

2013 yılının Nisan ayında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Altın Borsası'nın tüzel kişiliklerine son verilerek, bu kurumların Borsa İstanbul A.Ş. çatısı altında birleştirilmesiyle İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin adı BİST Kurumsal Yönetim Endeksi olarak değişmiştir. Yine aynı yıl yapılan değişikliklerle, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girebilmek için Borsa İstanbul pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem görmek ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun 10 üzerinden en az 7 olması koşullarına ek olarak kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 almak koşulu getirilmiştir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki şirketlerin derecelendirme notlarına, öncelikli olarak şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndaki açıklamalarından olmak üzere derecelendirme şirketlerinin internet sayfalarından, şirketlerin kendi internet sayfalarından, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği internet sayfasından ulaşılabilir.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan şirketlere endekse kayıtlı(kotta) kalma ücreti BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil oldukları tarihten itibaren; ilk 2 yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirim uygulanarak,

Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler tarafından benimsenmesi teşvik edilmiştir. Borsa İstanbul A.Ş. “Kotasyon Ücret Tarifesi”ne göre; Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına giren şirketlere kotta kalma ücretlerinde, bahsedilen şekliyle uygulanan indirim bu şirketler için Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamına girdikleri tarihten itibaren 4 yıl boyunca devam edecektir. 2015 yılı Mayıs ayında yapılan değişiklik ile Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girdikleri tarihten itibaren 4 yıl Kurumsal Yönetim Endeksi indirimi uygulanmış şirketler için, 2015 yılı sonrasında tekrar indirim uygulanmayacağı, değişikliğin yürürlüğe girdiği tarih itibariyle de Kurumsal Yönetim Endeksi indirimine tabi olan şirketler dışında, yeni bir şirket bu indirime tabi olamayacağı belirtilmiştir.

Kurumsal Yönetim Endeks kurallarının görüşüldüğü, 07.02.2005 tarih ve 4/99 sayılı SPK toplantısında; *“Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesinde, bölümler itibariyle ağırlıklandırmanın “pay sahipleri bölümü için %25”, “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümü için %35”, “menfaat sahipleri bölümü için %15” ve “yönetim kurulu bölümü için %25 olarak yapılmasına ve derecelendirme sonuçlarının bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile “pay sahipleri”, “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık”, “menfaat sahipleri” ve “yönetim kurulu” ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere ağırlıkları ile birlikte kamuya açıklanması”* kararı verilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 01.02.2013 tarih ve 4/105 sayılı toplantısında kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde kullanılacak ağırlıklarda değişikliklere gidilerek, ana başlıklar itibariyle “Pay Sahipleri” için %25, “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık” için %25, “Menfaat Sahipleri” için %15 ve “Yönetim Kurulu” için % 35 olarak belirlenmesine karar verilmiştir. Bununla birlikte aynı toplantıda kurumsal yönetim ilkelerinde belirtilen asgari unsurların yerine getirilmiş olması halinde o sorudan/ilkeden en çok tam puanın %85’inin verilebileceği ve müşterinin kurumsal yönetim ilkelerine uyumu notlanırken ilgili ilke asgari şart belirtmişse ve müşteri uygulamaları asgari şartların üzerinde ise, o ilkeden verilen puanın iyi kurumsal yönetim uygulamasının özelliğine göre tam puana yaklaştırılabileceğine karar verilmiştir. Bu kararlar, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na uyum kapsamında hazırlanan II-17.1 sayılı en “Kurumsal Yönetim Tebliği” ile 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

BÖLÜM IV

SERMAYE MALİYETİ KAVRAMI VE HESAPLAMA YÖNTEMLERİ

Şirketlerde temel finansal amaç, o şirketin piyasa değerini en yüksek düzeye çıkaracak şekilde, risk ve karlılık arasında bir denge kurmak; diğer bir ifade ile bu iki unsur arasında optimal bir değişimi sağlayabilmektir. Şirketin değerini etkileyen temel kararlardan biri, yatırım kararları ile ihtiyaç duyulan fonların nasıl sağlanacağına ilişkin verilen kararlar olan, finansal kararlardır. Şirketlerde gerek yatırım kararları, gerekse finansal kararlar alınırken göz önüne alınması gereken en önemli unsur; sermaye maliyetidir. Çünkü kullanılan fonların maliyeti bilinmeden, şirket değerini maksimize edecek sermaye yapısının oluşturulması mümkün değildir. Dolayısıyla bu seçimlerin uygun bir şekilde yapılabilmesi için, öncelikle şirketin sermaye maliyetini doğru bir şekilde ölçebilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda şirketin değerini en yüksek düzeye ulaştırmayı amaç edinen yöneticiler, nerelere, ne kadar yatırım yapılacağı ve bunların nasıl bir kaynak birleşimi ile finanse edileceği soruları ile yakından ilgilenmektedirler. Sermaye maliyeti konusu, özellikle 20. yüzyılın ikici yarısından itibaren finans alanında en çok ilgi gören ve tartışılan konulardan biri haline gelmiştir. Bu tartışmalarda yer alan en önemli iki nokta; günümüzün büyük ölçekli şirketlerinde yüksek tutarlardaki sermayenin, rasyonellik ilkesine uygun biçimde yatırılması sorunu ile maliyet hesaplamalarının, özellikle özsermaye maliyeti hesaplamalarının, belirli bir pay senedi değerlendirme yönteminin kabul edilmesini gerektiren ve içerisinde fırsat maliyeti kavramını da barındıran karmaşık bir işlem olmasıdır (Tecer, 1980; Akgüç, 1998; Aydın, 2003).

Sermaye maliyeti kavramının inceleneceği bu bölümde, günümüzün çok ortaklı kuruluşlarında kullanılan sermaye kaynaklarının ayrı ayrı her birinin ve bir bütün olarak şirket sermaye maliyetinin hesaplama yöntemlerini açıklanacak ve tartışılacaktır.

4.1. Sermaye Maliyeti Kavramı ve Önemi

Sermaye kelimesinin, 13. yüzyıl başlarında anlam olarak Latince “capitulum veya caput” kelimelerinden türediği ve “baş, temel, ana, en önemli” veya “toplam” anlamında kullanıldığı görülmektedir. Sermaye sözcüğü, tarihsel gelişimi içinde, “baş harf (capital letter), baş şehir (capital city)” gibi kullanımlarının yanında, ekonomik anlamda ilk kez 1500’lü yılların başlarında, Orta Çağ Latin dünyasında üretim

faktörlerinden biri olmanın dışında “parasal bir ödücün, sahibine faiz şeklinde gelir sağlayan anaparası” anlamında kullanılmıştır (Böhm-Bawerk, 1891, s. 40). Smith’in 1776’da yayımlanan eseri “Ulusların Zenginliği’ne” ulaşana kadar, sermayenin hem sahip olunan mallar hem de ticari çevreden edinilen borçlar için bütünleşik bir anlam kazandığı anlaşılmaktadır. Smith (1776) bile eserinde stok kelimesini sıklıkla kullanmasına rağmen, sermayeyi yalnızca özel şirketleri anlatırken kullanmış; ardından yayımladığı ikinci ciltte ise, sermayeyi servet stokunun bir kısmı şeklinde kullanmaya devam etmiştir (Cannan, 1921, s. 5). Ardından Fisher (1906) sermayeyi açık olarak “sahip olunan tüm mallar” olarak tanımlamış ve sermayenin mevcut servet stokunu oluşturduğunu ifade etmiştir. Sermayenin yalnızca sahip olunan mallardan ibaret olmadığı, Marx’ın (1867) ünlü eseri “Kapital’de” yer bulmuş; sermayenin somut bir şey olmadığı, işçileri ve tüm çalışanları da içine alan; sosyal ilişkilerin tamamını kapsayan bir kavram olduğu tartışılmıştır (Boldizonni, 2008). Günümüzde halen “sermaye” veya “kapital”, ekonomi biliminde, mal üretmek için kullanılan makine, fabrika gibi fiziksel araçları ifade etmekte; finans biliminde ise, daha geniş bir çerçeve ile fiziksel sermaye üzerindeki mülkiyet hakkını da içine almaktadır. Diğer bir ifade ile paraya dönüştürülebilen bono, pay senedi gibi değerler de sermaye olarak kabul edilmektedir (Erdoğan, Yıldırım ve Özer, 2005, s. 35).

Sermaye, üretim için gerekli bir faktördür ve bir maliyeti vardır. Klasik iktisatçıların yaklaşımına göre, piyasadaki tasarruf arzı ile sermaye talebini dengeleyen faiz oranı, sermayenin marjinal verimliliğine, dolayısıyla maliyetine eşittir. Keynes kuramında ise, bu oranın oluşumu parasal etmenlerle açıklanmış ve para arzı ile para talebinin kesiştiği noktada piyasa faiz oranının ortaya çıkacağı ileri sürülmüştür. Sermaye maliyeti tek başına faiz oranı olarak düşünülse bile, uygulamada birden fazla faiz oranının varlığı görülmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında çok çeşitli faiz oranları bulunmakta; bunlardan hangisinin sermaye maliyeti olarak kabul edileceği sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu sorunun çözümü için değişik yöntemler kullanılmakta; örneğin, çeşitli faiz oranlarından, sermayenin marjinal verimliliğini en iyi şekilde yansıttığı düşünülen bir tanesi sermayenin maliyeti olarak seçilmekte veya piyasada var olan faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması alınmaktadır (Tecer, 1980, s. 5).

Finansman alanında sermaye maliyeti, çok genel bir ifade ile yatırımlardan sağlanan minimum getiri oranı olarak ifade edilebilir (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 3). Şirketler için sermaye maliyeti teorik olarak; o şirketin çeşitli kaynaklardan sağlamış

olduğu ve gerek öz sermaye gerekse borç şeklinde kullandığı fonların ortalamasından oluşur. Bir şirketin bilançosunun pasif tarafında yer alan tüm kalemler, o şirketin sermaye bileşimi olarak adlandırılır ve her bir sermaye bileşiminin maliyeti, o bileşimi oluşturan unsurların toplam maliyetinden oluşur (Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 383; Aydın, 2003, s. 255). Daha geniş bir ifade ile herhangi bir finansman kaynağının maliyeti, o finansman kaynağının şirkete sağladığı nakit girişlerinin bugünkü değerini, yine o finansman kaynağının gerektirdiği nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır (Türko, 2002, s. 458; Uslu ve Önal, 2007, s. 400; Pratt ve Grabowski, 2008, s. 6).

Şirketlerin sermaye maliyeti, sermaye yapılarına göre değişmektedir. Bu bağlamda sermaye maliyetinin doğru ya da doğruya en yakın şekilde hesaplanması şirket açısından olduğu kadar ekonomi açısından da büyük önem taşımaktadır. Olduğundan yüksek hesaplanmış sermaye maliyeti bir projenin reddine neden olup büyüme hızını düşürürken, düşük hesaplanmış sermaye maliyeti ise, kaynak dağılımındaki optimalliği bozarak, ekonomi açısından olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Sermaye maliyetinin doğru hesaplanması, aşağıdaki hususlarda büyük önem arz etmektedir (Akgüç, 1998; Ceylan, 2000).

- Şirketin finansman kararlarının verilmesinde,
- Şirket değerinin belirlenmesi ve maksimize edilmesinde,
- Yatırım kararları ve sermaye bütçelemesi kararlarının doğru verilmesinde,
- Optimal sermaye yapısının belirlenmesinde
- Şirketlerin tahvil ihracı, kiralama, aktif yönetimi gibi halka yönelik kararlarının verilmesinde.

Finans alan yazınında sermaye maliyetinin hesaplanması hem çok zor hem de tartışmalı bir konudur. Akgüç, 1998; McNulty, Yeh, Schulze ve Lubatkin, 2002; Lee, 2006; Pratt ve Grabowski, 2008 gibi uygulamalı çalışmalarda, konu üzerine var olan teoriden bağımsız olarak, sermaye maliyetinin hesaplanması konusunda farklı yaklaşımların olduğu görülmektedir. Ancak ayrıntılı bir yaklaşım ve ciddi bir çalışma, sermaye maliyetinin hesaplanmasındaki sorunların çözümünü kolaylaştırabilir. Bu nedenle, şirketin sermaye yapısında bulunan her kaynağın maliyetinin ayrı ayrı hesaplanması gerekmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2013, s. 219). İlerleyen başlıklarda

bu unsurların neler oldukları ve maliyetlerinin nasıl hesaplandıkları açıklanmaya çalışılacaktır.

4.2. Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Maliyet ve getiri bir paranın iki yüzü gibidir. Bu sebeple teoride, sermaye maliyeti ile bir yatırım projesinin değerlendirilmesinde kabul edilebilir en düşük getiri oranının (hurdle rate) sıklıkla birbiri yerine kullanıldığı görülmektedir (Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 383). Bu açıdan bakıldığında Brigham ve Gordon (1968) sermaye maliyetini, “herhangi bir yatırım projesinin karlılık oranının bu oranın üstünde (altında) olması halinde şirketin piyasa değerinin yükseleceği (düşeceği) iskonto oranı” olarak tanımlamışlardır. Şirketin değerini, diğer bir ifade ile sermaye sahiplerinin ekonomik refahlarının (servetlerinin) bugünkü değerini en yüksek düzeye çıkarma amacı ile alınacak her yatırım kararı ve finansal kararda, yatırımlarda kullanılacak fonların maliyetinin minimum olması istenmektedir. Çünkü şirket değerinin artışı ancak yatırımdan elde edilecek getirinin, sermaye maliyetinden yüksek olması durumunda mümkün olacaktır. Bu bağlamda, sermaye maliyeti ile şirketin piyasa değeri arasında zıt yönlü bir ilişki vardır. Sermaye maliyeti düştükçe, şirketin piyasa değeri yükselmekte; buna karşılık sermaye maliyeti yükseldikçe, şirketin piyasa değeri azalmaktadır (Tecer, 1980, s. 8). İki değişken arasındaki ters yönlü ilişki, sermaye maliyeti hesaplamalarında kullanılan ve temeli indirgenmiş nakit akımları yaklaşımına dayanan (1) numaralı formül ile ilişkilidir. Bu formül İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı ile şirket değerinin hesaplandığı formüldür. Buna göre, bir varlığın değeri, o varlıktan beklenen nakit akımlarının gelecekteki riski yansıtacak bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmesi sonucu ulaşılan değeridir. Bu noktada dikkat edilmesi gereken nokta; şirketlerin toplam sermaye maliyeti hesaplanırken payda yer verilen ve şirketlerin gelecekte yaratması beklenen nakit girişlerinin, serbest nakit akımları ya da diğer bir ifade ile net nakit akımlarının dikkate alınarak hesaplanmasıdır. Uygulamada kimi durumlarda muhasebe net karı ya da faiz amortisman ve vergi öncesi kar (FAVÖK-EBİTDA) kalemlerinin kullanıldığı görülse de, bu kalemler sermaye yatırımları harcamalarını dikkate almadıklarından, doğru sonuçlar vermeyebilmektedirler (Damadoran, 2002, s. 537; Pratt ve Grabowski, 2008, s. 16) .

$$NG_0 = \frac{N\mathcal{C}_1}{(1+k)^1} + \frac{N\mathcal{C}_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{N\mathcal{C}_n}{(1+k)^n} \quad (1)$$

$$NG_0 = \sum_{t=1}^n \frac{N\mathcal{C}_t}{(1+k)^t}$$

NG_0 = Finansman kaynağının t_0 döneminde işletmeye sağladığı para girişi

$N\mathcal{C}_t$ = Finansman kaynağının t döneminde gerektirdiği para çıkışı

k = Finansman kaynağının maliyeti

Şirket değeri ile sermaye maliyeti arasındaki bu ilişki sebebi ile kaynakların maliyetinin nasıl hesaplanacağına bilinmesi son derece önemlidir. Şirketlerin temelde iki çeşit kaynağı bulunmaktadır. Bu kaynaklar; özsermaye ve yabancı kaynaklardır. Özsermaye, şirket ortaklarının pay senedi satın almak yoluyla yatırdıkları tutarlar (ödenmiş sermaye) ile dağıtılmamış kârlardan (kar yedekleri); yabancı kaynaklar ise, banka kredileri ile şirketlerin ihraç ettiği tahvillerden elde edilen kaynaklardan oluşmaktadır (Aktaş, Doğanay, Murat, ve Başcı, 2013, s. 322).

Sermaye maliyeti hesaplamalarında kullanılan temel yöntem, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasıdır. Hatta teoride bu iki kavramın sıklıkla birbirinin yerine kullanıldığı görülmektedir. Bu yöntemde, ileride daha detaylı bahsedileceği üzere, şirketin toplam sermaye maliyeti, o şirketin sermayesini oluşturan tüm unsurların ayrı ayrı maliyetlerinin toplam sermaye içerisindeki paylara göre ağırlıklandırılarak çarpılması ile hesaplanmaktadır (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 4; Vernimmen, 2009, s. 1000). Şirketlerin toplam sermayesini oluşturan kaynakların ayrı ayrı hesaplanmasına geçilmeden önce, aşağıda sermaye maliyetinin hesaplanmasında dikkat edilmesi gereken temel hususlara yer verilmiştir (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 7):

- Sermaye maliyeti piyasa temelli bir kavramdır. Dolayısıyla maliyet hesaplamaları, kaynakların defter değerlerine göre değil, piyasa değerleri göz önünde bulundurularak yapılmalıdır.
- Sermaye maliyeti hesapları geleceğe yönelik hesaplardır. Bu sebeple getiri hesapları yapılırken tarihi getirilerden ziyade, beklenen getiriler hesaplanmalıdır.
- Sermaye maliyeti nominal olarak hesaplanmalı, diğer bir ifade ile beklenen enflasyon hesaplara dahil edilmelidir.
- Sermaye maliyeti yatırım kararlarının bir fonksiyonu olup, belirli bir yatırımcı veya yatırımcı grubunun getiri beklentileri ile sınırlandırılmamalıdır.

İşletmelerin toplam sermaye yapılarını oluşturan unsurlar opsiyonlar, varantlar, kira sertifikaları gibi yeni ve melez finansal varlıklar sebebi ile gün geçtikçe daha karmaşıklaşan bir yapıya sahip olsa da, temelde iki ana unsurdan oluşmaktadır. Bu unsurlar; borç ve özsermayedir (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 51).

4.2.1. Özsermaye Maliyetinin Hesaplanması

Sermaye maliyeti hesaplamalarının temel unsurlarından biri olan özsermaye maliyeti, aynı zamanda hesaplanması en zor olan kaynaktır. İşletme açısından bakıldığında, özsermaye maliyeti; şirketin piyasa değerinin veya pay senetlerinin borsadaki değerinin değişmemesi için, yatırım projelerinin özsermaye ile finanse edilen bölümü üzerinden elde etmesi gereken asgari karlılık oranı olarak tanımlanabilir (Akgüç, 1998, s. 450; Van Horne ve Wachowitz, 2008, s. 386). Özsermaye sahipleri açısından bakıldığında ise, özsermaye maliyeti aslında gerçek anlamda bir maliyet olmayıp, alternatif maliyettir. Pay sahipleri şirkete özsermaye olarak iki şekilde kaynak sağlarlar. Bunlardan ilki şirketin pay senetlerini satın almak, ikincisi ise net kârdan temettü almayıp bunu şirkete bırakmak, başka bir ifadeyle şirkete yatırmaktır. Her iki durumda da pay sahipleri şirkete yatırım yapmaktadırlar. Bu yatırım nedeniyle pay sahipleri arasında bir beklenti oluşmaktadır. Bu beklenti, pay sahiplerinin bekledikleri getiri oranıdır. Bu getiri oranı ise şirketler için aynı zamanda özsermaye maliyetini oluşturmaktadır (Aktaş, Doğanay, Murat ve Başçı, 2013, s. 322). Özsermaye sahiplerinin bekledikleri bu getiri oranı, en az aynı riski taşıyan alternatif varlıklara yapılabilecek yatırımlardan bekledikleri getiri oranına eşit olduğundan, alternatif maliyet kavramı önem kazanmakta, dolayısıyla borç maliyetine göre hesaplanması daha karmaşık bir kavram olmaktadır (Brigham ve Ehrhardt 2011, s. 345). Konu ile ilgili teori incelendiğinde, özsermaye maliyetinin hesaplanmasında dört temel yöntemin kullanıldığı görülse de, uygulamalı çalışmalarda özsermayenin örtülü maliyetinin hesaplanmasında temel yöntemlerden türetilen farklı yöntemlerin de kullanıldığı görülmektedir. Teoride özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan temel yöntemler aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Brigham ve Ehrhardt, 2011, s. 345; Pratt ve Grabowski, 2008, s. 65):

- Karpayı İndirgeme Modeli
- Faktör (Endeks) Modelleri
- Tahvil artı Modeli

İşletmelerde sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan ve teoride yer alan temel modeller ile birlikte, bu modellerden türetilen ve uygulamalı çalışmalarda yer verilen diğer modeller de bulunmaktadır. Bu modeller Schreiner (2007), Van Horne ve Wachowicz (2008), Vernimmen (2008) ve Damodaran'ın (2014) çalışmalarında yer aldığı şekilde üç grupta toplanmaktadır.

- Muhasebe Temelli Yöntemler
- Faktör (Endeks) Modelleri
- Borç Maliyetini Temel Alan Modeller

İzleyen başlıklarda özsermayenin örtülü maliyetinin hesaplanmasında kullanılan teorik ve ampirik alternatif yöntemler açıklanacak, ardından borç maliyeti ve toplam sermaye maliyeti konuları ele alınacaktır.

4.2.1.1. Özsermaye Maliyetinin Hesaplanmasında Kullanılan Temel Yöntemler

Özsermaye maliyeti, özsermaye sahiplerinin şirkete yaptıkları yatırım sonucunda bekledikleri minimum getiri oranıdır. Bu getiri oranı şirketler için özsermaye maliyetini oluşturmada ve muhasebe temelli yöntemler, faktör (endeks) modelleri ve borç maliyetini temel alan modeller ile sayısallaştırılabilmektedir.

4.2.1.1.1. Muhasebe Temelli Yöntemler

Şirketlerin cari performansları, ileride gösterecekleri performanslarının bir temsilcisi olarak kabul edilebilmektedir. Bu sebeple, şirketlerin geçmiş ve cari mali tablolarını incelemek; şirket değerini ve dolayısıyla da sermaye maliyetlerini hesaplamak için kullanılan yöntemlerin başında gelmektedir (Schreiner, 2007, s. 22). Özellikle payları borsaya açık olmayan şirketlerde, tarihi getiri verilerine ulaşılamadığından, muhasebe verileri ile hesaplama yapılmak durumunda kalınabilir. Bu durumda şirketlerin bilanço bilgilerinin yardımıyla özsermaye maliyeti hesaplanabilmektedir. Muhasebe temelli modellere göre, düşük borç/özsermaye oranına, yüksek kar payı getirisine ve düzenli büyüyen karlara sahip olan şirketler ile yüksek miktarlarda nakit tutan şirketler daha yüksek performans gösteren şirketler olmalıyken; gerçek piyasa şartlarında, bu özellikleri beklenen getiriye çevirmek her

zaman mümkün olmayabilmektedir (Vernimmen, 2009, s. 436; Damodaran, 2014, s. 74).

4.2.1.1.1.1. Karpayı İndirgeme Modeli

Pay senetleri yoluyla sağlanan fonların maliyeti, pay senedi ihracı yoluyla şirkete sağlanan fon girişlerinin bugünkü değeri ile bu ihraktan doğan fon çıkışlarının, yani gelecekte ödenecek kâr paylarının bugünkü değerini eşitleyen iskonto oranıdır (Aydın, 2003, s. 259). Bu modelin temelinde indirgenmiş nakit akımları modeli bulunmaktadır. Bu model ile şirketlerin sahip olduğu tüm varlıklarının gelecekte sağlayacağı düşünülen nakit akışları, değerlendirme tarihine yani bugünkü zamana indirgenir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminin temelinde, paranın zaman değeri kavramı bulunmaktadır (Küçükkocaoğlu, 2003, s. 5). Halka açık şirketlerde yatırımcının elinde tuttuğu pay senetlerinden elde edilecek nakit akımlarına dayalı tek kazanç karpayı (temettü) ödemeleri olduğundan, bu model karpayı indirgeme modeli olarak da ifade edilmektedir. Dolayısıyla şirketlerin ömürlerinin teorik olarak sonsuz olması sebebi ile şirketlerin yatırımcıya sağlayacağı tüm kar paylarının, belirli bir iskonto oranı ile bugüne indirgenmiş hali, o şirkete ait pay senedinin bugünkü piyasa değerini vermelidir. Model, hesaplamaların basit olması dolayısıyla, özsermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılan modellerin başında gelmektedir (Damadoran, 2002, s. 450).

$$\text{Pay senedi değeri} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(HBT_t)}{(1+k_e)^t} \quad (2)$$

$E(HBT_t) = t$ döneminde beklenen hisse başına temettü

$k_e = \text{Özsermaye maliyeti}$

Bu noktada pay sahiplerine sabit bir oranda getiri vermeyi taahhüt eden pay senetleri, diğer bir ifade ile imtiyazlı pay senetleri açıklanmalıdır. İmtiyazlı pay senetleri, tahvil ve adi pay senedi arasında melez özellik gösteren menkul kıymetlerdir. Her ne kadar imtiyazlı pay senetlerinin adi pay senetlerine benzeyen yanları olsa da; şirket açısından imtiyazlı pay senetleri ile finansman, borçla finansmana benzemektedir. İmtiyaza sahip pay senedi sahiplerine sürekli ve sabit tutarda ödenen bir karpayı bulunduğundan, özsermaye maliyeti sabit kalmakta ve (3) numaralı denklemde gösterildiği gibi hesaplanmaktadır (Aktaş, Doğanay, Murat ve Başçı, s. 324).

$$k_i = \frac{D}{N\dot{C}F} \quad (3)$$

k_i = İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti

D = Ödenen kar payı

$N\dot{C}F$ = Net çıkarılma fiyatı

Kar paylarının sabit olmadığı durumda, adi pay senedi sahiplerine ödenen kar payları ile hesaplanan özsermaye maliyetinde göz önüne alınması gereken en önemli nokta, ilerleyen dönemlerde yapılması planlanan kar payı ödemelerinin doğru tahmin edilmesi gereğidir. Kâr paylarının zaman içerisinde, şirketlerin faaliyetlerine paralel bir biçimde büyüyeceği düşünüldüğünde (1) numaralı denklem aşağıdaki biçimi alacaktır. Şirketlerin pay senetlerinin bugünkü piyasa değerinin kar paylarının düzenli olarak ve sabit bir oranda büyüyeceği varsayımına dayanarak hesaplanan bu model “Gordon Sabit Büyüme Modeli” olarak adlandırılmaktadır.

$$\text{Pay senedi değeri} = \frac{E(HBT)_1}{k_e - g} \quad (4)$$

$E(HBT)_1$ = bir dönem sonra hisse başına beklenen karpayı ödemesi

k_e = özsermaye maliyeti

g = sonsuza kadar beklenen sabit büyüme oranı

Bu modelin en önemli kısıtlarından biri, büyüme oranının şirketin özsermaye maliyetine yaklaşması ile değer tanimsız olması; aştığında ise, değer negatif çıkmasıdır. Dolayısıyla değerlemeyi yapacak olan analistin doğru bir büyüme oranı belirlemesi, özsermaye maliyetinin doğru hesaplanması açısından büyük önem taşımaktadır (Damadoran, 2002, s. 453).

Yaygın olarak kullanılan indirgeme temelli yaklaşımlardan bir diğeri de “İki Aşamalı Karpayı İndirgeme Modeli”dir”. Özellikle ilk yıllarda oldukça düşük, hatta negatif karlılık gösteren veya yeni yatırımlarda kullanmak için karpayı dağıtım yapmak istemeyen şirketlerin pay senetlerinin (büyüme hisse senetleri-growth stocks) değerlemesinde veya kattığı değer sebebi ile piyasaya hızlı bir giriş yapıp, ardından sabit büyümeye geçiş yapan şirketlerde kullanılan bu yöntem, şirket karpaylarının iki aşamada büyüyeceğini öngörmektedir. İlk aşama normal üstü veya altı büyümenin olduğu, son aşama ise sabit büyümenin var olduğu aşamadır (Damadoran, 2002, s. 453).

*Pay senedi değeri = normalüstü büyüme dönemindeki kar paylarının bugünkü değeri
+ devam eden değer bugünkü değeri*

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(HBT)_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hg})^n} \quad (5)$$

$$P_n = \frac{E(HBT)_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)}$$

$E(HBT)_t$ = *t* dönemindeki beklenen hisse başına karpayı ödemesi

k_e = Özsermaye maliyeti (hg = normalüstü büyüme dönemi; st = normal büyüme dönemi)

P_n = *n* döneminde şirketin devam eden değeri (son değer, terminal value)

g = normal büyüme oranı

g_n = normalüstü büyüme oranı

Ayrıca karpaylarının aşamalı olarak büyüdüğü “Çok Aşamalı Büyüme Modelleri” de bulunmaktadır. Bu modellerde öncelikle yüksek büyüme, ardından büyümenin biraz yavaşladığı bir geçiş dönemi ve son olarak da sabit düşük büyümenin yaşandığı görülmektedir (Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 386).

Karpayı indirgeme modeli, hiç karpayı dağıtmayan veya düzenli dağıtmayan şirketlerde kullanıldığında yanlış sonuçlar verebilmektedir. Yüksek karpayı dağıttığı için, yüksek değerlenen şirketlere karşı da dikkatli olunmalıdır. Çünkü pratikte pay senetlerinin bugünkü değeri, yalnızca şirketlerin ödedikleri karpaylarından ibaret olmayıp; marka değeri, ticari itibar gibi diğer varlıkların da hesaplara dâhil edildiği bir değer olmalıdır. Bu değerlerin şirkete giren nakit akışlarını artıracığı varsayımı, dikkatli yapılması gereken varsayımlardan biridir (Damadoran, 2002, s. 481).

4.2.1.1.1.1. Fiyat-Kazanç Oranı Yöntemi

Fiyat-Kazanç Oranı yönteminin, Gordon sabit büyüme modelinden farklılaştığı nokta; büyüme oranı olarak, pay başına dağıtılan karpayı tutarındaki büyümeyi değil, pay başına net kardaki büyümeyi temel almasıdır. Fiyat-Kazanç oranı yönteminin hesaplanmasında (6) numaralı denklem kullanılmaktadır.

$$k_e = \frac{D_0*(1+g)}{P_0} + g = \frac{KPD*HBK_0*(1+g)}{P_0} + g = \frac{KPD*(1+g)}{P_0/HBK_0} + g \quad (6)$$

k_e = özsermaye maliyeti

D_0 = Yıl içinde alınan kar payı

g = Büyüme oranı

$KPD = \text{Kar payı dağıtım oranı}$

$HBK = \text{Hisse başına kar}$

$P_0 = \text{Pay senedinin bugünkü değeri}$

(6) numaralı denklemde görüldüğü üzere, özsermaye maliyeti fiyat/kazanç oranının bir fonksiyonu olmaktadır. Bunun dışında tüm varsayımlar, kar payı indirgeme modelinin varsayımları ile aynı doğrultudadır (Vernimmen, 2009, s. 437).

4.2.1.1.1.2. Artık Gelir Yöntemi (Residual Income Method)

Artık gelir yönteminin çıkış noktası, gelir tablosunda diğer finansman kaynaklarının maliyetlerinin yer almasına karşın, şirkete yatırılmış öz sermaye için bir maliyetin yer almamasıdır. Bu sebeple özsermaye için bir maliyet belirlenmesi halinde özsermaye için yapılmış bu harcama net gelirden çıkarılmakta ve arada kalan fark “katma değer” olarak adlandırılmaktadır. Bu yöntemde herhangi bir yıldaki özsermaye harcamaları; özsermaye kârlılığının, öz sermayenin bilânçoda yer alan o sene başındaki defter değeriyle çarpımı olarak tanımlanmaktadır. Artık gelir bulunduğundan sonra, özsermaye maliyeti Gordon sabit büyüme modelinden yararlanılarak türetilmektedir (Yavuzarslan, 2007, s. 4).

$$AG = \text{Net kar} - \text{Özsermaye harcaması} \quad (7)$$

$$\text{Özsermaye harcaması} = \text{Özsermayenin defter değeri} * \text{Özsermaye kârlılığı}$$

$$BD = DD_0 + \frac{AG}{(k_e - g)}$$

$BD = \text{Bugünkü değer}$

$DD_0 = \text{Cari dönem defter değeri}$

$AG = \text{Artık gelir}$

$k_e = \text{Özsermaye maliyeti}$

$g = \text{Nakit akımlarında beklen uzun dönemli sabit büyüme oranı}$

Bu modelin en önemli eksikliği, şirket değerini özsermayenin defter değeri ile net karın bir fonksiyonu olarak görmesidir. Uygulamada defter değerleri piyasa değerlerine yakın şirketlerde bu yöntem daha doğru sonuçlar vermekte; dolayısıyla finansal sektör gibi varlıkların piyasa değerlerine yakın raporlanmadığı sektörlerin dışında, olması gerekenden daha düşük özsermaye maliyeti hesaplanmasına yol açabilmektedir (Schreiner, 2007, s. 28).

4.2.1.1.1.3. Ohlson-Juettner (OJ) Modeli (Anormal Kazanç Büyümesi Modeli)

Ohlson ve Juettner (2005) yaptıkları çalışmaları ile Gordon sabit büyüme modelini temel alarak yeni bir model geliştirmişlerdir. Bu modelin en önemli özelliği şirketin cari pay senedi değerini yalnızca dağıttığı kar paylarının bir fonksiyonu olarak değil, aynı zamanda net karın bir fonksiyonu olarak modellemesidir. Yazarlar, kar payı dağıtımını tahmin etmektense, net kardaki büyümenin tahmin edilmesinin daha doğru sonuçlar vereceğini ileri sürmüşlerdir. Bu model, aynı zamanda, “Anormal Kazanç Büyümesi Modeli” (Abnormal Earnings Growth-AEG) olarak da bilinmektedir. Gordon sabit büyüme modelinden türetilen OJ Modeli denklem (8)’de yer almaktadır.

$$P_0 = \frac{FEPS_1}{r_e} + \frac{[FEPS_2 - FEPS_1 - r_e(FEPS_1 - FDPS_1)]}{r_e(r_e - g)} \quad (8)$$

P_0 = işletmenin pay senedinin cari piyasa değeri

$FDPS$ = işletmenin 1.yılda dağıtması beklenen karpayı tutarı (future dividend per share)

$FEPS$ = işletmenin 1.yılda elde etmesi beklenen net kar tutarı (future earnings per share)

r_e = özsermaye maliyeti

g = her yıl karpayları tutarında beklenen sabit büyüme hızı

Bu modelin artık gelir yöntemine göre en önemli avantajı, özsermayenin defter değerine ihtiyaç duyulmamasıdır. Bu sebeple model bilanço verisi ile değerlendirilmez, pay başına karı temel aldığından, gerçek hayatta alınan yatırım kararlarında daha doğru sonuçlar verebilmektedir (Schreiner, 2007, s. 30).

4.2.1.1.1.2 Yatırımın Karlılığı Modeli

Yatırımın Karlılığı Modeli’nde modelde öncelikle yatırımın ortalama karlılığı hesaplanmakta ve ardından vergi düzeltilmesi yapılmaktadır. (9) numaralı denklemede gösterilen formülde yer alan yatırım tutarı, sabit sermaye harcamaları ile birlikte yatırımın gerektirdiği net işletme sermayesini kapsamaktadır. Bu hesaplamalarda dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, kullanılan borç/özsermaye oranının şirketin hedeflediği borç/özsermaye oranı olması gerektiğidir. Bu yöntemin en önemli dezavantajı bilanço ve gelir tablosu verilerinin şirketler tarafından manipüle edilebilmesidir (Vernimmen, 2009, s. 436).

$$\text{Yatırımın ortalama karlık oranı (ROI)} = \frac{\text{Yıllık Net Kar}}{\text{Yatırım Tutarı}} \quad (9)$$

$$r_{\bar{o}}(\text{kaldıraçsız}) = ROI * (1 - \text{vergi oranı})$$

$$r_{\bar{o}}(\text{kaldıraçlı}) = r_{\bar{o}}(\text{kaldıraçsız}) + [r_{\bar{o}}(\text{kaldıraçsız}) - r_b] * (1 - \text{vergi oranı}) * \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}}$$

4.2.1.1.1.3. Muhasebe Betası

Bir şirkete ait pay senedinin betası, o pay senedine ait getirilerin, piyasayı temsil ettiği düşünülen bir endeks getirisi ile birlikte hareketinin ölçüsünü temsil etmektedir. Aynı şekilde muhasebe betası da, bir şirketin gelirlerinde ve/veya karlılığında gözlenen değişimlerin, şirketin bulunduğu sektörde faaliyet gösteren şirketlerin tamamının gelirlerindeki ve/veya karlılıklarındaki değişimler ile arasındaki birlikte hareketinin bir ölçütü olmaktadır. Bu bağlamda sektördeki diğer şirketlere oranla daha düzenli gelirleri olan ya da gelirlerindeki değişimin sektördeki diğer şirketlerin gelirlerindeki değişimle ilişkisi olmayan şirketlerin, düşük beta katsayısına sahip olmaları beklenir. Muhasebe betası yalnızca gelirler üzerinden hesaplanmayıp, uygulamalı çalışmalarda geliştirilerek, karpayı dağıtım oranı, borç/özsermaye oranı ve nakit dengesi gibi oranlarla da hesaplanabilmektedir. Muhasebe betalarının en önemli sakıncası; muhasebe kazançlarının, faaliyete dayalı olmayan ya da faaliyet ile ilişkilendirilemeyen; amortisman ayırma veya stok değerlendirme yöntemlerindeki değişiklikler gibi faktörlerden etkilenmesi ile piyasada günlük verilerle hesaplanabilecek şirket betasına kıyasla, çeyrek dönemlik bilanço açıklayan şirketlerde bile en fazla yılda dört defa mali tablo bilgilerine ulaşılabildiğinden, veri sayısının sınırlı olmasıdır (Damodaran, 2014, s. 74).

4.2.1.1.2. Faktör (Endeks) Modelleri

Herhangi bir yatırım için özsermaye maliyetinin hesaplanmasında, temel olarak iki faktör kullanılmaktadır. Bu ilişki temelde varlıkların risk ve getiri ilişkilerinden kaynaklanmaktadır. Bu faktörler:

- Risksiz faiz oranı ve
- Risk primidir.

Bu iki faktör arasındaki ilişkinin doğrusal olduğu varsayılmakta ve basit regresyon modeli ile ifade edilmiş şekli (10) numaralı denklemde gösterildiği gibi olmaktadır.

$$E(R_i) = R_f + RP_i \quad (10)$$

R_i = *i* hisse senedinin beklenen getirisi

R_f = Risksiz faiz oranı

RP_i = *i* varlığına ilişkin risk primi

Herhangi bir şirkete veya yatırıma ait maliyet ve/veya getiri hesaplamak, riski sayısallaştırmanın zorluğundan ötürü finansman alanının en zor konularından biridir. Menkul kıymetlerde risk, sistematik olmayan risk ve sistematik risk olarak iki grupta incelenebilir. Sistematik olmayan risk, bireysel farklılıklardan kaynaklanmakta; sistematik risk ise genel ekonomik, politik veya siyasi kaynağa dayanan yani bireysel herhangi bir katkının olmadığı ve kaçınılması mümkün olmayan unsurlardan kaynaklanmaktadır (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 39).

“Portföy seçimi” başlıklı çalışması ile modern portföy teorisinin temellerini atan Markowitz (1952) risk ve getiri hesapları üzerine yoğunlaşmış ve bu faktörlerin sayısallaştırılabilmesini sağlamıştır. Markowitz (1952) tam çeşitlendirilmiş portföylerde sistematik olmayan riskin ortadan kaldırılabileceğini, sistematik riskin ise ölçülebileceğini göstererek, tek faktör modellerinin temelini oluşturmuştur. Bu çalışmadan önce, yaygın olarak kullanılan yaklaşım olan geleneksel portföy yaklaşımında ise yalın çeşitlendirme yapılmakta, diğer bir ifade ile, portföye alınacak menkul kıymet sayısı artıkça, portföy riskinin azalacağı öngörülmekteydi (Berk, 1995, s. 211). Markowitz (1952) tarafından yayımlanan makale ile, portföyün toplam riskinin, portföyü oluşturan varlıkların bireysel olarak risklerinin toplamından farklı olduğu matematiksel olarak ispatlanmış; portföy riskinin, portföyü oluşturan varlıkların kovaryansından kaynaklandığı ortaya konmuştur. Modern portföy teorisi ile bir varlığın portföy riskine yaptığı marjinal katkının, varlığın riski ile değil, o varlık ve portföy getirilerinin kovaryansı ile ölçülmesi gerektiği ifade edilmiştir. Markowitz (1952), portföyü oluşturmak için, dağılımın ilk iki momenti olan ortalama getiri ve getirinin riski olan iki parametreyi ele aldığından, bu yaklaşım ortalama-risk yaklaşımı olarak da bilinmektedir (Amenc ve Sourd, 2003, s. 77). Bu bağlamda modern portföy teorisinde incelenen en önemli konu, yatırımcının getirisini maksimize ederken, riskini minimumda tutmasının mümkün olup olmadığıdır. Markowitz’e (1952) göre, bir yatırımcı belirli bir risk olarak belirli bir getiri elde edebilir veya beklenen getiriden vazgeçerek portföyün riskini düşürebilir. Dolayısıyla doğru veriler ve hesaplama yöntemi kullanıldığında, belirli bir risk seviyesinde beklenen getiriyi en çoklayan veya

her bir beklenen getiri düzeyinde en düşük riske sahip olan bir portföy kümesi elde edilebilmektedir (Dimson ve Musavian, 1999, s. 1748). Riskten kaçan bir yatırımcının optimum portföy tercihlerinin de ortaya konduğu bu çalışmada, yatırımcıların böyle bir portföy oluşturabilmeleri için; portföye alınacak her bir varlığın beklenen getirisinin, yine her bir varlığın varyans ile standart sapmasının ve bu varlıkların her birinin birbirleri ile kovaryanslarının ve korelasyonlarının hesaplanmasının gerektiği ifade edilmiştir. Markowitz, portföy teorisi modelinde bazı varsayımlarda bulunmuştur. Bu varsayımlar şu şekilde sıralanabilir (Amenc ve Sourd, 2003, s. 80; West, 2004, s. 4):

- Yatırımcılar yatırım kararlarını beklenen getiri ve riske göre almakta; bu durumda belirli bir risk seviyesinde yüksek beklenen getiriyi, aynı getiri seviyesinde ise düşük riskli portföyleri tercih etmektedirler.
- Tüm yatırımcıların yatırım ufku aynıdır. Yani tüm yatırımcılar servetlerini artırmayı amaçlarlar, portföylerinin ara dönemdeki durumu ile ilgilenmezler.
- Yatırımcıların servetleri, yatırımlarının getirisi ile ölçülmektedir. Yatırım ile kastedilen yatırımcının portföyü olduğundan; servetin, portföyün getirisi ve riskine bağlı olduğunu söylemek mümkündür. Bu durumda kişinin servetinin beklenen faydası, portföyünün ortalama getirisi ve varyansının bir fonksiyonu olmaktadır.
- Tüm yatırımcılar riskten kaçınırlar. Yatırımcıların kaybetmeyi göze alacakları miktar, servetlerindeki artış ile orantılıdır.
- Yatırımcılar portföyleri ile ilgili hesaplamaları yapmak için gerekli bilgilere kolayca ulaşabilirler. Bilgi herkese açıktır.
- Yatırım yapılabilen tüm varlıklar en ufak parçalara kadar bölünebilmektedirler. Her birey o varlığın isteği veya maddi olanakları ölçüsünce bir parçasına yatırım yapabilmektedir. Sermaye piyasalarının var olmasının amacı; yatırımcının bütün bir petrol kuyusunu almak yerine, istediği parçasına yatırım yapabilmesini sağlamaktır.

Markowitz'in (1952) etkin bir çeşitlendirme ile portföy riskinin düşürebileceğini açıkladığı teorisi, o dönemde finans piyasalarına çok büyük bir yenilik getirmekle birlikte, çeşitlendirilmiş ve varlık sayısı yüksek portföylerde varlıkların risk ve getiri hesaplamalarını yapmak ve her bir varlığın kendi aralarında kovaryanslarını hesaplamak

zorunluluğu olduğundan, oldukça zaman aldığı görülmüştür. Ayrıca o dönemlerdeki teknolojik sistemlerin de yeterli olmadığı göz önüne alındığında, bu teorinin kullanımı pratik hayatta çok mümkün olmamıştır. Bu bağlamda varlıkları ikiye ikiye birbirleri ile incelemek yerine etkin portföyün daha hızlı hesaplanabilmesi adına Sharpe (1964) Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modelini (SVFM) geliştirmiştir. Bu model aynı zamanda kendisinin geliştirdiği tekli endeks modelinin bir uzantısıdır.

Tekli endeks modelinin en önemli özelliği; pay senetlerinin kendi aralarındaki getirilerini incelemek yerine, menkul kıymet getirileri arasındaki ilişkinin temel belirleyici bir faktörle aralarındaki ortak ilişkiye dayandığını ortaya koymasındadır. Bu temel belirleyici faktör; sanayi endeksleri, enflasyon gibi makro ekonomik bir faktör olabileceği gibi, getiriyi etkilediği düşünülen başka herhangi bir değişken de olabilmektedir. Burada amaç, varlığa ait risk primini doğru yansıttığı düşünülen faktörü doğru belirleyebilmektir. Sharpe'nin (1964) temellerini attığı SVFM, ardından Litner (1965) ve Mossin (1966) gibi bilim adamları tarafından geliştirilmiş ve risk getiri ilişkisi daha kapsamlı bir bilimsel tabana oturtulmuştur. Bu modelin tek faktörlü model olmasının sebebi; temel belirleyici faktörün, pay senetlerindeki tüm hareketi yansıtan pazar endeksi olmasından ileri gelmektedir (Karan, 2013, s. 229; Mandal, 2013, s. 1).

4.2.1.1.2.1. Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli

SVFM, yatırım yapılması düşünülen menkul değerlerin sahip olduğu riske uygun bir getiri verip vermediğini araştırmakta, varlığın beklenen getirisi ile riski arasında doğrusal bir ilişki kurmaktadır (Vernimmen, 2009, s. 421; Karan, 2013, s. 199). Bu sayede şirketlerin yaratacağı nakit akışlarına ilişkin projeksiyon sorunu ortadan kalkmakta ve özsermayenin maliyetini hesaplamak yerine, şirketin pay senedi için beklenen getiri hesaplanabilmektedir. SVFM tek bir değişkene dayanmakta, bu değişkenin pazar portföyü olduğu kabul edilmekte ve riskli menkul kıymetlerin getirileri bu pazar portföyünün getirileri ile açıklanmaktadır. SVFM ile varlığın sahip olması gereken getiri oranı (11) numaralı denklemde gösterilmiştir (Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 387; Vernimmen, 2008, s. 422).

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad (11)$$

R_i = *i menkul kıymetinin getiri oranı*

β_i = *i hisse senedinin sistematik riski*

R_f = *Risksiz getiri oranı*

$R_m - R_f$ = *Piyasa risk primi*

(11) numaralı denklemde yer alan formülde görüldüğü üzere, varlığın beklenen getirisi iki bölümden oluşmaktadır. İlk bölüm, risksiz faiz oranıdır. Risksiz faiz oranı, finansal piyasalarda ödenmeme riski bulunmayan ve uygulamada devlet tahvili veya hazine bonosu getirisi olarak hesaplara dâhil edilen varlıkların getiri oranıdır. Formülün ikinci bölümünde ise, değerlendirilmek istenen varlığın risk primi bulunmaktadır. Risk primi, risksiz varlık yerine riskli bir varlığa yatırım yapılmış olunması durumunda üstlenilen riskin karşılığında beklenen getiridir (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 39). Daha önce de ifade edildiği gibi özsermaye sahiplerinin alternatif yatırım araçları olmasına rağmen, şirketlere özsermaye sağlamak yoluyla yatırım yapmalarındaki temel amaç, belirli bir kazanç beklentisidir. Bu kazanç beklentisi, risk ile uyumlu olarak iki grupta toplanabilmektedir. Bunların ilki, kar payı kazancı; ikincisi ise, sermaye kazancıdır. Fakat bu kazançlar faiz kazancından veya ülke hazine bonosuna yatırım yaparak getiri elde etmekten daha fazla risk taşımaktadırlar. Üstlenilen bu risk karşılığında, beklenen getiri farkına pazar risk primi veya pay senedi risk primi denmektedir (Aktaş, Doğanay, Murat ve Başcı, 2013, s. 322). Herhangi bir riskli varlığa ait risk primi, o varlığın betası ile pazar risk priminin bir fonksiyonudur. SVFM’de beta katsayısı, pay senedi getirilerini açıklayan temel değişkendir ve (12) numaralı denklemde görüldüğü gibi hesaplanmaktadır (Karan, 2013, s. 208).

$$Beta = \frac{Cov_{i,m}}{\sigma^2_m} \quad (12)$$

$Cov_{i,m}$ = *i* hisse senedinin getirileri ile pazar portföyünün getirileri arasındaki kovaryans

σ^2_m = Pazar getirisinin varyansı

Beta katsayısı, bir menkul kıymetinin getirisinin pazar portföyünün getirisi ile arasındaki ilişkiyi gösteren bir katsayıdır. Beta katsayısı, varlığa ait riskin çeşitlendirilmeyle giderilemeyen kısmını, yani pazar riskini temsil etmektedir. Bu görüşün arkasındaki temel varsayım; sermaye piyasası teorisine göre yatırımcıların tam çeşitlendirilmiş portföylere sahip olduklarıdır. Tam çeşitlendirilmiş portföylerde, sistematik olmayan risk ortadan kaldırılabildiğinden, yatırımcılar yalnızca riskin sistematik kısmı için risk primi talep etmektedirler. Sonuç olarak çeşitlendirmeyle giderilemeyen risk, beta katsayısı ile hesaplanmaktadır. Bir varlığa ait beta katsayısı 1’den büyük olduğu zaman, o varlığın pazar ile aynı yönde fakat daha fazla değişken olduğu; 1’den küçük 0’dan büyük olduğu durumda ise, o varlığın pazarla aynı yönde

fakat daha az değişkenlik gösterdiği bilinmektedir. Pazarın betası, pazarın her zaman alınıp satılabilecek tüm varlıkları kapsadığı varsayımına dayandığından ve dolayısıyla tam çeşitlendirilmiş olduğundan her zaman 1 olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla bir varlığın betasının 1'e eşit olması, o varlığın tamamen pazar ile aynı getiriye sahip olduğunu göstermektedir. Risksiz bir varlığın betası, her durumda, 0'a eşittir. Böylece betası 0'dan küçük olan bir varlığın, risksiz varlığın getirisinden daha az getiri sağlaması beklenir. Ayrıca negatif betaya sahip olan varlıklarda, varlığın getirisi ile pazar getirileri ters yönde hareket edecektir. Bu az görülen bir durumdur. Zamanında yalnızca birkaç altın maden şirketinin ve günümüzde ise yatırım politikası sıklıkla açığa satış yapmak olan yatırım fonlarının negatif betaya sahip olduğu görülmektedir (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 82).

Herhangi bir riskli varlığa ait denge getiriyi belirleyen SVFM hesaplanırken, öncelikle risksiz faiz oranı, ardından pazar risk primi belirlenmekte; son olarak varlığın beta katsayısı bulunmaktadır. Daha önce de bahsedildiği üzere, risksiz faiz oranı, uygulamada çok farklı kullanımlar bulunsa da genellikle 10 yıl vadeli devlet tahvil getirisi olarak hesaplamalara dahil edilmektedir. Bunun başlıca sebebi, hazine bonolarının getiri oranlarının daha oynak olması, pay senedi yatırımlarının teorik olarak sınırsız süreli yatırımlar olması ve şirketlerde bu oranın kullanıldığı özsermaye yatırımlarının genel olarak ortalama 10 yıl vadeli projeler olması şeklinde açıklanmaktadır. Bununla birlikte hangi oranın kullanılacağı, yapılan hesaplamanın doğası ile yakından ilgilidir. Pazar risk priminin hesaplanmasında, pazar getirisi olarak kullanılan oran, tam çeşitlendirilmiş pazarı temsil etmesi bakımından, Türkiye'de BİST-100, Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) Standard & Poor's (S&P) 500 veya New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE) Bileşik Endeksi gibi endekslerin getirileri olmaktadır. Bu endeks getirilerini pazar getirisinin temsilcisi olarak kullanmak veya pazar risk primini doğrudan veren şirketlerin verilerini kullanmak, diğer bir ifade ile tarihi verilerden faydalanmak bir takım bir takım kısıtlara yol açabilmektedir. Örneğin, geçmiş verilerin gelecekte de devam edeceğini düşünmek, yatırımcının risk algısını değiştirecek hiçbir olayın gerçekleşmeyeceğini öngörmeyi gerektirdiğinden doğru bir varsayım olmayabilir. Eğer kullanım kolaylığı sebebi ile geçmiş verilerle çalışılacaksa, 20 yıllık geometrik ortalama almak, daha doğru bir risk primi tahmin etmek için başvurulabilecek yollardan biri olmaktadır. İleriye yönelik piyasa getirisinin hesaplanmasında araştırmacılar için başvurulacak diğer bir yol, beklenen risk priminin (ex-ante) hesaplanmasıdır. Bu yöntem ileriye dönük bir hesaplamadır. Bu yöntemde

Gordon sabit büyüme modeli kullanılarak, piyasanın karpayı getirisi üzerine bu kar paylarının sabit büyüme oranı (beklenen enflasyon oranı+beklenen nüfus artış oranı) eklenmekte ve piyasanın beklenen getirisi bulunmaktadır. Son olarak beklenen risk primine yönelik, finansal analistler, yöneticiler ve akademik çalışanlar ile yapılan anketler de gerçekçi sonuçlar verebilmektedir (Brigham ve Ehrhardt, 2011, s. 347).

SVFM hesaplamalarındaki son adım beta katsayısının hesaplanmasıdır. (12) numaralı denklemin haricinde beta katsayısı, regresyon yöntemi ile de kolaylıkla bulunabilmektedir. Şirkete ait pay senedi getirileri dikey eksene; pazar getirileri yatay eksene yerleştirildiğinde, regresyon denkleminin eğim katsayısı betayı vermektedir. Bu şekilde hesaplanan beta tarihi verilere dayandığından, tarihi beta adını almaktadır. Buradaki en önemli sorun; getiriler hesaplanırken hangi sıklıkla ve hangi aralıkta kullanılacağıdır. Getiriler günlük, haftalık ya da aylık hesaplanabileceği gibi; beta hesaplamaları yıllık, üç yıllık, beş yıllık ve hatta on yıl aralığında yapılabilmektedir. Aylık getiri ile bir yıl süresince hesaplanan betalar istatistiksel olarak anlamlı olmamakta; 10 yıl ve üzeri hesaplanan betalar ise, gerçeği yansıtmamaktadır. Uygulamalı çalışmalarda haftalık getiriler ile çalışıldığında bir veya iki yıllık beta hesaplanmakta; aylık veriler ile çalışıldığında ise üç veya beş yıllık dönem ele alınmaktadır. Beta hesaplamaları ile ilgili bir diğer problem, betanın hangi pazarın sistematik riskini yansıttığı hakkında uygulamada ortak bir fikir olsa da (menkul kıymet borsa endeksleri); aslında teoremin söylediği üzere alınıp satılabilen tüm varlıkların bulunduğu bir piyasanın temsilcisi olması dolayısıyla, emlak piyasası veya antika piyasası gibi piyasalar hesaplamalara dahil edildiğinde, beta katsayılarının değişmesidir. Son olarak, tarihi beta hesaplamalarında beta katsayısı çoğunlukla %95 güven aralığında o katsayıyı aldığından, gerçek betanın belirli bir aralıktaki farklı değerlere sahip olması mümkündür. Bu durum iyi çeşitlendirilmiş portföylerde sorun olmazken, özellikle tek bir şirkete ait yapılan hesaplamalarda yanıltıcı sonuçlara yol açabilmektedir (Brigham ve Ehrhardt, 2011, s. 351).

Yukarıda bahsedilen sorunlardan dolayı araştırmalar betanın daha doğru bir sonuç vermesi için farklı hesaplama şekilleri geliştirmeye devam etmektedir. Bu bağlamda bir kaç farklı beta ortaya çıkmıştır. Bunların ilki, şirket betalarının belirli bir zaman içerisinde sektör betalarına yaklaşacağını savunan ve bu sebeple sektör betasını da hesaplamalara dâhil eden ayarlanmış beta (adjusted beta), bir diğeri ise toplam beta (sum beta) olarak bilinen ve pay senedi getirilerinin fazla kısmını, pazar getirisinin fazla kısmı ile pay senedi getirilerinin fazla kısmının bir gecikmeli değeri ile birlikte analiz

eden beta katsayılarıdır. Bunlardan başka Blume (1975) birbirini takip eden iki dönemdeki beta değerleri arasındaki ilişkiyi regresyon analizi ile belirleyerek; elde edilen denklem katsayılarını bir sonraki dönem için beta tahmininde kullanarak, başka bir beta hesaplamıştır. Ayrıca, piyasada bazı yatırım şirketlerinin düzenlediği ve yumuşatılmış beta (smoothed beta) olarak bilinen ortalama tarihi betanın $2/3$ 'ünü ve pazar betası olan 1 'in $1/3$ 'ünü alarak çarpımlarının kullanıldığı beta katsayısı da bulunmaktadır. Bir diğer ölçüm; yatırımcının sistematik riski yalnızca kayıp durumunda algılamasından ötürü, hesaplamalarda ortalama varyans yerine ortalama semi-varyans kullanılan, dolayısıyla daha gerçekçi bir beklenen getiri hesapladığı düşünülen aşağı-yönlü beta (downside beta) katsayısıdır. Son olarak, özsermaye maliyeti hesaplarında kaldıraçlı betanın (levered beta) kullanılması, göreceli olarak daha yüksek borç/özsermaye oranına sahip şirketlerin, yani finansal kaldıraç yüksek şirketlerin, diğer faktörler aynı olmak koşuluyla, daha yüksek beta katsayısına sahip olmasına yol açmakta, dolayısıyla araştırmacıların tercih ettikleri yollardan bir diğeri olmaktadır (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 131).

Piyasaların etkin olduğunu varsayan SVFM, finans dünyasında halen en fazla kullanılan yöntemlerden biri olmakla birlikte, uygulamada bir takım eleştirilere maruz kalmaktadır. Yönteme karşı yapılan eleştiriler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Vernimmen, 2009, s. 428):

- SVFM risk ölçütü olarak yalnızca sistematik riski göz önüne almakta ve yatırımcıların tam çeşitlendirilmiş portföyler tuttuğunu varsaymaktadır. Fakat tam çeşitlendirilmiş portföye sahip olmak son derece karmaşık bir işlemdir. Campbell, Lettau, Malkiel ve Xu' nun (2001) çalışması 1970'lerde 20 varlıkla oluşturulan portföyün sistematik olmayan riski önemli ölçüde düşürürken, 2000'li yıllarda en az 50 varlıktan oluşan portföylerin sistematik olmayan riski azaltabileceğini ortaya koymuştur.
- Devletlerin ödenmeme riskinin olmaması dolayısıyla, uygulamada risksiz faiz oranı olarak devlet tahvillerinin faiz oranlarının kullanılması, 2002 yılında yaşanan Arjantin örneğinde görüldüğü gibi, doğru sonuçlar vermeyebilir.
- Beta katsayısı hesaplamalarında, beklenen getiri için hatasız betanın bulunamaması ve alternatif beta hesaplamalarını kullanmak, SVFM uygulamalarında yaşanan sıkıntılardan bir diğeridir.

- Özsermayenin beklenen getirisi için risk priminin hesaplanması, SVFM'nin uygulanmasında görülen en büyük problemlerden biridir. Örneğin büyüklük etkisinin risk primi üzerindeki etkisi konusunda bir görüş birliğine varılamamıştır. Ayrıca risk primi, yatırımcının varlığı elde tutma süresi değiştikçe farklılaşmaktadır. Yıllık hesaplanan pay senedi risk primi yüksek olmakla birlikte; elde tutma dönemi arttıkça risk primi düşmektedir.
- Son olarak piyasanın etkinliği, varlıkların doğru fiyatlanmış olması ve yatırımcıların rasyonel beklentilere sahip olması gibi temel varsayımlar SVFM'nin hem akademik hem de sektörel alanda sorgulanmasına yol açmaktadır.

Teorinin üzerinden yarım asırdan fazla zaman geçmiş olmasına ve yapılan sayısız uygulamalı çalışmalara rağmen, SVFM hakkında halen kesin bir görüş birliğine varılamamıştır. Graham ve Harvey'in (2001) yaptıkları ankete dayalı bir araştırma finans yöneticilerinin %75'inin SVFM ile özsermaye maliyetini tahmin ettiklerini ortaya koymuştur. Finans alan yazınında uygulamalı çalışmalarda oldukça önemli bir yere sahip olan SVFM, ardından gelen faktör modellerine de temel teşkil etmesi bakımından, finans teorisinde akademisyenlerin en çok öğrettikleri ve tavsiye ettikleri yöntemlerin başında gelmektedir (Brigham ve Ehrhardt, 2011, s. 352).

Pay senedi getirilerini pazar endeksi ile açıklamaya çalışan ve bir tek faktör modeli olan SVFM'nin yanı sıra, açıklayıcı faktör olarak birden fazla sayıda ve farklı değişkenlerin kullanıldığı modellerin türetilmesi mümkündür. Bu modellere çok faktörlü modeller denmektedir. Teoride çok faktörlü modellerin uzantısı olan farklı modeller de bulunmaktadır (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 69). İlerleyen başlıklarda bu modellerden bahsedilecektir.

4.2.1.1.2.2. Arbitraj Fiyatlama Modeli

Ross (1976) tarafından geliştirilen ve SVFM'nin gelişmiş bir versiyonu olan Arbitraj Fiyatlama Teorisi (AFT), sermaye piyasalarında arbitraj işlemleri ile oluşan rasyonel bir denge olduğu varsayımına dayanan bir modeldir. İki model arasındaki temel fark; SVFM'de menkul kıymetin beklenen getirisinin, pazar riskinin bir fonksiyonu olduğunun varsayılması, AFT'de ise varlığa ait risk priminin birden fazla faktöre, özellikle makroekonomik faktörlere bağlı olabileceğinin ileri sürülmüş

olmasıdır. Dolayısıyla herhangi bir menkul kıymetin risk primi, o varlığın getirisini açıklayan her bir risk priminin toplamıdır. Varlığın getirisi bu modelde denklem (13)'deki şekilde gösterilmektedir (Vernimmen, 2009, s. 432).

$$r_j - r_f = \beta_1(r_{v1} - r_f) + \beta_2(r_{v2} - r_f) + \dots + \beta_n(r_{vn} - r_f) \quad (13)$$

$r_j = j$ varlığının beklenen getirisini

$r_v - r_f =$ Varlığın getirisini etkileyen faktörlere ait risk primi

$\beta_n =$

j varlığı ile risk primi arasındaki fiyatlama ilişkisi, j varlığının n faktörüne olan duyarlılığı

Bu modelin en önemli özelliği, hangi faktörlerin pay senedi getirisini etkileyen ortak faktörler olduğunu ve bu faktörlerin kaç tane olması gerektiğini belirtmemesidir. Uygulamalı çalışmalarda denge pay senedi getirileri, farklı faktörler kullanılarak modellenmeye çalışılmıştır. Örneğin, Chen, Roll ve Ross'un (1986) çalışmalarında pay senedi denge getirileri üzerinde etkisi bulunan dört temel faktör belirlemiştirler. Bu faktörler;

- Enflasyondaki beklenmeyen değişim
- Sanayi üretimindeki beklenmeyen değişim
- Farklı derecelenmiş tahvillerin risk primindeki beklenmeyen değişim ve
- Vadeleri farklı tahvillerin faiz oranlarındaki beklenmeyen değişimdir.

Bu temel faktörlerin dışında farklı uygulamalı çalışmalarda, yatırımcı güvenindeki değişim, döviz kurlarındaki değişim, GSMH'deki değişim, hazine bonusu faiz oranlarındaki değişim gibi faktörlerin de kullanıldığı görülmektedir. Bu faktörlerin kesin bir şekilde belirlenmemiş olması AFM'nin pay senedi değerlendirme yöntemlerinden biri olmaktan ziyade, portföy yönetim araçlarından biri olmasına yol açmıştır (Vernimmen, 2009, s. 432)

4.2.1.1.2.3. Birikimli Toplama Modeli (Build-Up Method)

Birikimli toplama modeli çok faktörlü modellerden biri olup, herhangi bir varlığa ait denge getirinin temelde dört risk primi faktöründen etkilendiğini ileri sürmektedir. Bu faktörler, özsermaye risk primi, küçük şirket risk primi, şirkete özel risk primi ve uluslararası yatırımlar söz konusu olduğunda ise ülke risk primidir. Bu

yöntemle varlığa ait denge getiri (14) numaralı formülde hesaplanmaktadır (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 70).

$$E(R_i) = R_f + RP_m + RP_s + RP_u \quad (14)$$

$E(R_i)$ = *i menkul kıymetinin beklenen getiri oranı*

R_f = *risksiz faiz oranı*

RP_m = *piyasa risk primi oranı*

RP_s = *küçük şirket risk primi*

RP_u = *sektör veya şirket risk primi (sistemik olmayan risk)*

Şirketlerin büyüklükleri azaldıkça, taşıdıkları riskin artışı görülmüştür. Diğer bir ifade ile yatırımcılar küçük şirketlere yatırım yaptıklarında, daha fazla risk üstlendiklerini düşünerek, daha yüksek getiri beklemektedirler. Bu faktör küçük şirket getirileri ile büyük şirket getirileri arasındaki fark alınarak sayısallaştırılmaktadır. Ayrıca, varlığa ait denge getiri hesaplanırken, küçük şirket risk primi ile birlikte, özellikle tek bir varlık söz konusu ise tam çeşitlendirme varsayımı geçerliliğini kaybedecek ve böylece şirkete özgü faktörlerin de dikkate alınması gerekecektir. Şirkete özgü faktörler; sektör riski, getirilerinin oynaklığı veya şirketin sahip olduğu kaldıraç oranı gibi faktörler olabilmektedir. Son olarak, uluslararası yatırımlarda ülke risk primi de göz önüne alınmalıdır. Tüm bu faktörlerin getiri hesaplamaları yapılırken göz önünde bulundurulması doğru sonuçlara ulaşmak adına son derece önem taşımaktadır. Örneğin gelişmekte olan piyasalarda maliyet hesapları yapılırken, tarım sektöründe faaliyet gösteren bir şirkete kıyasla, inşaat gibi riskli bir sektörde faaliyet gösteren bir şirket için risk primi daha yüksek hesaplanabilmekte, daha düşük borç/özsermaye oranına sahip olan bir şirket için ise risk primi bir kaç puan indirilebilmektedir. Bu modelin en önemli özelliği; denge getiri hesaplarında varlık fiyatını etkileyen faktörlerin hangileri olduğunu belirtmesi ve riskin tek ölçütünü sistemik risk olarak kabul etmemesidir (Pratt ve Grabowski, s. 73).

4.2.1.1.2.4. Fama-French 3 Faktör Modeli

Fama ve French (1992) yayımladıkları uygulamalı çalışmalarında SVFM'nin ve beta katsayısının varlık getirilerini açıklamakta yeterli olmadığını görüp, oluşturdukları portföyler aracılığı ile şirket büyüklüğü, defter değeri/piyasa değeri oranı (DD/PD), finansal kaldıraç oranı, fiyat kazanç oranı gibi değişkenler ile pay senedi getirisi

arasındaki ilişkiyi incelemiş ve büyüklük (piyasa değeri) ile DD/PD oranlarının getiriye etkileyen önemli iki değişken olduklarını ortaya koymuşlardır. Buna göre büyüklük, yani piyasa değeri arttıkça, pay senedi getirisi azalmaktadır. Diğer bir ifade ile pay senedinin fiyatı ile işlem gören pay senedi sayısı çarpılarak bulunan piyasa değeri ile getiri arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Diğer bir oran olan DD/PD oranı arttıkça, getiri artmaktadır. Yüksek DD/PD oranına sahip “değer” portföyleri, düşük DD/PD oranına sahip “büyüme” portföylerine göre daha fazla getiri sağlamaktadırlar (Fama ve French, 1992). Bu çalışma temel alınarak daha sonraki çalışmalarda üç faktör varlık fiyatlandırma modeli geliştirilmiş ve bu iki değişken de SVFM’ye dâhil edilmiştir (Fama ve French, 1993; Fama ve French, 1996). Bu modele göre, pay senedi getirisindeki değişim; piyasanın risksiz faiz oranı üzerindeki fazla getirisi, ölçek ve DD/PD oranları tarafından açıklanabilmektedir. Üç Faktör Fiyatlandırma Modelinin temel hesaplama yöntemi (15) numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$E(R)_i = R_f + (\beta_i * ERP) + (s_i * SMBP) + (h_i * HMLP) \quad (15)$$

$E(R)_i$ = i varlığının beklenen getirisi

ERP = Piyasa risk primi; piyasanın risksiz faiz oranı üzerindeki getirisi

$SMBP$ = Küçük eksi büyük şirket risk primi; piyasa değeri küçük şirket getirisi ile piyasa değeri büyük şirket getirisi arasındaki fark

$HMLP$ = Yüksek eksi düşük şirket risk primi; $\frac{DD}{PD}$ oranı yüksek şirket getirisi ile bu oranın düşük olduğu şirket getirisi arasındaki fark

Bu modelde görülen B_i , s_i ve h_i , yukarıda açıklanan üç faktöre olan duyarlılıkları temsil eden zaman serisi regresyonlarındaki eğimlerdir. Fama ve French (2012, 2013, 2015) üç faktör modelinin ardından yaptıkları diğer çalışmalarla, denge getirileri açıklayan bu üç faktöre yeni faktörler ekleyerek dört ve beş faktörlü modeller oluşturmuşlardır. Bu faktörler, momentum faktörü olarak adlandırılan ve yatırımcıların yatırım davranış kalıplarının temsil eden faktör ile karlılık oranıdır. Bu modellerde dikkat edilmesi gereken en önemli unsur; modellerin teorik bir yaklaşıma sahip olmayıp, uygulamalı bir yaklaşıma sahip olmasıdır.

4.2.1.1.2.5. Piyasa Türevi Sermaye Fiyatlama Modeli (Market Derived Capital Pricing Model-MDCP)

Şirketler negatif getiriye veya azalan getirilere sahip olduğunda, piyasalar da yükselmiyorsa, hesaplanan betalar gerçeği yansıtmayacaktır. Bu gibi durumlarda, düşük çıkan beta katsayıları; şirketlerin yüksek risk taşımalarına rağmen, piyasalar durağan olduğu için düşük riske sahiplermiş gibi gözükmelerine sebep olmaktadır. Bu gibi durumlar için McNulty, Yeh, Schulze ve Labatkin (2002) çalışmalarında yeni bir denge getiri hesaplama yöntemi geliştirmişlerdir. Araştırmacılar, özsermaye sahibi olan yatırımcıların taşıdıkları riski üç grupta incelemişlerdir. Bunlar, politik risk, ödenmeme riski ve risk primidir. Politik risk, 10 yıllık devlet tahvilinin getirisi olarak kabul edilir. İşletmenin ödenmeme riski, kendi ihraç ettiği tahvil ile 10 yıl vadeli devlet tahvili arasındaki fark olarak sayısallaştırılabilir. Dolayısıyla şirketin ihraç ettiği 10 yıllık tahvilin verimi, o şirket için hem politik riski, hem de şirketin ödenmeme riskini içinde barındırmaktadır. Bu oranın üzerine eklenecek olan risk primi hesaplamaları, bu yöntemi diğerlerinden ayıran temel unsurdur. Yazarlar risk primini hesaplamak için beş adımlı bir yöntem geliştirmişlerdir. Bu adımlar sırasıyla aşağıdaki gibidir (McNulty, Yeh, Schulze ve Labatkin, 2002, s.6).

- İleriye yönelik bir başabaş noktası hesaplanması için, öncelikle belirli bir dönem içerisinde pay senedi sahiplerinin katlanmaya hazır oldukları risk için, o pay senedine ne kadar bedel ödemeye razı olabileceklerini bulmak gerekmektedir. Daha önce de bahsedildiği üzere, pay senedi kazancı iki kısımdan oluşmaktadır. Bunlar karpayı kazancı ve sermaye kazancıdır. Sermaye kazancının en az borç sahiplerinin bekledikleri getiri kadar olması gerektiğinden, denklem aşağıdaki şekilde yazılabilmektedir:

$$r_{\text{özsermaye}} = r_{\text{sermaye kazancı}} + r_{\text{karpayı}}$$

$$r_{\text{sermaye kazancı}} = r_{\text{özsermaye}} - r_{\text{karpayı}}$$

$$r_{\text{sermaye kazancı}} = r_{\text{borç}} - r_{\text{karpayı}}$$

Borç maliyeti olarak, ihraç edilen tahvilin maliyeti; karpayı getirisi olarak da şirketin ödediği cari karpayının şirketin pay senedi fiyatına bölünmesiyle bulunan getiri oranı kullanıldığında, beklenen minimum sermaye kazancı getirisi bulunacaktır. Ardından hesaplanan sermaye kazancı, paranın zaman

değeri formülü ile faiz oranı yerine kullanıldığında, pay senedi sahibinin n dönem sonunda, o pay senedi için ödemeye razı olacağı minimum piyasa değerini göstermektedir.

$$Gelecek\ değer = Bugünlü\ değer * (1 + r)^n$$

- Pay senedinin riskinin belirlenmesi için, Black-Scholes opsiyon değerlendirme yöntemi kullanılmakta; böylece hesaplanan oynaklık, o pay senedine ait riski göstermektedir. Bu hesaplamaların yapılabilmesi için, şirketin alım opsiyonlarının piyasada işlem görmesi gerekmektedir.
- Aşağı yönlü riskin fiyatlanması adımı, yatırımcıların, pay senedi fiyatının başabaş noktasının altına düşmesi sonucunda ne kadar fiyat ödemeye razı oldukları hesaplanmaktadır. Bu hesaplama yapılırken yine Black-Scholes yönteminden faydalanılmakta ve teorik bir satım opsiyonu fiyatı hesaplanmaktadır.
- Fiyatlanan aşağı yönlü riskin maliyetinin hesaplanması; daha önce açıklanan adımlarda hesaplanan teorik satım opsiyonu fiyatının cari pay senedi fiyatına bölünmesi ile yıllık olarak aşağıdaki formül ile bulunmaktadır. Bu maliyet, aynı zamanda, pay senedi sahiplerinin riskli bir yatırım yapmış olmaları sebebi ile talep edecekleri fazla getiriye de temsil etmektedir.

Aşağı yönlü risk maliyeti

$$= \frac{\frac{\text{opsiyon fiyatı}}{\text{piyasa fiyatı}}}{\frac{1}{\text{borç maliyeti}} - \frac{1}{\text{borç maliyeti} * (1 + \text{borç maliyeti})^{\text{dönem}}}}$$

- Özsermaye maliyetinin hesaplanması; yukarıda hesaplanan risk priminin şirketin borç maliyetine eklenmesi ile bulunmaktadır.

MDCP modelinin en büyük avantajlarından biri tarihi veriler kullanmak yerine geleceğe yönelik beklentileri sayısallaştırabilmesi ve bu bağlamda yatırımcı beklentileri ile aynı doğrultuda beklenen getiri hesaplayabilmesidir (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 252).

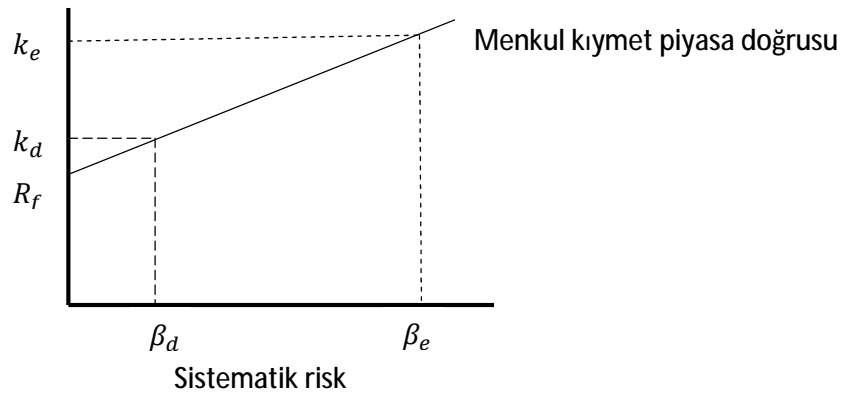
4.2.1.1.3. Borç Maliyetini Temel Alan Modeller

Şirketlerin borç maliyetleri bankadan aldıkları borç faiz oranı ile, ihraç ettikleri tahviller ise vadeye kadar getiri oranı ile ortaya çıkmaktadır. Özsermayenin maliyetinin hesaplanmasında kullanılan bu oranlarla kurulan modellerde, özsermaye yatırımcısının

beklediği getiri, en az borç yatırımcısının beklediği getiri kadar olmalıdır. Bu yöntemler, diğer yöntemlere göre, pratikte uygulaması daha kolay olan yöntemlerdir (Damadoran, 2014, s. 74).

4.2.1.1.3.1. Tahvil Artı Modeli

Bu yöntemde şirkete ait özsermaye maliyetini hesaplamak için temel alınan değişken, şirketin vergi öncesi borç maliyetidir. Dikkat edilmesi gereken nokta, varlık getirisini hesaplamak için risksiz faiz oranı üzerine bir risk primi eklenmesi değil; şirketin vergi öncesi borç maliyeti üzerine bir risk primi eklenmesidir. Borcun olduğu her şirkette vergi öncesi borç maliyeti, piyasadaki risksiz faiz oranının üzerindedir. Şirketlerin borçlanma oranları arttıkça bu maliyet de artmaktadır. Böylece borç betası kavramı ortaya çıkmaktadır. Şirketlerde borç betası iki sebeple sıfırdan farklı olmaktadır. Bu sebeplerin ilki, şirketlerin yüklendikleri borcu geri ödeyememe riski taşıması; ikincisi ise, piyasadaki genel faiz oranlarının değişmesi sebebi ile şirkete borç veren yatırımcıların talep ettikleri getiri oranının değişebilmesidir. Borç betası, risksiz varlık betası ve şirket betası arasındaki ilişki Şekil 1’de gösterilmiştir (Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 389).



Şekil 1. Farklı borç ve özsermaye maliyetlerinde menkul kıymet piyasa doğrusu

Kaynak: Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 389

Dolayısıyla bu yöntemde vergi öncesi borç maliyetine eklenen risk primi, özsermayenin borç üzerinde taşıdığı risk primini ifade etmektedir. Tahvil artı modelinde özsermaye getirisi, (16) numaralı denklemde gösterildiği gibi hesaplanmaktadır (Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 389).

$$k_e = k_d + RP \quad (16)$$

k_e = özsermaye getirisi

k_d = borcun vergi öncesi maliyeti

RP = risk primi (tahvil yerine hisse senedi tutmanın ek getirisi)

Formülde yer alan risk primi, şirketlerin derecelendirmelerine göre hesaplanan risk gruplarına göre bulunabilmektedir. Örneğin Bharma, Kuehn ve Strebulaev (2010) çalışmalarında BBB dereceli ve 10 yıl vadeli tahvil ihraç eden bir şirket için risk priminin %4,5 olarak kullanılması gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Yöntemle ilgili en büyük tartışmalardan biri, kullanılacak risk primi oranının tarihi verilere mi yoksa cari verilere mi dayanması gereğidir. Tahvil artı modeli kolay hesaplanabilir olması sebebi ile maliyet hesaplarında kullanılan bir yöntemdir (Pratt ve Grabowski, 2008, s. 253; Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 389).

4.2.1.1.3.2. Borç Maliyeti Temelli Risk Modeli

Borç maliyeti temelli risk modelinde temel varsayım, tahvil artı modeli gibi, özsermaye maliyetinin borcun vergi öncesi maliyetinden daha yüksek olması gerektirir. Ne kadar yüksek olması gerektiği sorusunun cevabı ise, en az şirketin pay senedi ve tahvil getirilerinin sahip olduğu göreceli risk kadar olması gerektirir. Bu bağlamda denge getiri ya da özsermaye maliyeti (17) numaralı denklemdeki gibi hesaplanır (Damodaran, 2014, s. 74).

$$\text{Özsermaye maliyeti} = \text{Borcun vergi öncesi maliyeti} * \frac{\text{hisse senedi getirilerinin standart sapması}}{\text{tahvil getirilerinin standart sapması}} \quad (17)$$

Bu yöntemin en önemli sakıncası, banka kredisi ile borçlanan şirketlerde borcun maliyetinin sabit olması ve piyasaya göre düzenli olarak güncel maliyetin gözlenememesi sebebiyle standart sapmasının hesaplanamaması, dolayısıyla özsermaye maliyetinin hesaplanamamasıdır (Damodaran, 2014, s. 75). Özsermaye maliyetinin hesaplanmasına yönelik yukarıda açıklanan bu yöntemlerden sonra, izleyen başlıklarda, sermayenin ikinci unsuru olan yabancı kaynak (borç) maliyetinin hesaplanmasına yönelik konular incelenecektir.

4.2.2. Yabancı Kaynak (Borç) Maliyetinin Hesaplanması

Şirketlerin fon bulmak için başvurdukları iki kaynak bulunmaktadır. Bunlar, banka kredisi ve tahvil ihracıdır. Her ne kadar alıcılar, gider tahakkukları gibi kısa vadeli borçların maliyeti olsa da, bu maliyetler örtülü maliyetlerdir. Yabancı kaynak maliyeti hesaplarında ele alınan maliyet ise, uzun vadeli borçların açık maliyetleridir. Bu durumun istisnası, kısa vadeli bir borç olan varlığa dayalı menkul kıymet ihracıdır ve bu da yalnızca finans sektöründe faaliyet gösteren şirketler için geçerli olmaktadır. Değerleme ve maliyet çalışmalarında uzun vadeli borcun dikkate alınmasının temel sebebi, şirketlerin yatırım kararlarında vade uyumu araması varsayımı ve yatırım kararlarının uzun vadeli kararlar olmasından ileri gelmektedir (Van Horne ve Wachowicz, 2008, s. 384).

Teoride uzun vadeli borç maliyeti temel maliyet olarak incelenmekte, uygulamada ise, özellikle küçük ve orta ölçekli şirketlerde, kısa süreli banka borçlarının da yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir. Hatta şirketler uzun vadeli yatırımlar yapsalar bile, kısa vadeli rotatif krediler kullanabilmektedirler. Bu durum için kullanılan alternatif çözüm; kısa ve uzun vadeli borçların bir araya toplanıp birlikte maliyet hesaplarına dâhil edilmesidir. Kısa ve uzun vadeli banka kredileri ile farklı vadeli tahvillerin maliyetinin birleştirilmesi şirkete ait borç maliyetinin hesaplanmasında pratikte en doğru sonuçları veren yöntemlerden biri olmaktadır (Damodaran, 2014, s. 140).

Yabancı kaynak maliyeti, kaynağın şirkete sağladığı para girişi ile bunun gelecek dönemlerde faiz ve anapara taksiti olarak şirketten gerektireceği para çıkışını eşitleyen iskonto (r_b) oranıdır ve (18) numaralı denklemdeki gibi gösterilmektedir (Akgüç, 1998, s. 441).

$$I_b = \frac{C_1}{(1+r_b)^1} + \frac{C_2}{(1+r_b)^2} + \frac{C_3}{(1+r_b)^3} + \dots + \frac{C_n}{(1+r_b)^n} \quad (18)$$

$$I_b = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r_b)^t}$$

I_b = yabancı kaynağın firmaya sağladığı para girişi

C_t = yabancı kaynağın gerektirdiği yıllık para çıkışı (faiz veya anapara taksidi)

n = yabancı kaynağın vadesi

r_b = yabancı kaynak maliyeti

(18) numaralı denklemde hesaplanan maliyet; vergiden önce ve vergiden sonra olarak iki farklı şekilde kullanılabilir. Fakat yabancı kaynağa ödenen faizler, gider yazılarak vergi matrahından düşürülebildiğinden, vergi tasarrufu etkisi sebebi ile vergi sonrası maliyet ile vergi öncesi maliyet arasında büyük farklar olabilmektedir. Bu sebeple borcun vergi sonrası maliyetinin kullanılması gerekmektedir (Akgüç, 1998, s. 441).

Borç maliyetinin özsermaye maliyetinden ayrıldığı temel nokta, yatırımcıların beledikleri getiri karşılığında üstlendikleri riskin kaynağıdır. Özsermaye sahibi olan yatırımcılar, modern portföy teorisine göre, tam çeşitlendirilmiş portföyler tuttıkları varsayıldığından, şirket riskini elimine ederek yalnızca üstlendikleri pazar riskine karşılık getiri beklemektedirler. İşletmeye borç veren yatırımcılar ise, hem pazar riskini hem de şirkete özgü bir risk olan ödenmeme riskini fiyatlamaktadırlar. Borç maliyeti hesaplanırken üstlenilen pazar riski, piyasa faiz oranlarının değişmesi riskidir. Piyasada faiz oranları artıka, şirketlerin borç maliyetleri de artacaktır. Bununla birlikte sistematik olmayan bir risk kaynağı olan ödenmeme riski ise, şirketlerin nakit akışı yaratabilme kapasitesi ve sahip olduğu finansal yükümlülüklerinin bir fonksiyonudur. Bununla birlikte şirketlerde ödenmeme riski, yüksek nakit girişi yaratabilen, nakit akışları düzenli ve varlıkları görece olarak daha likit olan şirketlerde daha düşüktür (Damodaran, 2014, s. 77).

4.2.2.1. Kredi Yoluyla Sağlanan Yabancı Kaynağın Maliyeti

Borcun maliyeti denildiğinde ilk akla gelen kullanılan borcun faiz oranı olsa da gerçekte bu oran borcun maliyeti değildir. Borç alan şirketler dosya masrafı, ekspertiz, sigorta ve benzeri. bazı maliyetlere katlandıklarından, oluşan gerçek nakit girişi kredi tutarına eşit olmayabilir. Bu nedenle etkin maliyet, nakit girişlerinin bugünkü değerini nakit çıkışlarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranıdır ve (19) numaralı denklemdeki gibi gösterilir (Aktaş Doğanay, Murat ve Başcı, 2013, s. 340).

$$I_k = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r_k)^t} \quad (19)$$

I_k = işletme tarafından kullanılan net kredi tutarı

C_t = sağlanan kredi için ödenecek olan faiz veya anapara ödemeleri

n = kredinin vadesi

r_k = kredinin maliyeti

(19) numaralı denklemde görüldüğü gibi hesaplanan oran, alınan kredinin faiz oranı değildir. Bu nedenle kredinin faiz oranı yerine yeniden hesaplanan ve genellikle bu orandan fazla bulunan r_b oranı, borcun maliyeti olmaktadır (Aktaş Doğanay, Murat ve Başcı, 2013, s. 340). Genellikle şirkete kredi yoluyla yabancı kaynak sağlayan yatırımcılar, bankalardır. Bankalar borç verdikleri şirketlere kendi risk analizlerini yapar, ona göre borç verdikleri şirketler için ödenmeme riskini hesaplar ve karşılığında getiri talep ederler (Damodaran, 2014, s. 77). Burada dikkat edilmesi gereken nokta, vergi etkisinin dikkate alınması gerektiğidir. Etkin maliyet kredi faizinden yüksek olsa da, borcun vergi tasarrufunun olması, bu maliyet kaynağının etkin maliyetten daha ucuz olmasını sağlamaktadır. İşletmenin kredi maliyeti (20) numaralı denklemde gösterildiği gibi hesaplanacaktır (Uslu ve Önal, 2007, s. 414).

$$I_k = \sum_{t=1}^n \frac{C_{at} + [C_{ft}(1-v)]}{(1+r_k)^n} \quad (20)$$

I_k = İşletme tarafından kullanılan net kredi tutarı

C_t = Sağlanan kredi için ödenecek olan faiz ödemeleri

C_a = Sağlanan kredi için ödenecek olan anapara ödemeleri

v = vergi oranı

n = kredinin vadesi

r_k = kredinin maliyeti

Karlı olmayan ya da vergi bağışlıkları nedeniyle borç faizlerinin gider yazılmasıyla bir vergi yararı sağlamayan şirketler için kredi maliyeti, vergiden önceki maliyeti olacaktır (Uslu ve Önal, 2007, s. 414).

4.2.2.2. Tahvil Çıkarılması Yoluyla Sağlanan Yabancı Kaynağın Maliyeti

Tahviller, devletin ya da şirketlerin dış finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere ihraç ettikleri uzun vadeli borçlanma araçlarıdır. Tahvil çıkarılması yoluyla şirkete sağlanan yabancı kaynakların maliyeti aşağıdaki denklemle hesaplanmaktadır (Akgüç, 1998, s. 442):

$$I_t = \sum_{t=1}^n \frac{C_k}{(1+r_t)^t} + \frac{C_a}{(1+r_t)^n} \quad (21)$$

I_t = Tahvil çıkarılmasının firmaya sağladığı net para girişi

C_t = Yıllık faiz ödemeleri

$C_a = \text{Vade sonundaki anapara ödemesi}$

$n = \text{tahvilin vadesi}$

$r_t = \text{tahvilin maliyeti}$

(21) numaralı denklemde görüldüğü üzere, tahvil çıkarma yoluyla sağlanan yabancı kaynağın maliyeti; tahvilin kupon ödemeleri ile vade sonundaki anapara geri ödemesini tahvilin bugünkü değerine eşitlemeye çalışan iskonto oranıdır. Başabaşın altında çıkarılmış ve anaparanın tamamı belirli bir vade sonunda itfa edilecek olan tahvilin şirkete olan maliyeti, aynı zamanda tahvil cinsinden borçlanmanın maliyetine eşittir. Dolayısıyla bu iskonto oranı aslında tahvilin vadeye kadar getirisi. Borcun maliyeti tahvil ihracı sürecinde değerlendirildiğinde, tahvilin vadeye kadarki getirisi borcun maliyetini oluşturmaktadır (Aktaş, Doğanay, Murat ve Başcı, 2013, s. 340).

Şirketlerin çıkardığı tahvillerin sayısının artmasıyla, ikinci el tahvil piyasası oluşmuştur. Bu piyasanın gelişmesi ile birlikte tahvil ihracında bulunan şirketleri değerleyen, Standard & Poor's (S&P) ve Moody's gibi derecelendirme kuruluşları ortaya çıkmıştır. Bu kuruluşlar bir takım özel ve/veya kamuya açık bilgilerle tahvil ihracında bulunan şirketlerin ödenmeme riskini belirli bir standart dahilinde derecelendirerek raporlamaktadırlar. İşletmelerin çıkardığı tahvilleri satın alan yatırımcılar ise, bu derecelendirme kuruluşlarının açıkladıkları notlar üzerinden getiri beklentilerini güncellemektedirler (Damodaran, 2014, s. 77).

Şirketlerde sermaye maliyetini oluşturan unsurlar özsermaye ve borç maliyeti olsa da; bu iki maliyet unsurunun yanında, dağıtılmayan (alıkonulan) karların maliyeti, amortisman maliyeti, pay senedi ile değiştirilebilir tahvillerin maliyeti ve imtiyazlı pay senedi çıkarmak yoluyla elde edilen kaynağın maliyeti gibi farklı maliyet unsurları da bulunmaktadır (Akgüç, 1998). Fakat bu maliyet unsurlarına, kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında alan yazında yer almayan kavramlar olduklarından, bu bölümde yer verilmeyecektir. Kurumsal yönetim çalışmaları, borç maliyeti, özsermaye maliyeti ve toplam sermaye maliyeti kavramlarının üzerinde gelişmektedir.

4.2.2.3. Borç Maliyetinin Hesaplanmasında Kullanılan Alternatif Yöntemler

Halka açık şirketlerin ihraç ettiği tahviller ikincil piyasalarda işlem görebildiğinden, vadeye kadar getiri hesaplarının yapılması mümkündür. Fakat tahvil ihraç etmeyen veya ihraç ettiği tahvillerin likiditesi yüksek olmayan şirketlerde borç maliyeti hesaplamak zorlaşmaktadır. Dolayısıyla temeli indirgenmiş nakit akışları

yöntemine dayanan maliyet hesaplarından farklı olarak, aşağıda anlatılan yöntemlerden birini kullanmak daha doğru sonuçlar verebilecektir (Damodaran, 2014, s. 138).

- *Son borçlanma oranını kullanmak;* özellikle küçük ölçekli ve özel şirketlerde sıklıkla uygulanan yöntemlerden biridir. Bankalardan veya diğer finansal kuruluşlardan alınan son borcun maliyetini kullanmak, bu finansal kuruluşların, şirketleri içinde bulunduğu risk grubuna göre değerlendirip borç verdiği varsayımına dayandığından, maliyet hesaplarında doğru sonuçlar verebilmektedir.
- *Sentetik bir derecelendirme notu kullanmak;* uygulamalarda kullanılan ve gerçekçi sonuçlara ulaştıran yöntemlerden bir diğeridir. Bu yöntem ile derecelendirme notu bulunmayan şirketlerde, piyasa kapitalizasyonları ile faiz karşılama oranlarına dayanarak sentetik bir derece notu belirlenir. Ardından bu notların S&P'de ve Moodys'de karşılıkları belirlenir ve belirlenen bu nota göre şirketlere risk primi atanır. Son olarak tahvil artı modeli gibi bir model ile bu risk primi, uzun vadeli risksiz faiz oranına eklenir. İşletmelerde sentetik derecelendirme notu belirlenirken, faiz karşılama oranı yerine Altman Z-skorunun kullanılması da görülen bir uygulamadır.
- *Borç betası hesaplamak;* şirketlerde borç maliyetinin belirlenmesinde kullanılan bir başka uygulamadır. Borç betasının hesaplanması, şirketin tahvil getirileri ile tahvil piyasasının getirilerinin regresyon analizi ile incelenip, regresyon denkleminin eğiminin alınması ile mümkün olmaktadır. Bulunan beta katsayısı SVFM'de kullanıldığında, borç maliyetini vermektedir. Bu yöntemde dikkat edilmesi gereken en önemli nokta ve aynı zamanda bu yöntemin en büyük sakıncası; beta katsayısının hem yukarı hem de aşağı yönlü riski gösteren bir katsayı olmasıdır. Oysaki borç verenler için risk, doğası gereği aşağı yönlüdür. Borç en iyi ihtimalle beklenen tutarda ve beklenen zamanda geri ödenir veya ödenmez. Dolayısıyla yukarı yönlü bir riskten bahsetmek mümkün değildir.

Yukarıda ifade edilen yöntemlerin haricinde pratikte oldukça kolay uygulaması olan bir başka yöntemler de bulunmaktadır. Finansman Gideri/Finansal Borçlar, Faiz Gideri/Yıllık Ortalama Kısa Süreli Borçlar, Finansman Gideri/Toplam Borçlar, özellikle uygulamalı çalışmalarda çok sık kullanılan borç maliyeti hesaplama yöntemidir (Pitman

ve Fortin, 2004; Francis, LaFond, Olsson ve Schipper,2005; Byun, 2007, Piot ve Missonier-Piera, 2007, Ertuna,2014; Zhu, 2014)

4.2.3. Toplam Sermaye Maliyetinin Hesaplanması

Sermaye maliyeti çok genel bir ifade ile, şirketin yatırımlarından beklenen ve hem özsermaye sağlayan hem de borç veren yatırımcıları tatmin edecek olan minimum getiri oranıdır. Uygulamada sermaye maliyeti, farklı kaynaklardan sağlanmış olan fonların maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasının alınması yoluyla bulunsa da, aslında sermaye maliyeti, şirketin varlıklarının taşıdığı risk ile borç ve özsermayenin ağırlıklarının bir fonksiyonudur. Özellikle Modigliani ve Miller (1958, 1977) Nobel ödülü aldıkları çalışmaları ile şirketlerin sermaye maliyetinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu göstermişlerdir. Fakat uygulama kolaylığı dolayısıyla sermaye maliyeti denildiğinde sıklıkla *Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti* yönteminin kullanıldığı görülmektedir (Vernimmen, 2009, s. 448).

4.2.3.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Gerek akademik dünyada gerekse finans yöneticilerinde şirketlerin ortalama sermaye maliyetini en düşük düzeye indirecek optimum sermaye yapısının aranması konusunda bir görüş birliği bulunmaktadır. Bu bağlamda AOSM yöntemi sermaye maliyeti konusunda geleneksel yaklaşımı yansıtmakta, bir başka deyişle sermaye yapısında olabilecek bir değişimin sermaye maliyetini etkileyebileceği varsayımına dayanmaktadır. AOSM yönteminde şirketin sermaye maliyeti (22) numaralı denklemde gösterildiği gibi hesaplanmaktadır (Akgüç, 1998, s. 472).

$$AOSM = (k_e * W_e) + (k_i * W_i) + (k_{b(v\ddot{o})} [1 - v] * W_b) \quad (22)$$

k_e = hisse senedi çıkarılması yoluyla elde edilen kaynakların maliyeti

W = her bir kaynağın toplam kaynaklar içerisindeki payı

k_i = imtiyazlı hisse senedi çıkarılması yoluyla elde edilen kaynakların maliyeti

$k_{b(v\ddot{o})}$ = borcun vergi öncesi maliyeti

v = vergi oranı

Sermaye maliyeti borç ve özsermaye unsurlarının paylarının değişmesine bağlı olarak, farklı değerler alabilmektedir. Dolayısıyla şirketin sermaye bileşimi son derece

önem taşımaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken en önemli nokta; şirketin hedef sermaye yapısı bileşimini hedef alması dolayısıyla, farklı sermaye kaynaklarının ağırlığı belirlenirken hesaplamalarda en son piyasa değerlerinin kullanılmasıdır (Uslu ve Önal, 2007, s. 418). İşletmelerde özsermayenin piyasa değeri, dolaşımda olan pay senedi sayısı ile cari pay senedi fiyatı çarpılarak bulunmaktadır. Halka açık olmayan şirketlerde ise, sektördeki benzer bir şirket temel alınarak, piyasa çarpanları yoluyla değerlendirilebilir. Borcun farklı vadeler ve farklı özellikler göstermesi sebebiyle, piyasa değerinin belirlenmesi özsermayeye görece daha zordur. Bu zorluk sebebiyle, uygulamalı çalışmalarda borcun defter değerinin kullanıldığı görülmektedir. Bu uygulamanın arkasındaki temel varsayım; piyasa faiz oranlarının pay senedi piyasaları kadar oynak olmamasıdır. Sermaye yapısını oluşturan farklı unsurların tek tek maliyetleri hesaplandıktan ve hedef sermaye yapısı belirlendikten sonra, şirketin AOSM'si (22) numaralı denklem kullanılarak hesaplanabilir (Damodaran, 2014, s. 148).

4.2.3.2. Sermaye Maliyeti Hesaplarında Kullanılan Alternatif Yöntemler

Şirketler için sermaye maliyeti hesaplamalarında AOSM yönteminden başka iki temel yöntem daha kullanılmaktadır. Bunların ilki, şirketin varlık betasının, diğer bir ifade ile kaldıraçsız betanın hesaplanması; ikincisi ise, şirketin toplam değerinin hesaplanması yöntemleridir.

Varlık betasının hesaplanarak sermaye maliyetinin bulunduğu bu yöntemde SVFM temel alınmaktadır. Böylece şirketin hem özsermaye hem de yabancı kaynak sağlayan yatırımcılarını tatmin edecek getiri oranı; risksiz faiz oranı üzerine, şirketin faaliyetlerinin riskini gösteren bir risk priminin eklenmesi ile bulunur. SVFM kullanılarak hesaplanan bu yöntemdeki tek fark, pay senedinin betası yerine, şirketin varlık betasının kullanılmasıdır.

$$k_i = r_f + \beta_A(r_m - r_f) \quad (23)$$

(23) numaralı denklemde yer alan varlık betası (β_A), şirketin nakit akışları ile piyasanın ya da şirketin faaliyette bulunduğu sektörün toplam nakit akışları ile arasındaki birlikte hareket etme ölçütüdür. Dolayısıyla özsermaye betası (β_e) ile aynı temel varsayıma sahiptir. Yüksek varlık betasına sahip olan bir şirkete yatırım yapıldığında, nakit akışları yüksek risk taşıyan bir şirkete yatırım yapılmış demektir.

Dolayısıyla bu şirketin karlılığı da dalgalanacağından, yüksek özsermaye betasına sahip olması beklenecektir. Varlık betası, özsermaye ve borç betasının (β_d) ağırlıklı ortalamasına eşittir.

$$\beta_A = \beta_e * \frac{V_e}{V_e+V_d} + \beta_d * \frac{V_d}{V_e+V_d} \quad (24)$$

V_e = özsemayenin piyasa değeri

V_d = borçların piyasa değeri

Borç betası kaldıracın etkisinden çok faydalanmayan şirketlerde sıfır olarak kabul edilebilmektedir. Bu durumda (24) numaralı formül yeniden düzenlenebilir.

$$\beta_A = \frac{\beta_e}{1+\frac{V_d}{V_e}} \quad (25)$$

Bu hesaplamalarda dikkat edilmesi gereken nokta, şirketlerde borçlanma oranı arttıkça, şirketlerin finansal strese girmeleri; böylece borç betası hesaplanırken yalnızca ihraç ettikleri tahvillerin vadeye kadar getirisi göz önüne alınıp, kredi borçları hesaplara dâhil edilmeyeceğinden, gerçek riski yansıtan borç betalarının hesaplanma olasılığının düşmesidir (Vernimmen, 2009, s. 450).

AOSM'den farklı olan ikinci yöntem ise, toplam şirket değerinin hesaplanmasıdır. Bu yöntemde, şirketin yaratması beklenen serbest nakit akışları hesaplanır. Bu serbest nakit akışlarını şirketin bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı, şirketin sermaye maliyeti olarak kabul edilir. Bu yöntemin uygulamada pek kullanılmamasının sebebi, şirketin serbest nakit akışlarını (SNA) doğru tahmin edebilmenin güçlüğüdür. Bu yöntemle yapılan hesaplamalarda (26) numaralı denklemde r 'yi bulmak gerekmektedir (Vernimmen, 2009, s. 453).

$$V = V_ö + V_b = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{SNA_t}{(1+r)^t} \quad (26)$$

$V_ö$ = özsemayenin piyasa değeri

V_b = borçların piyasa değeri

SNA_t = Serbest nakit akışları

r = işletmenin sermaye maliyeti

İşletmelerde sermaye maliyetinin hesaplanmasında izlenecek temel yöntemlerle birlikte dikkat edilmesi gereken bir takım hususlar bulunmaktadır. Örneğin farklı sektörlerde faaliyet gösteren çokuluslu şirketlerde maliyet hesapları yapılırken, sektörel riskler ile ülke riskleri göz önüne alınmalıdır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarının büyüklüğü ile borç ödeme güçlerinin gelişmiş ülkelere kıyasla farklı olmasından ötürü, maliyet hesapları farklılık gösterebilmektedir. Bancel ve Perrotin (1999), Fernandez (2003) ve Damodaran (1999; 2003) gibi araştırmacıların çalışmaları, gelişmekte olan ülkelerde risksiz faiz oranlarının ve risk primlerinin nasıl hesaplanabileceği ile ilgili yol gösterici olmaktadır. Konu ile ilgili dikkat edilmesi gereken bir başka unsur da, payları halka açık olmayan şirketlerin maliyetlerinin hesaplanmasının, halka açık olanlara göre farklılık göstermesidir. Değerlenen şirketin sahibinin, yalnızca o şirkete ait pay senetlerine sahip olması, SVFM'nin tam çeşitlendirilmiş yatırımcı varsayımını ihlal etmektedir. Dolayısıyla, yalnızca sistematik riske katlanacağı düşünülen yatırımcının portföyü, tam çeşitlenmiş varlıklardan oluşmuyorsa; sistematik olmayan risk de hesaplara katılmalıdır. Bunun için beta katsayısı yeniden düzenlenebilmektedir (Vernimmen, 2009, s. 457).

Sonuç olarak finans alanının en derin ve karmaşık alanlarından biri, şirketlerde sermaye yapısının oluşturulması ve sermaye maliyetinin hesaplanması konularıdır. Yukarıda açıklanan farklı maliyet kaynakları ve bu kaynakların hesaplanma yöntemlerinden sonra, izleyen başlıkta, sermaye maliyeti ve kurumsal yönetim ilişkisi incelenecektir.

4.3. Sermaye Maliyeti ve Kurumsal Yönetim İlişkisi

Jensen ve Meckling'in (1976) finans teorisine vekalet problemi kavramını kazandırmalarından itibaren, zayıf kurumsal yönetim süreçlerinin vekalet problemlerine neden olduğu ve şirketlerin gelecek nakit akışları üzerindeki belirsizliği artırdığı kabul edilmektedir. Bu kabulden yola çıkarak yapılan teorik ve uygulamalı çalışmalarda kurumsal yönetim ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki incelenmeye başlanmış ve bu ilişkinin yönünü ortaya koymayı amaçlayan çalışmalar önem kazanmıştır.

Bilgi asimetrisi, dağınık mülkiyet yapısı nedeniyle şirket yöneticilerinin çabalarının ve girişimlerinin pay sahipleri tarafından doğrudan gözlemlenememesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Yöneticilerin pay sahiplerinden daha çok bilgiye sahip olması şeklinde tanımlanabilen bilgi asimetrisi, ahlaki tehlike ve ters seçim gibi

problemlere yol açmaktadır. Ahlaki tehlike ve ters seçim problemleri, vekâlet maliyetlerini ortaya çıkarmakta; bu problemler de rasyonel yatırımcı tarafından fiyatlanarak sermaye maliyetlerinde artışa neden olmaktadır. Kurumsal yönetim, bilgi asimetriyelerinden kaynaklanan vekalet maliyetlerini azaltmayı hedefleyen birtakım mekanizmalar sunmaktadır. Bu kurumsal yönetim mekanizmaları, şirket yönetimlerinin bağımsız bir şekilde gözetimini temin ederek, etkin kararlar alınıp firma değerinin artırılmasını sağlamaktadır. Aynı zamanda şirket yönetimlerinin kendi lehine fırsatçı davranışlarda bulunmasını önleyerek firma değerinin azalmasını engelleyen uygulamaları teşvik etmektedir. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamaları, daha şeffaf finansal bilgilere ulaşılmasını ve daha fazla özel bilginin kamuya açıklanmasını sağlayarak, yatırımcıların karşılaştığı riskeri azaltmakta ve şirketlerin daha uygun maliyetle finansman bulmasını kolaylaştırmaktadır (Ashbaugh, Collins ve LaFond 2004).

Sahiplik ve kontrol ayrımı şirketlerde yöneticilerden kaynaklı sorunları ortaya çıkarmıştır. Yöneticilerinin dürüst olup olmaması ve yönetim üzerindeki denetimin etkin olup olmaması gibi belirsizlikler şirket üzerindeki riskleri artırmaktadır. Yatırımcı tarafından doğrudan kontrol edilemeyen bu riskler şirketin sistematik riskine yansımaktadır. Zayıf kurumsal yönetim, şirketlerde yöneticilerin yatırımcılar açısından olumsuz faaliyetleriyle de birleşerek sistematik riski artırmaktadır. Şirketlerin sistematik risklerinin artması şirketlerin sermaye maliyetlerinin de artmasına neden olmaktadır.

İyi kurumsal yönetim uygulamaları, kontrol gücüne sahip pay sahiplerinin ve yöneticilerin nakit akışlarına el koymalarını ve azınlık pay sahiplerini mülksüzleştirmelerini engellemektedir. Kurumsal yönetim kalitesinin artmasıyla, mülksüzleştirme imkanı azalmakta ve yatırımcılar şirkete daha fazla güven duymaktadır. Yatırımcıların güveninin yükselmesi şirkete daha düşük maliyetle daha fazla sermaye akışı sağlamaktadır (La Porta, Lopes-de-Silanes ve Shleifer, 2002)

Kurumsal yönetim kalitesi, bir şirketin büyümesi için ihtiyaç duyduğu sermayeye ulaşabilmek adına üstlendiği maliyetleri ve bu sermayenin doğrudan ya da dolaylı olarak şirkete teminini sağlayanların, şirket tarafından yaratılacak değerden eşit ve adil şekilde pay alabileceklerine olan güveni etkilemektedir. Bu bağlamda, kurumsal yönetime dair tüm kural ve uygulamalar, tasarruf sahipleri ile reel ekonomideki yatırımlar arasında kurulacak köprüye önemli bir destek olmaktadır. Sonuç olarak, iyi kurumsal yönetim uygulamaları hem pay sahiplerine hem de diğer menfaat sahiplerine haklarının korunmakta olduğuna dair önemli bir güvence vererek şirketlerin sermaye

maliyetlerinin azalmasına ve sermaye piyasalarına erişimlerinin kolaylaşmasına imkan sağlayacaktır (OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2016).

Küreselleşmiş sermaye piyasalarında, uluslararası sermaye hareketleri sayesinde şirketler çok daha büyük bir finansman havuzundan fon sağlama imkanı elde etmektedir. Şirketlerin ve ülkelerin küresel sermayenin tüm imkanlarından faydalanabilmesi ve uzun vadeli sermayeyi bünyelerine çekebilmeleri için; uluslararası alanda kabul görmüş, güvenilir ve anlaşılır kurumsal yönetim ilkelerine bağlı olmaları ve kurumsal yönetim düzenlemelerini bu ilkeler çerçevesinde yapmış olmaları gerekmektedir. Yabancı sermaye ihtiyacı olmayan şirketler dahi, etkin bir denetim ve yaptırım sistemi ile desteklenmiş güvenilir bir kurumsal yönetim yapısına sahip olarak yatırımcı güvenini artıracak, böylece sermaye maliyetini düşürecek ve istikrarlı finansman kaynaklarına sahip olacaktır (OECD, G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2016).

Kurumsal yönetimi, yaygın şekilde kullanılan tanımında yola çıkarak, şirketlerin piyasalardan finansman imkanı bulabilmelerini, faaliyetlerini etkin ve kuruluş amaçlarına uygun gerçekleştirebilmelerini sağlamaya yönelik kanun, düzenleme ve kurallar bütünü şeklinde tanımlayabilmek mümkündür (Gregory, 2000). Aynı zamanda kurumsal yönetim, şirkete finansman sağlayanların getirilerinin garanti altına alındığı sistemler olarak da tanımlanmaktadır. Bu bağlamda şirketlerin borç ve özsermaye sağlamasında özü itibarıyla kurumsal yönetimin etkisinin olduğu söylenebilmektedir.

Kurumsal yönetim kavramına yönelik ilginin temel sebeplerinden biri de, söz konusu kavramın şirketlerin ve finansal piyasaların yeniden yapılanmasında, gelişiminde ve denetiminde üstlenmiş olduğu önemli roldür. Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları, şirketlerin sermaye maliyetinin azalmasını, finansman olanaklarının ve likiditelerinin artmasını sağlarken; sermaye piyasalarından daha fazla fon sağlamalarını olanaklı kılmaktadır (Öztürk ve Demirgüneş,2006).

Hem teorik açıdan bakıldığında hem de uygulamalı birçok çalışma sonucunda, kurumsal yönetim ile sermaye maliyeti arasında güçlü bir ilişki olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim ve sermaye maliyeti arasındaki ilişkinin varlığı ve etkin bir kurumsal yönetimin düşük sermaye maliyeti imkanı sağladığı bu çalışmalarla tespit edilmiştir (Soh, 2011).

Kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyetine etkisine dair tartışmalar, birçok uygulamalı çalışma ile desteklenmiştir. Sonraki bölümde kurumsal yönetim ve sermaye maliyeti ilişkisini inceleyen çalışmalara yer verilecektir.

BÖLÜM V

KURUMSAL YÖNETİM İLE SERMAYE MALİYETİ İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Kurumsal yönetim kavramı, özellikle son yirmi yıldır dünya genelinde yönetim uygulamalarının iyileştirilmesi çalışmalarının yoğunluğu nedeniyle hükümetlerin, uluslararası örgütlerin ve iş dünyasının öncelikli gündem maddelerinden biri olmaktadır. Konunun gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomileri yakından ilgilendirmesi sebebi ile yapılan araştırma sayısı her geçen gün artmış ve kurumsal yönetim konusu akademik yazında daha fazla yer almaya başlamıştır (Kıyılar ve Belen, 2005; Claessens ve Yurtoglu, 2013).

Kurumsal yönetim kavramına yönelik ilginin temel sebeplerinden biri, söz konusu kavramın şirketlerin ve finansal piyasaların yeniden yapılanmasında, gelişiminde ve denetiminde üstlenmiş olduğu önemli rolden kaynaklanmaktadır. Başarılı bir kurumsal yönetim uygulaması şirketlerin sermaye maliyetinin azalmasını, finansman olanaklarının ve likiditelerinin artmasını sağlarken; sermaye piyasalarından da daha fazla fon temin edebilmelerini mümkün kılmaktadır (Öztürk ve Demirgüneş, 2006).

Kurumsal yönetimin şirketler için öneminin yanında, şirketlere sermaye sağlayan taraflar için de önem taşıması, konunun gerek akademik gerekse iş dünyasında gördüğü rağbeti artıran önemli unsurlardan biridir. Kurumsal yönetim uygulamaları sermaye sahiplerinin yatırımlarından elde edecekleri getirileri garanti eden mekanizmalar ile yakından ilgilidir. Sermaye sahiplerinin yatırımlarından elde edecekleri getirileri koruyan bu mekanizmalar olmadan, sermayenin şirketlere akmayacağı, kazançlarda ve dolayısıyla istihdamda düşüşe yol açacağı; böylece bu problemin yaşanacağı ülke ya da bölgenin ekonomik küçülme problemi ile karşı karşıya kalacağı bilinen bir gerçektir. Bu nedenle, gelişmiş ülkelerde hızlı şekilde artan kurumsal yönetim literatürü, gelişmekte olan ülkelerde de popüler bir akademik çalışma alanı olmaya başlamıştır (Shleifer ve Vishny, 1997; Baker, Godridge, Gottesman ve Morey, 2007).

Kurumsal yönetim konusu gerek ülke gerekse şirket düzeyinde birçok farklı şekilde incelenmeye devam edilmektedir. Yapılan bazı teorik çalışmalarda kurumsal

yönetimin hukuki boyutu incelenmekte; uygulamalı çalışmalarda ise, kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansı ve değerine etkileri incelenmektedir. Kurumsal yönetimin şirket değeri üzerindeki etkisini inceleyen uygulamalı çalışmalarda, şirketlerin sağlam kurumsal yönetim mekanizmaları oluşturabilirlerse daha iyi yönetilecekleri ve karlılıklarını artırabilecekleri öne sürülmektedir. Bu çalışmalarda, şirket değerini temsilen genellikle Tobin Q oranı, piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), fiyat/kazanç (F/K) oranı gibi değişkenler kullanılmaktadır. Gelişmiş ülke piyasalarında yapılan çalışmalarda, büyük oranda kurumsal yönetim uygulamalarının şirket değerini olumlu yönde etkilediğine dair sonuçlar elde edilmiştir (Gompers, Ishii ve Metrick, 2003; Bauer, Guenster ve Otten, 2004; Klapper ve Love, 2004; Brown ve Caylor, 2006; Regalli ve Soana, 2012; Ammann, Oesch ve Schmid, 2013). Gelişmiş piyasalarda kurumsal yönetim uygulamalarının şirket değerine etkisinin sınırlı ya da olumsuz yönde olduğuna dair çalışmalara nadir de olsa rastlanmaktadır (Klein, Shapiro ve Young, 2005; Gupta, Kennedy ve Weaver, 2009). Gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalar açısından bakıldığında da benzer bir durum görülmektedir. Çalışmaların büyük çoğunluğu kurumsal yönetim uygulamalarının şirket değerini olumlu etkilediğini ortaya koymakta (Leal ve Da Silva, 2005; Garay ve Gonzales, 2008; Black, Jang ve Park, 2015); az sayıdaki çalışmada ise şirket değerine etkisinin olmadığı ya da olumsuz yönde olduğu (Patel, Balic ve Bwakira, 2002) görülmektedir.

Kurumsal yönetimin performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında ise şeffaf bilgi akışı, sahiplik yapısı, bağımsız denetim ve kurumsal sahiplik gibi unsurların ele alındığı görülmektedir (Donker ve Zahir, 2008). Bu unsurlar ile şirketlerin finansal ve faaliyet performansları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda, performans temsilen genel olarak pay senedi getirileri, anormal getiriler, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı, aktif devir hızı, net kar marjı gibi değişkenler kullanılmıştır. Gelişmiş piyasalarda yapılan çalışmalarda kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performansları üzerinde olumlu etkisinin olduğuna dair sonuçlar elde edilmiştir (Core, Holthausen ve Larcker, 1999; Gompers, Ishii ve Metrick, 2003; Bhagat ve Bolton, 2008; Ertuğrul ve Hedge, 2009; Rose, 2016). Gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmalar incelendiğinde ise yine benzer sonuçların elde edildiği gözlemlenmiştir. Yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi ile şirket performansı arasında aynı yönlü ilişkiyi işaret etmektedir (Claessens ve Yurtoğlu, 2013; Mishra ve Mohanty, 2014).

Kurumsal yönetim konusunda Türkiye’de yapılan çalışmalar incelendiğinde, çoğunlukla kurumsal yönetim ile şirket değeri ve şirket performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı gözlenmiştir. Bu çalışmalarda, dünya genelinde yapılan diğer çalışmalara paralel olarak, şirket değeri için Tobin Q, F/K, PD/DD, fiyat/satış oranı gibi değişkenler kullanılmış ve çalışmalarda genel olarak kurumsal yönetim kalitesindeki artışın şirket değerini artırdığı yönünde sonuçlar elde edilmiştir. Yenice ve Dölen (2013), çalışmalarında, şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir; kurumsal yönetim derecelendirme notu arttıkça, şirketlerin piyasa değerinin arttığı sonucuna ulaşmıştır. Benzer sonuç Kula ve Baykut’un (2014) çalışmalarında da ortaya çıkmıştır. Ararat, Black ve Yurtoğlu (2016), çalışmalarında kurumsal yönetim kalitesi ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir; kurumsal yönetim kalitesi arttıkça şirket değerinin arttığı sonucuna ulaşmışlardır. Kurumsal yönetim ile şirket değeri arasında anlamlı bir ilişkinin görülmediği çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin, Acaravcı, Kandır ve Zelka (2015), çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket performansı ve değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir; kurumsal yönetim uygulamalarını gösteren unsurlarla ile şirket değerini temsil eden Tobin Q oranı arasında anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir.

Kurumsal yönetim ve performans ilişkisini inceleyen çalışmalara bakıldığında ise, performansı temsilen aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, devir hızları, pay senedi getirisi ve endeks getirisi gibi değişkenlerin kullanıldığı görülmüştür. Türkiye’de kurumsal yönetimin performansa olan etkisini inceleyen çalışmaların sayısı, şirket değerine olan etkisini inceleyen çalışmalara görece daha fazladır. Karamustafa, Varıcı ve Er (2009), kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketlerin, endekse dâhil olmadan önceki dönem ile dâhil oldukları dönemdeki finansal ve faaliyet performans farklarını incelemiştir, şirketlerin endekse dâhil olduktan sonra performanslarında anlamlı artışlar tespit etmişlerdir. Benzer şekilde Gürbüz, Aybars ve Kutlu (2010), çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamaları ile şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir ve kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performanslarını olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmalardan farklı olarak, Çarıkçı, Kalaycı ve Yaşar (2009), kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ile şirket performansı arasında bir ilişki olmadığını sonucuna ulaşmıştır. Benzer şekilde Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu (2013) da yüksek kurumsal yönetim notu olan şirketlerin daha iyi performans göstermediklerini

dolayısıyla, kurumsal yönetim kalitesinin şirketlerin performanslarına yansımadağı sonucuna ulaşmışlardır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının performans üzerindeki etkisini pay senedi getirileri üzerinden inceleyen çalışmalara bakıldığında, Sakarya (2012) çalışmasında, iyi kurumsal yönetim derecelendirme notu alan şirketlerin pay senedi getirilerinin daha yüksek olduğı sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmadan elde edilen sonucun aksine, Kandır (2013), kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip altı banka üzerine yaptığı çalışma ile kurumsal yönetim derecelendirme notlarının bankaların pay senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşmıştır. Pay senedi getirilerinin yanı sıra, kurumsal yönetim uygulamalarının endeks getirilerini ne şekilde etkilediğini inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Dağılı, Ayaydın ve Eyüboğlu (2010), kurumsal yönetim endeksini risk ve getiri açısından değerlendirmiş; kurumsal yönetim endeksine dâhil olan şirketlerin yatırımcılarına ek bir getiri sağlamadağı sonucunu elde etmiştir. Güçlü (2013), kurumsal yönetim endeksi ile BIST-100 endeks getirilerini karşılaştırmış ve 2011 yılına kadar Kurumsal Yönetim Endeksine dâhil olan şirketlerin daha düşük performans gösterdiğini, 2011 yılından itibaren kurumsal yönetim endeksinin düzenlenerek yeniden hesaplanmasıyla birlikte ise, bu endeksin BIST-100 endeksinden biraz daha yüksek getiri elde ettiğı sonucuna ulaşmıştır.

İskenderoğlu, Saygın ve Akdağ (2013), çalışmalarında kurumsal yönetim ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, başarılı kurumsal yönetim uygulamaları gerçekleştiren kurumsal yönetim endeksine dahil şirketlerin, endekse dahil olmadan önceki sermaye yapılarının dahil olduktan sonra ne yönde değıştiğı farklı yöntemler kullanılarak incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan imalat sanayi şirketlerin daha yüksek borçlanmaya sahip olduğı, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin, uygulama öncesine göre anlamlı derece yüksek borçlanma oranına sahip olduklarını ortaya koymuştur. Yazarlar, ayrıca iyi kurumsal yönetim uygulamalarının borçlanmadaki artışın sebebi olduğunu tespit etmiştir.

Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları ile vekâlet maliyetleri arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk çalışma olması sebebiyle önem taşıyan Aras ve Furtuna (2015) çalışmalarında, kurumsal yönetim uygulamalarındaki etkinliğin, vekâlet problemlerinden kaynaklanan maliyetleri azaltıp azaltmadığını araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini ölçen

değişkenlerin bir kısmının vekâlet maliyetlerini düşürmediği; diğer bir kısmının ise vekâlet maliyetleriyle anlamlı bir ilişkiye sahip olmadığı görülmüştür.

Dünyada, konu ile ilgili alan yazın incelendiğinde, kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyeti ile ilişkisini inceleyen çalışmaların, şirket performans ve şirket değerine ilişkin yapılan çalışmalara kıyasla, sayıca daha az olduğu gözlenmiştir. Türkiye’de ise henüz kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin, şirketlerin sermaye maliyeti üzerindeki etkisini inceleyen herhangi bir uygulamalı veya teorik çalışmaya rastlanamamıştır. Bunun temel sebebinin; şirketler için kesin doğrulukta ve hassas sermaye maliyeti hesaplamalarının zorluğu olduğu düşünülebilir. Bu çalışma ile bu açığın giderilmesine yönelik bir girişimde bulunmak amaçlanmaktadır. Bu bağlamda, izleyen kısımda, alan yazında kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye maliyetleri üzerindeki etkilerine ilişkin yapılmış olan çalışmalar incelenecektir. Bu inceleme üç grupta toplanabilir. Birinci grup çalışmalar, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile özsermaye maliyeti ilişkisini analiz eden çalışmalardır. İkinci grup çalışmalarda, kurumsal yönetimin borç maliyeti üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Üçüncü ve son grupta ise, kurumsal yönetim uygulamalarının toplam sermaye maliyeti üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar yer almaktadır.

5.1. Kurumsal Yönetim ile Özsermaye Maliyeti Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Chen, Wei ve Chen (2003), çalışmalarında, Asya’daki gelişen piyasalarda kamuyu aydınlatma ve kamuyu aydınlatma dışında kalan diğer kurumsal yönetim mekanizmalarının özsermaye maliyeti üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın örneklemini, gelişmekte olan 25 piyasada, 2001 ve 2002 yılında uygulanan CLSA kurumsal yönetim anketi oluşturmaktadır. Uygulanan regresyon analizi sonucunda, kamuyu aydınlatma ve diğer kurumsal yönetim mekanizmalarının, öz sermaye maliyeti üzerinde önemli ölçüde ters yönde etkisi olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, diğer kurumsal yönetim mekanizmalarının özsermaye maliyeti üzerine etkisi, kamuyu aydınlatmaya kıyasla daha fazladır. Özellikle, beta ve büyüklük kontrol edildikten sonra, diğer kurumsal yönetim mekanizmalarının derecesi %25’den %75’e çıkarıldığında, öz sermaye maliyeti %1,26 azalırken; kamuyu aydınlatmada aynı artış, özsermaye maliyetinde %0.47’lik azalışa denk gelmiştir. Bu azalış, bazı varsayımlar

altında, şirket değerinde %20'lik bir artışa denk gelmektedir. Sonuçlar hem ülke düzeyinde yatırımcının korunması, hem de şirket düzeyinde kurumsal yönetim uygulamalarının özsermaye maliyetini azaltmada önemli birer etken olduğunu göstermiştir. Ayrıca yatırımcı korunması ve kurumsal yönetim gibi altyapısal faktörlerin sağlam olmadığı gelişmekte olan piyasalarda, özsermaye maliyetinin düşürülmesinde; kurumsal yönetim mekanizmasının güçlendirilerek, mülksüzleştirme riskinin azaltılması, daha kaliteli kamuyu aydınlatma politikaları geliştirmeye kıyasla daha önemli bir faktör olmaktadır.

Ashbaugh, Collins ve LaFond (2004) çalışmalarında vekâlet problemlerini azaltmak üzere hazırlanan kurumsal yönetim niteliklerinin, şirketlerin özsermaye maliyetlerine olan etkisini araştırmışlardır. 1996-2002 yılları arasında, S&P 1500'de yer alan şirketler üzerinde yapılan analizde, kurumsal yönetim kalitesini ölçen temsilciler ile özsermaye maliyetini ölçen temsilciler arasındaki ilişki incelenmiştir. Şirketlerin kurumsal yönetim nitelikleri için; finansal bilgi kalitesi, sahiplik yapısı, pay sahibi hakları ve yönetim kurulu alanları değerlendirilmiş ve tüm bu alanları kapsayan toplam kurumsal yönetim notu belirlenmiştir. Bu notlar, Gompers, Ishii ve Metrick'in (2003) derecelendirme yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. Çalışmada özsermaye maliyetini temsilen, şirket pay senetlerinin gerçekleşen getirileri; örtülü özsermaye maliyeti (implied cost of equity) için ise şirket pay senetlerinin beklenen getirileri hesaplanmıştır. Şirket pay senetlerinin getirileri için Fama-French 3 faktör modeli kullanılmıştır. Ayrıca özsermaye maliyeti SVFM ile de hesaplanmış ve tüm maliyetler ile kurumsal yönetim kalitesi arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın kontrol değişkenleri, şirkete özgü risk göstergeleri olarak adlandırılan büyüklük, PP/DD ve beta katsayısıdır. Yapılan analiz sonucunda kurumsal yönetim nitelikleri ile özsermaye maliyeti arasında ters yönde bir ilişkinin varlığı tespit edilmiş; iyi kurumsal yönetim uygulamalarının özsermaye maliyetini düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Cheng, Collins ve Huang (2006) çalışmalarında şirket düzeyi pay sahibi haklarının özsermaye maliyetine etkisini incelemiştir. Yazarlar, güçlü pay sahibi haklarının vekalet maliyetini düşürebileceğini ileri sürmüşlerdir. Yatırımcıların, vekâlet maliyeti yüksek olan şirketlerde, nakit akışı beklentilerini azaltır; böylece, şirketin özsermaye maliyetini yükseltirler. Bu görüşün incelenmesini amaçlayan çalışma 1989-2002 yılları arasında, ABD'de S&P 500'de yer alan şirket verileri ile yapılmıştır. Çalışmada kurumsal yönetim kalitesini temsilen Gompers, Ishii ve Metrick'in (2003) derecelendirme yöntemi temel alınmıştır. Özsermaye maliyeti, Ohlson-Juettner Modeli

(2005) ve Fiyat/Kazanç Büyüme Oranı yöntemi ile hesaplanmıştır. Çalışmada kontrol değişkeni olarak şirket büyüklüğü, kaldıraç oranı, DD/PD, beta ve uzun dönem büyüme tahminleri kullanılmıştır. Çalışma sonuçları, güçlü pay sahibi haklarının, düşük özsermaye maliyeti ile ilişkili olduğunu göstermiştir. Ayrıca yatırımcıların zayıf pay sahibi haklarını, vekâlet maliyeti nedeni olarak gördükleri ve bu yatırımcıların piyasa şirket düzeyi pay sahibi hakları değişikliğine olan tepkilerini, yatırımlarından bekledikleri getiri oranını değiştirerek gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Hail ve Leuz (2006) çalışmalarında, 1992-2001 yılları arasında, şirketlerin özsermaye maliyetlerindeki farklılıkları, uluslararası düzlemde değerlendirmek üzere 40 ülke incelemiştir. Çalışma, ülkelerin düzenleyici kurumlarının etkinliğinin ve menkul kıymetler ile ilgili yasal düzenlemelerinin şirketlerin özsermaye maliyetleri ile sistematik olarak ilişkili olup olmadığını incelemiştir. Yazarlar özsermaye maliyetini hesaplarken, hem gerçekleşmiş (ex-post), hem de gelecek getiriler (ex-ante) ile çalışmışlardır. Gelecek dönem pay fiyatları ve getiri tahminleri, Ohlson-Juettner (2005), Easton (2004), Gebhardt, Lee ve Swaminathan (2001), Claus ve Thomas (2001) modelleri ile hesaplanmış ve duyarlılık analizlerinde bu sonuçların ortalamaları kullanılmıştır. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini temsilen, ülkenin şeffaflık koşullarının genişliği, menkul kıymetler ile ilgili düzenlemelerin etkinliği ve genel olarak yasal sistemin kalitesi yer almıştır. Çalışmanın kontrol değişkenleri, şirket bazında büyüklüğü, getiri oynaklığı, DD/PD; ülke bazında ise enflasyon, risksiz faiz oranı, döviz kuru, gayrisafi yurtiçi hasıladır (GSYH). Çalışmanın sonucunda, ülke düzeyinde kurumsal yönetim kalitesinin sermaye maliyetlerini etkilediği; özellikle şeffaflığın yüksek, menkul kıymetler ile ilgili düzenlemelerin güçlü ve yasal sistem kalitesinin görece olarak daha iyi olduğu ülkelerde, şirketlerin daha düşük sermaye maliyetine sahip olduğu görülmüştür.

Derwall ve Verwijmeren (2007) çalışmalarında hakla açık şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal piyasalar tarafından nasıl karşılandığını incelemiştir. Çalışmanın odak noktası, şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirmesi ile sermaye maliyetleri arasındaki ilişkidir. Çalışma, 2003-2005 yılları arasında, kurumsal yönetim derecelendirmesi yapılmış Amerikan şirketlerinin kurumsal yönetim mekanizmalarındaki farklılıklarının, beklenen sermaye getirisinde değişiklik oluşturup oluşturmadığını incelemiştir ve böylece sermaye maliyetlerindeki değişiklikleri değerlendirmiştir. Şirketlerin kurumsal yönetim kalitesi ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi değerlendirmek için 2005 yılı GMI (Governance Metrics International) Ulusal

Piyasa Genel Kurumsal Yönetim derecelendirmesi yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada beklenen getiri, sermaye maliyeti olarak kullanılmış ve belirli bir dönemde beklenen nakit akışını hisse senedi piyasa fiyatına eşitleyen oran olarak tanımlanmıştır. Çalışmada kullanılan sermaye maliyeti modeli ise IBES(Institutional Brokers' Estimate System)'in karpayı tahmin mutabakatı kullanılarak hesaplanan örtülü sermaye maliyetine (implied cost of capital) dayanmaktadır. Bunun yanı sıra özsermaye maliyetini temsilen beta ve şirkete özgü risk de kullanılmıştır. Panel regresyon analizi uygulanan çalışmanın kontrol değişkenleri; şirket büyüklüğü, kaldıraç PD/DD'dir. Analiz sonucunda daha kaliteli kurumsal yönetimin, daha düşük şirkete özgü risk, daha düşük sistematik risk (beta) ve daha düşük sermaye maliyetine yol açtığı görülmüştür. Yazarlar ayrıca sonuçların sermaye yapısı kararlarını da etkileyebileceğini belirtmişlerdir. Yatırımcıların kurumsal yönetimi zayıf olan şirketlerin hisse senetlerini daha düşük fiyatlaması, bu şirketleri borç almak için finansal kurumlara daha bağımlı kılmaktadır. Hisse senedi yatırımcılarının tersine, tahvil sahipleri daha düşük kurumsal yönetime olumsuz tepki vermemişlerdir. Bu durum da, hisse senedi yatırımcısı ile tahvil yatırımcısının kurumsal yönetim mekanizmasına yönelik beklentilerinin farklılık gösterdiğine işaret etmektedir.

Ferreira ve Laux (2007), çalışmalarında 1992-1998 yılları arasında kurumsal yönetim politikaları ile şirkete özgü risk (idiosyncratic risk) arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Şirketler için sistematik olmayan risk anlamına gelen şirkete özgü riskin özsermaye maliyetinin önemli bir parçası olduğu, özsermaye maliyetini açıklamada ve temsil etmede sıkça kullanılan bir ölçüt olduğu kabul edilmektedir (Malkiel ve Xu, 2006; Hann, Ogneva ve Özbas, 2009; Schober, Schaeffler ve Weber, 2014). Çalışmada kurumsal yönetim değişkeni olarak, Gompers, Ishii ve Metrick'e (2003) ait derecelendirme yönteminden yararlanılarak oluşturulan GIM endeksi ve ele geçirilme önlemleri (anti-takeover provisions) kullanılmıştır. Çalışmada ayrıca aktif karlılığı, kaldıraç, PD/DD, büyüklük, karpayı ve şirketin yaşı gibi kontrol değişkenleri kullanılmıştır. Yapılan regresyon analizi sonucunda, şirketler için ele geçirilmeden koruma derecesi artıkça, şirkete özgü risklerin düştüğü gözlenmiş, bununla birlikte şirketlerin kontrolü ve özel bilgilerin akışı piyasaya ne kadar açıksa, şirkete özgü riskin o kadar düşük olduğu ortaya konmuştur.

Lambert, Leuz ve Verrecchia (2007) çalışmalarında şirketlerin kurumsal yönetim kalitesinin bir göstergesi olan, kamuyla paylaşılan muhasebe bilgisi kalitesinin, sermaye maliyetleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Kamuyla paylaşılan muhasebe

bilgisi kalitesi, şirketin paylaştığı bilginin şeffaf bir muhasebe düzeninde olup olmadığı, zamanlaması, ara dönem güncellemeleri ve daha fazla sayıda yatırımcı tarafından talep edilmesi ile ilişkilendirilmiştir. Sermaye maliyetini temsilen ise, hisse senetlerinin beklenen getirisi kullanmıştır. Beklenen getiri, SVFM temelli bir model kullanılarak hesaplanmıştır. Bu modelin özelliği, nakit akışları birbiriyle ilişkili olan imtiyazlı payların değerlendirilmesine imkân vermesidir. Yapılan kovaryans ve korelasyon analiz sonuçları, muhasebe bilgi kalitesinin sermaye maliyetini hem doğrudan hem dolaylı olarak etkileyebildiğini göstermiştir. Doğrudan etki, kaliteli muhasebe bilgi paylaşımının şirket varlıkları ile birlikte nakit akışlarını etkilemesi ile ortaya çıkmaktadır. Bu etki paylaşılan muhasebe bilgisinin kalitesinin artması ile beklenen nakit akışlarındaki oynaklığın azalması şeklinde olmaktadır. Dolaylı etki ise, beklenen nakit akışlarındaki oynaklığın azalması ile birlikte, şirket pay senedinin fiyatının yükselmesi ve böylece beklenen getirisinin azalmasıdır. Bu durum da şirketin özsermaye maliyetinin düşmesine yol açmaktadır. Sonuçlar, kurumsal yönetim kalitesi temsilcisindeki bir değişimin yaratacağı etkinin özsermaye maliyeti üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkileri göstermesi açısından önem taşımaktadır.

Reverte (2008), çalışmasında kurumsal yönetim ile özsermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışma 2000-2005 yılları arasında 228 İspanyol şirketi ile yapılmıştır. Yazar şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının niteliğini temsilen, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü, ücret ve denetim komitesinin varlığı, CEO ikiliği ve bağımsız komiteler gibi şirket yönetim kurulu özelliklerini; özsermaye maliyetini temsilen ise, Fiyat/Kazanç Büyüme Oranını kullanmıştır. Yazar ayrıca yönetim kurulu özelliklerinden yola çıkarak şirketin kurumsal yönetim notunu belirlenmiş ve bu notla özsermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada kontrol değişkeni olarak beta, PD/DD ve büyüklük kullanılmıştır. Panel veri analizi yapılan çalışmada, güçlü kurumsal yönetim uygulamalarının özsermaye maliyetini düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Tüm kurumsal yönetim niteliğini ölçen bütün temsilciler ile özsermaye maliyeti arasında anlamlı ve ters yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Yazar, kurumsal yönetim kalitesinden kaynaklanan vekâlet maliyetlerinin çeşitlendirilebilir olmadığını, bu nedenle de yatırımcıların zayıf kurumsal yönetime sahip olan şirketlerden daha düşük nakit akışları beklediklerini ve bu nakit akışlarını daha yüksek bir oranla iskonto ettiklerini ortaya koymuştur.

Regalli ve Soana (2012) 2002-2006 yılları arasında yaptıkları çalışmalarında, ABD'de faaliyette bulunan 122 mali kuruluşun kurumsal yönetim kalitesinin,

özsermaye maliyetine olan etkisini incelemişlerdir. Yazarlar kurumsal yönetim kalitesini temsil etmesi için Gompers, Ishii ve Metrick (2003) tarafından geliştirilen GIM Endeksini ve sahiplik yapısında bulunan kurumsal yatırımcıların oranını kullanmışlardır. GIM endeksi 24 değişkenle 5 farklı alanda hazırlanan bir endekstir. Fakat bu endeksin en büyük açığı, işletmelerin yalnızca dışarıdan gelen tehditlere karşı ne kadar iyi bir yönetime sahip olduğunu diğer bir ifade ile piyasa riskine açıklığını ölçmektedir. Kurumsal yönetimin kalitesini ölçmekte, GIM endeksi ile odaklanılan dış tehditler yeterli olmamakta, bununla birlikte kalitenin içeriden de aynı şekilde gözlenmesi gerekmektedir. Bu sebeple yazarlar çalışmalarında, kurumsal yönetim kalitesini yansıtması açısından bir diğer değişken olan, kurumsal yatırımcı oranına da yer vermişlerdir. Çalışmada şirketler için özsermaye maliyeti bir karpayı indirgeme modeli olan, Gordon Büyüme Modeli ile hesaplanmıştır. Çalışmanın kontrol değişkenleri, şirketlerin piyasa kapitalizasyonları, HBK, F/K, PD/DD ve son olarak nakit varlıkları/piyasa değeridir. Regresyon analizi sonuçları, şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi arttıkça, özsermaye maliyetinin arttığını göstermekte; hem GIM endeksi, hem de kurumsal yatırımcı sahipliğinin özsermaye maliyeti ile aynı yönde ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır. Araştırmacılar sonuçların zaman etkisine bağlı olduğunu, kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarının orta ve uzun vadede etkisinin görülebileceğini ve bu sebeple kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarının özsermaye maliyeti üzerindeki ters yönlü etkisinin eş zamanlı görülemeyebileceğini ileri sürmüşlerdir. Kontrol değişkenlerinden HBK, F/K ve PD/DD oranlarının özsermaye maliyeti ile anlamlı ilişkiye sahip olduğu; bu değişkenlerin arasından ise yalnızca PD/DD oranının özsermaye maliyeti ile aynı yönde, diğer değişkenlerin ise maliyetle ters yönde ilişkiye sahip olduğu görülmektedir.

Li ve Li (2016) çalışmalarında 1990-2007 yılları arasında, S&P 500 şirketleri verilerini kullanarak, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının özsermaye maliyetlerini etkileyip etkilemediğini araştırmışlardır. Çalışmanın ilk bölümünde, reel opsiyon modeli kullanılarak, kurumsal yönetimin uygulamalarının şirketlerin yatırım politikaları, değeri ve beklenen pay senedi getirileri üzerindeki etkisi modellenmiştir. Yazarlar temeli SVMF'ye dayanan kendilerinin geliştirdikleri bir maliyet hesaplama yöntemi kullanmışlardır. Çalışma yöneticilerden kaynaklanan vekalet maliyetlerini yönetsel imparatorluk-inşa teşvikleri (Empire Building) temelinde incelemiş ve şirketlerin aşırı ve eksik yatırım yaptığı dönemleri reel opsiyon modeliyle ilişkilendirerek ortaya koymuşlardır. Şirket yatırımları için büyüme, sabit kalma ve

azalma opsiyonlarının kullanıldığı modelde, kurumsal yönetimin özsermaye maliyeti üzerinde etkisinin konjoktürel olduğu gösterilmiştir. Model, yöneticilerin kendi özel çıkarlarını maksimize etmek için fazla yatırım yapma eğiliminde oldukları varsayımını dikkate almaktadır. Pay sahipleri için kurumsal yönetim, fazla yatırım yapan yöneticileri kontrol etmeyi sağlayan bir mekanizmadır. Dolayısıyla kurumsal yönetim kalitesi yüksek olan şirketlerin, zayıf olanlara kıyasla optimal yatırım politikasından sapma oranı daha az olmaktadır. Mevcut varlık yapısını korumaya kıyasla büyüme seçenekleri daha riskli, yatırımın daralması seçenekleri ise daha az risklidir. Büyüme opsiyonu değerinin yüksek olması, daha yüksek pay senedi getirisine yol açarken, yatırım daralması opsiyonu değerinin daha yüksek olması ise, pay senedi getirisinin düşmesine neden olmaktadır. Yazarlar kurdukları model ile daha güçlü kurumsal yönetime sahip şirketlerin, daha yüksek değere ve diğer şirketlere göre daha yüksek beklenen getiriye sahip olacaklarını ortaya koymuşlardır. Kurumsal yönetim kalitesini temsilen GIM endeksi ve E endeksi kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti ve pay getirisi değişkenlerinin temsili için Fama ve French (2013) dört faktör modeli ve SVMF gibi faktör modelleri kullanılmıştır. Yönetim imparatorluk-inşasının tek vekâlet problemi olduğu modelde, yönetim portföyünün ortalama pay senedi getirisi, konjoktürel dalgalanma boyunca, genişleme sırasında yılda %9, daralma sırasında ise yılda %4'tür. Kurulan bu model ile yazarlar kurumsal yönetim ve hisse senedi getirileri arasında konjoktürel bir ilişki olduğunu ve kurumsal yönetimin sermaye maliyetini dolaylı yollardan düşürdüğünü ortaya koymuştur.

Teti, Dell'Acqua, Etro ve Resmini (2016) çalışmalarında Latin Amerika ülkelerindeki halka açık şirketler tarafından uygulanan kurumsal yönetim sistemlerinin, şirketlerin özsermaye maliyetlerini ne ölçüde etkilediğini araştırmışlardır. Çalışma 2011-2013 yılları arasında, Brezilya, Meksika, Şili, Kolombiya ve Peru'da faaliyet gösteren, toplam 90 şirket verisi kullanılarak yapılmıştır. Yazarlar kurumsal yönetim kalitesini temsilen, şeffaflık, yönetim kurulu, pay sahibi hakları, sahiplik ve kontrol yapısı bileşenlerinden oluşturdukları endeks değerlerini; özsermaye maliyetini temsilen ise, Damodaran'ın (2009) gelişmekte olan ülkeler için oluşturduğu ve gelişmiş piyasa risk primi üzerine ülke risk primi eklenerek hesaplanan, temeli SVMF olan model ile hesapladıkları oranı kullanmışlardır. Uygulanan regresyon analizinin kontrol değişkenleri, PD/DD, aktif karlılığı, şirket büyüklüğü ve kaldıraç oranı ile makroekonomik şartları kontrol etmek için enflasyon oranıdır. Analizi sonuçları kurumsal yönetim kalitesi ile özsermaye maliyeti arasındaki ters yönlü ilişkiyi ortaya

koyar niteliktedir. Özellikle şeffaflığın özsermaye maliyetini yüksek oranda etkilediği; yönetim kurulunun ise daha az oranda etkisinin bulunduğu görülmüştür. Bununla birlikte pay sahibi hakları, sahiplik ve diğer kontrol değişkenlerinin özsermaye maliyeti üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

5.2. Kurumsal Yönetim ile Borç Maliyeti Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Sengupta (1998) çalışmasında kamuyu aydınlatmanın borç maliyetine etkisini incelemiş ve derecelendirme uzmanlarının daha yüksek kamuyu aydınlatma derecelendirme notu verdiği şirketlerin, daha düşük borç maliyetinden yararlandığına yönelik kanıtlar bulmuştur. Çalışma 1987-1991 yılları arasında ABD piyasasında faaliyette bulunan 311 şirketten elde edilen 725 gözlem kullanılarak yapılmıştır. Şirketlerin kamuyu aydınlatma kalitesi Amerika Finansal Analistler Federasyonu Kurumsal Bilgi Komitesinin (The Financial Analysts Federation Corporate Information Committee) yayınladığı yıllık raporlarından elde edilmiştir. Borç maliyetini temsilen, şirketlerin borçlanma araçlarının vadeye kadar getirisi ve kredi faiz oranları kullanılmıştır. Çalışmada kontrol değişkeni olarak büyüklük, borç/özsermaye oranı, pay senedi getirilerinin standart sapması, borçların vade süresi, pay senedine dönüştürülebilir olup olmadığı ve hazine bonusu faiz oranları kullanılmıştır. Panel regresyon analizi yapılan çalışmanın sonuçları, şirket tarafından zamanında paylaşılan doğru bilginin, borç verenlerin temerrüt riski algısını düşürerek, borç maliyetini azalttığını göstermektedir. Ayrıca, sonuçlar piyasa belirsizliğinin pay senedi getirisine yansıdığı şirketlerde, kamuyu aydınlatmanın görece öneminin daha fazla olduğu yönündedir. Çalışma, kurumsal yönetim ilkelerinden biri olan kamuyu aydınlatmanın, halka açık şirketlerde önemli bir dış finansman kaynağı olan borç ile finansman olanaklarını artırması açısından önemli bir çalışma niteliği göstermektedir.

Anderson, Mansi ve Reeb (2003) çalışmalarında 1993-1998 yılları arasında, Lehman Brothers tahvil veritabanı ile S&P 500 sanayi endeksine kayıtlı 252 şirkette, kurucu aile mülkiyetinin vekâlet maliyeti üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma örneklemindeki şirketlerin yaklaşık %34'ünün aile şirketi olduğu ve şirketlerde aile mülkiyetinin %18'e yakın olduğu görülmüştür. Çeşitlendirmeyi sağlamak için vade süresi, kredi derecelendirmesi ve borç hesapları farklı tahviller seçilmiştir. Mülkiyet yapısı ve aile üyelerinin yönetimde temsili ile ilgili veriler ise araştırmacılar tarafından toplanmıştır. Çalışmanın sonucu büyük, halka açık şirketlerde kurucu aile mülkiyetinin

sıkça rastlanan bir durum olduğu ve hem istatistiki hem de ekonomik açıdan şirketlerin borç maliyetini düşürdüğünü göstermektedir. Aile mülkiyetinin yoğun olduğu şirketler, yoğun olmayan şirketlere kıyasla 32 baz puan daha düşük borç maliyetinden faydalanmaktadır. Yazarlar bu sonucun nedenini, aile üyelerinin temel amacının şirketin ününü arttırarak, şirketin ilerlemesini sağlamak olduğu; bu sebeple şirketin iyi bir şekilde yönetilmesine önem vermeleri ile açıklamışlardır. Ayrıca çalışmanın sonucu, kurucu aile mülkiyetinin yoğun olduğu şirketlerde, pay ve borç sahibi arasında ortaya çıkabilecek potansiyel vekâlet problemlerinin daha az olacağı görüşünü destekler niteliktedir. Bu sonuçlar, tahvil sahiplerinin, kurucu aile mülkiyetinin yoğun olduğu şirket yapılarında, kendi haklarının daha iyi korunacağını düşündüklerini göstermesi açısından önem taşımaktadır.

Klock, Mansi ve Maxwell (2005) çalışmalarında ABD piyasalarında, 1990-2000 yılları arasında faaliyette bulunan 678 şirketin borç maliyetinin; devralmanın önlenmesi ve pay sahibinin korumasına yönelik çeşitli hükümler içeren bir yönetim endeksi ile arasındaki ilişkisini incelemişlerdir. Bu endeks verileri Lehman sabit getiri endeksi, yatırımcı araştırmaları merkezi kurumsal yönetim veritabanı, Compustat veri tabanı ve Thomson finansal kurumsal sahiplik veri tabanı gibi farklı veri tabanlarından toplanmıştır. Çalışmada bu ilişki incelenirken bir takım kontrol değişkenleri de kullanılmıştır. Bu değişkenler, büyüklük, kaldıraç oranı, şirketlerin özsermaye karlılıkları, kurumsal sahiplik oranı, borçlarının vadesi ve Black-Scholes modeli ile hesaplanan şirket riskidir. Uygulanan panel veri analizleri sonucunda devralmayı önlemeye yönelik hükümlerin borç maliyetini düşürdüğü görülmüştür. Kurumsal yönetim için yazarların faydalandıkları ölçek, Gompers, Ishii ve Metrick (2003) tarafından geliştirilen ve 0'dan 24'e yapılmış nokta ölçeğidir. Endekste bulunan devralma önleyici hükümlerin oluşturduğu bu ölçeğin amacı yönetici ve pay sahipleri arasındaki denge etkisini ölçmektir. Yüksek puan pay sahipleri için daha fazla kısıtlamayı temsil ettiğinden, daha güçlü şirket yönetimi anlamına gelmektedir. Örnekleme yer alan şirketler güçlü devralma önleyici hükümlere sahip şirketler ile zayıf devralma önleyici hükümlere sahip şirketler olarak iki grupta incelenmiştir. Sonuçlar incelendiğinde, güçlü devralma önleyici hükümlere sahip şirketlerde borç maliyetinin, zayıf devralma önleyici hükümlere sahip şirketlerin borç maliyetine kıyasla 34 baz puan daha düşük olduğu gözlemlenmiştir. Bu sonuçlar, devralma önleyici hükümlerin, tahvil piyasası tarafından olumlu karşılandığını göstermektedir.

Blom ve Schauten (2008) çalışmalarında FTSE-Eurotop endeksinde yer alan 300 şirketin kurumsal yönetim kalitesi ile borç maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma, kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarının borç maliyetini düşüreceği beklentisi ile borç veren tarafların, temerrüt riski hesaplarken, şirketlerin kurumsal yönetim kalitesini dikkate aldıklarını ileri sürmektedir. Çalışmada, kurumsal yönetim kalitesinin göstergesi olarak 2000 yılı Deminor derecelendirmesi kullanılmıştır. Deminor, kurumsal yönetim kalite derecelendirmesini yaklaşık 300 farklı kritere göre yapmaktadır. Bu kriterleri kendi içinde pay sahibi hakları, devralma savunma aralığı, kurumsal yönetim hakkında kamuyu aydınlatma, yönetim kurulunun yapısı ve görevleri olmak üzere dört alt gruba ayırmışlardır. Borç maliyetinin göstergesi olarak ise, 2001 yılında çıkarılmış 77 bono ödemesi kullanılmıştır. İhraççı nitelikleri, bononun niteliği ve piyasanın niteliği düzenlendikten sonra kurumsal yönetimin borç maliyeti ile ters yönde bir ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Bu ilişki kurumsal yönetim kalitesinin düşük olduğu şirketlerde, borç maliyetinde yaklaşık %1.4'lük artışa yol açmaktadır. Çalışmanın sonucu, borç veren tarafların, şirket riskini hesaplarken, kurumsal yönetim kalitesini değerlendirmeye aldıklarını; kaliteli kurumsal yönetimin yalnızca pay sahiplerini değil, borç verenleri de yakından ilgilendirdiği görüşünü desteklemesi açısından önem taşımaktadır.

Byun (2007) çalışmasında 2001-2004 yılları arasında faaliyette bulunan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile borç maliyetleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları, Kore Kurumsal Yönetim Servisi (KCGS) tarafından sağlanan firma düzeyinde kurumsal yönetim uygulamaları anket verileri ile hesaplanan kurumsal yönetim puanı ile sayısallaştırılmıştır. Bu puanlama, dört yıl boyunca toplamda 1.647 katılımcının verdiği cevaplar sonucu hesaplanmıştır. Anket, kurumsal yönetim uygulamalarını beş ana grupta incelemiştir. Bu kategoriler hissedar haklarının korunması, yönetim kurulu, kurumsal açıklama, denetim komitesi ve temettü politikalarıdır. Yazar, kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerde vekâlet maliyetini, dolayısıyla borç maliyetlerini, azaltıp azaltmadığını incelemiştir. Çalışmada borç maliyeti, finansman giderleri/kısa ve uzun vadeli borçlar ile şirketin ihraç ettiği tahvillerin vadeye kadar getirisi ile temsil edilmiştir. Kontrol değişkenleri olarak şirket büyüklüğü, tobin q oranı, altman z skoru, şirket betası, kaldıraç oranı, DD/PD oranı ve tahvillerin vadesi kullanılmıştır. Regresyon analizi sonuçları, kurumsal yönetim uygulamalarının borç maliyeti ile negatif yönde ilişkili olduğunu göstermiştir. Ayrıca, borç maliyeti ile kurumsal yönetim arasındaki

ilişkinin, mal varlığı 2 milyar ABD doları ve üzerindeki firmalarda daha belirgin olduğu görülmüştür. Bu sonuç, Kore’de kurumsal yönetimin etkisinin, küçük firmalara kıyasla büyük firmalarda daha fazla olduğunu göstermesi açısından oldukça önemlidir.

Bradley ve Chen (2011) sermaye maliyetini hukuki düzenlemeler açısından ele alarak, 2002-2007 yılları arasında, S&P 1500 endeksinde yer alan 430 şirket ile sınırlı sorumluluğa sahip olan ve yöneticiler için tazminat sağlayan şirketlerin, borç maliyetlerini etkileyip etkilemediğini araştırmışlardır. Çalışmanın odak noktası, yöneticinin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesinin, tahvil sahiplerinin aleyhine bir durum oluşturmayabileceğidir. Hatta disiplinden tecrit edilmiş kurumsal yöneticiler, düşük risk alarak kendi çıkarlarını gözettiklerinden, tesadüfen kurumsal tahvil sahiplerinin çıkarlarına kazanç da sağlayabilmektedirler. Çalışmada kurumsal yönetim kalitesini temsilen yöneticilerin sınırlı sorumluluğu ve tazminat yükümlülüğünü ölçen bir endeks oluşturulmuştur. Borç maliyetini temsilen ise, şirketlerin kredi derecelendirme notlarına karşılık gelen risk primleri ve şirket tahvillerinin vadeye kadar getirileri kullanılmıştır. Çalışmada kontrol değişkeni olarak, aktif karlılığı, şirket büyüklüğü, DD/PD ve faiz karşılama oranı kullanılmıştır. Regresyon analiz sonuçları, şirketlerin borç maliyetleri ile şirket yöneticilerine uygulanan sınırlı sorumluluk ve tazminat şartları arasında ters yönlü bir ilişkiye işaret etmektedir. Diğer bir ifade ile sınırlı sorumluluğa sahip olan ve yöneticiler için tazminat sağlayan şirketler, daha yüksek kredi derecesine ve daha düşük getiri farkına sahip olmaktadır. Sonuçlar, borç maliyetindeki azalmanın, yöneticinin sorumluluktan kaçması ve tecritten kaynaklanan uygunsuz şartlardan dolayı ortaya çıkan maliyetleri telafi ettiğini göstermektedir.

Aslan ve Kumar (2012) Ocak 1996- Aralık 2007 döneminde, doğu Asya ülkeleri ile batı Avrupa ülkelerinde faaliyette bulunan şirketlerdeki kurumsal sahiplik yapısı ile borç maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlara göre, kontrol yoğunluğu yüksek olan şirketlerde yüksek vekâlet maliyetlerinin varlığında, hâkim hissedarların yüksek dış finansman maliyeti ile kontrolün kendilerine sağlayacağı özel çıkarlar arasında bir denge kurmak zorundadırlar. Bu dengenin sağlanması için, mülkiyet yapıları ile dış finansman maliyeti birlikte belirlenmelidir. Şirketlerin gerçek nakit akışı ancak içerdekiler (insiders) tarafından bilindiğinden, hâkim hissedarlar şirket sermayesini kendi özel harcamaları için kullanabilirler. Bununla birlikte, şirketin dış borcunu geciktirmesi veya ertelemesi gibi stratejik kararlarında etkili olan firma nitelikleri de kredi marjını etkileyebilmektedir. Yazarlar sahiplik yapısının kredi ödemesi riskine etkisini görmek için iki yöntem kullanmışlardır. Bunlardan birincisi,

hakim hissedarın kontrol yoğunluğunu artırmak, ikincisi ise nakit akışını düşürerek stratejik temerrüt riskini yükseltmektir. GMM analizi sonuçları, şirketlerde içsel sahiplik yapısı oranı ile hâkim hissedarın özel çıkarlarının neden olduğu zararından kaynaklı borcun vekalet maliyetini zayıflatan faktörler arasında aynı yönlü ilişkiye işaret etmiştir. Çalışmada ayrıca kontrol yoğunluğu ve borç maliyetini belirleyen faktörler üzerine yeni bulgular sunarak hakim hissedarın aldığı stratejik kararların kurumsal kredi riskinin ana kaynağı olduğu sonucuna varılmıştır. Çalışma alan yazında kontrol yoğunluğundan kaynaklanan hortumlama ve dış borcun yeniden ödeme planından doğan borçların, vekâlet maliyetlerini nasıl etkilediği ile ilgili yapılmış bir çalışmaya öncesinde rastalanamamış olunmasından ötürü, kurumsal kontrol yoğunluğu ile borç maliyetinin içselliğini teorik ve uygulamalı olarak göstermesi açısından oldukça büyük bir öneme sahiptir.

Fields, Fraser ve Subrahmanyam (2012) çalışmalarında, 2002-2005 yılları arasında şirketlerin yönetim kurulu kalitesi ile banka kredisi maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. S&P 1500 şirketleri üzerine yapılan çalışmada yönetim kurulu kalitesini temsilen yönetim kurulu yapısı, sahiplik yapısı ve yönetici ücretleri; kredi maliyeti için ise, ticari krediler incelenmiştir. Çalışmada kontrol değişkeni olarak büyüklük, kaldıraç, PD/DD, aktif karlılığı ve pay getirilerinin standart sapması kullanılmıştır. En küçük kareler yöntemi, 2 aşamalı en küçük kareler yöntemi ve logit modellerinin kullanıldığı analizler sonucunda, yönetim kurulları daha büyük, daha bağımsız ve daha tecrübeli olan şirketlerin daha düşük faiz oranlarından borçlandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanı sıra daha büyük, bağımsız ve kapsamlı yönetim kurullarına sahip şirketlerin daha uygun sözleşme koşullarında borçlanabildikleri görülmüştür. Diğer bir ifade ile, yönetim kurulu kalitesi arttıkça, şirketler daha düşük maliyetle ve daha rahat koşullar ile borçlanabilmektedirler.

Chan ve Hsu (2013) çalışmalarında sahiplik yapısının şirket borç maliyeti üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırmada sahiplik yapısı piramit yapı açısından incelenmiştir. Holding şirketinin çoğunluk kontrolünü elinde tutmak isteyen aileler ile diğer şirketlerin ve iştiraklerin kontrolünü elde tutmak isteyen holding şirketler piramit yapıları doğurmaktadırlar. Şayet kontrol zinciri içinde şirket ile nihai sahip arasında en azından bir halka açık işlem gören şirket varsa, o firmanın sahiplik yapısı *piramit* olarak tanımlanmaktadır. Holding şirketler piramit yapılar yoluyla, birçok şirket üzerinde kontrolü sağlamaktadır. Kontrolün olduğu şirket sayısının fazlalığı piramit yapıdaki katmanları belirler ve fazla katmanlı bir piramit yapı yüksek temsil

maliyetleri ile ilişkilendirilmektedir. Yazarlar bu bağlamda 2001-2009 yılı arasında 3009 gözlem ile Tayvan borsasına kayıtlı şirketler arasında gerçekleştirdikleri çalışmalarında iki farklı hipotez test etmişlerdir. Bu hipotezlerin ilki, piramit yapıdaki katmanların sayısı artıkça temsil maliyetlerinin arttığı; ikincisi ise piramit yapıdaki katmanlar artıkça şirketin Finansman gideri/Toplam borç ile temsil edilen borç maliyetinin arttığıdır. Regresyon analizi sonuçları incelendiğinde piramit yapıya sahip olan şirketlerin hem temsil maliyetlerinin hem de borç maliyetlerinin yönetim katmanlarının artması ile arttığını ortaya koymuştur.

Tanaka (2014) çalışmasında Japon şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamaları ile borç maliyetleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yazar çalışmasını 2005-2008 yılları arasında 196 Japon şirketinin ihraç ettiği 640 adet tahvili inceleyerek gerçekleştirmiştir. Çalışmada regresyon analizi uygulanmış ve en küçük kareler yöntemi ile katsayılar tahmin edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkeni şirketlerin ihraç ettiği tahvil getirileridir. Getiriler ihraç anındaki vadeye kadar getiri yöntemi ile hesaplanmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenleri ise CEO sahipliği, aile sahipliği ve kurumsal sahipliktir. Bu üç temel değişken ile birlikte kullanılan kontrol değişkenleri; CEO'nun kıdem yılı, yönetim kuruluna dışarıdan gelen yöneticilerin sayısı, yönetim kurulunun büyüklüğü, tahvillerin büyüklüğü, tahvillerin vadesi, ihraç sıklığı, kredi derecelendirme notu, şirket büyüklüğü, karlılığı, kaldıraç oranı, yaşı ve kar payı politikasıdır. Araştırmanın sonuçları CEO sahipliğinin ve aile şirketlerinin daha yüksek tahvil maliyetlerine; yüksek kurumsal yatırımcı sahipliğine sahip olan şirketlerin ise, düşük tahvil maliyetine sahip olduğunu ortaya koymuştur. Çalışma özellikle hâkim hissedarın, işletmelerin borç maliyeti üzerinde oldukça etkili olduğu sonucunu ortaya koymasından önem arz etmekte, bununla birlikte özellikle aile ve CEO sahipliği üzerine ABD'de yapılmış olan çalışmalardan farklılık göstermesiyle kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin içinde buldukları piyasa koşulları ile yakından ilgili olduğunu göstermektedir.

Lin, Dong, Liu, Huang ve Wang (2016) çalışmalarında Çin menkul kıymet piyasalarında kayıtlı olan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının borç maliyetleri üzerinde etkisi olup olmadığını incelemiştir. Yazarlar, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını; pay sahipleri genel kurulu, yönetim kurulu ve denetim kurulu olarak üç boyutta incelemiştir. Çalışma bu kurulların yönetim üzerindeki doğrudan ve dolaylı etkilerini ortaya koymaya çalışarak, şirketlerin borç maliyetini azaltıp azaltmadığını ortaya koymaya çalışmıştır. Kurulların büyüklüğü, kurullardaki

bağımsız yöneticilerin sayısı, pay sahipliği oranı, en büyük pay sahibinin sahiplik oranını gösteren sahiplik yapısı çalışmanın bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Panel veri analizinin uygulandığı çalışmada kontrol değişkenleri olarak, şirketlerin özsermaye karlılık oranları, satışlardaki büyüme oranı, aktif devir hızı, kaldıraç oranı ve cari oran ile Z skorları yer almıştır. 2003 – 2013 yılları arasında gerçekleştirilen çalışmanın bağımlı değişkeni, şirketlerin borç maliyetini temsilen, finansman gideri/toplam borç oranıdır. Araştırmanın sonuçları, kurulların büyüklüğü ve bağımsız yönetici sayısı ile borç maliyeti arasında ters yönde; sahiplik yapısı ve Z skorları ile borç maliyeti arasında ise aynı yönde bir ilişkiyi ortaya koymuştur. Sonuçlar şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının borç maliyeti üzerindeki etkisini ortaya koyar niteliktedir.

5.3. Kurumsal Yönetim ile Toplam Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Bozec ve Bozec (2010) çalışmalarında, kurumsal yönetim ve performans çalışmalarında gösterge olarak kullanılan Tobin Q oranının birçok eleştiriye maruz kalmasından yola çıkarak, alternatif bir gösterge ile incelemeyi amaçlamışlardır. Bu alternatif, ölçü ağırlıklı-ortalama sermaye maliyetidir. Çalışma, 2002-2005 yılları arasında, Kanada borsasına kote olan 155 şirketin verileri incelenerek yapılmıştır. Araştırma döneminin özelliği; 2002 yılında Kanada'da önemli hukuk reformları yapılması ile şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında yaşanacak olan değişiklik beklentisidir. Araştırmada, kurumsal yönetim kalitesini temsilen The Globe and Mail tarafından yayınlanan ROB (Report on Business) kurumsal yönetim endeks verileri kullanılmıştır. İki aşamalı en küçük kareler yöntemi ile sabit etki regresyonu kullanılarak yapılan analizin sonuçları, kurumsal yönetimin kalitesi arttıkça sermaye maliyetinin azaldığını göstermektedir. Kurumsal yönetim kalitesini temsilen eden ROB puanı daha yüksek olan Kanada şirketlerinin, daha düşük ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olduğu gözlenmiştir. Yazarlar ayrıca çalışmanın Enron şirketinin sebep olduğu skandal sonrası yapılan kurumsal yönetim reformlarının, şirketlerde daha homojen kurumsal yönetim uygulaması için itici bir güç olduğuna dikkat çekmiştir.

Pham, Suchard ve Zein (2012), çalışmalarında 1994-2003 yılları arasında Avustralya'da piyasa değerine göre halka açık en büyük 150 şirketin verisini kullanarak, kurumsal yönetim uygulamalarının değer yaratmadaki rolü ve şirketlerin

sermaye maliyetleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi; içsel sahipliğin boyutu, yönetim kurulu bağımsızlığı ve büyüklüğü ile kurumsal sahiplik yapısı ile temsil edilmiştir. Sermaye maliyeti ise, Stern Stewart & Co'nun Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added) yöntemi kullanılarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile hesaplanmıştır. Bunun yanı sıra çalışmada kontrol değişkenleri olarak; sermaye harcamalarının varlıklara oranı, şirket büyüklüğü, borç/varlık oranı ve DD/PD oranı kullanılmıştır. Panel regresyon yöntemi kullanılarak yapılan analiz sonucunda; kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye maliyetlerini anlamlı şekilde etkilediği sonucu ortaya çıkmıştır. Diğer bir ifade ile üç değişkendirdeki artış, şirketlerin ve şirkete yatırım yapanların karşı karşıya olduğu bilgi asimetrisi riskini azaltarak, sermaye maliyetini düşürmektedir. Yazarlar ayrıca çalışmanın sağlamlığını test etmek için, kurumsal yönetim kalitesinin borç maliyetine etkisini de incelemişlerdir. GMM panel modeli kullanılarak yapılan analizlerde, finansman gideri/toplam borç oranı ile temsil edilen borç maliyeti ile kurumsal yönetim arasında anlamlı ve ters yönlü bir ilişki bulunmuş; kurumsal yönetim kalitesindeki artışın borç maliyetini düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Singhal (2014), çalışmasında, 2003-2013 yılları arasında, Hindistan Bombay Borsası Sensex 30 endeksine kayıtlı 22 şirketin kurumsal yönetim uygulamalarının, şirketlerin sermaye maliyetine olan etkisini incelemiştir. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini belirlemek amacıyla yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü, CEO-Genel Müdür ikiliği, sahiplik yapısı ve kurumsal sahiplik gibi temsilciler kullanılmıştır. Şirketlerin sermaye maliyeti hem özsermaye hem de borç maliyeti açısından incelenmiştir. Özsermaye maliyetini temsilen, SVFM ile hesaplanan özsermaye maliyeti; borç maliyetini temsilen ise finansman gideri/toplam borç oranı kullanılmıştır. Çalışmada kontrol değişkeni olarak kaldıraç, şirket büyüklüğü, beta ve kredi derecelendirme notu gibi şirkete özgü değişkenler kullanılmıştır. Panel veri yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen analiz sonucunda, yönetim kurulu bağımsız üye sayısının artması, yönetim kurulu büyüklüğünün artması, CEO ile genel müdürün ayrılması değişkenleri ile özsermaye maliyeti arasında beklentinin aksine ters yönlü ilişki tespit edilmiştir. Blok pay sahipliği ve kurumsal sahiplikteki artış ise, beklentiye uygun olarak, özsermaye maliyetini düşürücü etki göstermektedir. Bu durumda farklı kurumsal yönetim temsilcilerindeki iyileşmenin, özsermaye maliyetini farklı şekillerde etkilediğini söyleyebilmek mümkündür. Borç maliyeti açısından sonuçlar değerlendirildiğinde ise; yönetim kurulu bağımsızlığı ve kurumsal sahiplik ile borç

maliyeti arasında ters yönlü; yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO-Genel Müdür ikiliği ile ise aynı yönlü ilişki tespit edilmiştir.

Zhu (2014), çalışmasında 2002-2005 yılları arasında gelişmiş 23 ülkede faaliyet gösteren şirketleri inceleyerek, şirketlerin kurumsal yönetim kalitesindeki artışın borç ve özsermaye maliyetlerinde azalmaya neden olup olmayacağını araştırmıştır. Çalışmada kurumsal yönetim kalitesini temsilen, ISS tarafından şirketlere verilmiş kurumsal yönetim derecelendirme notları; ülke düzeyi kurumsal yönetim kalitesi temsili içinse ülkelerdeki yasal düzenlemeler, şeffaflık ve yönetim kalitesi değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmada özsermaye maliyetini temsilen, 4 farklı örtülü özsermaye maliyeti ile F/K büyüme oranı ile hesaplanan oranlar kullanılmıştır. Borç maliyetini temsilen çalışmada yer alan değişken ise finansman giderleri/kısa ve uzun vadeli borçlar oranıdır. Çalışmanın kontrol değişkenleri; şirkete özgü değişkenler olan büyüklük, DD/PD, kaldıraç oranı, beta ve kazanç tahminlerinin ortalaması; ülkeye özgü değişkenler olarak da enflasyon, faiz oranı, şeffaflık seviyesi ve vergi seviyesidir. Panel regresyon yöntemi kullanılarak yapılan analiz sonucunda, şirket düzeyinde kurumsal yönetim kalitesindeki artışın, muhtemel riskleri azaltıp, özsermaye maliyetini düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Borç maliyeti ve kurumsal yönetim kalitesi arasında da aynı ters yönlü ilişki tespit edilmiş; kurumsal yönetim kalitesindeki artışın, borçlanma maliyetini düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Ülke düzeyinde yapılan analiz sonuçlarında, daha güçlü yasal düzenlemelere sahip, daha şeffaf ve yönetim kalitesi açısından daha iyi durumda olan ülkelerde gerek borç maliyetinin gerekse özsermaye maliyetinin daha düşük olduğu saptanmıştır.

Bozec, Laurin ve Meier (2014) çalışmalarında hâkim hissedarlarla şirketin borç ve özsermaye maliyeti ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırma Kanada'da, 2002-2005 yılları arasında, 155 şirkete ait veriler toplanarak gerçekleştirilmiştir. Panel veri analizinin gerçekleştirildiği çalışmada, hâkim hissedarların oy oranı arttıkça sermaye maliyetinin yükseldiği sonucuna ulaşılmıştır. Hâkim hissedarların yönetim güçlerinin artışı, bu konumdaki kişilerin bireysel çıkarlarını gözetken kararlar almasına yol açmakta bu da şirket değerini düşüren sonuçlara yol açmaktadır. Alan yazında daha önce yapılmış olan uygulamalı çalışmalar hissedarların fazla güce sahip olmasının, şirket değerini temsil eden Tobin Q oranı üzerindeki etkileri incelenmiş ve düşük kaliteli kurumsal yönetimi işaret eden uygulamalardan biri olan hâkim hissedarların fazla güce sahip olmasının, şirket değerini ters yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Araştırma bu bağlamda hâkim hissedarların

fazla güce sahip olmasının, sermaye maliyeti üzerindeki etkisini incelemesi sebebiyle öncü çalışmalardan biri olmaktadır. Yazarlar özsermaye maliyeti hesaplamalarında SVFM'yi; risksiz faiz oranını temsilen ise 10 yıllık devlet tahvil getirisini kullanmışlardır. Aynı şekilde borç maliyetini temsilen, şirketlerin kredi derecelendirme notlarına uygun olarak tahvil artı modeli ile hesaplanan maliyetler kullanılmış; kredi derecelendirme notu bulunmayan şirketler içinse Altman Z Puanına göre değerlendirme yapılmıştır. Buna göre Z puanı 1,81'in altında kalan şirketlere 10 yıllık devlet tahvilinin üzerine özel sektör tahvil marjı eklenmiş; 1,81 ile 3 arasında olan şirketlere özel sektör tahvili ile devlet tahvili arasındaki marjın 1,5 katı eklenmiş, 3'ün üzerinde olan şirketlere ise 2 kat marj kullanılmıştır. Çalışmada ayrıca şirketlere özel kontrol değişkenleri olarak, şirketlerin aktif büyüklükleri, yaşları, uzun vadeli borçlarının toplam aktiflere oranı olan kaldıraç oranı, defter değeri piyasa değeri oranı kullanılmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini düşüren hâkim hissedarların fazla güce sahip olması ise, tek başına %10'dan fazla oy hakkına sahip olan hissedarların şirket nakit akışları üzerindeki haklarını inceleyerek ve bu ikisi arasındaki farka bir kukla değişken atayarak temsil edilmiştir. Bu bağlamda oy hakkı nakit akımları üzerindeki haklarından fazla olan hissedarların fazla güce sahip olduğu ileri sürülmüştür. Çalışmanın sonuçları fazla gücün ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinde anlamlı ve ters yönde etkisini açıkça ortaya koymaktadır. Bununla birlikte kaldıraç oranı ve şirket yaşı sermaye maliyeti ile ters yönde etkiye sahipken; aktif büyüklüğünün sermaye maliyeti üzerinde aynı yönde etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Bir sonraki bölümde kurumsal yönetim uygulamaların sermaye maliyetleri üzerine etkisine araştırmasına ilişkin yapılan uygulamaya ile ilgili bilgiler verilecektir.

BÖLÜM VI

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ ŞİRKETLERİN SERMAYE MALİYETLERİ ÜZERİNE ETKİSİNİN ARAŞTIRILMASINA İLİŞKİN BİR ÇALIŞMA: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

Çalışmanın bu bölümünde Borsa İstanbul'a kayıtlı şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyetleri üzerine etkisi incelenmiştir. Bu kapsamda ilk olarak çalışmanın amacı ve önemi belirtilmiş, ardından çalışmada kullanılan değişkenler ve analiz yöntemi ile ilgili ayrıntılı bilgiler verilmiştir. Son olarak kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye maliyetlerine etkisi statik ve dinamik panel veri yöntemleriyle analiz edilerek incelenmiş ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

6.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının, Borsa İstanbul'a kayıtlı şirketlerin sermaye maliyetlerini etkileyip etkilemediğinin araştırılmasıdır. Bu bağlamda, tez çalışmasında incelenecek olan araştırma sorusu, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarındaki kalitenin, borç ve özsermaye maliyetine etki edip etmediğidir. Bununla birlikte kurumsal yönetim ve sermaye maliyetleri arasındaki ilişkinin yönü de araştırılacaktır.

Kurumsal yönetim, yatırımcı güvenini artırmanın yanı sıra ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesinde de anahtar bir unsurdur. Şirket üst yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer paydaşları arasında ilişkiler ağı ile bağlantılı olan kurumsal yönetim, aynı zamanda şirketlerin hedeflerinin belirlenmesini ve bu hedeflere ulaşılmasını mümkün kılar. Günümüzde ülke yönetimleri, iyi bir kurumsal yönetimin finansal piyasa istikrarına, yatırıma ve ekonomik büyümeye olan katkısının farkındadırlar. Bununla birlikte, şirketler de kurumsal yönetimin kalitesindeki artışın, rekabet güçlerine olan katkısını daha iyi bilmektedirler (OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Raporu, 2004). Bu bağlamda, ülkemizde de konunun önemine istinaden kurumsal yönetim uygulamalarına teşvik amaçlı bir çok adım atılmıştır. Kurumsal yönetim ile ilgili ilke ve düzenlemeler yeni Türk Ticaret Kanunu'na eklenerek kurumsal yönetim konusu kanunlaştırılmıştır.

Özellikle firma değeri ve sermaye maliyeti ile ilgili bir çok çalışmada, kurumsal yönetimin önemine vurgu yapılmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin, borç maliyetini Sengupta (1998), Blom ve Schauten (2006), Piot ve Missonier (2007), Anderson, Mansi ve Reeb (2003), Bradley ve Chen (2011), Tanaka (2014), Zhu (2014); özsermaye maliyetini de Ashbaugh, Collins ve LaFond (2004), Cheng, Collins ve Huang (2006) Derwall ve Verwijmeren (2007) gibi çalışmalar sonucunda azalttığı görülmüştür. Bu nedenle kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler açısından büyük önem kazandığı söylenebilmektedir.

Araştırmanın amacı kısmında belirtilen sorulara cevap verilmesi, kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye maliyetlerine etkisinin ölçülmesine katkıda bulunacaktır. Bununla birlikte, teorik beklentiyle aynı yönde sonuçlar bulunması halinde, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının borç ve özsermaye maliyetlerini düşüreceği; böylece, şirketlerin kurumsal yönetim faaliyetlerini etkinleştirilmesiyle, maliyetlerini azaltıp şirket değerini artırmalarının mümkün olabileceği sonucu ortaya konulacaktır. Özellikle, konu ile ilgili önceki çalışmaların incelenmesi esnasında, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının borç ve özsermaye maliyetleri üzerine etkisini birlikte inceleyen bir çalışmaya rastlanmaması bu çalışmanın önemini artırmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın bu alandaki büyük bir boşluğu doldurması beklenmektedir.

6.2. Araştırmanın Kısıtları

Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyetleri üzerine etkisinin araştırılmasına ilişkin yapılan bu çalışma sürecinde, bir takım kısıtlarla çalışılmıştır. Bu kısıtlar aşağıdaki gibidir:

- Türkiye’de 2003 yılında kurumsal yönetim ilkelerinin SPK tarafından yayımlanması ve 2005 yılında ilkelerin revize edilip kurumsal yönetim endeksi oluşturulmasına yönelik karar alınmasının ardından, ilk olarak 2007 yılında derecelendirme notuna sahip 5 şirket ile Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Şirketlerin periyodik olarak kurumsal yönetim derecelendirme notlarını kamuya açıklamaları bu tarihten itibaren başlamaktadır. Dolayısıyla, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin sayısının

az olması ve analize uygun düzenli verilerin sağlanabilmesi amacıyla çalışmanın veri seti 2009-2015 arasını kapsamaktadır.

- 2016 yılı itibariyle kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirket sayısı 50 iken finansal şirketler ve düzenli verisi bulunmayanlar analizden çıkarılmıştır. Bu nedenle araştırma dönemi içerisinde analize dahil edilebilen şirket sayısı 19 olmuştur.

6.3 Araştırmanın Verileri

Bu başlıkta, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyetleri üzerine etkisinin araştırılmasına ilişkin yapılan ekonometrik analizde kullanılan veriler açıklanacaktır. Bu çalışmada yer alan veriler Türkiye’de 2009-2015 yılları arasında toplanan BİST’te kayıtlı, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip şirketlerin verilerinden oluşmaktadır. Tablo 7’de analize dahil edilen şirketler ve sektörleri yer almaktadır.

Tablo 7

Analize Dahil Edilen Şirketler ve Endeksleri

Kod	Şirket	Sektör
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.	İmalat
ARCLK	Arçelik A.Ş.	İmalat
AYGAZ	Aygaz A.Ş.	İmalat
COLA	Coca Cola İçecek A.Ş.	İmalat
DOAS	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	Toptan ve Perakende Ticaret
HURGZ	Hürriyet Gazetecili ve Matbaacılık	İmalat
IHEVA	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Tic. A.Ş.	İmalat
LOGO	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Teknoloji
OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sistemleri A.Ş.	İmalat
PRKME	Park Elektrik Üretim Madencilik San ve Tic A.Ş.	Madencilik
PETKM	Petkim Petrokimya A.Ş.	İmalat
PNSUT	Pınar Süt Mamülleri A.Ş.	İmalat
TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş.	İmalat
TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.	İmalat
TUPRS	Tüpraş Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.	İmalat
PRKAB	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.	İmalat
TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	Ulaştırma Haberleşme ve Depolama
TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	İmalat
VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İmalat

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu

Analize konu şirketlerin mali tablolarından elde edilecek veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'na iletilen faaliyet raporları ve Finnet Veritabanından; şirketlerin piyasa verileri BİST ve Finnet Veritabanından; kurumsal yönetim derecelendirme notlarına ilişkin bilgiler, derecelendirme şirketlerinin internet siteleri ve TKYD resmi internet sitesinden ve son olarak belirli değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan bazı veriler, Hazine Müsteşarlığı resmi internet sitesi, TCMB EVDS, ve Bloomberg veritabanlarından elde edilmiştir.

6.3.1. Araştırmanın Bağımlı Değişkenleri

Çalışmada özsermaye ve borç maliyetini temsilen kullanılacak olan değişkenler bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda özsermaye maliyetini temsilen iki ve borç maliyetini temsilen iki olmak üzere toplamda dört farklı bağımlı değişken kullanılmıştır.

Özsermaye maliyetini temsilen kullanılacak ilk bağımlı değişken standart SVFM yöntemi kullanılarak hesaplanan beklenen getirilerdir. Yönteme yapılan bir çok eleştiriye rağmen, SVFM akademik alanda, şirketlerin finans yöneticileri arasında ve değerlendirme şirketlerince sıklıkla kullanılmaktadır. Graham ve Harvey'in (2001) yaptıkları ankete dayalı araştırmada, finans yöneticilerinin %75'inin; Bancel ve Mittoo'nun (2003) 16 Avrupa ülkesindeki finans yöneticileriyle yaptıkları ankete dayalı çalışmada, yöneticilerin %77'sinin ve Jacobs ve Shivdasani'nin (2012) Harvard Business Review dergisinde yayınlanan makalelerinde, çoğu Amerika ve Kanada'da bulunan finans yöneticilerinin % 90'ının özsermaye maliyetini hesaplariken SVFM'yi kullandıkları görülmüştür.

Çalışmada özsermaye maliyetini temsilen kullanılacak ilk değişken olan beklenen getiriler SVFM ile denklem (27)'de görüldüğü şekilde hesaplanmıştır.

$$R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f) \quad (27)$$

R_i = *i menkul kıymetinin getiri oranı*

β_i = *i hisse senedinin sistematik riski*

R_f = *Risksiz getiri oranı*

R_m = *Pazar getiri oranı*

$R_m - R_f$ = *Piyasa risk primi*

Hesaplama da kullanılacak olan risksiz faiz oranı Devlet İç Borçlanma Senetlerinin (DİBS) yıllık ağırlıklı ortalama faiz oranıdır. Bu oranın, çalışmada özsermaye maliyetinin her yıl için ayrı ayrı hesaplanması nedeniyle ilgili yılın özelliklerini daha iyi yansıtacağı düşünülmektedir. Gerek piyasa uygulamalarında gerekse akademik çalışmalarda risksiz faiz oranı temsilcisi olarak kullanılan bu oran, sadece uzun dönem devlet tahvili kullanılmasının tahvilin enflasyon etkisine açık olması ve bu nedenle riski telafi etmek için ek prim içermesi nedeniyle tercih edilmiştir (Dimson, Marsh ve Stauton, 2002; Bastı ve Yılmaz, 2013). Pazar getiri oranı olarak ise, Türkiye’de pazarı temsil etmesi nedeniyle BİST-100 endeksi getirisi kullanılmıştır. Öncelikle yıllık getiri hesaplanmış, fakat bu durumun endekste ki yüksek dalgalanmalar nedeniyle sağlıklı sonuçlar verdiği görülmüştür. Bu nedenle gerek akademik çalışmalarda gerekse uluslararası değerlendirme raporlarında sıkça kullanılan ve önerilen tarihsel getiri kullanılmıştır (Benartzi ve Thaler, 1993; Welch, 2000;2008; JP Morgan, The Quest for the Market Risk Premium, 2008; Brailsford, Handley ve Maheswaran, 2008; Gözen, 2011). Bu kapsamda, Türkiye’de gerek işlem hacimleri bakımından daha anlamlı olması gerekse finansal kriz sonrası önemli düzenlemelerin yapıldığı görece olarak daha istikrarlı bir dönem olması nedeniyle, pazar getirisi olarak 2003 yılından itibaren hesaplanan getirilerin geometrik ortalaması kullanılmıştır. Tarihsel getiri hesaplamalarında geometrik ortalama kullanılmasının temel sebebi, her ne kadar teoride yıllık getiriler arasında bir ilişkinin olmadığı varsayılsa da uygulamalı çalışmalarda yıllık getirilerin kendi aralarında zaman içerisinde negatif korelasyona sahip olduğunun tespit edilmesidir. Bu sebeple aritmetik ortalamalar risk primlerini olduğundan fazla göstermektedir. Dolayısıyla serilerin basit ortalamasını almak yerine, getiriyi bir önceki dönemle ilişkili olarak hesaplayan geometrik ortalamanın kullanılması daha sağlıklı sonuçlar vermektedir (Damodaran, 2011, s.109).

SVFM hesaplamalarında beta katsayısının farklı şekillerde kullanımına rastlanılsa da genellikle geriye dönük 60 aylık veri üzerinden hesaplanan değerin kullanıldığı görülmüştür (Fama ve French, 1992; Ashbaugh, Collins ve LaFond, 2004; Reverte, 2008). Özsermaye maliyeti hesaplamalarında betanın doğrudan kullanılması, şirketin sermaye yapısı içerisindeki borcu dikkate almaması nedeniyle sakıncalara yol açmaktadır. Bu nedenle hesaplamalarda kullanılacak olan beta değerinin kaldıraçlı beta olması gerekmektedir (Damodaran,2014, s. 120). Analizde kullanılacak beta değeri Hamada Formülü kullanılarak aşağıdaki şekilde kaldıraçlı betaya dönüştürülmüştür.

$$\beta_L = \beta_u \times [1 + (1 - \text{Vergi Oranı}) \times \frac{\text{Borç}}{\text{Özsermaye}}] \quad (28)$$

$$\beta_L = \text{Kaldıraçlı beta}$$

$$\beta_u = \text{Kaldıraçsız beta}$$

Özsermaye maliyetini temsilen kullanılacak ikinci bağımlı değişken, gerek akademik çalışmalarda gerekse denetim ve değerlendirme şirketleri tarafından piyasada sıklıkla kullanılan ve SVFM'den türetilmiş olan bir yöntem ile hesaplanan beklenen getirilerdir. Damodaran (2003) tarafından geliştirilen ve Beta yaklaşımı olarak adlandırılan bu yöntem, özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarında maliyet belirlemek ve değerlendirme yapmak için Big Four olarak anılan Deloitte, Ernst and Young, PwC ve KPMG gibi dünyanın en büyük dört denetim şirketi tarafından sıklıkla kullanılmaktadır. SVFM'de yer alan piyasa getirileri verilerine (r_m) gelişmiş ülkelerde kolaylıkla ulaşılabilmekte; ulaşılan bu veriler yardımı ile bulunan maliyetler ise gelişmiş ülkelerin piyasaları daha istikrarlı olduğu için anlamlı çıkabilmektedir. Fakat gelişmekte olan ülkelerde piyasa getirilerinin oynaklığının yüksek olması, modelde yer alan risk primi hesaplamalarını ($r_m - r_f$) zorlaştırmakta ve yapılan maliyet hesapları yanıltıcı sonuçlar verebilmektedir. Bu sebeple çalışmada beta yaklaşımında kullanılacak olan pay senedi risk primi hesaplamaları, (29) numaralı denklemde gösterilmiştir.

$$\text{Özsermaye maliyeti} = \text{risksiz faiz oranı} + \text{pay senedi risk primi}$$

$$\text{Pay senedi risk primi} =$$

$$[(\beta_i * (\text{Gelişmiş ülke pay senedi piyasası risk primi (baz risk primi)} \\ + \text{Ülke primi})]$$

Beta yaklaşımında gelişmiş piyasa olarak ABD, İngiltere ve Almanya gibi piyasalar temel alınmaktadır. Risk primleri ise, 10 yıl vadeli devlet tahviline yatırım yapmayıp pay senedi piyasasına yatırım yapan bir yatırımcının risk primini ifade etmektedir. Bu primler tarihsel getirilerin geometrik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Örneğin, 1928-2016 yılları arasında tarihi verilerin geometrik ortalaması %4,91'dir. Dolayısıyla 2016 yılına ait özsermaye maliyeti hesaplamaları için kullanılacak baz risk primi %4,91 olarak alınabilmektedir. Ortalama kullanmanın en büyük sebebi, tarihi veriler incelendiğinde getirilerin, orta ve uzun vadede, ortalamaya dönme (mean reversion) özelliği göstermesidir. 1928-2016 yılları arasında ABD

piyasasına ait baz risk primi Damodaran tarafından sürekli güncellenmektedir (http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html).

Burada dikkat edilmesi gereken en önemli husus, geometrik ortalama yöntemi ile hesaplanan beklenen getirilerin, özellikle finansal kriz dönemlerinde, gerçekleşen getirilerden yüksek sapma gösterebilmeleridir. Bununla birlikte, finansal kriz dönemlerinin ardından, ortalamaya dönüş etkisi hemen gerçekleşmeyebilir. Bu sebeple, Damodaran (2011) beta yaklaşımı ile yaptığı risk primi hesaplamalarında, 2008 yılı ve sonrası için geometrik ortalama kullanmanın eksik olacağını ileri sürerek, geometrik ortalama ile gerçekleşen getiriler arasında orta bir değer belirleyerek prim hesaplamalarını gerçekleştirmektedir. Çalışmada, bu hesaplamalardan elde edilen değerlerden faydalanılmıştır.

Pay senedi risk priminin hesaplanmasında ikinci adım ülke risk priminin hesaplanmasıdır. Ülke risk priminin hesaplanmasında kullanılan üç farklı yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemlerin ilki, S&P ya da Moody's gibi derecelendirme kuruluşlarının ülkelere atadıkları kredi derecelendirme notları temel alınarak hesaplanmaktadır. Bu notlara karşılık gelen ve ülkelerin kredi temerrüt riskini gösteren oranlar (Credit default spread) o ülkelerin ülke risk primini temsil etmektedir. Kredi temerrüt riskini gösteren bu oran, ülkelerin dolar cinsinden ihraç ettikleri tahviller ile aynı dönemde Amerikan hazinesi tarafından ihraç edilen tahviller arasındaki fark alınarak hesaplanmaktadır. Bu oranlar aynı zamanda Bloomberg tarafından yayımlanan CDS (Credit Default Swap-Kredi temettür takası) piyasası verileri incelenerek günlük olarak da gözlenebilir. İkinci yöntem, ülkelerin pay senedi piyasalarının oynaklığının ABD pay senedi piyasası oynaklığına oranlanması ve daha sonra bu oranın baz prim ile çarpılması ile bulunmaktadır. Bu yöntemin sakıncası piyasaların birbirlerinden yapısal olarak farklılıklar göstermesi ve likiditelerinin birbirlerinden oldukça farklı olmasıdır. Üçüncü ve son yöntem ise ülke primi hesaplamasında birinci yöntemde kullanılan kredi temerrüt riskini gösteren oranlara ek olarak, pay senedi ve tahvil piyasalarının oynaklıklarını da göz önüne almaktadır. Bunun sebebi pay senetlerinin tahvillere göre daha riskli varlıklar olması sebebi ile baz risk primi üzerine eklenen kredi temerrüt riskini gösteren oranların yeterli olmamasıdır. Çalışmada daha sağlıklı sonuçlar verdiği düşünülen bu üçüncü yöntemin kullanılması tercih edilmiştir. Böylece ülke risk priminin hesaplanmasında kullanılan formül 29 numaralı denklemde görüldüğü gibidir (Damodaran, 2011, s. 113).

$$\text{Ülke risk primi} = \text{Kredi temerrüt farkı} * \left(\frac{\sigma_{\text{pay senedi piyasası}}}{\sigma_{\text{tahvil piyasası}}} \right) \quad (29)$$

Araştırma dönemi olan 2009-2015 yılları itibarı ile çalışmada yer alan şirketlerin özsermaye maliyetlerinin belirlenmesinde, Beta yaklaşımında kullanılmak üzere hesaplanan ABD baz riski ve Türkiye için hesaplanan ülke riski verileri Tablo 8’de yer almaktadır.

Tablo 8

Analiz Dönemi İçerisinde Risk Primleri

Yıl	Baz risk primi %(1928’den itibaren geometrik ortalama)	Baz risk primi(%) (Düzeltilmiş)	Ülke risk primi(%)	Toplam risk primi(%)
2009	4,97	5,00	7,88	12,88
2010	5,01	4,50	5,25	9,75
2011	5,14	5,00	4,13	9,13
2012	5,11	6,00	4,13	10,13
2013	4,93	5,80	1,68	7,48
2014	5,00	5,00	3,65	8,65
2015	4,95	5,75	3,69	9,44

Borç maliyetini temsilen kullanılacak bağımlı değişkenlerden ilki, Finansman Gideri/Toplam Borçlar oranıdır. Gelişmiş ülke ekonomilerinde yapılan çalışmalar incelendiğinde borç maliyetini temsilen genellikle kredi derecelendirme notunun veya dolaşımdaki borçlanma araçlarının getirilerinin kullanıldığı görülmüştür. Kredi notunun bulunmaması ve dolaşımda tahvil yada bononun olmaması durumunda, çoğu analist zorunlu olarak şirketin mali tablolarından elde edilen faiz oranını kullanma yoluna başvurmaktadır (Damodaran, 2009, s. 9). Türkiye açısından durum incelendiğinde, analize dahil edilen şirketlere ilişkin araştırma dönemi kapsamında düzenli olarak kredi derecelendirme notlarının bulunmadığı veya borçlanma aracı ihracının olmadığı görülmüştür. Tablo 9’da analize konu şirketlere ilişkin derecelendirme notu ve borçlanma aracı ihracı bilgileri verilmiştir.

Tablo 9

2009-2015 Dönemi Analize Konu Şirketlerin Borçlanma Faaliyetlerine İlişkin Bilgiler

	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Kredi Notu	Borç Araç	Kredi Notu	Borç Araç	Kredi Notu	Borç Araç	Kredi Notu	Borç Araç	Kredi Notu	Borç Araç	Kredi Notu	Borç Araç	Kredi Notu	Borç Araç
AEFES					X		X	X	X		X		X	
ARCLK			X		X			X	X	X	X		X	X
AYGAZ										X				X
CCOLA									X	X	X		X	
DOAS					X		X							
HURGZ	X				X				X					
IHEVA											X			
LOGO														
OTKAR														
PRKME														
PETKM					X		X							
PNSUT														
TOASO														
TRCAS							X		X				X	
TUPRS	X		X		X		X	X			X		X	X
PRKAB														
TTKOM											X		X	
TTRAK														
VESTL	X		X		X		X		X		X		X	

Kamuyu Aydınlatma Platformu günlük bildirimlerinden düzenlemiştir

Tablo 9'dan da anlaşılacağı üzere çalışmaya konu şirketlerin analiz dönemi içerisinde düzenli borçlanma aracı ve kredi derecelendirme notu bulunmamaktadır. Bu nedenle çalışmada borç maliyetini temsil eden değişkenlerden ilki finansman gideri/toplam borç oranı olarak belirlenmiştir. Byun (2007), Pham, Suchard ve Zein (2012), Singhal (2014), Zhu (2014), Lin, Dong, Liu, Huang ve Wang (2016) gibi çalışmalarda da borç maliyetini temsilen bu oran kullanılmıştır. Türkiye'de de Ertuna (2014) ile Bastı ve Yılmaz (2013) çalışmalarında borç maliyetini temsilen bu oranı kullanmışlardır.

Borç maliyetinin hesaplanmasında kullanılacak olan ikinci yöntem; şirketlere ait derecelendirme notlarının ve bu notlarla ilişkilendirilen kredi temerrüt farklarının risksiz faiz oranına eklenmesi ile borç maliyetinin hesaplanmasıdır. Teoride borç maliyeti şirketlerin ihraç ettikleri tahvillerin maliyetlerinin hesaplanması ile bulunmaktadır. Bu yöntem, borç maliyeti hesaplamalarında, piyasada yüksek miktarda ve düzenli olarak

alım satımı yapılan, yüksek likiditeye sahip tahvilleri bulunan şirketlerde doğru sonuçlar verebilmektedir. Fakat Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde bu durum pek mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla gelişmekte olan ülkelerde kredi temerrüt farkları temel alınarak hesaplanan borç maliyetlerinin, şirketler için daha gerçekçi sonuçlar vermesi beklenmektedir (Tevfik, 2005; Gözen, 2011). Burada dikkat edilmesi gereken temel nokta; borç maliyeti hesaplanacak şirketlerin kredi derecelendirme notlarının olup olmadığıdır. Şirketlerin kredi derecelendirme notlarının bulunmadığı durumlarda, faiz karşılama oranları temel alınarak şirketlere sentetik kredi derecelendirme notu atanır ve atanan bu notlara göre kredi temerrüt farkları belirlenir (Damodaran, 2011. s. 156). Damodaran (2011) gelişmekte olan ülkeler için farklı faiz karşılama oranlarına denk gelen sentetik kredi temerrüt farklarını belirlemiştir. Bu oranları gösteren örnek tablo EK-2'de yer almaktadır. Çalışmada kullanılan borç maliyeti hesaplamaları, bu sentetik oranlardan faydalanılarak, (30) numaralı denklemde görüldüğü gibi düzenlenmiştir.

$$\text{Borç maliyeti} = \text{risksiz faiz oran} + \text{kredi temerrüt fark} \quad (30)$$

6.3.2. Araştırmanın Bağımsız Değişkenleri

Çalışmanın bağımsız değişkeni SPK tarafından yetkilendirilmiş olan derecelendirme şirketleri tarafından verilen kurumsal yönetim derecelendirme notlarıdır. Bu notlar, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini temsilen kullanılmaktadır. Derecelendirme notu yüksek olan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları açısından daha iyi olduğu kabul edilmektedir. Kullanılan kurumsal yönetim derecelendirme notları ile ilgili veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu ve derecelendirme şirketlerinin resmi internet sitelerinden derlenmiştir.

Blom ve Schauten (2006), Byun (2007), Derwall ve Verwijmeren (2007), Bradley ve Chan (2011) ve Zhu (2014) gibi kurumsal yönetim ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda kurumsal yönetim kalitesini temsilen derecelendirme notları kullanılmıştır. Türkiye'de de kurumsal yönetim ile ilgili yapılmış farklı çalışmalarda derecelendirme notları bir temsilci olarak kullanılmıştır. Gürbüz, Aybars ve Kutlu (2010), kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada; Yenice ve Dölen (2013) kurumsal yönetim ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada; Kandır (2013), kurumsal yönetim ve pay

getiri arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini temsilen derecelendirme notlarını kullanmıştır.

6.3.3. Araştırmanın Kontrol Değişkenleri

Çalışmada ayrıca kontrol değişkenleri olarak, şirket özelliklerini gösteren şirket büyüklüğü, piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) ve kaldıraç oranları kullanılmıştır. Bu değişkenlerin modele dâhil edilmesinin amacı, çalışmada yer alan şirketlerin birbirlerinden farklı karakteristik özelliklerinin etkilerinin sabit tutularak; kurumsal yönetim derecelendirme notunun, bağımlı değişkenler üzerindeki etkisini daha doğru analiz edebilmektir. Konu ile ilgili yapılmış uygulamalı çalışmalarda, yukarıda sayılan bu üç değişkenin sermaye maliyetleri üzerine olan etkileri ortaya konulmuştur.

Brigham ve Smith (1967), Alberts ve Archer (1973), Fama ve French (1993), Frank ve Goyal, (2009) tarafından yapılan temel çalışmalarda büyük şirketlerin daha yüksek kaldıraç oranlarına sahip olduğu görülmektedir. Bu durum büyük şirketlerin daha düşük maliyetle borç bulabilmesinden kaynaklanmaktadır. Uygulamalı çalışmalarda yüksek kaldıraç oranlarına rağmen sermaye maliyetlerinin büyük şirketlerde daha düşük olduğu, küçük şirketlerde ise daha yüksek olduğu görülmektedir (Banz, 1981; Fama & French, 1993). Bu anomalinin temel sebepleri arasında, büyük şirketlerin tasfiye ve iflaslarının daha zor olması, varlıklarının daha düşük risk taşıması ve faaliyet gösterdikleri sektörlerin daha az oynaklığa sahip olması, daha fazla göz önünde olmaları sebebi ile bilgi asimetrisinin en düşük düzeyde görülmesi ile içerden öğrenenlerin ticaretinin mümkün olmaması gösterilebilmektedir (Strebulaev ve Kurshev, 2006). Sermaye maliyetini etkilediği bilinen bu değişken, kurumsal yönetim uygulamaları ve sermaye maliyeti ile ilgili yapılmış olan Ashbaugh, Collins ve LaFond (2004), Cheng Collins ve Huang (2006), Hail ve Leuz (2006), Derwall ve Verwijmeren (2007), Ferreria ve Leux (2007), Reverte (2008) ve Tanaka (2014) gibi çalışmalarda da kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Çalışmada yer alan ikinci kontrol değişkeni PD/DD oranıdır. Şirketlerde bu oranın birden büyük olması özsermaye maliyetinin özsermaye karlılığından düşük olduğunun bir göstergesi olmaktadır (Damodaran, 2012, s. 724). Uygulamalı çalışmalarda da bu oran ile sermaye maliyeti arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya konulmuştur (Botosan ve Plumlee, 2005). Bu durumda yüksek PD/DD'ne sahip olan şirketlerin daha düşük sermaye maliyetine sahip olması beklenmektedir. Fama ve

French (1993) ise düşük DD/PD'ne sahip olan şirketlerin daha yüksek miktarda kazanç yaratabildiğini göstermişlerdir. Kurumsal yönetim uygulamaları ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi araştıran, Byun (2007), Regalli ve Soana (2012), Field, Fraser ve Subrahmanyam (2012) ve Zhu (2014) gibi çalışmalarda da bu oran kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Çalışmada yer alan son kontrol değişkeni kaldıraç oranı olarak bilinen Borç/Özsermaye oranıdır. Şirketlerde borç oranı arttıkça finansal risk artmakta, bu durum daha yüksek finansman giderlerine yol açmakta ve bu da şirketlerde hisse başına karı düşürmektedir. Ayrıca artan finansman giderleri, özsermayeye serbest nakit akımlarını da azaltarak yatırımcıların risk algısını artmakta ve risk algısı artan yatırımcı getiri beklentisini yükseltmektedir (Damodaran, 2006). Bu nedenle, kaldıraç oranındaki artışın sermaye maliyetini artırması beklenmektedir. Uygulamalı çalışmalarda da sonuç teoriyle uyumlu gözükmemektedir (Frank ve Goyal, 2009). Kaldıraç oranı Byun (2007), Reverte (2009), Bozec, Laurin ve Meier (2014) ve Teti, Dell'Acqua, Etrro ve Resmini (2016) gibi kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili yapılan çalışmalarda da kontrol değişkeni olarak kullanıldığı görülmüştür.

6.4. Araştırma Modeli

Kurumsal yönetim uygulamaları ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkinin incelenmesi amacıyla dört farklı model oluşturulmuştur. Dört farklı model kurulmasının sebebi, bağımlı değişkenler olan özsermaye ve borç maliyetlerinin farklı şekillerde hesaplanmasıdır. Çalışmada özsermaye maliyeti için iki, borç maliyeti için farklı iki hesaplama yöntemi kullanılmıştır. Konuyla ilgili yapılmış çalışmalar da dikkate alınarak aşağıdaki modeller oluşturulmuştur:

$$\begin{aligned}
 SVFM_{i,t} &= \alpha + \beta_1 KYN_{i,t} + \beta_2 BUY_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 PDDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
 BSVFM_{i,t} &= \alpha + \beta_1 KYN_{i,t} + \beta_2 BUY_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 PDDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
 BorcM_{i,t} &= \alpha + \beta_1 KYN_{i,t} + \beta_2 BUY_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 PDDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \\
 SentBorc_{i,t} &= \alpha + \beta_1 KYN_{i,t} + \beta_2 BUY_{i,t} + \beta_3 KALD_{i,t} + \beta_4 PDDD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

$SVFM_{i,t}$ = i şirketinin t dönemindeki SVFM yöntemine göre özsermaye maliyeti

$BSVFM_{i,t}$ = i şirketinin t dönemindeki gelişmekte olan piyasalarda kullanılan beta yaklaşımına göre özsermaye maliyeti

$BorcM_{i,t}$ = i şirketinin t dönemindeki mali tablolar yoluyla hesaplanan borç maliyeti

$SentBorc_{i,t}$ = i şirketinin t dönemindeki sentetik derecelendirme yoluyla hesaplanan borç maliyeti

$KYN_{i,t}$ = i şirketinin t dönemindeki kurumsal yönetim derecelendirme notu

$BUY_{i,t}$ = i şirketinin t dönemindeki aktif büyüklüğünün logaritması

$KALD_{i,t}$ = i şirketinin t dönemindeki kaldıraç oranı

$PDDD_{i,t}$ = i şirketinin t dönemindeki piyasa değeri/defter değeri oranı

$\varepsilon_{i,t}$ = Stokastik hata terimi ($\varepsilon_{i,t} = \mu_i + v_{i,t}$)

Kurulan modeller literatürde daha önceden yapılmış olan Byun (2007), Derwall ve Verwijmeren (2007), Reverte (2008), Teti, Dell'Acqua, Etro ve Resmini'nin (2016) çalışmalarıyla paralellik göstermektedir. Yukarıda belirtilen modeller hem statik hem dinamik panel veri yöntemleri kullanılarak analiz edilecektir. Araştırmanın yöntemi ile ilgili ayrıntılı bilgiler sonraki başlıkta verilecektir.

6.5. Araştırmanın Yöntemi

Bu çalışma kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin borç ve özsermaye maliyetlerine etkisinin ölçülmesi amacıyla BİST'de kayıtlı kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip 19 şirket ile 2009-2015 dönemi arasında statik ve dinamik panel veri analizi yöntemleri kullanılarak incelenmiştir. Bu kapsamda, analiz dönemi içerisinde toplam 125 gözlem kullanılmıştır.

Ekonometrik analizlerde kullanılmaya uygun üç çeşit veri türü bulunmaktadır. Bu veri türleri: zaman serisi verileri, yatay kesit verileri ve panel verilerdir. Zaman serisi verileri değişkenlerin zaman birimlerine göre (gün, ay, yıl vb.) değişimini içeren verilerken, yatay kesit verileri zamanın belirli bir noktasında bireyler, hane haklı şirket yada ülke gibi farklı birimlerin oluşturduğu verilerdir. Panel veri ise farklı birimlere ait yatay kesit gözlemlerin belirli bir zaman aralığında bir araya getirilerek oluşturulan veri setidir (Gujarati, 2003, s.667; Tatoğlu, 2012, s.2). Panel veri setleri dengeli ve dengesiz panel olarak ikiye ayrılmaktadır. Her bir birimin veri setini kapsayan zaman boyunca tamamıyla gözlenmesi durumunda dengeli, bazı birimlerin gözlemleri bazı zamanlar içerisinde kayıp olması halinde ise dengesiz panel söz konusudur (Wooldridge, 2002, s.263). Uygulamalı çalışmaların genelinde dengesiz panel veri setleri ile karşılaşılmaktadır (Tatoğlu, 2013).

Panel veri analizi ile hem kesit hem zaman bir arada değerlendirilebilmektedir. Değişkenler, her iki boyutta da (yatay kesit ve zaman) değişmekte ve açıklayıcı güçleri artmaktadır. (Hsiao, 2003, s.7). Genel olarak panel veri regresyonunda kullanılan doğrusal model denklemi şu şekilde gösterilmektedir.

$$y_{it} = \beta_{it}X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (35)$$

$i(i=1, \dots, N)$ yatay kesitleri, $t(t=1, \dots, T)$ ise zaman boyutunu ifade etmektedir. β_{it} bağımsız değişkenin bağımlı değişkene olan kısmi etkisini ifade etmektedir. Bununla birlikte bir çok uygulamalı çalışmanın varsayımlarında β_{it} 'ler bütün yatay kesitler ve zaman boyutunda sabit olarak alınmakta ve sadece sabit terimlerin yatay kesitler üzerinde farklı dağıldığını kabul etmektedir.

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (36)$$

(36) numaralı denklemde her bir bağımsız değişkenin bağımlı değişkene etkisi farklı yatay kesitler ve zaman periyotları için değişmemekte ve sabit kalmaktadır. Her bir yatay kesite ait farklılıklar α_i olarak gösterilmektedir. α_i 'lerin zaman içerisinde değişmediği ve hata teriminin (ε_{it}) yatay kesitler ve zaman üzerinde birbirinden bağımsız ve özdeş şekilde dağıldığı varsayılmaktadır.

Panel veri yöntemi, zaman boyutunu dikkate alırken, yatay kesit özelliklerini de dikkate almakta ve bu nedenle yatay kesit veri seti aynı örnekleme sahip olsa da daha etkin tahminler sağlamaktadır (Verbeek, 2008, s.356). Bununla birlikte panel veri analizi çoğunlukla heterojen olan birimleri dikkate alarak modele ilave edebilmektedir.

Panel veri ile analizi, dışlanan değişkenlerin etkilerini kontrol altında tutabilmektedir. Bu durum tahmin sapmasının azalmasını yada tamamen ortadan kalkmasını sağlamaktadır. Ayrıca panel veri kullanımı nedeniyle serbestlik derecesinin artması ve bağımsız değişkenlerdeki birimler arası farklılıkların modele dahil edilebilmesi zaman serilerinde ortaya çıkan çoklu doğrusal bağlantı sorununu önemli ölçüde azaltmaktadır (Hsiao, 2003, s.5; Tatoğlu, 2012, s.11-13).

Panel veri modelleri arasından hangisinin seçileceğine ilişkin önsel tercihler ve bazı ön testler bulunmaktadır. Panel veri analizinde temel olarak üç model kullanılmaktadır. Bunlardan ilki klasik model olarak da adlandırılan Havuzlanmış EKK modelidir. Bütün gözlemlerin homojen olduğu, yani birim ya da zaman etkisinin

olmadığının düşünöldüğü durumlarda klasik model uygun olduğu söylenebilmektedir (Asteriou ve Hall, 2011, s. 418). Birim ya da zaman etkilerinden herhangi birinin varlığı durumunda ise Sabit Etkiler yada Tesadüfi Etkiler modellerinin kullanılması daha uygundur. Araştırmacılar genel olarak sabit etkiler modelini kullanmayı doğru bulmaktadır. Bunun temel sebebi sabit etki modeli varsayımlarından biri olan, birim etkilerin model içerisindeki açıklayıcı değişkenler ile korelasyonsuz olmasının mümkün olmadığı varsayımdır (Tatoğlu, 2012, s. 164).

Araştırmacıların tercihlerinin dışında hangi modelin kullanılacağına dair testler bulunmaktadır. Bu çalışmada öncelikle klasik modelin yani havuzlanmış en küçük kareler yönteminin geçerli olup olmadığını belirlemek için F test kullanılacaktır. F testi genel olarak verilerin birimlere göre farklılık gösterip göstermediğini belirlemede, farklılık göstermediği durumda klasik modelin uygun olduğunu söylemektedir. Bütün sabitlerin aynı olduğunu (homojen) ifade eden H_0 hipotezi modelin havuzlanmış en küçük kareler yöntemi, H_1 hipotezi ise modelin sabit yada tesadüfi etkiler yöntemi ile uygulanacağını ifade etmektedir. İkinci olarak, sabit etkiler veya tesadüfi etkiler modeli arasında bir tercih için Hausman testine başvurulmaktadır. (Asteriou ve Hall, 2011, s. 420-421)..

Regresyon modelleri içerisinde sabit terimin tüm grubu kapsayacak şekilde değerlendirilmesi sabit etkiler yaklaşımı olarak ifade edilmektedir. Hata teriminin zaman içerisinde değişmeyerek sabit kalması nedeniyle model Sabit Etkiler olarak adlandırılmaktadır (Green, 2003, s. 285). Sabit etkiler modeli 37 numaralı denklemde gösterilmektedir:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it} \quad (37)$$

Sabit etkiler denkleminde Y_{it} bağımlı değişken, X_{it} açıklayıcı değişken, β eğim katsayısı, α sabit terimi ve u_{it} hata terimini ifade etmektedir. Her grup için birer kukla değişkeni dahil etmesi nedeniyle sabit etkiler tahmincisi, kukla değişkenli en küçük kareler tahmincisi olarak da adlandırılabilir. 38 numaralı denklem daha ayrıntılı bir gösterim imkanı sunmaktadır (Asteriou ve Hall, 2011, s. 418):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (38)$$

Tesadüfi etkiler modelinde ise her bir grup için sabit terimler, rassal bir parametre olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle her bir grup için sabit terimin değışkenliği (39) numaralı denklem ile elde edilmektedir:

$$\alpha_i = \mathbf{a} + \mathbf{v}_i \quad (39)$$

Denklemdaki \mathbf{v} ifadesi, ortalaması sıfır olan standart bir tesadüfi değışkeni ifade etmektedir. Bu bilgilerden hareketle tesadüfi etkiler modeli (40) ve (41) numaralı denklemler yoluyla oluşturulabilmektedir (Asteriou ve Hall, 2011, s. 419-420):

$$\mathbf{Y}_{it} = (\mathbf{a} + \mathbf{v}_i) + \beta_1 \mathbf{X}_{1it} + \beta_2 \mathbf{X}_{2it} + \dots + \beta_k \mathbf{X}_{kit} + \mathbf{u}_{it} \quad (40)$$

$$\mathbf{Y}_{it} = \mathbf{a} + \beta_1 \mathbf{X}_{1it} + \beta_2 \mathbf{X}_{2it} + \dots + \beta_k \mathbf{X}_{kit} + (\mathbf{v}_i + \mathbf{u}_{it}) \quad (41)$$

Sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modelleri ile yapılan analizlerin ardından Hausman Testi yardımıyla hangi modelin kullanılması gerektiği belirlenir. Hausman testini uygulamak için (42) numaralı denklem ile gösterilen istatistik yönteminden faydalanılmaktadır:

$$\mathbf{H} = (\hat{\beta}^{FE} - \hat{\beta}^{RE})' [\mathbf{Var}(\hat{\beta}^{FE}) - \mathbf{Var}(\hat{\beta}^{RE})]^{-1} (\hat{\beta}^{FE} - \hat{\beta}^{RE}) \sim \chi^2(\mathbf{k}) \quad (42)$$

Hesaplanan test istatistiği parametre sayısına eşit serbestlik dereceli χ^2 tablosu kullanılarak test edilmektedir. Parametreler arasındaki farkın sistematik olmadığı üzerine kurulan, yani tesadüfi etkiler modelinin geçerli olduğunu ifade eden H_0 hipotezinin reddedilmesi durumunda sabit etkiler tahmincisinin geçerli olduğu, tersi durumda tesadüfi etkiler modelinin kullanılması gerektiği belirtilmektedir. (Tatoğlu, 2012, s. 182-183; Asteriou ve Hall, 2011, s. 419-420).

Statik panel veri analiz yöntemlerinin ardından dinamik panel veri yöntem ile veriler analiz edilecektir. Dinamik panel veri modelleri daha karmaşık modeller olmasına rağmen daha etkin sonuçlar vermektedir. İktisadi ilişkilerin yapısı gereği çoğunlukla dinamik oluşu açıklanan değışkenin bir önceki dönem değerlerinin açıklayıcı değışkenler arasında yer almasını gerektirmektedir. (44) ve (45) numaralı

denklemler söz konusu dinamik ilişkileri gösteren panel veri modelini ifade etmektedir (Baltagi, 2012, s. 147).

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + x'_{it}\beta + u_{it} \quad (44)$$

$$u_{it} = \mu_{it} + v_{it} \quad (45)$$

Modelde bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerinin bulunması, gözlenemeyen bireysel etkiler(μ_{it}) ve dolayısıyla hata terimi(u_{it}) ile $y_{i,t-1}$ arasında korelasyona sebep olacaktır. Bu durum da EKK tahmincisi sapmalı ve tutarsız olacaktır. Anderson ve Hsiao (1982), modelin birinci farkının alınmasının gözlenemeyen etkileri modelden düşürdüğünü belirtse de, bu yöntem bütün moment koşullarının kullanımına olanak sağlamadığı için tutarlı fakat etkin olamamaktadır.

Arellano ve Bond (1991), birinci fark modelindeki sorunların giderilmesi amacıyla geçerli tüm değişkenlerin gecikmeli değerlerinin araç değişkeni olarak kullanıldığı Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) geliştirmiştir. Metot birinci fark modelini araç değişken matrisi kullanarak dönüştürmekte, sonrasında ise bu modeli genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile tahmin etmektedir. Bu metotla çok sayıda moment koşulu ile veri kayıplarının bir kısmı giderilmekte ve etkinlik artışı sağlanabilmektedir (Greene, 2003, s. 299).

GMM tahmincisinin etkinliği veri setinin zaman boyutunun büyümesi ile artmaktadır. Zaman boyutunun sınırlı, yüksek bireysel etkiler varyansına sahip ve 1'e yakın bağımlı değişken farkı katsayısına (otokorelasyon düzeyi yüksek) sahip örneklerde GMM tahmincisine kıyasla daha etkin sonuç veren bir yöntem olan Sistem GMM, Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafından geliştirilmiştir. Birinci fark denkleminde kullanılan gecikmeli araç değişkenler ile birlikte seviyedeki denklem için kullanılan gecikmeli araç değişkenlerini bir arada ele alması nedeniyle Sistem GMM daha iyi bir tahminci olduğu belirtilmektedir (Roodman, 2006). Sistem GMM tahmincisinin geçerli olabilmesi için bazı testlerin yapılması önerilmektedir. Wald testi denkleminde kullanılan değişkenlerin bir bütün olarak anlamlılığını ölçen bir testtir. Testin sıfır hipotezi, değişkenlerin bir bütün olarak anlamlılığının olmadığı şeklindedir. Dolayısıyla anlamı sayılabilmesi için H_0 reddedilmelidir. Uygulanması gereken bir diğer test, Sargan testidir. Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen bu test araç değişkenlerin geçerliliğini belirlemek üzere

geliştirilmiş bir testtir. Sargan testinin hipotezinin kabul edilmesi durumunda araç değişkenlerin geçerliliği kabul edilmiş olmaktadır. Son olarak modelde otokorelasyon sorunu ve spesifikasyon hatasının olup olmadığı birinci (AR 1) ve ikinci (AR 2) dereceden ardışık bağımlılık testlerinin uygulanması gerekmektedir. Birinci dereceden otokorelasyon sorunu kaçınılmaz olduğu kabul edilir ve sonuçlar dikkate alınmamaktadır. Fakat yöntemin geçerli olabilmesi için ikinci dereceden otokorelasyon olmaması gerekmektedir. Sıfır hipotezi “otokorelasyon yoktur” şeklinde olan testte ikinci derece olasılık değerine göre kabul edilmesi gerekmektedir (Arellano ve Bond, 1991; Blundell ve Bond, 1998).

Bu çalışmada dinamik panel veri yöntemi olarak Sistem GMM seçilmiştir. Bu seçimin nedeni olarak şu gerekçeler gösterilebilmektedir:

- Çalışmanın veri seti, dengesiz panel şeklindedir. Sistem GMM fark dönüşümü yerine ortogonal sapmalar yöntemini kullanarak, birinci fark yönteminde yapılan cari dönemden bir önceki dönemi farkını almak yerine bir değişkenin tüm mümkün gelecek değerlerinin ortalamasını almakta, böylece dengesiz panel veri setindeki diğer yöntemlerin doğurduğu veri kaybını en aza indirmektedir (Arellano ve Bover, 1995).
- Çalışmanın zaman boyutu birim boyutuna göre küçüktür. Bu durumlarda dinamik panel veri modellerinde en etkin tahminciyi elde edebilmek için ekstra moment koşullarının sağlanması çok önemlidir. Sistem GMM diğer tahmincilere göre daha iyi moment koşulları sağladığı için daha etkin bir tahmincidir (Blundell ve Bond, 1998).
- Çalışmanın veri seti 19 şirket ve 7 yıldan oluşmaktadır. Dolayısıyla çok geniş bir örneklem boyutu yoktur. Bu koşullarda Sistem GMM en etkin ve yansız tahminler sağlamaktadır (Arellano ve Bond, 1991; Blundell ve Bond, 1998; Karadeniz, Kandır, Balcılar, Önal, 2009).
- Şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları doğası gereği dinamiktir. Yani şirketin geçmiş performansı bugünkü kurumsal yönetim uygulamaları ile ilişkilidir (Wintoki, Linck ve Netter, 2012). Kurumsal yönetim ile ilgili yapılmış çalışmaların genel sorunu olan içsellik problemi GMM ile giderilebilmektedir. Bu problemin etkilerini azaltmak yada ortadan kaldırmak için GMM

tahmincilerinin kullanılması önerilmektedir (Schultz, Tan ve Walsh, 2010; Wintoki, Linck ve Netter, 2012)

6.6. Araştırmanın Bulguları

Bu bölümde, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini ölçen derecelendirme notları ile şirketlerin borç ve özsermaye maliyetleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Öncelikle analizde kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistiklere, değişkenler arası korelasyon katsayılarına ve yönlerine yer verilmiştir. Sonraki aşamada ise kullanılan analiz yöntemleri ile kurumsal yönetim sermaye maliyeti ilişkisi incelenmiştir.

Tablo 9’da analizlerde kullanacak olan değişkenlere ilişkin ortalama, minimum değer, maksimum değer ve standart sapmaları gibi özet istatistikler bulunmaktadır.

Tablo 10

Çalışmanın Değişkenlerine İlişkin Özet İstatistikler

<i>Değişkenler</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Maks.Değer</i>	<i>Min.Değ.</i>	<i>StandartSapma</i>
SVFM	0.3296	0.6429	0.1681	0.1167
BSVFM	0.2175	0.4982	0.0990	0.0881
BorcM	0.1146	0.8848	0	0.0915
SentBorc	0.1669	0.2978	0.0766	0.0678
KYN	86.62	95.49	71.2	4.84
BUY	21.40	23.97	17.43	1.49
KALD	0.4965	0.8472	0.0242	0.2042
PDDD	2.18	9.85	0.28	1.67

Not: Tabloda çalışmada kullanılan şirketlere ait sermaye maliyetlerine ve bağımsız değişkenlere ait özet istatistiklere yer verilmiştir. (SVFM), Sermaye varlıkları fiyatlama modeli ile hesaplanan özsermaye maliyetini; (BSVFM) Beta yaklaşımı ile hesaplanan özsermaye maliyetini; (BorcM), Finansman Gideri / Toplam Borç oranı ile hesaplanan borç maliyetini; (SentBorc) Sentetik derecelendirme yöntemiyle hesaplanan borç maliyeti; (KYN), kurumsal yönetim derecelendirme notunu; (BUY), aktif büyüklüğünün logaritması alınarak hesaplanan şirket büyüklüğünü; (KALD), toplam borçların toplam varlıklara oranı ile hesaplanan kaldıracı; (PDDD), piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanan oranı ifade etmektedir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının ortalaması araştırma dönemi boyunca 86.62’dir. Analize dahil edilen şirketler kurumsal yönetim endeksinde bulunmaktadır. Kurumsal yönetim endeksine dahil olabilmek için en az 100 üzerinden

70 derecelendirme notuna sahip olmaları gerektiği için örnekleme 70'in altında değer bulunmamaktadır.

Özsermaye maliyetini temsilen standart SVFM yöntemi ile hesaplanan değerlerden oluşan örneklemin ortalama değeri % 32 olarak gerçekleşmiştir. Değişkenin minimum değeri % 16 maksimum değeri % 64 gibi değerlere sahiptir. Yıllık aritmetik ortalama ile hesaplanan pazar getirileri kullanıldığında -%120 ile %282 gibi yüksek sapmalı değerlere yol açmaktadır. Bu nedenle geometrik ortalama alınarak bulunan BİST 100 endeks getirisi ile hesaplanan değerlerde bu sapmaların azaldığı görülmüştür.

Örneklem dönemi boyunca mali tablolardan faydalanılarak hesaplanan borç maliyeti ortalama %11,5 civarında gerçekleşmiştir. Değişkenin minimum ve maksimum değerleri incelendiğinde dikkat edilmesi gereken sonuçlara rastlanmıştır. Değişkenin örneklem döneminde minimum değerinin sıfır olduğu görülmektedir. Bu durumun sebebi incelendiğinde PRKAB şirketinin 2012 ve 2013 yılında finansman giderinin sıfır olmasından kaynaklandığı tespit edilmiştir. Mali tablolar ve faaliyet raporları ayrıntılı incelendiğinde şirketin borçlarının büyük çoğunluğunun ticari borç olduğu ve ticari borçlara herhangi bir finansman gideri ödenmediği anlaşılmıştır. Benzer şekilde değişkenin maksimum değeri de %88 gibi yüksek bir oran olması nedeniyle göze çarpmaktadır. Değişken incelendiğinde durumun 2009 ve 2010 yıllarında TTRAK şirketinin finansman gideri/toplam borçlar oranından kaynaklandığı tespit edilmiştir. Şirketin mali tabloları ve faaliyet raporları incelendiğinde kısa vadeli finansal borçlarının toplam borçların büyük çoğunluğunu oluşturduğu ve uzun süre çok yüksek seyrettiği gözlenmiştir. Gerçekleşen bu istatistiğin bu durumdan kaynaklandığı düşünülmektedir.

Çalışmanın diğer bağımlı değişkenleri incelendiğinde BSVFM ortalama %21 ve SentBorc ortalama %16 olarak gerçekleşmiştir. Minimum, maksimum değerleri ve standart sapmaları incelendiğinde normal değerlerde oldukları gözlenmektedir.

Çalışmanın kontrol değişkenleri olan BUY ortalama 21,4, KALD ortalama % 49 ve PDDD ortalama 2,18 olarak gerçekleşmiştir. Çalışma dönemi içerisinde aktif büyüklüğü olarak büyük şirket TTKOM, en küçük LOGO olmuştur. Varlıklarına kıyasla en yüksek borçlanma oranı %84 OTKAR, en düşük %2,5 ile TRCAS olmuştur. En yüksek PDDD oranına sahip şirket 9,85 ile LOGO, en düşük 0,28 ile IHEVA olmuştur.

Çalışmanın değişkenlerine ait özet istatistiklerin yorumlanmasının ardından verilerin analize uygunluğu kontrol edilecektir. Bu kapsamda, modelin açıklayıcı

değişkenleri arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığı araştırılmıştır. Bu nedenle modelin bağımsız değişkenleri arasındaki korelasyon katsayıları hesaplanıp Tablo 11’de raporlanmıştır.

Tablo 11

Bağımsız Değişkenler İçin Korelasyon Matrisi

	<i>KYN</i>	<i>BUY</i>	<i>KALD</i>	<i>PDDD</i>
<i>KYN</i>	1.0000	0.3720	0.2266	0.2263
<i>BUY</i>	0.3720	1.0000	0.5211	0.1307
<i>KALD</i>	0.2266	0.5211	1.0000	0.3459
<i>PDDD</i>	0.2263	0.1307	0.3459	1.0000

Not: Tabloda bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları yer almaktadır. (KYN), kurumsal yönetim derecelendirme notunu; (BUY), aktif büyüklüğünün logaritması alınarak hesaplanan şirket büyüklüğünü; (KALD), toplam borçların toplam varlıklara oranı ile hesaplanan kaldıracı; (PDDD), piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanan oranı ifade etmektedir.

Bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayısının %80’i geçmesi durumunda, çoklu doğrusal bağlantı sorunu ortaya çıkmaktadır (Gujarati, 2003, s. 359). Tablo 11 incelendiğinde en yüksek korelasyon katsayısının %52 olduğu görülmektedir. Bu durumda, modelde çoklu doğrusal bağlantı probleminin ortaya çıkma olasılığını çok düşük olduğu söylenebilmektedir.

Çalışmada kullanılacak değişkenlerin analize uygun olduklarının belirlenmesinin ardından analizler gerçekleştirilecektir. Bu kapsamda öncelikle kurumsal yönetim uygulamalarının özsermaye maliyeti üzerine etkisini incelemek üzere statik ve dinamik panel veri analizleri yapılacaktır.

Kurumsal yönetim ile özsermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla iki farklı model kurulmuştur. Bu modelleri panel veri yöntemi ile tahmin edebilmek için uygun yöntemin seçilmesine ilişkin testler yapılması gerekmektedir. Klasik modelin geçerli olup olmadığının anlaşılması için F testi, geçerli olmadığı durumda sabit yada tesadüfi etkiler arasında bir tercih yapabilmek amacıyla Hausman testi uygulanacaktır. Tablo 12 modellere ilişkin F testi sonuçlarını göstermektedir

Tablo 12

Klasik Model İçin F testi sonuçları

	F test istatistiği	Olasılık
31. Model	11.61	0,000
32. Model	13.5	0,000
33. Model	3.39	0,000
34. Model	3,37	0,000

(31) numaralı model için yapılan F testi istatistik değeri 11,61; olasılık değeri 0,00 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu nedenle klasik model geçerli değildir. Sabit etkiler ile tesadüfi etkiler modeli arasında seçim yapabilmek için Hausman testi kullanılmıştır. Hausman test istatistik değeri 50,51; olasılık değer ise 0,00 olarak hesaplanmıştır. Parametreler arasındaki farkın sistematik olmadığı üzerine kurulan, yani tesadüfi etkiler modelinin geçerli olduğunu ifade eden H_0 hipotezinin reddedilmesi nedeniyle sabit etkiler tahmincisinin geçerli olduğu kabul edilmiştir. Sonuçlara ilişkin verilere aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

(32) numaralı model için yapılan F testi istatistik değeri 13,50; olasılık değeri 0,00 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu nedenle klasik model geçerli değildir. Sabit etkiler ile tesadüfi etkiler tahmincileri arasında seçim yapabilmek için Hausman testi kullanılmıştır. Hausman test istatistik değeri 50,92, olasılık değer ise 0,00 olarak hesaplanmıştır. Parametreler arasındaki farkın sistematik olmadığı üzerine kurulan, yani tesadüfi etkiler modelinin geçerli olduğunu ifade eden H_0 hipotezinin reddedilmesi nedeniyle sabit etkiler tahmincisinin geçerli olduğu kabul edilmiştir. Sonuçlara ilişkin verilere Tablo 11’de yer verilmiştir.

(31) ve (32) numaralı modeller ayrıca Sistem GMM yöntemiyle de analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına ilişkin veriler Tablo 13’de yer almaktadır.

Tablo 13

Kurumsal Yönetim Özsermaye Maliyeti İlişkisi İçin Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken	Statik Panel		Sistem GMM	
	SVFM	BSVFM	SVFM	BSVFM
Sabit Terim	1,1455 (0,002)	0,1388 (0,581)	2,127 (0,000)	-0,6096 (0,000)
L 1	-	-	-0,0012 (0,621)	0,4985 (0,000)
KYN	-0,0095 (0,000)	-0,0035 (0,003)	-0,0077 (0,000)	-0,0141 (0,000)
BUY	-0,0030 (0,886)	0,0111 (0,438)	-0,0612 (0,000)	0,0292 (0,000)
KALD	0,1559 (0,082)	0,2734 (0,000)	0,3287 (0,000)	0,3858 (0,000)
PDDD	-0,0013 (0,757)	0,0017 (0,581)	0,0045 (0,007)	0,0069 (0,000)
F test	14,87 (0,000)	7,49 (0,000)	- -	- -
Hausman	50,51 (0,0000)	50,92 (0,0000)	- -	- -
R ²	0,3684	0,2271	-	-
Wald	-	-	2275,98 (0,000)	1637.11 (0,000)
Sargan	-	-	17,76 (0,5383)	17,87 (0,5309)
AR1	-	-	-3,5539 (0,0004)	-3,0542 (0,0023)
AR2	-	-	1,3332 (0,1825)	-1,3623 (0,1731)

Not: Bu tabloda, Standart SVFM ve Beta yaklaşımına göre hesaplanan özsermaye maliyetlerinin bağımlı değişken olduğu modellerin analiz sonuçları yer almaktadır. (SVFM), Sermaye varlıkları fiyatlama modeli ile hesaplanan özsermaye maliyetini; (BSVFM) Beta yaklaşımı ile hesaplanan özsermaye maliyetini; (KYN), kurumsal yönetim derecelendirme notunu; (BUY), aktif büyüklüğünün logaritması alınarak hesaplanan şirket büyüklüğünü; (KALD), toplam borçların toplam varlıklara oranı ile hesaplanan kaldıraç; (PDDD), piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanan oranı ifade etmektedir. Değişken isimlerinin yanında bulunan parantez içindeki ifadeler beklenen yönleri, sonuçların altında bulunan parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

Analiz sonuçları incelendiğinde kurumsal yönetim ile özsermaye maliyeti arasında her iki yöntemde de istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu gözlemlenmiştir.

(31) model için sabit etkiler tahmincisi ile yapılan analiz sonuçlarına göre kurumsal yönetim derecelendirme notu ile standart SVFM yöntemi kullanılarak hesaplanan özsermaye maliyeti arasında ters yönlü ve %1 hata payıyla anlamlı, zayıf bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuçlar literatürde bulunan uygulamalı çalışmalarla benzerlik göstermektedir.

Kontrol değişkenleri ile ilgili beklentiler daha önce ayrıntılı şekilde belirtilmiştir. Şirket büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri ile ters yönlü, kaldıraç ile aynı yönlü bir ilişki beklenmektedir. Sonuçlar incelediğinde özsermaye maliyeti ile büyüklük ve piyasa değeri/defter değeri değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. özsermaye maliyeti ve kaldıraç arasında, beklentiye paralel olarak aynı yönlü ve %10 hata payıyla anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Modelin açıklayıcılık gücünü gösteren R^2 değeri %36 olarak gerçekleşmiş, modeldeki değişkenlerin anlamlılığı gösteren F istatistiği 14,87; olasılık değeri 0,00 ile istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç gerçekleşmiştir.

Aynı model Sistem GMM tahmincisiyle de tahmin edilmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde kurumsal yönetim derecelendirme notu ile özsermaye maliyeti arasında ters yönlü ve %1 hata payıyla anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuç beklentiyle uyumludur.

Kontrol değişkenlerinin tümü istatistiksel olarak %1 hata payıyla anlamlıdır. Beklentiye paralel olarak, kontrol değişkenlerinden sermaye maliyeti ile büyüklük arasında ters yönde, kaldıraç ile aynı yönde ilişki bulunmuştur. Beklentinin aksine Piyasa değeri/defter değeri değişkeninin ise sermaye maliyetiyle aynı yönde bir ilişki içinde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Tahmincinin geçerliliği açısından analiz sonuçları incelendiğinde, Wald testi istatistiği %1 hata payıyla anlamlı, Sargan testi ve AR2 katsayısının olasılık değerinin %5'in üzerinde olduğu görülmüştür. Dolayısıyla, modelde kullanılan değişkenlerin bir bütün olarak anlamlı olduğu, araç değişkenlerin gereçli olduğu ve otokorelasyon sorunu olmadığı tespit edilmiştir.

(32) numaralı model için uygulanan sabit etkiler tahmincisi ile analiz sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notu ile Beta yaklaşımı kullanılarak hesaplanan özsermaye maliyeti arasında ters yönlü ve %1 hata payıyla anlamlı bir ilişki tespit

edilmiştir. Sonuçlar literatürde bulunan uygulamalı çalışmalarla paralellik göstermektedir.

Kontrol değişkenleri incelendiğinde büyüklük ve piyasa değeri/defter değeri değişkenlerinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu görülmektedir. Kaldıraç değişkeni beklentilere paralel olarak özsermaye maliyeti ile aynı yönlü ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Modelin R^2 değeri %22, F istatistiğinin olasılık değeri ise %1 hata payıyla anlamlıdır.

Aynı model Sistem GMM tahmincisiyle de tahmin edilmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde kurumsal yönetim derecelendirme notu ile özsermaye maliyeti arasında ters yönlü ve %1 hata payıyla anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuç beklentiyle uyumludur.

Kontrol değişkenlerinin tümü istatistiksel olarak anlamlıdır. Kontrol değişkenlerinden sadece kaldıraç beklentiyle paralel olarak aynı yönlü çıkmıştır. Büyüklük değişkeni ve piyasa değeri/defter değeri değişkeni sermaye maliyeti ile aynı yönlü ilişkiye sahip olduğu görülmüştür. Tahmincinin geçerliliği açısından analiz sonuçları incelendiğinde, Wald testi istatistiği %1 seviyesinde anlamlı, Sargan testi istatistik değeri ve AR2 katsayısının olasılık değeri %5'in üzerinde olduğu görülmüştür. Dolayısıyla denklemden kullanılan değişkenlerin bir bütün olarak anlamlı, araç değişkenler geçerli olduğu ve otokorelasyon sorunu olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

(33) numaralı model için yapılan F test istatistik değeri 3,39, olasılık değeri ise 0,00 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu nedenle klasik model geçerli değildir. Sabit etkiler ile tesadüfi etkiler modeli arasında seçim yapabilmek için uygulanan Hausman testi istatistik değeri 2,35, olasılık değeri 0,6712 olarak hesaplanmıştır. Parametreler arasındaki farkın sistematik olmadığı üzerine kurulan H_0 hipotezi red edilememekte, dolayısıyla tesadüfi etkiler geçerli olduğu kabul edilmiştir.

(34) numaralı model için yapılan F test istatistik değeri 3,37, olasılık değeri 0,0001 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu nedenle klasik model geçerli değildir. Sabit etkiler ile tesadüfi etkiler tahmincileri arasında seçim yapabilmek için Hausman testi kullanılmıştır. Hausman test istatistik değeri 5,91; olasılık değeri ise 0,2061 olarak hesaplanmıştır. Parametreler arasındaki farkın sistematik olmadığı üzerine kurulan, yani tesadüfi etkiler tahmincisinin geçerli

olduğunu ifade eden H_0 hipotezinin reddedilememesi nedeniyle tesadüfi etkiler tahmincisinin geçerli olduğu kabul edilmiştir.

(33) ve (34) numaralı modeller ayrıca Sistem GMM yöntemiyle de analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına ilişkin veriler Tablo 14'te yer almaktadır.

Tablo 14

Kurumsal Yönetim Borç Maliyeti İlişkisi İçin Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken	Statik Panel		Sistem GMM	
	BorcM	SentBorc	BorcM	SentBorc
Sabit Terim	0,7889 (0,015)	0,3221 (0,030)	0,5381 (0,000)	0,2638 (0,111)
L 1	-	-	0,2458 (0,000)	0,2038 (0,001)
KYN	-0,0068 (0,008)	-0,0008 (0,522)	-0,0125 (0,000)	-0,0014 (0,005)
BUY	-0,0031 (0,845)	-0,0037 (0,470)	0,0287 (0,007)	- 0,0045 (0,656)
KALD	0,0652 (0,545)	0,1044 (0,033)	0,0959 (0,001)	0,1866 (0,000)
PDDD	-0,0169 (0,015)	-0,0127 (0,001)	-0,0114 (0,000)	-0,0024 (0,252)
F test	-	-	-	-
Hausman	2,35 (0,6712)	5,91 (0,20)	-	-
R ²	0,0705	0,1928	-	-
Wald	16,49 (0,0024)	13,66 (0,0084)	1653,61 (0,000)	76,16 (0,000)
Sargan	-	-	17,74 (0,5393)	16,59 (0,6170)
AR1	-	-	-2,52 (0,0115)	-2,1487 (0,0317)
AR2	-	-	0,9080 (0,3636)	0,6282 (0,5299)

Not: Bu tabloda, Finansman Gideri/Toplam Borç oranı ve Sentetik Derecelendirme yöntemine göre hesaplanan borç maliyetlerinin bağımlı değişken olduğu modellerin analiz sonuçları yer almaktadır. (BorcM), Finansman Gideri/Toplam Borç oranı ile hesaplanan borç maliyetini; (SentBorc) Sentetik derecelendirme yöntemiyle hesaplanan borç maliyeti; KYN, kurumsal yönetim derecelendirme notunu; (BUY), aktif büyüklüğünün logaritması alınarak hesaplanan şirket büyüklüğünü; (KALD), toplam borçların toplam varlıklara oranı ile hesaplanan kaldıracı; (PDDD), piyasa değerinin defter değerine bölünmesi ile hesaplanan oranı ifade etmektedir. Değişken isimlerinin yanında bulunan parantez içindeki ifadeler beklenen yönleri, sonuçların altında bulunan parantez içerisindeki değerler olasılık değerlerini göstermektedir.

(33) numaralı model için gerçekleştirilen tahmin sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borç maliyeti arasında %1 hata payıyla anlamlı ve ters yönlü, zayıf bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlar beklentiyle uyumludur.

Kontrol değişkenleri açısından sonuçlar incelendiğinde, borç maliyeti ile büyüklük ve kaldıraç arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Piyasa değeri/defter değeri arasında %5 önem seviyesinde anlamlı ve ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Modelin açıklayıcılık gücünü gösteren R^2 değeri % 7 olarak gerçekleşmiş, değişkenlerin tamamının birlikte anlamlılığını gösteren Wald istatistiği 16,49, olasılık değeri %1 hata payıyla istatistiksel olarak anlamlı bir sonuç gerçekleşmiştir.

Aynı model Sistem GMM yöntemiyle de tahmin edilmiştir. Bu tahminde de kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borç maliyeti arasında ters yönlü ve %1 hata payıyla anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Kontrol değişkenleri açısından sonuçlar incelendiğinde, değişkenlerin tamamının %1 hata payıyla anlamlı olduğu görülmektedir. Sermaye maliyeti ile büyüklük ve kaldıraç arasında aynı yönlü, piyasa değer/defter değeri arasında ise ters yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Tahmincinin geçerliliği açısından analiz sonuçları incelendiğinde, Wald testi istatistiği %1 hata payıyla anlamlı, Sargan testi istatistik değeri ve AR2 istatistik değerinin %5'in üzerinde olduğu görülmüştür. Dolayısıyla denklemde kullanılan değişkenlerin bir bütün olarak anlamlı, araç değişkenler gereçli ve otokorelasyon sorunu yoktur.

(34) numaralı model için gerçekleştirilen tahmin sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borç maliyeti arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Kontrol değişkenleri açısından sonuçlar incelendiğinde borç maliyeti ile büyüklük arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Borç maliyeti ile piyasa değeri/defter değeri arasında beklentiye uyumlu olarak % 1 hata payıyla anlamlı ve ters yönlü bir ilişki, kaldıraç arasında % 5 hata payıyla ve aynı yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Aynı model Sistem GMM yöntemiyle de tahmin edilmiştir. Bu tahminde de kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borç maliyeti arasında ters yönlü ve %1 seviyesinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Kontrol değişkenleri açısından sonuç incelendiğinde borç maliyeti ile büyüklük ve piyasa değeri/ defter değeri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Borç maliyeti ve kaldıraç arasında beklentiye paralel olarak borç % 1 hata payıyla ve aynı yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. Tahmincinin geçerliliği açısından analiz sonuçları

incelendiğinde, Wald testi istatistiği %1 hata payıyla anlamlı, Sargan testi istatistik değeri ve AR2 katsayısının olasılık değeri %5'in üzerinde olduğu görülmüştür. Dolayısıyla denklemde kullanılan değişkenlerin bir bütün olarak anlamlı, araç değişkenler geçerli olduğu ve otokorelasyon sorunu olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

Sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile özsermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla kurulan iki model, sabit etkiler ve Sistem GMM tahmincileri kullanılarak analiz edilmiş, bu iki değişken arasında ters yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borç maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla kurulan iki model de, tesadüfi etkiler ve Sistem GMM tahmincileri kullanarak analiz edilmiş, sentetik derecelendirme kullanılan modelde tesadüfi etkiler ile yapılan tahmin sonuçları hariç olmak üzere, diğer tüm sonuçlarda bu iki değişken arasında ters yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu görülmüştür. Dolayısıyla sonuçların, literatürde kurumsal yönetim ile sermaye maliyeti ilişkisini inceleyen çalışmalar ile benzerlik gösterdiği söylenebilmektedir.

Panel veri analizlerinde seri korelasyon ve yatay kesit bağımlılığı özellikle uzun zaman serisine sahip makro paneller için sorun olduğunu, zaman boyutu küçük birim boyutu yüksek olan paneller için sorun teşkil etmeyeceği belirtilmektedir (Baltagi, 2008; Torres-Reyna, 2010). Seri korelasyon, standart hataların katsayılarının olduğundan daha küçük, R^2 'nin olduğundan daha yüksek hesaplanmasına sebep olurken, yatay kesit bağımlılığı her birim için hesaplanan hata terimleri arasında korelasyon nedeniyle analizlerin yanlı sonuçlar vermesine neden olabilmektedir. Çalışmada kullanılan modeller için seri korelasyon için uygulanan Wooldridge testi, yatay kesit bağımlılığı için uygulanan Pesaran testi ve Driscoll-Kraay düzeltmesine ilişkin tablolar EK-2'de sunulmuştur. Çalışmada, statik panelin ardından dinamik bir yöntem kullanılmasının sebeplerinden biri de olası sorunları en aza indirebilmek ve tahminleri doğrulamaktır.

Kurumsal yönetim ve özsermaye maliyetini ilişkisini inceleyen geçmiş çalışmalarda, kurumsal yönetim uygulamalarındaki kalite artışının özsermaye maliyetini düşürdüğü açıkça görülmüştür. Çalışma sonuçları, kurumsal yönetim ve özsermaye maliyeti ilişkisini inceleyen Ashbaugh, Collins ve LaFond (2004), Cheng, Collins ve Huang (2006), Derwall ve Verwijmeren (2007) gibi gelişmiş piyasalarda yapılmış çalışmalar ile Chen, Wei ve Chen (2003), Singhal (2014), Teti, Dell'Acqua, Etro ve

Resmini (2016) gibi gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmalarla benzerlik göstermektedir.

Benzer şekilde kurumsal yönetim ve borç maliyeti ilişkini inceleyen geçmiş çalışmalarda da kurumsal yönetim uygulamalarındaki kalite artışının borç maliyetini düşürdüğü görülmüştür. Çalışma sonuçları, kurumsal yönetim ve borç maliyeti ilişkisini inceleyen, Sengupta (1998), Bradley ve Chen (2011), Tanaka (2014), Zhu (2014) gibi gelişmiş piyasalarda yapılmış çalışmalar ile Byun (2007), Aslan ve Kumar (2012), Chan ve Hsu (2013), Lin, Dong, Liu, Huang ve Wang (2016) gibi gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmalarla benzerlik göstermektedir.



BÖLÜM VII

SONUÇ VE ÖNERİLER

7.1. Sonuç

Kurumsal Yönetim kavramı, şirketlerin pay sahiplerine ve bunların dışında kalan tüm menfaat sahiplerine en yüksek faydayı sağlayacak şekilde yönetilmelerini amaç edinen ve günümüz dünyasında sıklıkla tartışılan hususlardan birisi olarak dikkat çekmektedir. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren tartışılmaya başlanan kurumsal yönetim konusu, 2000'li yılların başından itibaren yatırımcıların yanı sıra hem şirketler hem de ülkeler açısından büyük önem kazanmıştır. Yaşanan şirket skandallarının büyük yatırımcı kitlesini etkileyecek boyutlara ulaşması, küreselleşmiş sermaye piyasalarının da etkisiyle hızla yayılmış, dünya genelinde sermaye piyasalarına ve ülke ekonomilerine ciddi zararlar vermiştir.

İyi bir kurumsal yönetimin finansal piyasa istikrarına, yatırıma ve ekonomik büyümeye olan katkısı artık çok net bir şekilde bilinmektedir. Bununla birlikte, şirketler de, iyi bir kurumsal yönetimin rekabet gücüne olan katkısını günümüzde çok daha iyi bilmektedirler. Şirketlere fon sağlayan bireysel veya kurumsal yatırımcılar ise yatırımlarının yanlış kullanılmadığını, doğru amaçlar için kullanıldığını görmek isteyeceklerdir. Bu noktada etkin bir şirket yönetiminin en kuvvetli teminatı “Kurumsal Yönetim” olmaktadır. Kurumsal yönetimin en temel konusu şirket yöneticileri ve pay sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesidir. Bu ilişki aynı zamanda şirket ile toplumu da bağlayan bir ilişki olmaktadır. Bir başka ifade ile kurumsal yönetim şirkette sermayeyi düşük maliyetlerle artırmanın, etkin ve verimli çalışmanın, şirket amaçlarına ulaşmanın ve tüm bunları gerçekleştirirken kapsayıcı hukuksal çevrenin gereklerini yerine getirmenin ve aynı zamanda sosyal çevreye faydalı projelerin gerçekleştirilmesinin planlanmasına dayanan çalışmaların bir kombinasyonudur.

Kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi, şirketlerin faaliyetlerini sürdürebilmesi ve büyüebilmesi için ihtiyaç duyduğu sermayeye ulaşabilmek amacıyla üstlendiği maliyetleri ve bu sermayenin doğrudan ya da dolaylı olarak şirkete teminini sağlayanların, şirket tarafından yaratılacak değerden eşit ve adil şekilde pay alabileceklerine olan güveni etkilemektedir. Bu kapsamda, kurumsal yönetime dair tüm kural ve uygulamalar, tasarruf sahipleri ile reel ekonomideki yatırımlar arasında kurulacak köprüye önemli bir destek olmaktadır. Sonuç olarak, iyi kurumsal yönetim

uygulamaları hem pay sahiplerine hem de diğer menfaat sahiplerine haklarının korunmakta olduğuna dair önemli bir güvence vererek şirketlerin sermaye maliyetlerinin azalmasına ve sermaye piyasalarına erişimlerinin kolaylaşmasına imkan sağlamaktadır.

Finansman imkanlarının kısıtlı olduğu, yabancı sermayeye ihtiyaç duyulan gelişmekte olan piyasalarda gerek ülke düzeyinde gerekse şirket düzeyinde kurumsal yönetim uygulamaları büyük öneme sahiptir. Uluslararası sermaye akımlarından daha fazla ve daha uygun maliyetlerle yararlanabilmek ancak fon sağlayıcıların beledikleri getirilerinin garanti edilmesi ve güvence altında olması ile mümkün olabilmektedir. Bu noktada, güvence altına almak adına kullanılacak tüm yöntemler kurumsal yönetimin alanına girmektedir.

Kurumsal yönetim ile ilgili yapılmış çalışmalar incelendiğinde, kurumsal uygulamalarının şirketlerin finansman kaynaklarına uygun maliyetle ulaşma imkanı sağladığını ortaya koyan çalışmalara rastlanmaktadır. Genel olarak konu ile ilgili literatür, kurumsal yönetim ile performans ve şirket değeri ilişkisine yoğunlaşsa da son yıllarda kurumsal yönetim ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar görece olarak artmaktadır.

Bu çalışmada, BIST' kayıtlı şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyetlerine etkisini incelemek amacıyla statik panel veri analizleri ve Sistem GMM dinamik panel veri analizi kullanılmıştır. 2009-2015 dönemini kapsayan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip 19 şirketin verileri kullanılarak uygulanan analizlerde kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini temsilen kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılmıştır. Bağımlı değişkenlerden biri olan özsermaye maliyetini temsilen standart SVFM ve ülke risk primini dikkate alan bir yöntem olan, özellikle gelişen piyasalar için kullanılması önerilen Beta Yaklaşımı olmak üzere iki farklı temsilci kullanılmıştır. Bir diğer bağımlı değişken olan borç maliyeti için de mali tablolardan elde edilen finansman gideri/toplam borçlar oranı ve gelişen piyasalar için önerilen sentetik derecelendirme yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca çalışmada, sermaye maliyetine etki ettiği yapılmış teorik ve uygulamalı çalışmalarla kanıtlanmış, literatürde sıklıkla kullanılan, şirket büyüklüğü, kaldıraç ve piyasa değeri/defter değeri oranı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Kurumsal yönetim ile özsermaye maliyeti arasında ters yönlü bir ilişki olduğu literatürde yapılmış olan birçok çalışma ile ortaya konmuştur. Çalışmanın sonuçları incelendiğinde, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi artıkça özsermaye

maliyetinin düştüğü hem sabit etkiler hem Sistem GMM tahmincisi ile yapılan analizler sonucunda ortaya konmuştur. Bu durum özsermaye maliyetinin belirlenmesinde kullanılan her iki yöntem için de geçerlidir.

Kurumsal yönetim ile borç maliyeti arasındaki ters yönlü ilişki de aynı şekilde literatürde yapılmış birçok çalışma ile ortaya konmuştur. Sonuçlar incelendiğinde, sentetik derecelendirme kullanılan modelde tesadüfi etkiler ile yapılan tahmin sonuçları dışında, tüm sonuçlar, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi artıkça borç maliyetinin düştüğünü göstermektedir.

Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan bir piyasada daha uygun maliyetlerle finansman sağlanması, şirketler açısından büyük öneme sahiptir. Çalışma sonucunda, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini artırarak sermaye maliyetlerini düşürebileceklerine ilişkin dikkate değer bulgular elde edilmiştir.

7.2. Öneriler

Bu çalışmanın, Türkiye’de kurumsal yönetim ile sermaye maliyeti arasındaki ilişkinin incelendiği bir çalışmaya rastlanmamış olması sebebiyle, literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte, şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim uygulamalarının, şirketlerin ihtiyaç duydukları finansman kaynaklarının maliyetini düşürdüğü sonucu önemlidir. Şirketlerin, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini artırarak daha uygun maliyetle borç ve özsermaye bulabilmeleri, gerek faaliyetlerini daha sağlıklı yürütebilmelerine gerekse şirket değerini artırmalarına yardımcı olacaktır.

Şirketlerin daha düşük maliyetle finansman sağlayabilmek için kurumsal yönetim kalitesini artırmayı tercih etmesi, hem yatırımcılar hem de ülke ekonomisi açısından olumlu sonuçlar doğurabilecektir. Elde edilen sonuçlar şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirmesine, dolayısıyla kurumsal yönetim uygulamalarına ilgisini artıracaktır. Kurumsal yönetim uygulamaların yaygınlaşması yatırımcıların şirketlere güvenini artıracak; artan yatırımcı güveni de sermaye piyasalarına likidite kazandıracaktır. Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşması ile şeffaf ve adil piyasaların oluşumu ile kaynakların etkin şekilde dağılımını teşvik edecektir.

Ayrıca, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının daha fazla şirket tarafından benimsenmesi ve kurumsal yönetim derecelendirme notu alan şirket sayısının

artmasıyla, konu ile ilgili daha geniş veri seti ile uygulamalı çalışmalar yapılması da mümkün olabilecektir.



KAYNAKÇA

- Acaravcı, S. K., Kandır, S. Y., ve Zelka, A. (2015). Kurumsal yönetimin BIST şirketlerinin performanslarına etkisinin araştırılması. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(1), 171-183.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim*. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Aktan, C. C. (2006). Kurumsal Yönetim. *CC AKTAN, Ankara: SPK Yayını, Yayın*, (196).
- Aktaş, R., Doğanay, M., Murat, A. ve Başcı, E. S. (2013). *Finansal Yönetim*. Sakarya: SAUSEM Yayınları.
- Alberts, W. W., & Archer, S. H. (1973). Some evidence on the effect of company size on the cost of equity capital. *Journal of financial and quantitative analysis*, 8(02), 229-242.
- Allen, F., & Gale, D. (2002). A comparative theory of corporate governance. Wharton Financial Institutions Center.
- Amenc, N., Veronique LS. (2003). *Portfolio Theory and Performance Analysis*. John Wiley and Sons, Ltd.: England.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2013). Product market competition, corporate governance, and firm value: Evidence from the EU area. *European Financial Management*, 19(3), 452-469.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial economics*, 68(2), 263-285.
- Anderson, T. W., & Hsiao, C. (1982). Formulation and estimation of dynamic models using panel data. *Journal of econometrics*, 18(1), 47-82.
- Ararat, M. (2010). 'Comply or Explain' Without Consequences; The Case of Turkey. *The Case of Turkey (May 3, 2010)*.
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2016). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*.
- Aras, G., & Kutlu Furtuna, O. (2015). Does Governance Efficiency Affect Equity Agency Costs? Evidence from Borsa Istanbul. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(sup2), S84-S100.

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Argüden, R. Y. (2010). A corporate governance model: Building responsible boards and sustainable businesses. International Finance Corporation.
- Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. *Emory, University of Iowa*. Retrieved on January, 26, 2006.
- Asia, C. L. S. (2001). Corporate Governance in the Emerging Markets; Saints and Sinners—Who Has Got the Religion. CLSA.
- Aslan, H., & Kumar, P. (2012). Strategic ownership structure and the cost of debt. *Review of Financial Studies*, 25(7), 2257-2299.
- Asteriou, D., & Stephen, G. Hall. 2011. *Applied Econometrics, 2nd edition*. Palgrave Macmillan.
- Aydın, N. (2003). Finansal Yönetim. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Baker, E., Godridge, B., Gottesman, A., & Morey, M. (2007). Corporate Governance Ratings in Emerging Markets: Implications for Market Valuation, Internal Firm-Performance, Dividend Payouts and Policy.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2003). The Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings.
- Banz, R. W. (1981). The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of financial economics*, 9(1), 3-18.
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset management*, 5(2), 91-104.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance?. *Review of Financial studies*, 22(2), 783-827.
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1-109.
- Benartzi, S., & Thaler, R. H. (1993). *Myopic loss aversion and the equity premium puzzle* (No. w4369). National Bureau of Economic Research.

- Berk, J. B. (1995). A critique of size-related anomalies. *Review of Financial Studies*, 8(2), 275-286.
- Berk, N. (1995). *Finansal Yönetim*. Türkmen Kitabevi, 2. Baskı: İstanbul.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporate and private property*. McMillian, New York, NY.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.
- Bhamra, H. S., Kuehn, L. A., & Strebulaev, I. A. (2010). The levered equity risk premium and credit spreads: A unified framework. *Review of Financial Studies*, 23(2), 645-703.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Black, B. S., Kim, W., Jang, H., & Park, K. S. (2015). How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natural experiment in Korea. *Journal of Banking & Finance*, 51, 131-150.
- Blom, J., & Schauten, M. B. (2008). Corporate governance and the cost of debt. In *New Developments in Financial Modelling* (Vol. 116, No. 145, pp. 116-145). Cambridge Scholars Publishing in association with GSE Research.
- Blume, M. E. (1975), "Betas and their Regression Tendencies", *Journal of Finance*, Cilt:30, No:3, ss.785-795.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Boldizzoni, F. (2008). *Means and Ends*. Palgrave Macmillan.
- Borgia, F. (2005). *Corporate Governance & Transparency Role of Disclosure: How Prevent New Financial Scandals and Crimes*. American University Transnational Crime and Corruption Center School of International Service.
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2005). Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *The accounting review*, 80(1), 21-53.
- Bozec, R., Dia, M., & Bozec, Y. (2010). Governance–performance relationship: a reexamination using technical efficiency measures. *British Journal of Management*, 21(3), 684-700.
- Bozec, Y., Laurin, C., & Meier, I. (2014). The relation between excess control and cost of capital. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 93-114.

- Bradley, M., & Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83-107.
- Brailsford, T., Handley, J. C., & Maheswaran, K. (2008). Re-examination of the historical equity risk premium in Australia. *Accounting & Finance*, 48(1), 73-97.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2011). *Financial Management Theory and Practice*. South Western Cengage Learning Graphic World. Inc. London.
- Brigham, E. F., & Gordon, M. J. (1968). Leverage, dividend policy, and the cost of capital. *The Journal of finance*, 23(1), 85-103.
- Brigham, E. F., & Smith, K. V. (1967). Cost of capital to the small firm. *The Engineering Economist*, 13(1), 1-26.
- Broadman, H. G. (1999). *Corporate Governance In Russia*, OECD
- Broadman, H. G. (2001). Lessons from corporatization and corporate governance reform in Russia and China. Available at SSRN 292599.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434.
- Byun, H. Y. (2007). The cost of debt capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765-806.
- Cadbury, A. (1992). *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance* (Vol. 1). Gee
- Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *The Journal of Finance*, 56(1), 1-43.
- Cannan, E. (1921). Early history of the term capital. *The Quarterly Journal of Economics*, 35(3), 469-481.
- Chan, A. L., & Hsu, A. W. H. (2013). Corporate pyramids, conservatism and cost of debt: Evidence from Taiwan. *The International Journal of Accounting*, 48(3), 390-413.
- Chen, K. C., Wei, K. C. J., & Chen, Z. (2003). Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: evidence from Asia's emerging markets.
- Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of business*, 383-403.

- Cheng, C. S. A., Collins, D., & Huang, H. H. (2006). Shareholder rights, financial disclosure and the cost of equity capital. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27(2), 175-204.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20(1), 92-117.
- Claus, J., & Thomas, J. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *The Journal of Finance*, 56(5), 1629-1666.
- Coffee, J. C. (2005). A theory of corporate scandals: Why the USA and Europe differ. *Oxford review of economic policy*, 21(2), 198-211.
- Core, J. E., Guay, W. R., & Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *The Journal of Finance*, 61(2), 655-687.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Coutinho, L., & Rabelo, F. M. (2001, April). Corporate Governance in Brazil. In *Policy Dialogue Meeting on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economies. OECD Development Centre and the European Bank for Reconstruction and Development, Paris, April* (pp. 23-24).
- Da Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Dağlı, H., Ayaydın, H., & Eyüboğlu, K. (2010). Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği. *Journal of Accounting & Finance*, (48).
- Damodaran, A. (1999). The dark side of valuation: firms with no earnings, no history and no comparables. NYU Working Paper No. FIN-99-022. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1297075>
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation*. 2nd Edition. New York: John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. (2003). Country risk and company exposure: theory and practice. *Journal of applied finance*, 13(2).

- Damodaran, A. (2006). Debt and Value: Beyond Miller-Modigliani. *PowerPoint Presentation*. <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/levvaluehort.ppt>. (August 13, 2008).
- Damodaran, A. (2007), *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Now publishers Inc.
- Damodaran, A. (2010). *Applied corporate finance*. 3rd ed. John Wiley & Sons: NJ.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (Vol. 666). John Wiley & Sons.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- Deloitte, 2012, *Corporate Governance Structures of Public Russian Companies*, Survey Deloitte. 2006 , Kurumsal Yönetim Serisi, Nedir Bu Kurumsal Yönetim?, http://www.deloitte.com/dtt/section_node/0,1042,sid%253D131959,00.html, (Erişim: 12.03.2007)s.4
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(01), 1-36.
- Derwall, J., & Verwijmeren, P. (2007). Corporate governance and the cost of equity capital: Evidence from gmi's governance rating. *European Centre for Corporate Engagement Research Note*, 06-01.
- Diao, X., Li, W., & Yeldan, E. (1998). Challenges and choices in post-crisis East Asia: simulations of investment policy reform in an intertemporal, global model. Department of Economics Discussion Paper No: 98-16, Bilkent University, Ankara
- Dimson, E., Massoud M. (1999). Three Centuries of Asset Pricing, *Journal of Banking and Finance*. no.23, s.1745-1769.
- Dincer, B. (2015). Kurumsal yönetimin farklı teoriler yoluyla değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 36(36).
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- Donaldson, L. (2008). Ethics problems and problems with ethics: Toward a pro-management theory. *Journal of Business Ethics*, 78(3), 299-311.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91.

- Donker, H., & Zahir, S. (2008). Towards an impartial and effective corporate governance rating system. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8(1), 83-93.
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European financial management*, 10(2), 267-293.
- Du Plessis, J. J., Hargovan, A., & Bagaric, M. (2010). Principles of contemporary corporate governance. Cambridge University Press.
- Easton, P. D. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The accounting review*, 79(1), 73-95.
- Erdoğan, A., Yıldırım, K. ve Özer, M. (2005). *İktisada Giriş*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Erkens, D. H., Hung, M., & Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide. *Journal of Corporate Finance*, 18(2), 389-411.
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2009). Corporate governance ratings and firm performance. *Financial Management*, 38(1), 139-160.
- Ertuna, Ö. (2010). Firma Mali Performans Değerlendirme Paketi. *İstanbul Sanayi Odası*.
- Fama E.F, K.R. French, (1996), 'Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies', *The Journal of Finance*, Vol LI, No:1, March, ss.55-84
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *the Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33(1), 3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of financial economics*, 105(3), 457-472.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2013). A four-factor model for the size, value, and profitability patterns in stock returns. *Journal of Financial Economics*. 16 (1), 1-22
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Fama-Miller Working Paper, University of Chicago*.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law & Economics*, 26(2), 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Fernandez, P. (2003). 75 common and uncommon errors in company valuation. *SSRN 411600*.
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62(2), 951-989.
- Fields, L. P., Fraser, D. R., & Subrahmanyam, A. (2012). Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1536-1547.
- Fisher, I. (1906). *The nature of capital and income*. The Macmillan Company.
- Fitch Ratings. (2007). Corporate Governance-The Turkish perspective. Special Report July 2
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial management*, 38(1), 1-37.
- Freeman, R. E. 1984. Strategic management: A stakeholder approach. Boston: Pitman
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California management review*, 25(3), 88-106.
- Garay, U., & González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-209.
- Gebhardt, W. R., Lee, C., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of accounting research*, 39(1), 135-176.
- Gillan, S. L., Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Industries, investment opportunities, and corporate governance structures. *Unpublished working paper*.
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Gordon, M. J. (1962). *The investment, financing, and valuation of the corporation*. RD Irwin.
- Gözen, M. (2011). Cost of Capital Estimation for Energy Network Utilities: Revisiting from the Perspective of Regulators.

- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), 187-243.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. Pearson Education India.
- Gregory, H. J. (2000). The globalization of corporate governance. *Global Counsel*, 5, 52-65.
- Gregory, H. J. (2002). Comparative matrix of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states. Weil Gotshal and Manges LLP.
- Gregory, H. J., & Simms, M. E. (1999, October). Corporate governance: What it is and why it matters. In *9th International Anti-Corruption Conference, Kuala Lumpur*.
- Griffin J., Mahon J.F. (1997), The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance debate, *Business & Society*, March, Vol. 36, No. 1, pp. 5-32.
- GUJARATI, D. N. (2003). Basic Econometrics (Temel Ekonometri).
- Gupta, P. P., Kennedy, D. B., & Weaver, S. C. (2009). Corporate governance and firm value: Evidence from Canadian capital markets.
- Güçlü, Hakan, 2013, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Performansının Oluşturulan İki Yeni Endeksle Karşılaştırılması, *İMKB Dergisi*, sayı 50 s. 49
- Gürbüz, A. O., & Ergincan, Y. (2004). Kurumsal yönetim: Türkiye'deki durumu ve geliştirilmesine yönelik öneriler. *Literatür Yayınları*.
- Gürbüz, A. O., Aybars, A., & Kutlu, Ö. (2010). Corporate governance and financial performance with a perspective on institutional ownership: empirical evidence from Turkey. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 8(2), 21.
- Hail, L., & Leuz, C. (2006). International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?. *Journal of accounting research*, 44(3), 485-531.
- Hann, R. N., Ogneva, M., & Ozbas, O. (2013). Corporate diversification and the cost of capital. *The journal of finance*, 68(5), 1961-1999.
- Hsiao, C. (2003). Analysis of panel data, 2nd. *Cambridge: Cambridge University Press*.
- Kose, MA, ES Prasad and ME Terrones (2003), *Financial Integration and Macroeconomic Volatility, IMF Staff Papers*, 50, 119-142.
- IIF, (2005). Corporate governance in Turkey- An investor perspective. Task Force Report
- IMF. 2006. [Turkey: Report on the Observance of Standards and Codes-Fiscal](#) Transparency Module, International Monetary Fund Washington, D.C.

- İlhan, E. G. E., Topaloğlu, E. E., & Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal performans ile kurumsal yönetim notlari arasındaki ilişki: BIST üzerine bir uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 5(9).
- İskenderoğlu, Ö., Saygın, O., Akdağ, S., (2014). Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı, Adana: Karahan Kitabevi
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kandır, S. Y. (2013). Kurumsal yönetim derecelendirme notu açıklamalarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin incelenmesi. *Bankacılar Dergisi*, 2013(85), 21-31.
- Karadeniz, E., Yılmaz Kandır, S., Balcılar, M., & Beyazıt Onal, Y. (2009). Determinants of capital structure: evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5), 594-609.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ., ve Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama.
- Karan, B. (2013). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kayacan, M. (2006). Küresel Mali Piyasalarda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Ülkemize Yansımaları. Kurumsal Araştırmalar Serisi, 4.
- Keasey, K., Thompson, S., & Wright, M. (Eds.). (1997). Corporate governance: Economic and financial issues. OUP Oxford.
- Kılıç, M. (2009). Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi: Halka Açık Şirketler İçin Talepsiz Kurumsal Yönetim Derecelendirme Model Önerisi. *Doktora Tezi. Eskişehir: Eskişehir Anadolu Üniversitesi*.
- Kıyılar, M., & Belen, M. (2005). Concepts And Principles Of Corporate Governance.
- Kıyılar, M., Belen, M., (2005), Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi, Antalya, 7. Muhasebe Denetim Sempozyumu
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728.

- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769-784.
- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 693-719.
- Kula, V. (2006). *Kurumsal yönetim: hissedar korunması uygulamaları ve Türkiye örneği*. Papatya Yayıncılık.
- Kula, V., & Baykut, E. (2014). Re-ranking of corporate governance ratings of BIST XKURY companies based on TOPSIS method of ordering. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 2(1), 103-110.
- Küçükkocaoğlu, G. (2003). *Şirket Değerleme Yöntemleri*. Ankara: Başkent Üniversitesi Yayınları.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- Lavigne, R., Sarker, S., & Vasishtha, G. (2014). Spillover effects of quantitative easing on emerging-market economies. *Bank of Canada Review*, 2014(Autumn), 23-33.
- Lee, S. (2006). *The comparison of the predictive ability of different cost-of-equity capital models for the lodging industry*. (Unpublished doctoral dissertation). The Pennsylvania State University. The Graduate School. USA.
- Letza, S., & Sun, X. (2002). Corporate governance: paradigms, dilemmas and beyond. *Poznan University Economic Review*, 2(1), 43-59.
- Li, D., & Li, E. X. (2016). Corporate Governance and Costs of Equity: Theory and Evidence. *Management Science*.
- Li, L., Dong, F., Liu, Y., Huang, H., & Wang, S. (2016). The effect of corporate governance on debt financing cost of listed companies. *Journal of Systems Science and Complexity*, 29(3), 772-788.

- Lintner, J. (1965), "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *The Review of Economics and Statistics*, s.13-37.
- Lubatkin, M. H., Lane, P. J., Collin, S. O., & Very, P. (2005). Origins of corporate governance in the USA, Sweden and France. *Organization Studies*, 26(6), 867-888.
- Malkiel, B., Xu, Y., (2006). Idiosyncratic risk and security Returns, Working paper, Princeton University.
- Mandal, N. (2013). Sharpe's Single Index Model & its Application to Construct Optimal Portfolio: An Empirical Study. *Great Lake Herald*, 7(1), 1-19.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.
- Marx, K. (2011). Kapital: Ekonomi Politîğın Eleştirisi Cilt: 1, çev. M. Selik, İstanbul: Yordam.
- McDermott, R., Farrell, S. (2004), Corporate governance in Canada, Global Corporate Governance Guide 2004: Best Practice İn The Boardroom. Globe White Page: USA.
- McKinsey and Company. 2002. "Global Investor Opinion Survey.
- McNulty, J. J., Yeh, T. D., Schulze, W. S., & Lubatkin, M. H. (2002). What's your real cost of capital. *Harvard Business Review*, 80(10), 114-121.
- Menteş, A. (2009). Kurumsal yönetişim ve Türkiye analizi. Derin Yayınları.
- Millstein, I. M. (1998). *Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets: a report to the OECD*. OECD Publishing.
- Millstein, I. M., & MacAvoy, P. W. (1998). The active board of directors and performance of the large publicly traded corporation. *Columbia Law Review*, 1283-1322.
- Millstein, I.M. (1998). 'The Evolution of Corporate Governance in the United States', Remarks to the World Economic Forum, Davos, Switzerland (February 2, 1998).
- Mishra, S., & Mohanty, P. (2014). Corporate governance as a value driver for firm performance: evidence from India. *Corporate Governance*, 14(2), 265-280.
- Mitton, Todd, (2004), Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets, *Emerging Markets Review*, 5 , 409-426

- Morck, R., & Steier, L. (2005). The global history of corporate governance: An introduction. In *A history of corporate governance around the world: Family business groups to professional managers* (pp. 1-64). University of Chicago Press.
- Mossin, J. (1966), "Equilibrium in A Capital Asset Market". *Econometrics*, 34, ss.768-783.
- Nelson, J. (2005). Corporate governance practices, CEO characteristics and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 197-228.
- OECD (2013), *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing
- OECD (2015), *Corporate Governance Factbook*, OECD Publishing, Paris
- OECD (2016), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*(Turkish version), OECD Publishing, Paris
- OECD 2004. *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris, Fransa
- OECD, 2003. [Corporate Governance: A Survey of OECD Countries](#)
- OECD. 2004. *Governance Survey: A Survey of OECD Countries*
- OECD. 2006. *Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study*, OECD Publishing, Paris
- Ohlson, J. A. & Juettner-Nauroth B. E., (2005). Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, pp. 349- 365.
- Ohlson, J. A. (2005). On accounting-based valuation formulae. *Review of Accounting studies*, 10(2), 323-347.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (1999). *OECD principles of corporate governance*. OECD.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (1999). *OECD principles of corporate governance*. OECD.
- Öztürk, M Başaran, Kartal D. (2006), Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entellektüel Sermaye, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı 19, 395
- Paslı, A. (2004). *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi* (2. Baskı). Ankara: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları.
- Patel, S. A., Balic, A., & Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3(4), 325-337.
- Pham, P. K., Suchard, J. A., & Zein, J. (2012). Corporate governance and the cost of capital: Evidence from Australian companies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 84-93.

- Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2007). Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies. *Communication présentée au 28ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers*.
- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of accounting and economics*, 37(1), 113-136.
- Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2008). *Cost of capital. Applications and Examples. 3rd Edition*. John Wiley & Sons.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1989). The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric. *The Academy of Management Executive*, 3(2), 141-143.
- Regalli, M., & Soana, M. G. (2012). Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies. *International Journal of Business Administration*, 3(2), 2.
- Reverte, C. (2009). Do better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?: Evidence from Spanish firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(2), 133-145.
- Reverte, C. (2009). Do better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?: Evidence from Spanish firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 9(2), 133-145.
- Roodman, D. (2006). How to do xtabond2: an introduction to 'difference' and 'system'. In *GMM in Stata*, Center for Global Development Working Paper No. 103.
- Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of economic theory*, 13(3), 341-360.
- Sakarya, Ş. (2012). İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (event study) yöntemi ile analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Sandıkçıoğlu, A. (2005). Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi. *Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlik Etüdü, Ankara*.
- Schober, D., Schaeffler, S., & Weber, C. (2014). Idiosyncratic risk and the cost of capital: the case of electricity networks. *Journal of Regulatory economics*, 46(2), 123-151.
- Schreiner, A. (2009). *Equity valuation using multiples: an empirical investigation*. Springer Science & Business Media.

- Schultz, E. L., Tan, D. T., & Walsh, K. D. (2010). Endogeneity and the corporate governance-performance relation. *Australian journal of Management*, 35(2), 145-163.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 459-474.
- Sharpe, W. F. (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *The Journal of Finance*, 19 (3), ss.425-442.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Singhal, A. (2014). Corporate governance, cost of capital and value creation: Evidence from Indian firms. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 4(6), 36-54.
- Smith, A., Derin, H., & Kazgan, G. (2006). *Milletlerin zenginliği*. Türkiye İş bankası.
- Soh, T. M. (2011). Corporate governance and the cost of capital. *International Journal of Governance* . Vol.1, No. 1, 10-30.
- Solomon, J. (2007). *Corporate governance and accountability*. John Wiley & Sons.
- Souha, S. B., & Anis, J. (2016). Corporate governance and firm characteristics as explanatory factors of shareholder activism: Validation through the French context. *Cogent Economics & Finance*, 4(1), 1150407.
- SPK Haftalık bülten 23.07.2007-27.07.2007, 2007/30
- SPK, (2003). Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal İlkeleri.
- Standart and Poor's, 2008. Turkish transparency and disclosure survey 2008: A Year of Little or No Progress
- Strebulaev, I. A., & Kurshev, A. (2006). Firm size and capital structure. EFA 2005 Moscow Meetings Paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=676106>
- [Supriti M.](#), [Pitabas, M.](#), (2014). Corporate governance as a value driver for firm performance: Evidence from India. *Corporate Governance*, 14 (2), 265 – 280.
- Şehirli, K. (1999). Kurumsal Yönetim. *İstanbul SPK Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, Sayı, 14(4)*, 55-3.
- Tanaka, T. (2014). Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 34, 315-335.
- Tatoğlu, F. Y. (2012). Panel veri ekonometrisi. *Beta Yayınevi*.
- Tatoğlu, F. Y. (2012). *İleri panel veri analizi: Stata uygulamalı*.

- Tecer, M. (1980). İşletmelerde Sermaye Maliyeti. Türkiye Ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları No: 188.
- Teti, E., Dell'Acqua, A., Etro, L., & Resmini, F. (2016). Corporate governance and cost of equity: empirical evidence from Latin American companies. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 16(5), 831-848.
- Tevfik, A. T.(2005). Sermaye Yapısı Kararları Ve Efektif Vergi Oranın Sıfır Olduğu Firmalarda Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi. *MANAS Journal of Social Studies* . vol. 7. Issue 14
- TKYD. 2005.TKYD Yayınları, Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası
- Tricker, B. (2015). Corporate governance: Principles, policies, and practices. Oxford University Press, USA.
- Turco, DL. & Katrysh, K. Corporate Governance rating, Available from: <http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/bassen/Lehre/ECG/Corporate_Governance_rating_Dario_Lo_Turco_and_Karina_Katrysh.pdf>. [10 September 2014].
- Turco, DL. & Katrysh, K. 2014 Corporate Governance rating, Available from: <http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/bassen/Lehre/ECG/Corporate_Governance_rating_Dario_Lo_Turco_and_Karina_Katrysh.pdf>
- Turnbull, S. (1997). Corporate governance: Its scope, concerns and theories. *Corporate Governance: An International Review*, 5(4), 180-205.
- Tuzcu, A. (2005). İMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı. *Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara*, 1-15.
- Ugur, M., & Ararat, M. (2006). Turkey, Corporate Governance at the Crossroads. *Corporate Governance at the Crossroads (December 15, 2005). in Handbook of International Corporate Governance,(edited by Chris Mallin), London: Edward Elgar Publishing Ltd*, 193-209.
- Uslu, M. Z., Önal, Y.B. (2007). *Yatırım Projeleri*. Adana: Karahan Kitabevi.
- Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management. 13th Ed.* Pearson Education.
- Verbeek, M. (2008). *A guide to modern econometrics*. John Wiley & Sons.
- Vernimmen, P. (2009). *Corporate Finance. John Wiley&sons, 1036 p.* ISBN 978-0-470-72192-6.

- Von Böhm-Bawerk, E. (1891). *The Positive Theory of Capital* (Vol. 2). Ludwig von Mises Institute. Çeviren: William A. Smart: Londra, <https://mises.org/sites/default/files/The%20Positive%20Theory%20of%20Capital.pdf>
- Weil, G. Manges (2002), Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States. *Commission Européenne*, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codesrpt_en.htm.
- Weimer, J., & Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7(2), 152-166.
- Welch, I. (2000). Views of financial economists on the equity premium and on professional controversies. *The Journal of Business*, 73(4), 501-537.
- West, G. (2004). *An Introduction to Modern Portfolio Theory: Markowitz, CAPM, APT and Black Litterman*. Financial Modelling Agency: USA.
- Williamson, O. E. (1979). Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *The Journal of Law & Economics*, 22(2), 233-261.
- Williamson, O. E. (1984). The economics of governance: framework and implications. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, (H. 1), 195-223.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Wooldridge, J. (1995). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. The MIT Press, 5(1), 5.
- World Bank. 2006. *Turkey - Report on the observance of standards and codes (ROSC) : accounting and auditing*. Washington, DC: World Bank. <http://documents.worldbank.org/curated/en/814311468111261326/Turkey-Report-on-the-observance-of-standards-and-codes-ROSC-accounting-and-auditing>
- Worldbank, 2010, Investment Climate Assessment: From Crisis to Private Sector Led Growth. Worldbank, Washington, D.C.
- Xanthakis, M., Tsipouri, L., & Spanos, L. (2006). The construction of a corporate governance rating system for a small open capital market: Methodology and applications in the Greek market. The IUP Journal of Corporate Governance and University of Athens Economics Working Paper.

- Yavuzarslan, E. (2007). Artık kar yöntemi ve şirket değerlemesinde kullanımı. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Ankara
- Yenice, S., ve Dölen, T. (2013). İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213.
- Yılmaz, T., ve Bastı, E. (2013). İmalat Sanayi Şirketlerinin Ekonomik Katma Değer (Eva) ve Piyasa Katma Değerine (Mva) Dayalı Performans Analizi: İmkb Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 11(21), 82-105.
- Yurtoğlu, B. B. (2003). Corporate governance and implications for minority shareholders in Turkey. *Journal of Corporate Ownership & Control*, 1(1), 72-86.
- Zenner, M., Hill, S., Clark, J., & Mago, N. (2008). The Most Important Number in Finance: The Quest for the Market Risk Premium. *JP Morgan Chase Bank*.
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the cost of capital: an International study. *International Review of Finance*, 14(3), 393-429.
- http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php
- <http://www.jcravasyarating.com/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda>
- <http://www.kobirate.com.tr/Hakkimizda>
- <http://www.saharating.com/~saharati/hakkimizda/>
- <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi-nedir>
- http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/0618_issue_3_200301.pdf
- <https://www.issgovernance.com>
- <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>
- <https://www.issgovernance.com/solutions/iss-analytics/qualityscore-methodology/>
- <https://www.msci.com/esg-integration>
- www.iscgg.com/abouttheratings.htm
- www.saharating.com

EKLER

EK-1. Sentetik Risk Primleri

<i>If interest coverage ratio is</i>			
greater than	≤ to	Rating is	Spread is
-100000	0.499999	D2/D	20.00%
0.5	0.799999	C2/C	16.00%
0.8	1.249999	Ca2/CC	12.00%
1.25	1.499999	Caa/CCC	9.00%
1.5	1.999999	B3/B-	7.50%
2	2.499999	B2/B	6.50%
2.5	2.999999	B1/B+	5.50%
3	3.499999	Ba2/BB	4.25%
3.5	3.999999	Ba1/BB+	3.25%
4	4.499999	Baa2/BBB	2.25%
4.5	5.999999	A3/A-	1.75%
6	7.499999	A2/A	1.25%
7.5	9.499999	A1/A+	1.10%
9.5	12.499999	Aa2/AA	1.00%
12.5	100000	Aaa/AAA	0.75%

Ek-2. Seri Korelasyon, Yatay Kesit Bağımlılığı Sonuçları ve Düzeltmeler

(31) model seri korelasyon testi

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: No first order autocorrelation

F(1, 18)= 4.303

Prob>F = 0.0527

(32) model seri korelasyon testi

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: No first order autocorrelation

F(1, 18)= 188.938

Prob>F = 0.0000

(33) model seri korelasyon testi

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: No first order autocorrelation

F(1, 18)= 1.767

Prob>F = 0.2003

(34) model seri korelasyon testi

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: No first order autocorrelation

F(1, 18)= 2.076

Prob>F = 0.1668

(31) model yatay kesit bağımlılığı testi

Pesaran's test of cross sectional independence = 18.697, Pr = 0.0000

Average absolute value of the off-diagonal elements = 0.593

(32) model yatay kesit bağımlılığı testi

Pesaran's test of cross sectional independence = 20.278, Pr = 0.0000

Average absolute value of the off-diagonal elements = 0.630

Drisc/Kraay Düzeltmeleri

F(4, 18) = 18.83 maximum lag: 2
 Prob > F = 0.0000 within R-squared = 0.3684
 SVFM | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]

kyn	-.0095627	.0029987	-3.19	0.005	-.0158628	-.0032626
buy	-.0030103	.010151	-0.30	0.770	-.0243367	.018316
kald	.1505945	.0813151	1.85	0.081	-.0202421	.3214311
pddd	-.0013856	.0036425	-0.38	0.708	-.0090382	.006267
_cons	1.145525	.1128511	10.15	0.000	.9084335	1.382616

Drisc/Kraay Düzeltmeleri

F(4, 18) = 29.03 maximum lag: 2
 Prob > F = 0.0000 Within R-squared = 0.2271
 BSVFM | Coef. Std. Err. t P>|t| [95% Conf. Interval]

kyn	-.0035148	.0017647	-1.99	0.062	-.0072223	.0001927
buy	.0111016	.0038526	2.88	0.010	.0030077	.0191956
kald	.2734447	.0421094	6.49	0.000	.1849762	.3619131
pddd	.0017553	.0019433	0.90	0.378	-.0023274	.0058379
_cons	.1388853	.217144	0.64	0.530	-.3173173	.5950879

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı ve Soyadı : Önder UZKARALAR
Doğum Yeri ve Tarihi : Adana / 01.10.1982
E-posta : onderr01@gmail.com

EĞİTİM

2001-2006 Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi İşletme Bölümü
2006-2009 Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Bankacılık ve Borsa Yüksek Lisans Programı
2011-2017 Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı Doktora (Finansman)

İŞ TECRÜBESİ

2008-2009 Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.
2009-2009 Türkiye İş Kurumu, Memur
2010-2012 Çukurova Üniversitesi, Memur
2012-2013 Niğde Üniversitesi, Araştırma Görevlisi
2013-2017 Çukurova Üniversitesi, Araştırma Görevlisi