

**T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KURUMSAL YÖNETİM İLE FİRMA KARLILIĞI
ARASINDAKİ İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL' DA
BİR UYGULAMA**

Enes KÖMEÇOĞLU

2510160126

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. Bengü VURAN

İSTANBUL – 2018



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : ENES KÖMEÇOĞLU Numarası : 2510160126
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı : FINANS Danışmanı DOÇ.DR.BENGÜ VURAN
Tez Savunma Tarihi : 13.06.2018 Saati : 13.30
Tez Başlığı : KURUMSAL YÖNETİM İLE FIRMA KARLILIĞI ARASINDAKİ İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA.

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜNE OYBİRLİĞİ / ~~QYÇÖRELSÜTE~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
DOÇ.DR.BENGÜ VURAN		Kabul
DOÇ.DR.SİBEL YILMAZ TÜRKMEN		Kabul
DR. ÖĞR.ÜYESİ EMİR OTLUOĞLU		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
PROF.DR.ALİ HEPŞEN		
DOÇ.DR.GÜLCAN ÇAĞIL		

ÖZ

**KURUMSAL KARLILIK İLE FİRMA KARLILIĞI ARASINDAKİ
İLİŞKİ: BORSA İSTANBUL' DA BİR UYGULAMA**

Enes Kömeçoğlu

Kurumsal yönetim, şirketlerin yönetim kurullarının, çalışanlarının ve hissedarlarının kısacası tüm paydaşları ile ilişkileri belirli bir düzende tutan, karşılıklı menfaatleri sağlayan bir yönetim şekli olarak tanımlanabilir. Şirketler, daha profesyonel bir yönetim ile yönetilmek isterler. Yöneticiler bu yönetim tarzının şirket performansını pozitif etkileyeceğini düşünmektedirler.

Bu çalışma, değeri gün geçtikçe daha iyi anlaşılan kurumsal yönetim hakkında bilgi vermeyi amaçlarken, aynı zamanda kurumsal yönetimin Borsa İstanbul A.Ş' de yer alan 72 şirket üzerindeki etkisini açıklamayı hedeflemektedir.

72 şirketin 2012-2016 yılları arasında ki faaliyet raporları inceliyor veriler elde edildikten sonra Bloomberg üzerinden de alınan verilerle birlikte STATA programında panel veri analizi yapılmıştır. Yapılan panel veri analizi, kurumsal yönetim anlayışının bu 72 firma üzerinde performans etkisi olup olmadığını açıklama yönündedir. Analiz sonucunda ise kurumsal yönetim ile şirketin piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişki saptanmış olup, kurumsal yönetim bileşenlerinden olan yönetim kurulunun bağımsızlığı ve kurumsal yatırımcı sahipliği ile şirket piyasa değeri arasında anlamlı ve pozitif bir sonuç elde edilmiştir. Fakat analiz sonuçlarında kurumsal yönetimin firma karlılığına etkisinin olmadığı gösterilmiştir.

Anahtar Kelimeler : Kurumsal Yönetim İlkeleri, Borsa İstanbul A.Ş, Sermaye Piyasası Kurulu, OECD, Firma Karlılığı

ABSTRACT

**THE RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE
GOVERNANCE AND FIRM PROFITABILITY : A CASE FROM
ISTANBUL STOCK EXCHANGE**

Enes Komecoglu

Corporate governance can be defined as a method of management coordinating the relationship among firm's executives, employees, shareholders so briefly all stakeholders and providing mutual benefit between them. Firms desire to be managed by a more professional governance. Executive managers think that such a type of management affects the company's performance positively.

This study aims both to inform about corporate governance which's critical importance has been understood more and more day by day and to investigate the effect of corporate governance on 72 companies whose stocks traded on Istanbul Stock Exchange.

After analyzing 72 companies' annual financial reports during the period from 2012 to 2016 and obtaining necessary data both from these financial reports and Bloomberg Database a panel data model was run on STATA software. The Panel data analysis aims to explain whether corporate governance is effective on the performance of the companies whose stocks are traded on Istanbul Stock Exchange. At the end of the analysis a significant positive relationship is found out between corporate governance and market capitalization. Additionally the empirical results suggests that independence of board of directors and institutional ownership, two of the components of corporate governance, are significantly positively related to market value of the company.

Key words : Principles of Corporate Governance , Components of Corporate Governance, Istanbul Stock Exchange, OECD, Firm Profitability

ÖNSÖZ

Günümüz yatırımcıları, geçmiş yatırımcılara göre daha bilinçli yatırım kararları verebilmektedir. Elbette bu durumun nedenini teknolojinin ilerlemesi ve buna bağlı olarak güncel bilgiye erişim kolaylığı sağlanması, kişilerin ve şirket yöneticilerin eğitim seviyelerindeki artış, şirket finansal bilgilerinin geçmişe yönelik daha şeffaf olması, yatırımcılara yönelik örnek analiz çalışmalarının yapılması ve sunulması gibi değişimler açıklayabilir.

Bilinçli yatırımcılar, geçmişte küçük veya büyük şirketlerinin yaşamış olduğu olumsuz durumların nedeninin temelinde yönetim biçiminde olan eksiklikler olduğunu anlayabilmektedirler. Bu tarz yatırımcılar, yatırım kararı alırken şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerinin ne derece uygulandığına dikkat ederler ve edindikleri bilgi doğrultusunda tasarruflarını değerlendirirler.

Hükümetler, yatırımcıları ve şirketleri koruma adına bir takım çalışmalar yapar ve düzenlemeler getirir. Bu düzenlemeler sonucunda daha şeffaf, güvenilir karşılıklı menfaatin sağlandığı bir piyasa sağlanır. Hükümetler düzenleme çalışmalarını yaparken ülke şartlarını göz önünde bulundurarak gerekli düzenlemeleri oluştururlar.

Bu tezin yazılması aşamasında değerli katkıları için tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Bengü Vuran'a ve beni her zaman destekleyen aileme teşekkür ederim.

İSTANBUL, 2018

Enes Kömeçoğlu

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI

2.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı ve Kavramı	12
2.2. Kurumsal Yönetimin Temel Unsurları	13
2.2.1. Adilik İlkesi.....	13
2.2.2. Şeffaflık İlkesi.....	15
2.2.3. Hesap Verebilirlik İlkesi.....	16
2.2.4. Sorumluluk İlkesi.....	17
2.3. Türkiye ve Dünyada Kurumsal Yönetim	17
2.3.1. Enron Vakası.....	19
2.3.2. Parmalat Vakası.....	21
2.3.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	23
2.4. Türkiye’de ve Dünya’da Kurumsal Yönetim Uygulama Modelleri.....	29
2.5. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi	47
2.5.1. Uluslararası Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi.....	48
2.5.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi.....	52
2.6. Kurumsal Yönetimin Şirketlere Maliyeti ve Gereklilikleri	57
2.6.1. Kurumsal Yönetimin Şirketler İçin Gereklilikleri ve Faydaları	57
2.6.2. Kurumsal Yönetimin Paydaşlar Açısından Gereklilikleri ve Faydaları	59
2.6.3. Kurumsal Yönetimin Ülke Ekonomisine Faydaları	60
2.6.4. Kurumsal Yönetimin Şirketlere Maliyetleri.....	60

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	
KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE UYGULAMA : BİR BIST ÖRNEĞİ	
3.1. Panel Veri Analizi.....	62
3.2. Panel Verinin Kullanımının Avantajları.....	63
3.2.1. Serbestlik Derecesi Açısından	63
3.2.2. Çoklu Doğrusal Bağlantı Açısından	63
3.2.3. Dışlanan Değişkenler Sorunu Açısından.....	64
3.3. Panel Veri Analizi Modeli.....	65
3.3.1. Panel Veri Analizi Modelleri.....	65
3.4. Veri seti.....	67
3.4.1. Değişkenlerin Tanımlanması	68
3.5. Metodoloji	70
3.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler.....	71
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	79
BİBLİYOGRAFYA	84

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo1: Anglosakson ve Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması	36
Tablo2: Modelde Kullanılan Değişkenlerin Özet İstatistikleri	71
Tablo3: Kullanılan Modelde Çoklu Doğrusal Bağlantı Sorununu Test Sonuçları ...	73
Tablo4: Varyans Enflasyon Faktörü İstatistiğindeki Kontrol Sonuçları.....	73
Tablo5: Regresyon Analizinde Kullanılacak Denklemlerin Hausmann Testi Sonuçları	75
Tablo6: Hausmann Testine Göre Oluşturulan Modellerin Regresyon Sonuçları .	76

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AK	:	Aktif Karlılık
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIST	:	Borsa İstanbul A.Ş.
BYKO	:	Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi Oranı
DBKsız	:	Denetim Kurulunun Bağımsızlığı
FB	:	Firma Büyüklüğü
GMKYK	:	Genel Müdürün Yönetim Başkanı Olup Olmadığı
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KO	:	Kaldıraç Oranı
KYS	:	Kurumsal Yatırımcının Sahiplik Oranı
NASD	:	ABD Menkul Kıymetler Yatırımcılar Derneği
NYSE	:	New York Borsası
OECD	:	ABD Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
ÖSK	:	Özsermaye Karlılığı
SEC	:	ABD Sermaye Piyasası Komisyonu
SK	:	Satışların Karlılığı
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TKYD	:	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	:	Türk Sanayiciler ve İş İnsanları Derneği
VIF	:	Varyans Enflasyon Faktörü

YKAile : Yönetim Kurulunda Bulunan Aile Bireylerinin Oranı

YSK : Yatırılan Sermaye Karlılığı



GİRİŞ

Günümüzün globalleşen dünyasında, piyasalar ile bireyler aracılığıyla kıtalar arası mesafeler birbirlerine bağlanmıştır. Bu bağ, şirketleri aktif büyüklüğüne göre pozitif veya negatif etkileyebilmektedir. Negatif durumların gerçekleşmesi halinde şirketler finansal bir kriz ile karşılaşabilir, riski yönetmek için fon arayışı içine girebilirler. Şirketler yönetim yapıları doğrultusunda gerekli şartları sağladıklarında fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için kredi kullanabilirler. Fon ihtiyaçlarını karşılayabilmelerinin farklı yolları bulunmaktadır. Şirket ya banka tarafından verilen ticari kredileri ile uzun dönem borçlanarak fon ihtiyacını karşılayacak ya da şirket hisselerini halka arz edecektir. Hisselerin satışa çıkarılması şirketlerin karşılaştıkları finansal riski yönetmesini sağlayabilir fakat bilinçli yatırımcılar her arz edilen şirketi tercih etmeyecek olup, hisselerde tasarruflarını değerlendirmeden önce şirket yönetim yapısı, geçmiş dönem finansal durumları gibi önemli bilgileri erişmek isteyeceklerdir.

Bilinçli yatırımcılar daha sistematik bir şekilde yönetilen şirketlerin hisseleriyle özellikle ilgilenmektedir. Bu noktada şirketlerin kurumsal yönetim tarzıyla yönetilip yönetilmediği ve bu yönetim tarzının önemi ortaya çıkmaktadır. Uluslararası düzeyde olan bazı büyük şirketlerin yaşadığı krizler, skandallar sonrasında OECD kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamış, dünyada ilkelere yönelik bazı standartlar oluşmaya başlamıştır. Ülkemizde de son yıllarda bu yönetim tarzına ilgi oldukça artmış, kurumsal yönetimin firma karlılığına, performansına bir etkisinin olup olmadığı hakkında birçok çalışma yapılmıştır.

Üç bölümden oluşan bu çalışmamızda, ilk ve ikinci bölüm çalışmanın literatür kısmını oluşturmaktadır ve kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasına neden olan faktörler, bu kavram hakkında dünyada ve ülkemizdeki benzerlikler, farklılıklar açıklanmış ve şirketlerin kurumsal yönetimlerinin ne derece uyumluluğunun olduğu hakkında çalışmalar yapan bazı derecelendirme kuruluşları hakkında bilgi verilmiştir. Üçüncü bölümde ise 2012-2016 yılları arasında Borsa İstanbul A.Ş' de yer alan kurumsal yönetimle yönetilen 72 şirketin, bu yönetim tarzının firma karlılığına etkisi açıklanmıştır. Bu çalışmanın analizi için 72 şirket hakkında veriler Bloomberg üzerinden ve şirketlerin kurumsal yönetim uyumluluk raporlarından elde edilmiştir.

Çalışmanın sonuç bölümünde ise, yapılan analizlerin sonuçları ortaya konulmakta ve kurumsal yönetimin firma performansına etkisinin olup olmadığı açıklanırken, kurumsal yönetimin geliştirilmesine yönelik öneriler de yer almaktadır.



BİRİNCİ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

Bu bölümde kurumsal yönetim anlayışını benimsemiş firmaların, performanslarına olan etkilerinin tespiti için ulusal ve uluslararası yapılan araştırmalara ve bu araştırmalardan elde edilen sonuçlara yer verilmiştir. Yapılan araştırmalar sonucunda kurumsal yönetim anlayışı ile firma performansları arasında farklı sonuçların olduğu görülmüştür.

Saldanlı (2012), 2007-2011 yılları arasında İMKB' de yer alan ilk 100 firma kapsamında veri incelemesi yapmış olup, spor kulüpleri ve finansal kurumları veri setinden çıkarıp 58 firmanın verileri üzerinden araştırmasını yapmıştır. İlgili araştırma sırasında 58 firmanın 19 tanesinin kurumsal yönetim endeksinde olduğunu, 39 tanesinin ise bu endekste olmadığını tespit etmiştir. Araştırma analizi, firmanın cari oranı yönünden bakıldığında 19 firmanın kurumsal yönetim endeksinde olmayan 39 firmaya göre daha yüksek cari oranı olduğunu ortaya çıkarmıştır. Araştırmacı uzun vadede kurumsal yönetimin firma performanslarına pozitif etkisinin olduğunu ve dolayısıyla ülkemizin ekonomisine olumlu katkıların olacağını savunmaktadır.

Yalçın (2012), kurumsal yönetimin 2004 yılından 2009 yılına kadar olan 6 yıllık süreçteki gelişimini ve bu yönetim tarzını esas almış firmalara etkisini incelemiştir. Bu 6 yıllık süre içerisinde incelenen 215 şirketin kurumsal yönetim derecelendirme notunda yükseliş olduğunu tespit etmiş olup, bu yönetim tarzının firmalara etkisini ortaya çıkarmak istemiştir. Araştırmacı, firmaların kurumsal yönetim notlarını ve diğer değişkenleri ile firma değerini gösteren değişkenleri kullanarak varsayımını test etmiştir. Test sonucunda ise birçok ülke için kurumsal yönetim ile firma değeri, dolayısıyla karlılığı arasında pozitif ilişki ortaya çıkarılmıştır.

Zelka (2013), araştırmada Borsa İstanbul A.Ş. kurumsal yönetim endeksinde kayıtlı firmalardan sadece üretim sektöründe olan 126 firmanın 2005-2011 yılları arasındaki firma performansında kullanılabilecek değerleri dikkate almış ve veri setinde kullanmıştır. Araştırmacı analizi için bağımlı ve bağımsız değişkenler ve kontrol

değişkenleri üzerinden hareket etmiştir. Analizinde bağımlı değişken olarak özsermaye karlılığını ve Tobin's Q değerlerini seçmiş, bağımsız değişken olarak kurumsal yönetim parametreleri ve kontrol değişkenlerini kullanmıştır. Çalışma sonucu, kurumsal yönetimin firma karlılığı üzerinde anlamlı olmadığını göstermiştir.

İzciler (2014), Borsa İstanbul A.Ş.'deki 100 firmanın kurumsal yönetim uyumluluğunun şirket performanslarına etkisinin olup olmadığı üzerine bir araştırma yapmıştır. Araştırmacı kurumsal yönetim uyumluluğuna sahip şirketleri belirlerken BIST 100 ve XKURY endeksindeki şirketleri seçmiştir. Şirket performansını tespit edebilmek için ise şirketlerin piyasa ve muhasebe performanslarını kriter olarak belirlemiştir. Regresyon analizinin sonucunda araştırmacı kurumsal yönetim uyumluluk oranı daha fazla olan şirketlerin düşük olan şirketlere göre şirket finansal performanslarının daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur.

Okur (2014), Borsa İstanbul A.Ş.'ye kayıtlı olan üretim firmalarının verileri üzerinden bir araştırma yapmıştır. Araştırmacı 129 işletmenin 2007-2012 yılları arasındaki verilerini incelemiş olup regresyon analizleri sonucunda Türkiye örneği için kurumsal yönetimin işletmenin hisse getirisine etkisi olmadığını tespit etmiştir. Fakat araştırmacı şirketlerin yine de kurumsal yönetim tarzı esas alınarak yönetilmesi gerektiğine vurgu yapmıştır.

Aghabaki (2014), araştırmasını İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda bulunan firmaların 2008-2012 yılları arasındaki hisse senedi verilerini incelemiş olup, kurumsal yönetim uygulamaları ile bu verileri araştırmasının hipotezi doğrultusunda regresyon analizini panel veri uygulamalarında yapmıştır. Araştırmacı regresyon analizleri sonucunda kurumsal yönetimin şirketin öz kaynak net karlılığını pozitif etkilediğinin sonucuna ulaşmıştır.

Doğan (2015), Borsa İstanbul A.Ş.'deki 136 üretici firmanın 10 yıllık verileri üzerinden panel veri analizi yapmıştır. Araştırmacı bu 10 yıllık süreci 2002-2012 yılları arasındaki bir süreç olarak seçmiştir. Veri incelemesi sırasında kurumsal yönetim değişkenleri olarak işletmelerin yönetim kurulları ve sahiplik yapıları seçilmiş, işletme performansına bağlı olan değişkenler olarak ise muhasebe ve piyasa performansı, finansal başarısızlık değişkenleri seçilmiştir. İlgili verilerin regresyon

analizleri yapıldığında, araştırmacı yönetim kurulunun büyüklüğü ile işletme performansı arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Ayrıca bir diğer regresyon analizinde ise yönetim kurulu sahiplik seviyesinin artması ile Tobin's Q oranında artış tespit edilmiştir. Yönetim kurulu sahipliğinin artması firma başarısızlığının düştüğü bilgisini ortaya çıkartmıştır.

Büyükdere (2015), araştırmanın ampirik analizinde veri olarak BIST endeksinde 180 işletmenin 2009-2012 yılları arasındaki verileri kullanmıştır. Araştırmacı, analizi için kurumsal yönetim uygulamaları olarak yönetim kurulunun büyüklüğünü ve yönetim kurulu başkanın aynı zamanda şirket genel müdürü olup olmaması yönünden verileri incelemiş olup, işletmenin performansının belirtisi olarak firma karlılığı verilerini esas almıştır. İlgili analizler sonucunda araştırmacı iki farklı sonuca ulaşmıştır. Sonuçlardan biri kurumsal sahiplik ve yönetim kurulunun büyük olması oranının, firma karlılığını pozitif etkilediğini göstermektedir. Bir diğer sonuç ise, işletme genel müdürünün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması, işletmenin finansal performansını yani karlılığını negatif etkilediği yönündedir.

Yeğen (2016), araştırmada XKURY' de yer alan 31 işletmenin 2011-2015 yılları arasında kurumsal yönetim derecelendirme notunun firma performansı ile nasıl bir ilişkisi olduğunu amaçlamaktadır. Çalışmada firma performansını gösteren Tobin's Q değeri ile işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notları regresyon analizinde değerlendirilmiştir. Regresyon analizleri sonucunda bu derecelendirme notu ile Tobin's Q değeri arasında anlamlı bir ilişki çıktığı gözlemlenmiştir. Aynı zamanda bu derecelendirme notunun aktif getiri oranı olan ROA ve öz kaynak getirisi olan yani ROE arasında anlamlı bir sonuç tespit edilememiştir.

Karlıoğlu (2014), çalışmanın uygulama kısmında işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerinin işletme marka değeri üzerindeki etkileri hakkında bir sonuç ortaya koymak istemiştir. Araştırmacı doğru işletmelerin seçimini yaparken BIST' e dahil şirketlerin verilerini araştırmış olup, bu şirketlerin 2007-2014 yılları arasında 7 senelik bir sürecin veri kontrolünü yapmış ve bu veriler ile araştırmasının analizini yapmıştır. Panel veri analizinde araştırmacı kurumsal yönetim ilkelerinin verilerini ayrı ayrı regresyon analizinde incelemiştir. Analizlerin sonucunda ise kurumsal yönetim ilkelerinden

sadece pay sahiplerinin haklarının korunması, şeffaflık, kamuoyunu aydınlatma ilkeleri ile işletmenin marka değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmuş fakat diğer ilkeler üzerinden bir test yapıldığında analiz sonuçlarına göre anlamlı bir sonuç olmadığı tespit edilmiştir.

Zengin (2014), çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak firmaların kurumsal yönetim endeksine girdikten sonra ve girmeden önceki durumlarının işletmenin finansal performansı yani karlılığına nasıl bir etkisinin olduğunu ortaya koymak istemiştir. Araştırmacı işletme mali performansının değeri olarak Tobin's Q değerini kullanmış olup tespit ettiği verileri panel veri analizinde değerlendirmiştir. Panel veri analizinde kullanılan veriler 2008-2013 yılları arası XKURY' de yer alan 35 işletmenin verileridir. Analiz sonucunda Tobin's Q değerinin toplam borç/özsermaye oranları, işletmenin net kar payı oranları ve fiyat ile ilgili kazanç oranları arasında pozitif, anlamlı bir sonuç çıkmıştır.

Yazgan (2017), işletmelerin kurumsal yönetim uyumluluğu notunun duyuru zamanı üzerinden bir araştırma yapmıştır. Araştırma verilerinin planlaması sırasında araştırmacı işletmelerin 2011-2015 yılları arasındaki kurumsal yönetim duyurusunun gerçekleşmeden 10 gün önce ve duyuru gerçekleştikten 10 gün sonrasında bu işletmelerin hisse senedi getirileri ile ilgili veriler tespit edilmiştir. Araştırmacı verilerin temini sonrasında ilgili analizlerini gerçekleştirmiş ve Türkiye örneği için İşletmelerin kurumsal yönetim duyuru zamanının hisse senedi getirileri arasında anlamlı bir sonuç bulamamıştır.

Boyacıoğlu (2017), araştırmada ülkemizde kurumsal yönetim ile yönetilen ve endekste yer alan 22 üretim işletmesinin 6 senelik verilerini incelemiştir. Bu 6 senelik veriler 2010-2016 yılları arası verilerdir. Araştırmacı çalışmasında farklı değişkenlerin birbirleriyle çeşitli analizlerini yapmıştır. Kurumsal yönetimin firma performansına etkisinin incelenmesi için firma performansı değişkenlerini temsilen Tobin's Q oranı ve TOPSIS yöntemi yani çok değişkenli karar verme yöntemi kullanılmıştır. Analiz sonucunda, araştırmacı kurumsal yönetim ile firma performansı üzerinde anlamlı bir sonuç bulamamıştır. Araştırmacı, aynı zamanda kurumsal yönetimin işletmenin hisse senedi fiyatına nasıl bir etkisi olduğunu araştırmak istemiş ve aynı yıllar içerisindeki

hisse senedi fiyatları veri setinde kullanmıştır. Finansal verilerin tespiti bu şekilde olurken kurumsal yönetime yönelik veriler ise kurumsal yönetim uyum duyurusunun kamuoyuyla paylaşılmadan 20 gün öncesi ve sonrası arasındaki veriler olarak kullanılmıştır. Araştırmacı, analiz sonucunda bir firma için anlamlı, pozitif sonuç bulurken, başka bir firmada ise anlamlı ama negatif sonuç elde etmiştir. Kalan 20 firma için kurumsal yönetim derecelendirme notunun firma performansına yönelik bir etkisi olmadığını ortaya koymuştur.

Aytekin ve Sönmez (2016), araştırmada Borsa İstanbul A.Ş.' de işlemleri olan sadece ulaştırma sektöründe yer alan işletmelerin 2010-2014 yıllarına ait açıklanan finansal ve faaliyet raporlarından elde ettiği verileri veri seti olarak kullanmıştır. Araştırmacılar, yapmış oldukları analiz sonucunda yönetim kurulunun büyüklüğü arttıkça aktif karlılığa bir etkisinin olmadığını ortaya koymuşlar fakat kurumsal yatırım payı ile aktif karlılık arasında negatif bir sonuç çıkarmışlardır. Yabancı yatırımcı oranı üzerinden bir analiz yapıldığında aktif karlılık ile ilgili pozitif bir sonuca ulaşılmıştır. Bir diğer analizde ise işletmenin hisse senedindeki halka arz oranının işletme karlılığına negatif bir etkisinin olduğunu ortaya çıkarmıştır. Yönetim kurulunun büyüklüğüne ait veriler üzerinde bir analiz yapıldığında ise firmanın aktif karlılığına pozitif veya negatif bir etkisinin olmadığını ortaya çıkarmıştır.

Kayalı ve Doğan (2018), BIST A.Ş.' de olup üretim sektöründe yer alan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notunun finansal performansına etkisinin nasıl olduğunu ortaya koymak istemiştir. Araştırmacılar analizleri sırasında birçok farklı modeli kullanmışlardır. Bu modeller; Altman, Springate ve Fulmer Skor modelleridir. Bu modellerde kullanılan veriler firmanın 2012-2016 yılları arasındaki veriler olup, analizin amacı araştırma konusuyla ilgili olan firmaların bu yıllardaki finansal başarısına etkisini ortaya çıkarmaktır. Analizlerin sonucunda araştırmacılar, firmaların kurumsal yönetim notlarının finansal başarısı arasında anlamlı bir sonuç elde etmişlerdir.

Karamustafa, Varıcı ve Er (2009), araştırmada kurumsal yönetimin firma performansına bir etkisinin olup olmadığını ortaya koymak istemişlerdir. Araştırmacılar, bazı değişkenlerin analizlerinde anlamlı sonuçlar bulurken, bazı

analizlerde ise anlamsız sonuçlar ile karşılaşmışlardır. Araştırmacılar, firmaların finansal performansını analiz edebilmeleri için değişkenler olarak firma aktif ve özsermaye karlılığını belirleyip, kurumsal yönetim değişkeni olarak ise firmanın endekse dahil olmadan önceki ve sonraki verilerini incelemişler gerekli analizleri yapmışlardır. Analiz sonucunda ise, İMKB kurumsal yönetim endeksindeki araştırmaya konu olan firmaların endekse giriş sonrasındaki finansal performanslarında artışları olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Ünal ve Akbey (2016), çalışmada firmaların kurumsal yönetim notunun yüksek olmasının, finansal riski azaltacağı beklentisinin Türkiye örneği için doğru olup olmadığını test etmişlerdir. Araştırmacılar panel veri analizini uygularken BIST endeksine kayıtlı firmaların 2010-2015 yılları arasındaki verilerini veri seti olarak kullanmışlardır. Aynı zamanda çalışmada risk beklentisi temsilen beta olarak adlandırılmıştır. Analiz sonuçlarında ise beklentinin Türkiye örneği için doğru olduğu ortaya çıkmış, yani kurumsal yönetim notunun yüksekliği, firmaların betasını azalttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Acaravcı, Kandır ve Zelka (2015), araştırmada kurumsal yönetimin firma performansına yönelik etkisinin nasıl olduğunu ortaya koymak istemişler, finans ve yatırım sektörüne fayda sağlamayı amaçlamışlardır. Veri setini oluştururken firma finansal değişkenler olarak aktif ve özsermaye karlılığı, Tobin's Q değerini bağımlı değişken olarak belirlemişlerdir. Bağımsız değişkenler için halka arz oranının, yönetim kurulu üye sayısının, en büyük paydaşın hisse oranının, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda firma genel müdürü olup olmadığının, firmanın aktif büyüklüğünün verileri üzerinden analizler yapılmıştır. Çalışmanın örnekleme ise 126 tane BIST endeksine dahil olan üretim firmasıdır. Regresyon analizlerinin sonucunda, en büyük paydaşın hisse oranındaki artış firmanın aktif karlılığı ile pozitif ve anlamlı, Tobin's Q değeri ile anlamlı ama negatif yönlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Diğer yapılan analizlerde, yönetim kurulu üye sayısının fazlalığı ile firma performansının arttığı, kurumsal sahiplik oranındaki artışın ise firmanın aktif karlılığını azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Analiz sonuçlarına göre araştırmacılar sermaye piyasası yatırımcılarına, yönetim kurulu üye sayısı ve aktif varlığı fazla olan firmalarda

tasarruflarını değerlendirmelerinin daha fazla olumlu sonuç getireceği bilgisini paylaşmışlardır.

Ersoy, Bayrakdaroğlu ve şamiloğlu (2011), araştırmada İMKB-100 endeksindeki 51 şirketin kurumsal yönetimiyle firma karlılığı arasında ilişkisini panel veri analizi yöntemiyle bir sonuç elde etmek istemişlerdir. Araştırmacılar veri setini 1998-2007 yılları arasındaki verilerden elde etmişlerdir. Çalışmada firma genel müdürü olan kişinin aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olup olmamasının, firma karlılığına etkisinin tespiti için regresyon analizi yapılmış ve bu durumun firma performansını arttırdığı sonucu elde edilmiştir. Kurumsal yönetimin bir değişkeni olan yabancı sahipliği verileri üzerinden regresyon analizi yapıldığında ise Tobin's Q temelinde firma performansını arttırdığı tespit edilmiş buna karşın firmanın hisse senedi getirilerinde ise azalma olduğu ortaya çıkarılmıştır. Aynı zamanda analiz sonuçları firmaların denetim komitesinin olmasının performansına etkisi olmadığını göstermiştir.

Yenice ve Dölen (2013), alışmada İMKB endeksine kayıtlı olan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları ile firmanın borsa değerleri arasında ilişkisini tespit etmişlerdir. Veri seti, firmaların 2007-2011 yılları arasındaki kurumsal yönetim notları ve bu notların kamuoyuna açıklanma tarihinden 30 gün öncesi ve sonraki borsadaki firma değerleri üzerinden oluşturulmuştur. Analiz için, literatürde anlatılan diğer çalışmalardan farklı testler yapılmıştır. Bu testler bağımlı örneklem t testi ve Wilcoxon işaretili sıra sayıları testleridir. Test sonuçlarına göre, kurumsal yönetim ile firmanın borsa değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu yönündedir.

Tükenmez, Gençyürek ve Karakelleoğlu (2017), araştırmada BIST endeksine dahil finans kurumları hariç 15 işletmenin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının işletme performansına nasıl bir etkisi tespit edilmek istenmiştir. Oluşturulan veri seti 2009-2014 yılları arası işletmelerin verilerinden oluşmaktadır. Analizde bağımlı, bağımsız ve kontrol değişkenleri kullanılmıştır. Bağımlı değişken için aktif karlılık ve Tobin's Q oranları kullanılırken, bağımsız değişken için şirketin toplam aktiflerinin logaritması ve şirketlerin yaşı ise kontrol değişkenli olarak kullanılmıştır. Analiz sonucuna göre kurumsal yönetim değişkeni olan kamuoyunu aydınlatma ve

şeffaflık ilkesinin işletme performansı ile arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiş olup, işletmelerin pay sahipleri puanlarının Tobin's Q değişkenlerine pozitif yönlü bir etkisi olduğu görülmüştür.

Tekin ve Demirel (2017), çalışmada Türkiye örneği üzerinde kurumsal yönetim uygulamalarının bir değişkeni olan yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisini olup olmadığı test edilmiştir. Analizlerde kullanılan veriler BIST 100 endeksine kayıtlı olan sanayi alanındaki firmaların 2009-2014 yılları arasındaki verilerinden oluşturulmuştur. Hedeflenen hipotezler panel veri analizi kullanılarak test edilmiştir. Regresyon analizi sonucunda ise yönetim kurulu kalitesi ile firma performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Chaghadari ve Chaleshtori (2011), kurumsal yönetimin firma performansına etkisinin incelendiği bu çalışmada Bursa Malezya'ya kayıtlı rastgele seçilen 30 firmanın verileri regresyon analizinde kullanılmıştır. Kurumsal yönetimin değişkeni olan firma genel müdürünün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olarak görev alma ile firma performansı arasında negatif ve anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Fakat yönetim kurulunun bağımsız olması, yönetim kurulunun büyüklüğü veya mülkiyet yapısının firma performansı ile anlamlı bir ilişkisi olduğu sonucuna varılmamıştır.

Dabor ve Isiauwe (2015), çalışmada Nijerya Borsa endeksine kayıtlı rastgele seçilmiş 248 firmanın verileriyle gerçekleştirilmiştir. Araştırma kullanılan veriler kurumsal yönetim değişkenlerinden olan yönetim kurulu yapısı, büyüklüğü ve bağımsızlığı ile mülkiyet yapısı verileridir. Araştırmacılar verilerin analizini E-views 7.0 adlı programda gerçekleştirmişlerdir. Çalışma sonuçlarına göre yönetim kurulu üye sayısının firma performansı ile arasında negatif bir ilişki olduğu, yönetim kurulu bağımsızlığı ve mülkiyet yapısının firma performansı arasında ise anlamsız bir ilişki çıkmıştır.

Mohan ve Chandramohan (2018), çalışmada Bombay Borsa endeksine kayıtlı olan 30 firmanın verileriyle regresyon analizleri yapılmış ve kurumsal yönetim değişkenlerinin firmaların performanslarına nasıl etkilerinin olduğu açıklanmıştır. Araştırmacılar kurumsal yönetimin değişkenlerini yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu başkanının firmanın genel müdürü olması olarak

belirlemiştir. Regresyon analizleri sonucunda, yönetim kurulu yapısı ile firma performansı arasında anlamlı olmayan bir ilişki saptanırken, yönetim kurulu üye sayısı ve şirket genel müdürün yönetim kurulu başkanı olması ile firma performansı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetimin firma karlılığına etkisi üzerine yapılan araştırmalar birçok farklı sonuç göstermektedir. Araştırmalarda bazı sonuçlar anlamlı ve pozitif veya anlamlı ve negatif ilişki gösterirken bazı sonuçlarında anlamsız ilişki olduğu görülmektedir. Bu çalışma Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere kurumsal yönetimin önemi gösterilmek istenmiş ve yeni çalışmaları için literatüre katkı olması amaçlanmıştır.

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI

2.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı ve Kavramı

Kurumsal yönetim kavramı ilk kez 1990'lı yıllarda gerçekleşmiştir. Kurumsal yönetim için firma içi düzeni ve karlılığını arttıran kurallar bütünü denebilir. Dünyada İngilizce karşılığı olarak *corporate governance*, ülkemizde ise *kurumsal yönetişim* ve *kurumsal yönetim* diye geçmektedir ve birçok kişi ve kurum tarafından farklı şekilde tanımlanmıştır.

Kurumsal yönetim; ilgili işletmenin veya şirketin performans ve finansal tüm faaliyetlerinde, şirket üzerinde hakları bulunan paydaşların bu haklarının güvence altına alınması bakımından üst yönetimin sorumluluklarını belirleyen bir yönetimdir¹. Şirketler değişen global ekonomi içinde daha iyi rekabet edebilmek için birçok yönetime başvururlar. Bu yöntemlerden biri de şirketlere fon sağlamak amacıyla hisse senetlerini ihraç etmek ve daha büyük yatırımcı kitlesine ulaşarak halka açık şirket statüsüne kavuşmaktır. Fakat bunun sonucunda şirketin birçok hissedarı olmaktadır ve şirket üzerinde hak sahibi olan kişileri yani paydaşların ilgili işletmelerden farklı beklentileri bulunmaktadır. Paydaşlar, bir nevi şirket ortakları olduğundan elde edilebilecek net karı maksimum seviyede tutmak isterler ve bu hedeflerin kar elde edildiğinde bu karın büyük bir yüzdesinin kendilerine dağıtılmasını isterler. Yöneticiler ise işletmelerin yönetim ve sorumluluğunun kendinde olmasını ve elde edilecek karların uzun vadede yönettikleri işletmelerin getirilerini daha da büyütme için yatırımlarda kullanmak isterler. İşletme içinde çalışan personel ise, özlük haklarının ve çalışma koşullarının iyi düzeyde olmasını ister. Bu şekildeki farklı beklentiler çıkar çatışmalarına neden olmaktadır. İşletmelerde yaşanabilecek bu tarz olumsuzlukları önleyip, riski doğru yönetip gerekli çalışmalar yapılması sonucunda farklı, doğru ve geliştirilebilir bir yönetim tarzı olan kurumsal yönetimin esas alınması

¹ Coşkun Can Aktan, Kurumsal Şirket Yönetimi, Sermaye Piyasası Kurumu, Kurumsal Araştırmalar Serisi No:4, Yayın No:196, Ankara, Nisan 2006, s.2.

gerektiği anlaşılmıştır. Ayrıca yatırımcılarda, kurumsal yönetim anlayışına ve ilkelerine uygun bir şekilde yönetilen işletmeleri tercih edeceklerdir.

Günümüzde neredeyse bütün firmalar kurumsallıktan, kurumsallaşmadan bahseder hale gelmiştir. Kurumsal yönetime bağlı bir yönetim için firmalar, bütçeler hazırlamakta ve birimler oluşturmakta, bu yönde firmanın finansal durumuna yönelik pozitif dönüşler beklemektedir.

Kurumsal yönetim kuralları birçok ülkede standartlara bağlanmıştır. Ülkemizde kurumsal yönetim kavramının kuralları SPK tarafından getirilmiştir. Bu standart olarak getirilen kurallar, firmalar için zorunlu kılınmamış ve uygulanması isteğe bağlı kılınmıştır. Uygulandığında ise firmalara artı değer kattığı bilinmektedir.

Dünyada ise OECD kurumsal yönetim kavramının kurallarını en kapsamlı çalışmalarıyla yürütmektedir.

2.2. Kurumsal Yönetimin Temel Unsurları

Kurumsal yönetim ilkeleri, şirket performansını geliştirme, amaçlarının gerçekleştirilmesi amacıyla birbiriyle ilişkilendirilmektedir. OECD tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri, bütün ülkeler tarafından uygulanması zorunlu değildir, ülkelerin özel durumuna göre uygulanabilir, tek bir ilkeler düzeni şeklinde olmayıp sürekli değişime ve gelişeme uygun açık ilkelerdir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyulduğunda ilgili kurum birçok olumsuzluğu önceden tespit edip, önleme imkanı ile olumsuz sonuçların ortaya çıkmasını engelleyebilecektir.

Dünyada kurumsal yönetim kavramının kuralları OECD tarafından hazırlanır ve bu kurumsal yönetim ilkeleri dört temel ilke esas alınarak tasarlanmıştır. Bu ilkeler; adilik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkesidir.

2.2.1. Adilik İlkesi

Adalet ve eşitlik ilkesi olan adilik ilkesi, şirketin yönetim stratejileri sonucu planlanan ve uygulamaya konan tüm faaliyetlerinde, paydaşların ve şirket üzerindeki menfaat sahibi olan kişileri eşit davranılması ve gerçekleşmesi mümkün muhtemel

çıkar çatışmalarını engelleyici adımlar atılması gerekliliğini ifade etmektedir (SPK, 2005: 3).

Bu ilke, yöneticilerin şirket adına aldıkları kararlardan etkilenecek tüm çıkar gruplarına eşit uzaklıkta olmasını ve şirketin tüm menfaat sahiplerinin haklarını koruyucu bir yapıya sahip olmasını, hiçbir menfaat sahibine ayrıcalık tanınmamasını ifade etmektedir (Kebeci, 2011: 77).

Şirket yöneticileri tarafından bütün hak sahiplerine karşı eşit davranılması gerekliliğini ifade eden bu ilkeye göre; kurumsal yönetim anlayışı, hissedarların sahip olduğu hakları gözetmeli ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır (Pamukçu, 2011: 135).

Adalet ilkesi; sadece şirkette görevli yerel kişilerin ve hissedarların haklarını değil, azınlık ve yabancı hissedarlar da dâhil olmak üzere tüm hissedarların sahip olduğu haklarının sonuna kadar korunmasını ifade etmektedir. Şirket hissedarlarının sahip olduğu bazı haklar vardır. Bu haklar; ortaklık hakkı, yatırım yapma hakkı, bilgi alma hakkı şeklindedir.

Ortaklık Hakları

- Yapılan toplantılara katılma ve oy kullanma hakkı,
- Kâr payı alma ve alınan bu payla ilgi düzenleme talebinde bulunabilme,
- Şirkette alınan kararlar hakkında düzenli bilgi alma,
- Hissedarlara ait bilgilerin güncel tutulması,
- Hisseler hakkında istenildiğinde takdirde satılması veya devredilmesi hakkı,

Yatırım Yapma Hakkı

- İstenildiği takdirde şirkete yatırım yapabilme veya yapılmış yatırımlarla ilgili işlemler yapabilme hakkı,
- Zamanında ve düzenli bir şekilde bilgi edinebilme,
- Yönetim kurulu üyeleri ve yeni yatırımcıların seçimi hakkında yetkiye sahip olma

Bilgi Alma Hakkı

- Kamuoyunu aydınlatılırken bilgilendirme politikası çerçevesinde olması,
- Hisse senedi değeri değişikliklerinde nedenleriyle birlikte kamuoyuna açıklanması,
- Kamuoyuna açıklamalar yapılırken, yalın bir dille yapılmalı ve açıklama yapımı sırasında şirkete maliyeti minimum olmalı aynı zamanda kolay erişilebilir etkin bir şekilde yapılmamalıdır.

2.2.2. Şeffaflık İlkesi

Kurumsal yönetimin temel ilkelerinden biri olan şeffaflık; şirkete dair bazı bilgilerin doğru bir şekilde açıklanmasıdır. Bu bilgiler hissedarlık yapısı üzerine olduğu gibi, şirket yönetimine dair bilgiler veya dönemsel yıllık finansal performansı hakkında bilgiler olabilir. Ancak esas olan bu bilgilerin paylaşımı sırasında bilginin yeterli, doğru, kıyaslanabilir ve zamanlı bir şekilde açıklanabilmesidir. Yeni yatırımcıların işletmeye daha fazla güven duyabilmesi için, şeffaf bir yönetim tarzı gerekmektedir. Şeffaf bir yönetim tarzında, bütün finansal getiriler, hisse senetlerinde değişiklikler ve şirket içindeki anlık değişiklikler yatırımcılara açıktır. Çünkü yatırımcılar, şirketlerin finansal ve faaliyet raporlarını incelemek, şirket piyasa ve hisse senedi değerlerini anlayabilmek, dönemsel ve yıllık bazda şirket performanslarını karşılaştırabilmeyi istediği gibi kendileri için en doğru yatırım kararını verebilmek isterler. Bunların gerçekleşmesi ancak şirketlerin şeffaflık ilkesini eksiksiz bir şekilde hayata geçirilmesiyle sağlanabilir².

Finansal açıdan yeterince bilgilendirilmeyen bir toplumun tasarruflarını sermaye piyasasına yöneltmeyip, bunun dışında bir piyasaya yönelteceği bir gerçektir. Ancak ülkenin kalkınma düzeyi ile sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyiyle yakın bir ilişkisi olduğundan kamuoyunun yeterince aydınlanması gereklidir. İyi bir kamuoyu aydınlatılmasında toplum tasarruflarını sermaye piyasası dışına yöneltmeyecektir.

² Ali Paşlı. “Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi” 1.Baskı., 2004. İstanbul, Çağa Yayıncılık. s.54.

Kamuoyuna açıklanacak bilgilerin bazı özelliklere sahip olması gerekmektedir.

- Açıklanan bilgi doğru olmalıdır,
- Bilgi akışı zamanında ve hızlı bir şekilde olmalıdır,
- Bilgi açık ve anlaşılır bir dille kamuoyuna aktarılmalıdır,
- Bilgi tarafsız olmalı ve kişileri yanıltacak şekilde olmamalıdır,
- Bilgi, kullanacak kişiler tarafından analiz edilip bir sonuca ulaştırılabilecek şekilde olmalıdır,
- Bilgiye erişim kolay ve düşük maliyetle yapılmalıdır.

Kurumsal yönetim şirketin hissedarlarına, müşterilerine, şirket çalışanlara ve şirkete finansör olma amacıyla kredi verenlere mümkün olduğu ölçüde doğru bilgi verilmesini ve şeffaf davranılmasını amaçlamaktadır³. Açıklanacak bilgiler şirketin aleyhine de olsa, zamanında ve doğru bir şekilde açıklanması önemli bir durumdur.

2.2.3. Hesap Verebilirlik İlkesi

Hesap verebilirlik kısaca, 'hesap verebilir olma durumu' olup,

- Alınan kararlar ve kararların uygulanmasından dolayı başka bir üst yönetime veya ilgili otoritelere açıklamada bulunmak,
- Şirket içi ve yatırım performansını açıklayabilmek,
- Sorumlulukların hangi yollar izlenerek gerçekleştirildiği ve bu yollar izlenirken ne tür inisiyatiflerin alındığını ortaya koyabilmek,
- Yönetime karşı denge ve kontrol kurabilme aracıdır.

Yönetim kurulu üyeleri şirket yandaşları ve pay sahiplerine hesap verme yükümlüğündedir. İnisiyatif dahilinde şirket çalışanlarına da kurumsal yönetimin ilkelerinden olan hesap verebilirlik ilkesi uygulanabilir. Hesap verebilirlik ilkesi uygulanırken, şahıslar hazırlanmış olan belirli dönemler için finansal tabloları kullanabilirler.

³ Tamer Koçel, **İşletme Yöneticiliği**, İstanbul, Beta Yayın, 2006, s.468.

Finansal raporlama standartlarına uygun olarak hazırlanmış finansal tabloların bu ilke gerçekleştirilirkenki yeri oldukça büyüktür. Çünkü hazırlanmış finansal tablolar ile mevcut dönemdeki veya gelecekteki şirket içi harcamalar, yapılan ve yapılacak yatırımlar hakkında bilgi edinilebilmektedir. Bu sayede hazırlanmış olan bu bilgiler üzerinden de yönetim kurulu üyeleri, şirkette hak sahibi olan ve diğer paydaş sahiplerine rahatlıkla kurumsal yönetimin hesap verebilirlik ilkesini gerçekleştirebilirler.

Bu ilke kısa dönem şeklinde ve belirli aralıklarla uygulanması, şirketin mevcut şeffaflığını artırması ve sürdürmesine faydası olacaktır.

2.2.4. Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk ilkesi; şirket yönetiminin anonim şirketi temsilen yapmış olduğu bütün faaliyetlerin sözleşmeye, mevzuata ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunların denetlenmesini gerektirmektedir (SPK, 2005: 3).

Kurumsal yönetimde söz sahibi olanlar, şirket içinde olduğu gibi şirket dışındaki otoritelerin karşısında da bir sorumluluğu vardır. Yönetim kurulu üyeleri aldıkları kararları uygularken bu kararların SPK tarafından belirlenen bütün mevzuata, sözleşmelere uygun olup olmadığına dair sorumluluk taşımaktadır. Alınan ve uygulanan bütün kararlar hukuk çerçevesi içinde ve toplumsal etik değerlere uygun olmak zorundadır. Aksi takdirde bu ilkenin geçerliliği söz konusu değildir denebilir.

Bu ilke, yetki verilen kişilerin, doğruluğundan emin olunmayan kararları alıp uygulanmasını kısıtladığından, şirket içi ilişkilerin bozulmasını engeller, düzen istikrarını sağlar ve bunun sonucunda firma performansına da diğer kurumsal yönetim ilkelerinin de olduğu gibi pozitif etkiyi sağlar.

2.3. Türkiye ve Dünyada Kurumsal Yönetim

Türkiye ve dünyada kurumsal yönetim iki şekilde ele alınabilir. İlk olarak şirketlerin yönetim kurulları, icracı yani şirkette aktif rol oynayan sorumlu yöneticilerinin, şirketin mevcut hissedarları ve paydaşlarının ya da katılımcılar denilen

gruplar arasındaki karpayı yüzdesel oranda dağılım şekli veya yönetim tarzı üzerinden söz sahibi olma gibi hak ve sorumlulukların dağılımı, ikinci olarak şirket kararlarının verilmesiyle ilgili kurallar, alınan kararların uygulanmasında izlenecek yol ve yöntemler.

Birçok ulusal veya uluslararası şirket kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak çalışsa da bazen problemler oluşmaktadır. Bu oluşan şirket içi problemlerin nedeni direkt kişisel veya uygulanan sistemdeki bazı hatalardır. Kişisel hatalar olarak, bireyin sorumluluk ilkesini yerine yeterince getirmeyip inisiyatif ile aldığı kararlar sonucunda başarısız bir döngüye neden olması, bu kararların yönetim ile yeterince paylaşılmamasıdır. Bu hataların sonucunda ise şirket içi çalışanlar arasında zaman içerisinde iletişim kopukluğu oluşacak, kurulmak istenen doğru bir kurumsal yönetim şekli gerçekleşemeyecektir. Sistemsel hatalardan kaynaklı şirket problemleri ise, tamamen kurumsal yönetim ilkelerine uyulmaması olarak düşünülebilir.

Şirket yönetmek için şirketin yönetilme sorumluluğunu ve bu sorumlulukla ilgili üst düzey yetkileri devredilecek bir yönetim kurulu atanması gereklidir. Hissedarlar yönetim kurulu atama görevinde etkilidir ve bu görevini oy kullanma hakkını kullanarak gerçekleştirirler. Hissedarların da etkisi olarak atanan bir yönetim kurulu, görevini icra ederken şirket hissedarlarının beklentilerine uygun yönetim şeklini esas almaktadır. Fakat hissedarların beklentileri tek kıstas değildir. Ayrıca hissedarların gerek kişisel özelliklerinin farklı olması nedeniyle hissedarların çıkarları da birbirleriyle çatışabilir. Şirketler yasa ile kurulmuş ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olduklarından, şirketlerin yönetim kurullarının da sorumluluğu öncelikle şirketlere daha sonra şirket hissedarlarına yöneliktir. Yönetim kurullarının öncelikli amacı şirketin çıkarlarını düşünmektir. Ama hissedarların çıkarlarını gözetmeyen bir yönetim kurulunun görevde kalması mümkün değildir çünkü onları göreve atayan hissedarlardır. Bu nedenle yönetim kurulları hissedarların beklentilerini karşılarken diğer taraftan da şirketin çıkarlarını gözetmek ve şirket hissedarlarını şirketin çıkarları için yapılması gereken aktiviteler ve alınması gereken kararlar konusunda ikna etmek mecburiyetindedir. Bu duruma Concord uçaklarını üreten şirketin yaşadığı problem ve sonucunda bu tip uçakların uçuştan kaldırılması örnek verilebilir. Uçak teknolojisinde en ileri noktada sayılabilecek Concord uçakları, tamamen şirket içi yönetim şeklinden

kaynaklı olan operasyon karlılığında azalmadan dolayı British Airlines tarafından müzelerle kaldırılacaktır. British Airlines'ın büyük bir rakibi olan farklı bir havayolu şirketi bütün Concord filosunu bünyesine katmak ister ve değerinin çok altında bir rakam teklifinde bulunur. Elbette ki British Airlines bu teklifi reddeder. Her ne kadar şirket için zarar olan bir filoyu satma gibi bir şansı olsa bile, bu durumun yararı olmayacağını hissedarlara yönetim kurulu anlatır. Havayolu şirketi için Concord'ları operasyondan kaldırması ciddi bir yeniden yapılanma maliyeti getirecektir. Bu operasyonel durumu karlı bir şekilde kontrol altına almak isteyen bir yönetim ilgili maliyetleri ve sorumlulukları üstüne alabilmelidir. İyi yönetilmeyen girişimlerin bir kontrol piyasası işleyişi içinde devralınabilmesi çok önemli. Gerektiğinde devralmaları engelleyecek mekanizma bulunuyor ise kaldırılması gerekir. Ayrıca doğru seçilmiş bir yönetim kurulu hissedarlarının çıkarlarını asla gözetmemezlik yapmaması gerektiği unutulmamalıdır.

2.3.1. Enron Vakası

2008 yılında iflas eden 639 milyar dolar büyüklüğüne sahip Lehman Brothers en büyük şirket iflası olarak kabul edilmektedir. 2002 yılında iflas eden Worldcom ise yaklaşık 104 milyar dolar aktif büyüklüğü ile ikinci sırada yer almaktadır. Enron firması ise 65 milyar dolarlık hacmi sahip iken, denetimden kaynaklanan eksiklikler, yönetim anlamında yaşanan suistimaller nedeni ile iflas etmiştir ve diğer iflaslardan farklı bir karaktere sahip bulunmaktadır. Enron vakası kurumsal yönetim kavramının öneminin kamuoyu tarafından da anlaşılmasında büyük katkısı olmuştur.

Enron firması ABD'de 1985 yılında iki doğalgaz şirketinin birleşmesiyle kurulan bir şirkettir. Kısa süre sonra vadeli işlem piyasasında işlemler yaparak; piyasadaki oldukça büyük miktarlarda şirketine finansal destek kazanmıştır. Enron, doğalgaz enerji sektöründen sonra elektrik enerjisi sektörüne girmiş ve bu alanda da vadeli işlemler yapıp şirketlerinin aktif dolar hacmini büyütüştür. Enerji sektörüne ek olarak çeşitli endüstriyel ürünlerin ve reklam amaçlı yayıncılık ticaretine başlamıştır. Sonuçta küçük çaplı bir doğalgaz boru hattı şirketi olan Enron zaman içerisinde 100 milyar dolarlık aktif bir hacmine sahip olmuş ve dünyanın sayılı en büyük enerji şirketlerinden biri olmuştur. Piyasada çevirdiği toplam aktif dolar hacminin yanında

19.000 kişiye istihdam sağladığından dolayı da en büyük şirketlerden biri olduğunu ispat etmiştir.

2001 yılında Enron şirketinin denetçisi firma, şirketin borç ve zarar bilgilerinin mali tabloda yer alması gerektiğini kamuoyuyla paylaştıktan sonra Enron'un bu dönem içindeki zararı 1 milyar dolara ulaşmıştır. Bu zararın bir nedeni kamuoyuna yapılan açıklamalar sonrası şirket hisse fiyatlarında düşüş olmasıdır. Kamuoyu mevcut duruma hâkim olduktan kısa bir süre sonra Amerika Serbest Piyasası Kurulu yani SEC (Securities and Exchange Commission) daha detaylı bir araştırmaya girmiş, Adalet Bakanlığı ve ABD kongresi konuyla ilgili soruşturmalar başlatmıştır. Zaman içerisinde Enron şirketinin hisseleri ve bonoları ciddi değer kaybetmiştir. Bunun sonucu olarak zor durumda olan Enron şirketi rakibi olan aynı sektör deki Dynegy adlı firma ile birleşmeye çalışmış fakat başarılı olamamıştır. Sonuç olarak 02.12.2001 tarihinde Enron şirketi için iflas başvurusunda bulunulmuştur. İflas başvurusundan hemen sonra SEC, soruşturmayı Enron'un denetçi firmasını içerecek şekilde genişletmiş ve yeni bilgilere ulaşmıştır. Enron şirketinde önemli evrakların imha edildiği hatta bu usulsüzlüğün soruşturma sürecinde gerçekleştiği ortaya çıkmıştır⁴.

2002 yılında mahkeme Arthur Andersen firmasını Enron soruşturmasında adaletin gerçekleştirilmesini engellemekten suçlu buldu ve böylece Arthur Andersen firmasının ömrü de noktalanmış oldu. Sadece şirket iflası ve kapanışı gerçekleşmemiş aynı zamanda 2002 yılı sonunda Adalet Bakanlığı Enron yöneticileri aleyhine kamu davası açmıştır. Dört yıl süren davada 2006 yılında dava sonuçlanmış ve sonucunda jüri, üst yönetimi yani yönetim kurulu başkanı ve yürütme kurulu başkanını suçlu bulmuştur.

İflasından önce Enron dünyanın en büyük yedinci firması olarak gösterilmekte ve yaklaşık piyasa değeri 65 milyar dolar olarak hesaplanmaktaydı. Firmanın 2001 yılı başında hisse senetlerinin değeri 95 Dolar seviyesinde iken iflasının açıklandığı 21 Aralık 2001 tarihinden bir ay sonra hisse senetlerinin fiyatı 1 cent seviyesine inmişti. Yatırımcıların neredeyse tüm varlıklarını kaybetmeleri durumu niteliksel bilgilerin yatırım kararında etkisinin artması gerekliliğini doğurmuştur.

⁴ **Enron Enerji Devi Çöküşü**; <http://www.ekodialog.com>; çevrimiçi (10.09.2011).

Enron olayında saptanan başlıca uygunsuzluklar ise şunlardır⁵.

- 1997-2000 yılları arasında kar rakamı gerçek gösterilmeyip %20 fazlası gösterilmesi,
- Çok sayıda kurulan şirketlerin bir kısmının yasal tüzüğe uygun olmadığı,
- Denetçi firma Arthur Andersen'in, Enron şirketinden danışmanlık hizmet bedeli olarak 52 milyon USD kazanması,
- Denetçi firmanın çalışanlarının Enron şirketine ait birçok belgeyi mahkeme süresince yok etmesi gibi sıralanmaktadır.

Bu vak'ada olumsuz etkilenenlerin başında Arthur Andersen denetim firması gelmektedir. Çünkü belge yok etme ve belgede sahtecilik yapıp gelirleri yüksek gösterip manipülasyon ile hisse senedi fiyatlarını ciddi derecede yükseltmiştir. Daha sonraki süreçte bu firmanın denetim yetkisi mahkeme kararı ile iptal edilmiştir.

Elbette ki bu vak'adan finans sektöründen olan bankalar da oldukça etkilenmiştir. Amerika Birleşik Devletleri'nde faaliyet gösteren büyük bankalardan J.P. Morgan Chase bankası toplamda 456 Milyon Dolar, Citigroup yaklaşık 228 Milyon Dolar, Bank of Amerika ise yaklaşık 300 milyon dolar kadar kredi kayıplarının Enron dolayısı ile gerçekleştiğini açıklamışlardır.

2.3.2. Parmalat Vakası

Parmalat, İtalya merkezli Parmalat Grup'a ait temel gıda ve süt ürünlerini sektöründe faaliyet gösteren bir firmadır. 31 Aralık 2002 tarihinden itibaren 3 yıl süresince toplamda 67 tane şirketi tam olarak ve geri kalan bazı şirketleri de dolaylı olarak kontrol etmiştir⁶.

Parmalat'ın 10 milyar Euro bono ödemesini yapamamasından dolayı şirket 2003 yılında iflasın eşiğine gelmiştir. Bu borcun ödenememesinden dolayı denetçi firmalar ve bankalar şirket hesaplarını daha detaylı incelemeye başlamıştır. Şirketin aktif varlığının % 38'i Cayman Adaları'ndaki Parmalat'ın iştirakinin Amerikan

⁵ Adil Oran, "Enron Olayı", Middle East Technical University, (Çevirimiçi) <http://www.ba.metu.edu.tr/~adil/BA-web/Enron-atj.pdf>, 15 Eylül 2009.

⁶ Andrea Melis, "Corporate Governance Failures: to What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?", Blackwell Publishing, 13, 2005, s.478-488.

Bankası'nda bulunmaktadır. Fakat bu bankanın üst yöneticileri böyle bir paranın olmadığını vurgulaması üzerine İtalyan savcılar çalışma yapar ve 15 yıldan fazla hesaplarda oynama yapıldığını tespit ederler. Bunun üzerine şirketin borsadaki hisse işlemleri aynı gün askıya alınmıştır⁷.

Parmalat şirketi, özel amaçlarla vergi cenneti ülkelerde kurduğu paravan şirketler aracılığıyla uluslararası sermaye piyasalarından fon sağlamış ve 7,8 milyon Euro'luk tahvil-bono ihraç eden bu şirket tahvillerin tamamını ülke dışına satmıştır. Parmalat şirketi 1999 yılına kadar Grant Thornton LLP tarafından denetlenirken, daha sonraki yıllarda denetleme görevini Deloitte adlı denetleme firması almıştır.

Parmalat şirketinin usulsüzlükleri şu şekilde sıralanabilir.

- Türev ürünlerinin olması gerektiği gibi kullanılmaması,
- Finansal kaynakların paravan şirketler aracılığıyla yasadışı transferleri,
- Muhasebe işlemlerinde ve evraklarda sahtecilik tespit edilmesi,
- Sahte belgeler ile gerçek dışı hesaplar açılması ve bu hesaba yönelik işlemlerin yapılması,
- Borç yükünün yaklaşık 15 milyar Euro'ya ulaşması.

Yapılan usulsüzlüklerin sonuçları şu şekilde sıralanabilir.

- Şirketi denetleyen Grant Thornton İtalya'daki faaliyetleri durdurulmuştur.
- Hissedarların ve tasarruf sahiplerinin paraları ortadan kaybolmuştur.
- Bu şirketin borsada işlem gören ürünlerine yatırım yapan sigorta firmaları toplamda yaklaşık 1,6 milyar dolar kaybetmiş ve sektör büyük yara almıştır.
- Bu şirketle ilgili bankalar hakkında skandallar çıkmış ve bu skandallardan negatif etkilenmişlerdir.
- Parmalat'ın hisse senedi fiyatı 2.32 Euro'dan 11 cente kadar düşmüştür⁸.

Parmalat iflas ettiği dönemde hisse senetleri Milan Borsası'nda işlem görmekteydi. Parmalat'ın yönetim kurulu üçü bağımsız olmak üzere sekiz üyeden

⁷ Edmondson, Gail and Cohn, Laura (2004) "How Parmalat Went Sour", **European Business**, 2004, s.9-12.

⁸ Ceren Ayça Göçen, Kurumsal Yönetim, İç Kontrol ve Bağımsız Denetim, **Parmalat Vakası**, Mali Çözüm, Sayı:97, 2010, s.107-132.

oluşmaktaydı. Bu bağlamda Parmalat'ın İtalya'daki kurumsal yönetim ilkelerine uygun bir yönetim kurulu yapısına sahip olduğu görülmektedir. İtalya'da kıta Avrupası kurumsal yönetim ilkelerini benimsediğinden ikili yönetim sistemini benimsemiştir⁹.

Aile üyeleri Parmalat grubunun tamamını kontrol etmektedir. Ülkedeki kurumsal yönetim sıkıntıları incelendiğinde çıkan sonuçlar, başarısız yöneticilerin olması, şirketin kontrolünü elinde tutan hissedarların varlığı ve korunmasız azınlık hissedarlarının temel sorun olduğu görülmektedir¹⁰. Bu şirket kurumsal yönetim ilkelerine uygun olsa da, bu konuya ilişkin yapılan ölçümlerin doğruluğu konusunda bir takım şüpheler bulunmaktadır.

2.3.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD kurumsal yönetim ilkeleri, Paris'te 1960 yılında imzalanmış ve 12 Eylül 1961 yılında yürürlüğe girmiştir. OECD amaçları doğrultusunda desteklediği politikalar vardır.

Bu politikalar şöyledir;

- Üye ülkelerde ekonomik istikrarı korumak, ekonomide büyüme ve istihdamda gelişmeyi sağlamak,
- Yaşam standartlarını yükselmesi için belirlenen politikaları desteklemek,
- Uluslararası yükümlüklere bağlı kalarak tarafsız bir şekilde dünya ticaretinin gelişmesine destek olmak¹¹.

Enron, Parmalat, Worldcom gibi şirketlerin yaptıkları usulsüzlükler ve kurumsal yönetim ilkelerinin tam uygulanamamasından dolayı meydana gelen iflaslar, skandallar OECD kurumsal yönetim ilkelerinde reforma neden olmuştur. OECD bu nedenle bir çalışma başlatmış ve 90'lı yılların ilk yarısında üye ülkelerin uygulamalarını inceleyip belirli alanlara yoğunlaşarak özel çalışmalar yapmıştır.

⁹ Andrea Melis, "Critical Issues on the Enforcement of the True and Fair View" Accounting Principle, Learning From Parmalat", **Corporate Ownership and Control**, 2005, s.112-113.

¹⁰ Melis, **a.g.e.**, s.480.

¹¹ Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004, (Çevrimiçi), 01 Ocak 2005.

OECD sadece üye ülkeler ile çalışma yapmamış, internet aracılığıyla çeşitli kurumlar ve kişilerle de birlikte çalışma yapıp ilkeler üzerinde reform gerçekleştirmiştir. OECD ilkeleri, 26-27 Mayıs 1999 tarihinde özel bir OECD Konsey toplantısında kabul edilerek yayınlanmıştır. Bu konseyde 29 hükümeti temsilen bakanlar yer almaktadır. 2002 yılında OECD hükümetleri, kurumsal sektördeki değişiklikleri göz önünde bulundurarak ilkelerin yeniden değerlendirilmesi için çağrılmış ve bir metin oluşturulmuştur. Bu değişiklik metni, gerek OECD üyesi olan veya olmayan hükümetler yanında profesyonel kurumlar, ticari birlikler, sivil toplum kuruluşları ve uluslararası standart belirleyici organların fikirleri ve tecrübeleri de alındıktan sonra düzenlenmiştir. 2 yıllık bir değerlendirme ve çalışma sonucunda 2004 yılında OECD ülkeleri ilkeler üzerinde yapılan reform metnini onaylamıştır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, Finansal İstikrar Forumu (Financial Stability Forum-FSF) tarafından sağlıklı mali sistemler için en iyi uygulamalardan biri olarak kabul edilmiştir¹².

OECD prensipleri 1999 yılında oluşturulmuş fakat 2003 yılına kadarki ulusal ve uluslararası finansal ve sistematik bazı değişikliklerden dolayı 2003 yılında yeniden düzenlenmiştir. Yeni ilkeler 2004 yılında OECD üye ülkeler tarafından kabul edilmiştir.

Bu ilkeler 5 kısımdan oluşmaktadır¹³;

- Pay sahiplerinin hakları,
- Hak sahiplerine eşit yaklaşım gösterme,
- Paydaşların görevi,
- Şirketin açıklık ve şeffaflığı,
- Yönetim Kurulu'nun yetki ve sorumlukları.

¹² Burak Pirgaip, "Türk Sermaye Piyasasında Uluslararası Muhasebe Standartlarına Uyum", **SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi**, Sayı:10, Kasım - Aralık 2003, s.7.

¹³ TUSIAD. *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi* C. 2002. İstanbul. s.124. http://www.tusiad.org/_rsc/shared/file/kurumsalyonetim.pdf adresinden erişildi.

2.3.3.1. Pay Sahiplerinin Hakları

Pay sahiplerinin haklarını temel hissedarlık hakları ve hissedarlar şeklinde açıklayabiliriz.

Temel hissedarlık hakları;

- Hisseleri gerektiğinde devir etme,
- Şirket hakkında istenildiğinde bilgi edinme ve bilgiye en hızlı şekilde ulaşabilme,
- Kurul yönetim toplantılarına katılma ve oy hakkını kullanabilme,
- Yönetim kurulu içerisindeki üyeleri belirleyebilme ve değişiklik yapabilme,
- Şirketin karından kar payı elde etme haklarını kapsmalıdır.

Hissedarlar;

- Şirket ve şirkete ait bütün kararların alınmasında rol alma, gerektiğinde karar değişikliği teklifinde bulunma ve sağlama, şirkete ait borsadaki menkul kıymetler hakkında öneri sunma yetkisi,
- Ek hisse çıkarma yetkisi olmalıdır.
- Genel kurulların hangi tarihte, yerde ve toplantıda takip edilecek gündemler ile ilgili olarak yeterince ve zamanında bilgilendirilmelidirler.
- Belli bir oranda, yıllık dış denetim ile ilgili önerileri de dahil olmakla birlikte yönetim kuruluna soru önergesi yöneltme ve ilgili kurul toplantısında takip edilecek gündeme yeni başlıklar ekleme fırsatı tanınır, öneri hakkı verilmelidir.
- Yönetim kurulu ve önemli noktalardaki şirket yöneticilerine ödenecek ücretler hakkında fikir sunma, oylama başlatma hakkı olmalıdır.
- Gerektiğinde başka bir yönetim kurulu üyesi yerine oy kullanabilmeli, bu kullanılan oyun şahsi kullanılan oydan farkı olmamalıdır.
- Bazı hissedarların şirkette sahip oldukları pay ile eşitlik kavramını bozacak bir şekilde kontrol elde etmelerine olanak tanıyan sermaye yapıları ve düzenlemeleri açıklanmalıdır.

- Şirket kontrolü ile ilgili piyasaların etkin ve şeffaf bir tarzda islemesine olanak tanınmalıdır.
- Mülkiyet haklarının tüm hissedarlarla kullanımı kolaylaştırılmalıdır.
- Gerekli görüldüğünde hissedarlık hakları hakkında görüşme yapabilmeli ve değişiklik talep edebilmelidir. Fakat bu değişiklik hissedarlar arasında eşitliliği ve şirketteki kontrol dengesini bozmamalıdır¹⁴.

2.3.3.2. Hak Sahiplerine Eşit Yaklaşım Gösterme

Kurumsal yönetime göre yabancı ve azınlık hissedarların tümü eşit haklara sahip olmalıdırlar. Bu eşitlik bozulduğunda hissedarların hukuki hakları ve tazminat temin etme hakları olmalıdır.

- Azınlık ve yabancı hissedarların hakları ihlal edildiği takdirde mağduriyetlerini telafi edebilecek etkin bir mekanizma olmalıdır.
- Hissedarlar arasında her türlü eşitlik sağlanmalı, oy kullanma da farklılıklar yaşanmamalıdır.
- Oylar, hisseler üzerinde tasarruf hakkına sahip olan kişi ile üzerinde anlaşmaya varılan şekilde onun yed-i eminleri ya da atadığı mümessilleri tarafından atılmalıdır.
- Hak sahiplerinin uzaktan oylama isteklerinin önündeki engeller ortadan kaldırılmalıdır.
- Kurul toplantılarının işlem ve çalışma şekilleri, bütün hissedarların eşit muamele görmelerine olanak tanınmalıdır. Şirket yönetim prensipleri, oy atma hakkını gereksiz şekilde zorlaştırmamalı ya da maliyet haline getirmemelidir.
- Insider trading (içeriden öğrenenlerin ticareti) yasaklanmalı, tespit edildiğinde gerekli yasal işlemler yapılmalıdır.
- Yönetim kurulu üyelerinin ve önemli yöneticilerin, şirket içi şeffaflığı sağlaması amacıyla şirketi her türlü etkileyen konularla ilgili doğrudan, dolaylı veya üçüncü taraflar adına maddi çıkar konusu olabilecek bütün ilişkilerini açıklamaları gerekmektedir¹⁵.

¹⁴ Kurumsal Yönetim Derneği, **a.g.e.**, s.12-14.

¹⁵ Kurumsal Yönetim Derneği, **a.g.e.**, s.14-16.

2.3.3.3. Paydaşların Görevi

Kurumsal yönetim ile yönetilen bir şirket için, şirket üzerindeki menfaat sahiplerinin haklarını yasalarda belirtildiği gibi tanımalı, ikili görüşmeler sonucun belirlenen anlaşmalara uyulmalı ve sahip olunan bütün hakların ihlal edilmemesi gereklidir.

- Paydaşların hakları yasalarla korunduğundan bu hakların ihlali durumunda haklarını telafi edilmesi veya tazminat elde etme haklarına sahip olmalıdırlar.
- Şirket iç ve dış performansı artırma adına kurum içi bütün mekanizmalar aktif hale geçirilmelidir. Çalışanların da performans artırma adına sunduğu fikirler kesinlikle değerlendirilmelidir.
- Paydaşlar, kurumsal yönetim sürecine dahil olduklarında, istenildiği zaman ve düzenli olarak konu ile ilgili tam anlamıyla doğru bilgilere erişebilmelidirler.
- Paydaşlar kanuna aykırı bir yönetim tarzı sergilendiğinde, bunu yönetim kuruluna rahat bir biçimde açıklayabilmeli ve durumun değiştirilmesi konusunda ısrarcı bir tavır sergileyebilmelidir.
- Kurumsal yönetim çerçevesi, etkin ve etkili bir iflas çerçevesi ve alacaklı haklarının etkin şekilde icraya konulması ile tamamlanmalıdır¹⁶.

2.3.3.4. Şirketin Açıklığı ve Şeffaflığı

Kurumsal yönetim tarzı, şirketlerin mali kaynakları, mevcut performansı ve bu performansındaki artışını, insan kaynakları departmanının personel üzerindeki uyguladığı eğitim-kariyer geliştirmesini, belli orandaki büyüme hedefleri konusundaki planlarını-kararlarını doğru ve zamanında açıklama yapılmasını ister.

Aynı zamanda kurumsal yönetim şekli hepsi olmamakla birlikte aşağıdaki maddelerde de açıklık ve şeffaflık prensibinin gerçekleştirilmesini ister.

- Şirketlerin mali kavram kapsamındaki kar-zarar hesaplarını,
- Büyük hissedarlar ve oy kullanma haklarını,
- Hedef planlarda oluşabilecek risk faktörlerini,
- Şirket çalışanları ve diğer paydaşlar ile ilgili şirketi ilgilendiren konular,

¹⁶ Kurumsal Yönetim Derneği, a.g.e., s.17.

- Kurumsal yönetim kurallarının içeriği ve bu kuralların uygulanma sürecini,
- Şirketin takibinde görevli denetçi firmanın raporlarını,
- Bu denetçi firmaların çalışma şeklini, yasalara uygunluğunu,
- Bilgi yayma kanalları, ilgili bilgiye, kullanıcıların eşit şekilde, zamanında ve masrafsız olarak erişimini,
- Kurumsal yönetim çerçevesi, analiz veya tavsiyelerin güvenilirliğini zedeleyecek maddi çıkar çatışmalarından bağımsız bir şekilde, analizciler, brokerler, kredi derecelendirme kuruluşları ve diğer kişi veya kuruluşlarca yatırımcılar tarafından alınan kararlarla ilgili analiz veya tavsiyelerin hazırlanmasını sağlayan etkin bir yaklaşımla desteklenmelidir¹⁷.

2.3.3.5. Yönetim Kurulu'nun Yetki ve Sorumlulukları

Kurumsal yönetime göre yönetim kurulunun şirketi ve hissedarlara hesap verme yükümlülüğü vardır.

- Yönetim kurulu, şirket hakkındaki konulara tam anlamıyla hâkim olmalı ve iyi niyet, hassasiyet göstererek şirket ve hissedarların çıkarı doğrultusunda hareket etmelidir.
- Yönetim kurulu, bütün hissedarlara ve paydaşlara eşit bir şekilde davranmalıdır.
- Yönetim kurulu, şirket içinde takip edilen kurumsal yönetim ilkeleri gerektiğinde yasalara uygun olmak şartıyla değişiklik yapmalıdır.
- Yönetim kurulu, başarılı yöneticileri ve çalışanları değerlendirip ödüllendirmeli gerektiğinde değiştirmeli ve şirket performansına negatif etkisi olan departmanı kapatmalıdır.
- Yönetim kurulu üyeleri, kendi gelirlerini-haklarını belirlediği gibi yönetici ve çalışanlar arasında da adil bir özlük hakkı sağlamalıdır.
- Yönetim kurulu, şirketin gelecek seneler içerisindeki performans hedeflerini belirlemeli, üzerinde diğer yönetim kurulu üyelerle tartışmalı ve geliştirmelidir.

¹⁷ Kurumsal Yönetim Derneği, **a.g.e.**, s.18.

- Yönetim kurulu, denetçi firmasıyla sürekli bilgi paylaşımında bulunmalı ve onların çalışma düzenini, istenildiğinde en hızlı bilgi teminini sağlamalıdır.
- Yönetim kurulu, kamuoyuna yapılan açıklamalara katkı sağlamalı ve nezaret etmelidir.
- Yönetim kurulu üyeleri sorumluluklarına yeterince zaman ayırmalı ve sorumluluklarını yerine getirebilmek için gerçek, hızlı bilgi temininde bulunabilmelidir.
- Yönetim kurulu üyeleri arasında çıkar çatışması olduğunda bağımsız mahkeme kurmalı ve bu mahkemeyi yürütebilecek sayıda üye atamalıdır.

2.4. Türkiye’de ve Dünya’da Kurumsal Yönetim Uygulama Modelleri

Şirketlerin yaşadığı skandallar kurumsal yönetim ilkelerinin oluşmasında ve gelişmesinde çok büyük bir rol almıştır. Fakat kurumsal yönetimin bir standart modeli olmayıp, her ülke ihtiyaçları doğrultusunda bu yönetim ilkelerini geliştirmiştir. Bu geliştirmelerinin nedeni ülkeler finansal durumunda farklılıklar olduğu gibi aynı zamanda kültür ve değer farklılıklarıdır. Ancak yapılan gelişmeler sonucunda hangi ülkedeki şirketlerin daha iyi ve doğru bir kurumsal yönetimle yönetildiği hakkında kesin bir sonuç çıkmamıştır. Bununla birlikte ülke içindeki şirketler her ne kadar kendilerine göre düzenleme yapsa da kurumsal yönetimin ana ilkelerine kesinlikle bağlı kalmışlardır. Dünya da uygulamaya konulan kurumsal yönetim sistemleri farklı olsa da benzerliklerinin nedeni temele bağlı kalmalarıdır.

Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde, kurumsal yatırımcılar şirket hayatında daha aktif rol alırken, küçük sermaye yapılı şirketler ise şirket denetimi ve yönetimi konusunda istek sahibidirler. Oysa gelişmekte olan ülkelerde, küçük hissedarlar şirket yönetimi veya büyük hissedarlar karşısında adil yönetimden mahrum kalmaktadırlar¹⁸.

Kurumsal yönetimin ülkemizde tanınması, gelişmesi ve SPK’nın da onayladığı kurumsal yönetim ilkelerinin firmalarda uygulanmasındaki desteği sağlama amacıyla

¹⁸ Claessens, S., Djankov, S. ve Lang, L., “The separation of ownership and control in East Asian Corporations,” **Journal of Financial Economics** 58, 2000, s. 90.

2003 yılında gönüllü bir sivil toplum kuruluşu kurulmuştur. Bu kuruluş Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)'dir.

Bu derneğe kurumsal, bireysel üyelikler olduğu gibi bu dernekte akademik bir platform da oluşturulmuştur. Kurumsal üyelerinden bazıları; Turkcell, Akbank, Türk Telekom, Anadolu Grubu, Carrefour Sa, Yapı Kredi, Hürriyet gibidir.

TKYD derneğine bireysel üye olanlar ise küçük sermaye hacmine sahip ve kendi içerisinde profesyonel bir yapı ve düzen kurmak isteyen, bu konuda derneğin çalışmalarını sürekli olarak takip eden ve destek talebinde bulunan firmalardır.

TKYD derneğinin akademik platformu Prof. Dr. Melda Ararat tarafından kurulmuş ve çalışmalar Sabancı Üniversitesi ile birlikte yönetilmektedir. Bu platform kurumsal yönetim üzerine çalışmalar ve araştırma yapan firma sahibi bireyleri, öğrencileri ve öğretim üyeleri arasında ki bilgi alışverişini sağlamakta, tez, makale gibi ulusal ve uluslararası yayınları veri bankasına dahil edip bu verileri istenildiğinde paylaşımına sunmak, araştırmacıların çalışmalarıyla platformun veri bankasını zenginleştirmektedir.

TKYD, kurumsal yönetim ilkelerini ve tanımını OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerinden alıntı yapmıştır. TKYD tarafından, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği'nin desteği ile Anadolu seminerleri serisi düzenlenmiş, ortak çalışmalar yapmak üzere OECD ile anlaşma yapılmıştır ve bu çalışmaların süreceği 2013 yılı dernek faaliyet raporunda belirtilmiştir.

2.4.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

SPK, finansal krizlerin ve skandalların kötü yönetim kaynaklı olduğunu ve bu durumun ancak doğru bir kurumsal yönetim ile düzeltilebileceğini savunur. Bunun sonucunda ülkemizin de şartları göz önünde bulundurarak, başta OECD'nin oluşturduğu ve diğer ülkelerin kurumsal yönetim şekilleri üzerine de çalışmalar yapıldıktan sonra ülkemizde SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri oluşturulmuştur.

Oluşturulan bu ilkeler öncelikle anonim şirketler için hazırlanmıştır. Aslında bu şirketler söz konusu olan ilkeleri kullanıp şirket üzerindeki pozitif veya negatif sonuçları geri bildirim olarak bildirmiştir. Bu geri bildirimler de daha orantılı ve

sağlam bir kurumsal yönetimin oluşturulmasına büyük katkıda bulunmuştur. Her ne kadar ilkeler ilk anda oluşturulurken diğer ülkeler de yaşanan problemleri de göz önünde bulundurarak oluştursa da, her ülkede olduğu gibi ülkemizin de gerek finansal gerek değerler konusunda farklılıklar bulundurmaktadır ve ilkeler üzerinde geliştirmek yapmak gerekmektedir, bu yüzden anonim şirketlerin bu ilkeleri uygulayıp geri bildirim yapması oldukça önem arz etmektedir.

Serbest Piyasa Kurulu tarafından yapılacak reformlar çerçevesinde, kurumsal yönetim uyumluluğunun derecelendirmesini yapan derecelendirme kuruluşları ilgili ilkelerin ne derece uygulandığını saptayacaklardır. İlkelerin ana prensipler “uygula, uygulayamıyorsan açıkla” prensipleridir. Ancak bu prensiplerin bazıları tavsiye niteliğindedir. Tavsiye niteliğinde olan uygulanabilecek prensiplerin yanında **T** harfi yer alır.

2.4.2. Bankacılık Mevzuatında Yer Alan Kurumsal Yönetim İlkeleri

Bankalar para ve sermaye piyasalarının en büyük ve önemli kurumlarıdır. Böyle kurumların doğru bir kurumsal yönetim ile yönetilmesi çok büyük önem arz etmektedir. Bu yüzden kurumsal yönetim bankacılık mevzuatında da yer verilmiştir. Bankalar, başta ticari işletmelerin faaliyetlerini ve yatırımlarının finansmanı, temel finansal hizmetlerin sunumu ve ödeme sistemlerinin gerçekleştirilmesi gibi önemli faaliyetlerin yerine getirilmesinde büyük rol oynamaktadır. Bankalar söz konusu faaliyetlerini yerine getirirken ihtiyaç duydukları finansmanı yalnız ülke içi kaynaklardan değil uluslararası kaynaklardan da sağlamaktadırlar¹⁹.

Günümüzde şirketlerin büyük bir kısmı yatırım yaparken finansal kuruluş olan bankalara ihtiyaç duymaktadırlar. Söz konusu bankaların şirketler açısından da güvenilir olmaları, kurumsal yönetim ilkelerine tam bağlı olmaları ile orantılıdır. Bankacılık sektöründeki kurumsal yönetim düzenlemeleri ile banka faaliyetleri sırasında oluşabilecek risklerin olabildiğince standart olması amaçlanmıştır. Bankacılık sektöründeki olumsuzluklardan büyük bir menfaat grubu etkilendiğinden burada uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinin düzenlenmesi, geliştirilmesi ve

¹⁹ Hakan Güçlü. “Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi,” **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, 2010, s.49.

denetlenmesi, küçük sermaye hacmine sahip bir firmadan daha önemlidir. Bankaya mevduatlarını yatırmak suretiyle kaynak sağlayan mudilerin, bankaların finansman ihtiyaçlarını karşılayan yurtiçi ve yurtdışı finansman kuruluşlarının ve özellikle halka açık bankaların hisse senetlerini satın almak suretiyle bankaya kaynak sağlayan hak sahiplerinin ilkeler doğrultusundaki haklarının korunması büyük önem arz etmektedir²⁰.

Bankacılık Kanunu'nun üçüncü kısmında kurumsal yönetim konusu 4 kısımdan oluşur ve ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Bu kısımlar;

- Yönetim Kurulu (Kurumsal yönetim, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, denetim grubu)
- İç sistemler (Oluşabilecek riskler hakkında çıkartılan risk yönetim raporları ve çalışmaları)
- Yetkili Kuruluşlar (Denetleme ve düzenleme kuruluşu, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları, destek hizmeti kuruluşları)
- Finansal Raporlama.

Bankacılık Kanunu'na göre kurumsal yönetime ilişkin yapı ve süreçlerin, ne derece uygulandığı hakkında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) denetim yapmalıdır. Ayrıca bu kurum SPK ve kuruluş birliklerinin de görüşü alınarak bankacılık da uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinde düzenleme yapabilecektir. Kanununun 95. maddesine göre uygulanan kurumsal yönetim ilkesinin ne derece uygulandığı, tahlili, ölçümü, düzenlenmesi ve denetlenmesi BDDK tarafından hüküm altına alınmıştır.

Bankaların uyması gereken kurumsal yönetim ilkeleri Resmi Gazete'de şu şekilde yayımlanmıştır;

- Banka içerisinde dönem bazlı kurumsal ve stratejik hedefler oluşturulmalıdır.

²⁰ Adnan Akın ve Suphi Aslanoğlu, "İşlevsel ve Yapısal Açından Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi," **Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi**, Sayı:61, Haziran 2007, s.28-42.

- Banka personellerinin bulunduğu yere göre yetki ve sorumlulukları belirlenmeli ve bu yetki ve sorumluluklarını ne derece yerine getirdikleri takip edilmelidir.
- Yönetim kurulu üyeleri görevlerinin bilincinde olup bu görevleri tarafsız, etkin ve hızlı bir biçimde yerine getirmeli, durum bilgisini diğer üyelerle paylaşmalıdır.
- Banka müfettişleri ve bağımsız denetim elemanlarının çalışmalarından etkin bir şekilde yararlanılmalıdır.
- Ücret politikaları gibi özlük hakları belirlenirken iç sistemde adalet sağlanmalıdır.
- Önceden de açıkladığımız gibi kurumsal yönetim ilkelerinden biri olan şeffaflık ilkesi kesinlikle sağlanmalıdır.

2.4.3. Gelişmiş Ülkelerdeki Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Bu bölümde gelişmiş bazı ülkelerde kurumsal yönetimin nasıl uygulandığı ve bu tarz yönetim üzerine yapılan çalışmalar incelenecektir. İnceleme kapsamında olan ülkeler;

- ABD
- İngiltere
- Almanya
- Japonya
- Türkiye'dir.

Bu ülkelerden bazıları yaşadıkları skandallar, finansal krizler vb. olaylardan dolayı kurumsal yönetimlerini belli bir sisteme oturtmuşlardır. Bu sistemler;

- Anglosakson kurumsal yönetim sistemi,
- Kıta Avrupası kurumsal yönetim sistemidir.

Anglosakson kurumsal yönetim sistemi, dünyadaki uygulanan kurumsal yönetim sistemlerinin ilkidir. Sermaye piyasalarının daha gelişmiş olan Amerika ve İngiltere

bu sistemi takip etmektedir. Bu sistemin özelliği, kurumsal yönetimde hisse sahiplerinin lehinedir ve alınan kararların hisse sahiplerinin yararına olması gerektiğini savunur. Bu model piyasada gerçekleşen rekabet ortamının ve piyasanın ekonomik şartlarının, firmanın yöneticilerini şirket üzerindeki pay sahiplerinin lehine doğruğultusunda hareket etmeye zorlayacağı varsayımına dayanmaktadır²¹. Bu sistemde karlılık pay sahiplerinin öncelikli beklentisi olarak kabul edilmektedir. Ancak yönetim açısından temel amacı hisse başına karı maksimize etmekten ziyade uzun dönemli bir planlama ile kâr optimizasyonu daha önemli bir unsuru olmaktadır²².

Anglosakson sisteminde pay sahipleri genel kurulu oluşturur, genel kurul da yönetim kurulu üyelerini belirler ve bir araya getirir. Bu sistemin pay sahiplerinin lehine bir sistem olmasının nedeni genel kurulu pay sahiplerinin belirlemesi olarak düşünülebilir. Genel kurul tarafından oluşturulan yönetim kurulu, aynı zamanda yönetim ve denetim birimlerini kendi bünyesinden toplamaktadır ve kurula bağlı bu denetim komitesi firmayı belirlenmiş bir çalışma programına bağlı kalarak içeriden ve dışarıdan denetlemektedir. Denetleyen kişi firma bünyesi dışından olup, firma ile sözleşmeli bağımsız bir denetçidir. Denetçinin temel görevi firmanın mali tablolarını inceleyip, analizini yapıp mevcut bilgiyi ve gelecekte karşılaşılabilecek riskleri hissedarlara bildirip, hissedarların bu durum karşısında doğru pozisyonu almasını sağlamaktır. Görüldüğü üzere Anglosakson kurumsal yönetim sistemi temel prensibi hissedarların değeri yani firmanın değerinin maksimize edilmesi üzerinedir.

Bir diğer kurumsal yönetim sistemi olan Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemi ise, dünyaca yaygın olup, firmaların bankalar tarafından denetlendiği ve bu firmaların bankaların hakimiyeti altında olmasını sağlayan sistemdir.

Bu sistemde genellikle iki türlü yönetim kurulu olmaktadır. Bunlardan biri gözetim kurulu diğerisi ise yürütme kuruludur. Bu kuruldaki kişiler firmanın yönetimi ve denetimi görevini kendi aralarında paylaşmaktadırlar. Gözetme kurulu üyeleri, yürütme kurulu üyelerini ve özlük haklarını belirlemekle görevlidir. Tarafsız bir denetim olması ve hissedarları doğru bilgilendirme açısından bu sistemde gözetme

²¹ Hayri Ülgen ve Mirze, S. Kadri., “*Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı*,” s.435.

²² Tuzcu, M. Arcan. “*Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği*,” s.9. <http://acikarsiv.ankara.edu.tr/browse/3183/4037.pdf?show> adresinden erişildi.

kurulu üyesi şahıs aynı zamanda yürütme kurulunda bulunması söz konusu değildir. Yürütme kurulu firma için stratejik kararlar alırken bu kararları gözetme kuruluyla paylaşmak zorundadır. Çünkü gözetme kurulu sadece denetlemeden sorumlu değil, bir bakıma yürütme kurulu ile hissedarlar arasındaki iletişimi sağlayan kuruldur. Gözetme kurulunun firma yönetiminde söz sahibi olabilmesi sözleşme ile sağlanmaktadır. Aksi halde bu kurulun firma yönetiminde ve alınacak stratejik kararlarda söz hakkı yoktur.

Anglosakson sistemi ile bu sistem arasındaki en büyük fark finansmanın nasıl elde edildiğidir. Kıta Avrupası sisteminde yabancı kaynaklı finansman oldukça yaygındır. Bu sistem de denetim hem firmanın kendisi hem de bankalar tarafından gerçekleştirilmektedir. Anglosakson sisteminden farklı olarak halka açık şirketlerde ihtiyaçları doğrultusunda finansmanı sağlamak amacıyla banka kredilerine başvurumaktadırlar. Bunun sonucunda eğer firma banka kredisi ödemesinden dolayı negatif bir durumla karşılaştığında firmanın finansmanı olan banka, borcu karşılığında ya şirketin hisselerini satın alıp şirket hissedarı olabilir veya firmanın alacaklısı konumunda kalabilir.

Sahip oldukları bilgi birikimleri sayesinde, firmalara olumlu katkılarda bulunan bankalar, dolaylı yoldan da olsa diğer hissedarların haklarının korunmasında ve firma yönetiminin etkin bir biçimde denetlenmesinde önemli görevler üstlenmektedirler. Bu nedenle, sermaye piyasası mekanizmaları vasıtasıyla denetimin nispeten zayıf olduğu Kıta Avrupası sistemine, denetim yapısının ortaklık isleyişi içerisine dâhil olan unsurlara dayanması nedeniyle içsel sistem de denilmektedir²³.

Bu sistem sadece hissedarların çıkarlarını değil, firmadaki diğer menfaat sahiplerinin de çıkarlarını önemsemektedir.

²³ Ali Paşlı, “Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi,” *Gözden Geç., Çağa Hukuk Vakfı Yayınları*, 2005, s.45.

Anglosakson ve Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemleri arasındaki başlıca farklar şu şekildedir;

Tablo 1 : Anglosakson ve Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması

KRİTER	ANGLOSAKSON KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMİ	KITA AVRUPA'SI KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMİ
Ortaklık	Dağınık	Yoğunlaşmış
Ortak Kimliği	Kurumsal Yatırımcılar	Aileler, Özel Şirketler, Finansal Kurumlar
Kontrol	Yönetim Kurulunda	Büyük Hissedarlarda, Gözetme Kurulunda
Yönetim Kurulu	Dış Üyeler Etkin	İç ve Dış Üyeler Etkin
Sermaye Piyasaları	Likit	Göreceli Olarak Likit Değil
Kurumsal Kontrol Piyasası	Gelişmiş	Kısıtlı
Karşılıklı Hissedarlık	Kısıtlı	Yaygın
Koteli Şirket Sayısı	Çok	Az
Hissedar-Yönetici İlişkisi	Kısıtlı	Yoğun
Yatırımcı İlişkisi	Yaygın	Yaygın Değil
Şirket sahipleri ile grup içi şirketlerin uzun süreli ilişkisi	Yaygın Değil	Yaygın
Yönetim faaliyeti açıklaması	Yaygın	Yaygın Değil
Hissedar Aktivizmi	Yaygın	Yaygın Değil
En iyi uygulama kodu uygulaması	Etkin	Etkin Değil

2.4.3.1. ABD

ABD’deki şirketler, her kurumsal yönetim ile yönetilen şirketlerin beklentilerinde olduğu gibi şirketin finansal düzeyini artırma buna bağlı olarak iç piyasada dönen para hacmini yükseltme beklentiler içindedir. Bu yüzden bu ülkedeki şirketlerin kurumsal yönetim şekli genellikle hissedarlara yöneliktir. Birçok ülkeden farklı olarak şirketin yönetim kurulu üyeleri genellikle bağımsız, dışarıdan atanan üyelendir ve kurulun işlevselliğini arttırabilmek için komiteler şeklinde faaliyette bulunurlar. Günlük yaşamda takip ettiğimiz şirketler de veya finansal kuruluşlarda ki yöneticilerin özlük hakları, ücretlendirmelerindeki olumlaştırma daha çok kişinin performansına ve bulunduğu birimin aktifliğini arttırmasına bağlıdır. Fakat ABD’deki çoğu şirkette yöneticilerin ücretlendirme politikaları, şirket hissedarlarının getirilerine göre belirlenmektedir. Bu durumda şirket bazı skandallar gibi olumsuz durumlardan dolayı hisse değeri kaybında ve sonucu olarak hissedar getirilerin azalmasından, şirket yöneticilerinin aylık belirlenen ücretlerinde düşüş olabilecektir. Üst düzey yöneticilerin ücretlendirilmesi ve teşviklendirilmesi genellikle hissedarlara getiri ile belirlenmektedir²⁴.

Halka açık şirketlerin, şirketlerin mali ihtiyaçlarının genellikle sermaye piyasaları aracılığıyla finanse edilmesi özelliğinin ve yatırımcıların korunması adına Sermaye Piyasası Komisyonu (SEC) denetim ve gözetim yapmaktadır²⁵.

ABD’de gerektiğinde kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeler yapılmaktadır. Elbette bu düzenlemeler Treadway Raporu, Blue Ribbon Komitesi Önerileri, Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu Raporu, Sarbanes Oxley Yasası raporlar ile belirlenmektedir.

2.4.3.1.1. Treadway Komisyonu Raporu

Treadway Raporu, bir nevi iç denetim raporu gibi düşünülebilir. İç kontrolün doğuşu 1970 yılında Amerika’da Watergate savcısının bir konuya dikkat çekmesi ile olmuştur. Araştırmaların sonucunda 1977 yılında bir çeşit iç denetim kanunu olan

²⁴ Gregory Jackson., **Understanding Corporate Governance in the United States An Historical and Theoretical Reassessment**, Arbeitspapier, 223, Germany, 2010, s. 9.

²⁵ Murad Kayacan, **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finansal Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler**, Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu Kitabı, İzmir, 2006, s. 80.

“Yabancı Yolsuzluk Kanunu” çıkarılmıştır. Daha sonra 1985 yılında Treadway Komisyonu oluşturulmuş ve bu kurul tarafından sahte finansal raporlama teması altında bir rapor yayımlanmıştır.

Bu raporda denetim ortamı ile daha çok davranış ve yetki standartlarına önem verilmiş, iç denetim kavramı için ortak bir anlayış ve kapsayıcı bir çerçeve oluşturulması ihtiyacı ile destekleyici kurumlara çağrıda bulunulmuştur. Komisyonun bu çağrısı sonucunda COSO adı altında destekleyici kurumlar komitesi oluşturulmuştur. COSO mevcut kaynaklardaki iç denetim ile ilgili eğilimleri bir araya getirerek etkinliğin değerlendirilmesi için geniş kapsamlı ve pratik metodolojiler geliştirmiştir. Destekleyici kurumlar komitesinin 1992 yılında yayımladığı “İç Kontrol – Bütünleşik Çerçeve” sonraki yıllarda özel sektör ve kamu sektöründe yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır²⁶.

Avrupa Birliği’ de ülkemiz gibi kamu iç finansal denetim alanında COSO tarafından oluşturulan standartları benimsemiştir. Mevzuatımız bu standartlara uygun bir şekilde oluşturulmuştur.

2.4.3.1.2. Blue Ribbon Komitesi Önerileri

Blue Ribbon Komitesi, Amerika’da yaşanan muhasebe skandalları sonrasında New York Borsası (NYSE) ve Menkul Kıymet Yatırımcılar Derneği’nden (NASD) bazı temsilcileri ile oluşturulmuştur.

Bu komite yaptığı çalışmalardan sonra 1999 yılında denetim komitesinin etkinliğini arttırmaya yönelik tavsiye raporu yayımlamıştır. Denetim kurulu üyelerinin tam bağımsızlığına ve ilgili konu hakkında uzmanlığına da vurgu yapılan bu raporda, bu kurula yönelik on öneride bulunulmuştur. Blue Ribbon Komite’nin yapmış olduğu bu tavsiyelerin özellikle ilk ikisinin önemli olduğu vurgulanmakla beraber genel olarak bu on tavsiyeyi şu şekilde özetlemek mümkün olacaktır²⁷:

²⁶Erişim:

[https://www.maliye.gov.tr/Kontrol/20Dokmanlar/C4/B0/C3/A7/20Kontrol/C3/BCn/20Tarih/C3/A7es_i.pdf] Erişim Tarihi: 24.01.2017

²⁷ Blue Ribbon Committee, **Improving The Effectiveness of Corporate Audit Committees**, 1999, p.10–16.

- Denetim kurulu üyeleri, şirket yönetiminden özgür hareket edebilmeli, şirket çalışanlarının akrabası olmamalı, bir yakını 5 yıl içerisinde şirkette başta yönetici olmamakla birlikte aktif olarak bir pozisyonda çalışmamış olmalıdır.
- New York Borsası (NYSE) ve Menkul Kıymet Yatırımcıları Derneği'ne (NASD) kayıtlı olan işletmeler denetim komitesindeki bağımsız yöneticiye ilişkin tanımını kabul etmelidir.
- NYSE ve NASD'ye kayıtlı olan işletmeler bünyelerinde finansal tecrübeye sahip olan ve finans uzmanlığı olan en az 3 üyeden oluşan birer denetim kurulu kurmalıdırlar.
- NYSE ve NASD'ye kayıt olan bütün işletmeler; denetim komitesine üyelik şartlarının belirtildiği, komitenin yapısının ve sorumluklarının belirtildiği ve bu kapsamda belirtilen sorumlukların bütün yönetim kurulu üyeleri tarafından onaylanmış olduğu yazılı bir yönetmelik hazırlamalıdır. Hazırlanan bu yönetmelik sayesinde komitenin kazanmış olduğu ehliyet ise yılda bir defa gözden geçirilmelidir.
- NYSE ve NASD'ye kayıt olan bütün işletmeler, yazılı bir yönetmeliğinin olup olmadığını ve bu yönetmeliğe ne derece uyduğunu bildirmeli.
- NYSE ve NASD'ye kayıt olan bütün işletmelerde dış denetçinin, hissedarların şirketteki temsilcisi olan denetim komitesine ve yönetime karşı sorumlu olduğu hazırlanan yönetmelikte belirtilmelidir.
- Denetim komitesi dış denetçinin bağımsızlığını tahsis etmelidir.
- Komite bağımsız denetçilerle işletmenin muhasebe uygulamalarını ve ilkelerini, bu ilkelerin kabul edilebilirliğini, finansal raporlamanın netliğini genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri doğrultusunda değerlendirmelidir.
- Denetim komitesi hissedarlara işletme ile ilgili olarak ve bilgilendirme amacıyla göndermiş olduğu yıllık raporlarla beraber 10-K formunu²⁸ da yayımlamalıdır. Ayrıca dış denetçi ile denetim komitesi uygulanan kalite prensiplerini tartışmalıdır.

²⁸ 10-K formu hissedarlara şirketin genel görünüşü, finansal durumu ve denetlenmiş finansal raporları hakkında bilgiler sunan kapsamlı bir belgedir. 10-K formu yıllık raporlara oranla daha fazla bilgi (makam tazminatı, organizasyon yapısı vb.) içerir.

- Denetim komitesi denetçilerle beraber dönemsel raporları değerlendirmeli ve bu raporların dönem içindeki uygulamaları tam ve doğru olarak kapsadığı konusunda hem fikir olmalıdır²⁹.

2.4.3.1.3. Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu Raporu

Kurumsal yönetim konusunda uluslararası temel olarak kabul edilen başlıca düzenlemelerden biri olarak kabul edilen bu raporun getirmiş olduğu önerilerin başında; şirket dışı denetleyenlerin şirket yönetimini değil, denetim kurulunu müşteri olarak görmesi gerekliliği ve dış denetçi ile denetim kurulu arasında pasif olmayan bir iletişim ağının kurulması gelmektedir³⁰.

Bu raporların denetim kurulu ile ilgili olarak vermiş olduğu tavsiyeler başlıca şu şekildedir;

- Komite yıllık olarak şirketin finansal tablolarını gözden geçirmeli, bu tabloların tutarlı olup olmadığını kontrol etmelidir.
- Tablolar incelenirken bağımsız denetleyen ve şirket yönetimiyle aktif olarak görüşmelidir.
- Denetim komitesi hissedarların şirket içi temsilcisidir ve hissedarların haklarını, yatırımlarını ve çıkarlarını göz önünde bulundurmaktadır.
- Denetim kurulu ve işletme arasında hızlı ve kolay bir iletişim ağı kurulmalıdır.
- Komite senede birden az olmamak şartıyla denetim sürecini izlemeli ve mevcut oluşan denetim maliyetini toplantılar yaparak belirlemelidir.

2.4.3.1.4. Sarbanes Oxley Yasası

ABD'deki Enron gibi büyük şirketlerin skandallarından sonra yatırımcıların sermaye piyasası ürünlerine güvenlerinde azalma olmuştur ve bu durumun düzeltilmesi için çalışmalar başlatılmıştır. Bu çalışmalara ABD senatosundan

²⁹ Erişim: [https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/792/Catikkas_Kitap.pdf] Erişim Tarihi: 24.01.2017

³⁰ Didem Sinnar,. "Denetim Komitesinin Finansal Tabloların Güvenilirliği Üzerindeki Etkisi," **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe Bilim Dalı**, s. 13.

Sarbanes ve Oxley tarafından 2002 yılında hazırlanan Sarbanes-Oxley Yasası yayımlanmıştır. Söz konusu olan bu yasa; tıpkı bazı denetici firmalarda olduğu gibi yatırımcıların şirket içindeki haklarını koruma, yatırımcıların daha doğru bilgilendirilmesi, denetçilerin şirket yönetiminden bağımsızlığı gibi amaçlar edinmiştir³¹.

Diğer komite raporların da olduğu gibi bu yasa da kurumsal yönetimi daha güçlü kılacak, şirket ve hissedarların çıkarlarını arttıracak yönündedir. Kamuoyunun bilgilendirilmesi ve sistemin daha etkin hale getirilmesi bu yasanın ana hedeflerindedir. Sarbanes-Oxley Kanunu'nun amacı, şirketlerin gerekli konular hakkında halka yapacakları açıklamaların doğruluğunu ve güvenilirliğini artırmak suretiyle yatırımcıları korumak olarak belirlenmiştir. Bu amaç çerçevesinde genel olarak şu konularda düzenlemeler yapılmıştır³²:

- Finansal raporlama standartlarında düzenlemeler getirmiştir.
- Diğer komite raporlarında olduğu gibi denetimin düzeni ve şeffaflığını sağlamıştır.
- Kurumsal yönetim ile ilgili konularda ceza sistemi geliştirilmiştir.
- Halka açık şirketler muhasebe gözetim kurulu oluşturulmuştur.
- Denetim komitelerinin sahip olduğu yetkiler güçlendirilmiştir.
- Denetçinin bağımsızlığı ile ilgili bazı yenilikler yapılmıştır.

Bu düzenlemeler uygulandığında, şirket içi kontrolde ve yönetim üzerinde pozitif etki görülmektedir. Aynı zamanda, düzenlemeler doğru bir biçimde uygulandığında daha doğru bir kurumsal yönetim yapısı sağlandığından, yatırımcılar bu şirketlerin menkul kıymetlerine daha fazla güven sağlar, buna bağlı olarak şirketin menkul kıymetlerine daha fazla yatırım yaparlar. Kısa vadede şirketlere kanunun getirdiği

³¹ Mahmut Demirbaş ve Uyar, Süleyman. “Kurumsal Yönetim İlkeleri Ve Denetim Komitesi,” **İstanbul: Güncel Yayıncılık**, 2006, s. 15.

³² Feridun Güngör, “Denetçi Bağımsızlığı Konusunda Sarbanes -Oxley Kanunu Sonrası Gelişmeler-1,” **Yaklaşım Dergisi**, Sayı:124, Nisan 2003, s. 11.

finansal yükümlülükler uzun dönemde bu şirketlere daha yüksek bir getiri olarak geri dönmesi beklenmektedir³³.

2.4.3.2. İngiltere

İngiltere’de gelişen kurumsal yönetim “Anglo-Us” modeli üzerine inşa edilmiş bir kurumsal yönetim şeklidir. Bu modeli İngiltere gibi birçok gelişmiş ülke şirket yönetim şekli olarak esas almaktadır. İngiltere kurumsal yönetim uygulamaları temelinde, şirketlerin ortaklık ve sahiplilik yapılarını şahıs ve giderek artan kurumsal yatırımcıların oluşturduğu görülmektedir ve daha çok şirket ve hissedarlarının ilişkileri önem arz etmektedir³⁴. İngiltere’deki şirketlerin yönetim kurulu ve hissedarların hakları yasalar çerçevesinde korunmaktadır. Şirketler finansal ihtiyaçlarını karşılamak için direkt olarak finansal kuruluşlara borçlanmak yerine hisselerini borsa üzerinden halka açarlar ve şirketlerin finansal açığının büyük bir bölümünü bu strateji ile kapatırlar. Şirketlerin borsayı aktif kullanarak izlediği bu strateji sayesinde Londra Borsa’sı dünyada üçüncü sırada yer almaktadır.

İngiltere’de şirketlerin yaşadığı skandallardan dolayı kurumsal yönetimde düzenlemeye ihtiyaç duyulmuştur. Fakat bu düzenleme diğer ülkelerde olduğu gibi raporlar ve komitelerin tavsiyeleri, çalışmaları üzerine olmuştur. İngiltere’de kurumsal yönetimin düzenlenmesini sağlayan Cadbury Komitesi Raporu’dur. Bu rapor şirketlerdeki finansal raporlama yolsuzlukları üzerine yazılmış ve bu yolsuzlukları ortadan kaldırmayı hedeflemiş, 1992 yılında komitenin başında olan Adrian Cadbury tarafından yayımlanmıştır.

En iyi uygulama kodlarını içeren tavsiye niteliğindeki Cadbury Raporu, sadece şirketlerin kurumsal yönetimi üzerine değil, Londra Borsası tarafından da benimsenmiş ve borsada ki kotasyon kurallarına da dahil edilmiştir. Bu rapor daha sonra Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin belirlenmesinde katkısı olmuş ve uluslararası bir model haline gelmiştir.

³³ Cengiz Alp Eroğlu, “Sarbanes-Oxley Kanunu: Kurumsal Yönetim ve Kamunun aydınlatılmasına ilişkin Getirdikleri” **SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi**, Sayı:7, Mayıs Haziran 2003.

³⁴ FRC (Financial Reporting Council), 2010, The UK Approach to Corporate Governance, UK., s. 6.

Cadbury Komite Raporu günümüzde standart uygulama haline gelmiş ve her şirketin hisselerinin borsada işlem görmesini engellemiştir. Rapora göre şirket, hisselerini borsada işleme dahil etmek istiyorsa şirketin kurumsal yönetim ile ilgili politikalarını açıklama zorunluluğu getirmiştir³⁵.

Raporun çıktığı yıllarda direkt bir model olarak algılanmamıştır ve bir tür tavsiye kararı olarak yer almıştır. Bunun altında yatan unsur liberal ekonominin işleyişi aksatmamaktır. Fakat günümüzdeki değişen şartlardan dolayı zamanında tavsiye olarak alınan bu rapor bir model olarak kabul edilip, yasalara dahil edilmiştir³⁶.

2.4.3.3. Almanya

Gelişmiş ülkelerde şirketler halka açık şirketler olurken, Almanya'daki şirketler farklı olarak çoğunlukla Limited şirketler şeklinde bulunmaktadır³⁷.

Almanya'daki şirketlerin kurumsal yönetim sisteminin bir özelliği de şirket ortaklarının yüksek sermayeye sahip olmasıdır. Bu yüksek sermayeye sahip ortakların kurduğu şirketler ve kendilerine özgü yönetim sistemleri Alman Kurumsal Yönetim sisteminin oluşmasını sağlamıştır. Alman şirketlerinin diğer bir özelliği ise Anglosakson şirket yapılarına nazaran sermayedarlarının önemli ölçüde büyük finansal kuruluşlarından ya da bankalardan ibaret olmasıdır³⁸. Anglosakson ülkelerinde kurumsal yönetim sistemi sermayedar değerinin artmasına odaklı kalır iken, Alman kurumsal yönetim sistemi daha geniş olarak paydaş değerinin artmasına, yani şirketin iç ve dış paydaşlarının değerinin artmasına önem vermektedir³⁹.

2.4.3.4. Japonya

Japonya kurumsal yönetiminde şirketlere sahiplik eden "Keiretsu" adında bir yapı vardır. Japon kurumsal yönetim modelinde, şirketlerin ortaklık yapılarında yüksek yoğunluklu sermayedarlar ve aktif finansal hacmi yüksek bankalar bulunmaktadır.

³⁵ Gürbüz, A. Osman ve Ergincan, Yakup, "Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler," 2004, s.17.

³⁶ Pelin Ataman Erdönmez, "Türkiye'de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma," **Bankacılar Dergisi**, Sayı 47, 2003, s. 121.

³⁷ Clement, M., "The recent Development of Corporate Governance in German DAX Companies Theory and Practice – An Empirical Investigation," **Aarhus School of Business**, 2009, s. 21.

³⁸ La Porta ve diğ., s. 472.

³⁹ Clement, **a.g.e.**, s.23.

Keiretsu adı verilen bankalar şirketlere dolaylı yoldan sahiplik etmektedirler. Keiretsu yönetim sisteminde, yönetim kurulu üyeleri dışarıdan hiç temin edilmez, seçilmez ve bu üyeler genellikle şirketler grubu içinden seçilmektedir. Şirket finansmanları şirketler grubu içerisinde sağlandığından hissedarların ve yabancıların payı çok düşük kalmaktadır⁴⁰.

Keiretsu yönetim sisteminde, sistemin merkezinde bir ana banka bulunmaktadır ve bu banka sahiplendiği şirketlere danışmanlık sunarak, denetim hizmeti vererek, tahvil, bono sağlayarak şirketlerin o dönemdeki içinde bulunduğu finansal sıkıntılarını çözmede katkısı olur. Ana banka aynı zamanda şirketlerin ana pay sahibidir⁴¹.

Keiretsu sisteminin kurumsal yönetime en büyük pozitif yönü, sistemin karşılaşılabileceği ahlaki tehlike durumunu en aza indirebilmektedir. Bunun nedeni ise, şirket sermayedarları ve yönetim kurulu üyelerinin dışarıdan temin edilmemesi, mevcut şirket grubundan temin edilmesidir. Elbette ki bu tarz yönetimden dolayı oluşabilecek sıkıntılar tespit edilmiş üzerine birtakım çalışmalar yapılmış ve daha başarılı bir Japon Kurumsal Yönetim Modeli oluşturmuşlardır.

2.4.3.5. Türkiye

Ülkemizde uygulanan kurumsal yönetim ilkeleri çalışmaları birçok gelişmiş ülkelere benzer şekildedir. Kurumsal yönetim ilkeleri ülkelerin sahip olduğu ekonomik durumu ve sermaye piyasaları yapısına göre şekillenmektedir. Türkiye'nin mevcut hukuk sisteminden sermaye piyasalarını etkileyen en önemli faktörlerden biridir. Sermaye piyasalarının etkilenmesinden dolayı kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamalarında ve geliştirilmelerinde bazı problemler çıkabilmektedir. Hukuk sistemimiz küçük çaplı yatırımcıların yatırımlarını yeterince koruyamıyorken, şirketlerin mülkiyet yapılarında daha özenli çalışmalar sürdürülmektedir. Bu durum sermaye piyasası ve küçük çaplı yatırımcıları etkilemektedir. Eğer hukuk küçük çaplı yatırımcılara yeteri kadar kontrol hakkı sağlamıyorsa, yatırımcı yatırımlarını hisse senedi alımı ile gerçekleştirerek mülkiyet temin etmeye gideceklerdir ve kurumsal

⁴⁰ PFS Program, "Lectures on Corporate Governance- Three Models of Corporate Governance," **EastWest Management Institute**, 2006, s. 6.

⁴¹ Kim, H., ve Hoskisson, R. E., **Japanese Governance Systems: A Critical Review, Advances in International Comperative Management**, 11, 2004, s.168.

yönetim bu zayıf korumaya karşılık mülkiyet yoğunlaşması şeklinde cevap vermektedir⁴².

Kurumsal yönetimin Türkiye’de aktif hale gelmesi ve uygulamalarının geliştirilmesinin nedenleri diğer ülkelerdeki yaşanan durumlarla benzerlik göstermektedir. Yaşanan finansal krizler, özel sektörde bulunan şirketlerde çıkan skandallar, şirketlerin ekonomik bağımsızlığını kaybetmesi, karşılanamayan banka borçları gibi nedenlerden dolayı kurumsal yönetim ilkeleri Türkiye’de yerini almış ve halen mevcut ülke durumuna göre şekillenmeye devam etmektedir.

Türkiye’de kurumsal yönetim düzenlemeleri üzerine yapılan çalışmalarda kamuoyunun dikkatini ilk çeken TÜSİAD’ın 2002 yılında yayınlamış olduğu rapordur. TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından hazırlanan tavsiye niteliğindeki bu çalışmanın, yönetim kurulunun yapısı, sorumlulukları ve işleyişi ile ilgili konulara değinen, OECD kurumsal yönetim ilkelerinden esinlenerek hazırlanmış, uygulanmaları gönüllülük esasına dayalı 15 ana maddeden oluştuğu görülür⁴³.

Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerin de bazı zayıflıklara Türk Hukuk Sistemi’nin neden olduğunu bilinmektedir. Bu hukuk sistemindeki aşağıdaki kısımlar kurumsal yönetimin ilkelerinden zayıflığa neden olmuş ve küçük yatırımcıların haklarının korunmasında yetersiz kalmıştır;

- Pay sahiplerinin hak ve sorumlulukları,
- Pay sahiplerinin eşitliği ilkesi,
- Kamuyu aydınlatma, şeffaflık ilkesi.

2.4.3.5.1. Pay Sahiplerinin Hak ve Sorumlulukları ve Türk Hukuku

OECD’nin Pay Sahiplerinin Hak ve Yükümlülükleri İlkesi kapsamında sahiplerinin hakları; temel haklar, önemli kararlarda bilgi ve söz sahibi olma hakkı, genel kurula katılma, oy kullanma ve genel kurul prosedürü hakkında bilgi sahibi olma

⁴² Shleifer ve Vishny, “A Survey Of Corporate Governance,” **Journal of Finance**, 52(2), 1997, s. 737–783.

⁴³ TÜSİAD, (2002), Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, TÜSİAD, İstanbul. http://www.tusiad.org/_rsc/shared/file/kurumsalyonetim.pdf

hakkı, ortaklık kontrolünün el değiştirmesine yol açan işlemlerin adil ve Şeffaf olması ve ortakların özellikle de kurumsal yatırımcıların oy haklarını kullanmalarına ilişkin teşviklerin sunulması olmak üzere belirtilmiştir.

Pay sahipliği haklarını gösteren kayıtların güvenli olarak tutulmasına ve halka açık anonim ortaklıkların hisse senetlerinin serbest olarak tedavlnn sağlanmasına yönelik düzenlemelerin yeterli olduğu dřnlmektedir⁴⁴. Ancak, Türk Ticaret Kanunu (TTK)'da ortaklığa karşı ancak pay defterine kayıtlı bulunan kimsenin pay sahibi sıfatına sahip olduğuna ilişkin açık hükmün yer alması halka açık anonim ortaklıklar açısından sorun yaratmaktadır. Bu sorunun giderilmesi amacıyla, pay defterine kayıtlı ilgili olarak hisse senetleri İMKB'de işlem gören ortaklıklara özgü düzenlemelerin yapılmasının uygun olacağı sonucuna varılmıřtır⁴⁵.

OECD ilkeleri kapsamında yer alan *yüksek tutarda duran varlık satımına ilişkin bilgilendirme esasları* konusu mevzuatta ayrıntılı bir Şekilde düzenlenmiş olmasına rağmen, bu tür işlemlerde ortakların söz sahibi olmasıyla ilgili bir düzenleme TTK'da ya da sermaye piyasası mevzuatında yer almamaktadır. Bu duruma yönelik bir düzenleme yapılması gerekmektedir.

OECD ilkeleri kapsamında yer alan fakat Türk mevzuatında bulunmayan bir başka ilke *yatırımcıların oy haklarını kullanmalarının teşvik edilmesi*'dir. Bu hususta düzenleme yapıldığı takdirde, Şirket yönetimlerinin dolayısıyla Şirketlerin kurumsallaşma sürecinin hızlanması açısından önem arz etmektedir⁴⁶.

2.4.3.5.2. Pay Sahiplerinin Eşitliği İlkesi ve Türk Hukuku

Pay sahiplerinin oy haklarının, sahiplerin yararına olacak Şekilde saklama kuruluşları ve vekiller aracılığıyla kullanabilmesidir. Vekil aracı ile oy kullanma olanağı TTK'nın 360'ncı maddesinde gerekse SPK'nın Seri IV, No:8 sayılı tebliği ile düzenlenmiştir. Pay sahiplerinin saklama kuruluşu ile vekalet sözleşmesi yapması halinde saklama kuruluşunun pay sahibi adına ortaklık genel kurulunda oy

⁴⁴ Mustafa zam ve diğerleri; "OECD İşletme Yönetimi Rehberi Taslağı'nda Yer Alan İlkelere Türk Mevzuatı Açısından Değerlendirilmesi," **Yayınlanmamış Hizmete zel Sermaye Piyasası Kurulu Komisyon Raporu**, 1999, s.8-9.

⁴⁵ Kübra Şehirli, **Kurumsal Yönetim**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, 1999, ss. 26-32.

⁴⁶ Gürbüz, Erginan, **a.g.e.**, s.28.

kullanabilmesi mümkün olmakla birlikte, saklama kuruluşlarının saklamasını yaptıkları hisse senetlerinden doğan oy hakkını kullanmalarına ilişkin ayrıca düzenleme yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir⁴⁷.

2.4.3.5.3. Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık İlkesi ve Türk Hukuku

Bu ilkede genel olarak, ortaklıkların finansal durumları, performansları, belli bir oranda gelecekteki planları, organize şemaları yani sermaye ve idari yapısı hakkında kamunun zamanında ve yeterli bilgiyle aydınlatılması olarak tanımlanmaktadır.

Kamuyu bilgilendirme ilkesi TTK ve SPK'da yer almaktadır. Şirketlerin gerek hisse senedi ile ilgili gerek şirket içinde yaşadığı problemler, TTK ve SPK mevzuatlarında bu konu ile ilgili düzenlemeye gitmiştir. İlgili düzenleme OECD'nin ilkeleri açısından yeterli olduğu düşünülür. Ancak önemli olan nokta, ortaklıkların 'ticari sır' kapsamında değerlendirilebilecek bilgilerini kamuya açıklamak zorunda bırakıldığında rakip ortaklıklar karşısında zor duruma düşürülmesi, buna bağlı olarak şirketin hisse senedi fiyatlarının manipüle edilmesine ortam sağlanmamasıdır⁴⁸.

2.5. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Ülkemiz ve diğer ülkelerde bulunan şirketlerin yaşadığı finansal krizler, skandallar gibi problemlerden sonra uygulanan mevcut kurumsal yönetim ilkeleri üzerinde geliştirilmeye gidilmiştir. Yatırımcılar tasarruflarını değerlendirmek amacıyla doğru yatırımlar yapmak isterler. Bu yatırımları halka açık şirketlerin hisselerini satın alma yoluyla gerçekleştirebilirler. Fakat yatırımcı hangi şirketin hisselerini satın alacağına karar verirken, şirketin geçmişten bugüne olan mali tablolarında ki değişiklikleri, firmanın gelecek dönem için aldığı kararların bir kısmını, çoğunlukla hangi periyotlarda zarar ve kar ettiğini, piyasadaki aktif varlığı gibi konularda bilgi edinmek ister ve tasarruflarını kendisine en uygun olduğunu düşündüğü şirketin hisselerini satın alarak yapabilir. Bu bilgiler firmanın içsel yani, firma iç performansına yönelik bilgiler olduğundan yatırımcı hisse senedi alım satım işlemlerini yaparken sadece bunlara dikkat etmemelidir. Şirketin ne tarzda yönetildiği, kurumsal yönetim ilkelerine ne derece uyulduğu oldukça önemlidir ki zaten şirket

⁴⁷ Şehirli, a.g.e., s.26-28.

⁴⁸ Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.30.

kurumsal yönetim ilkelerini olabildiğince yerine getirdiğinde firmanın mali performansında ve düzeninde bir artış olduğu gözlemlenecektir.

Firmaların kurumsal yönetim ilkelerine ne derece uyduğu hakkında bilgi paylaşımını sağlayan derecelendirme kuruluşları mevcuttur. Yatırımcılar bu bilgilere bakarak şirket yönetimleri hakkında bilgi sahibi olacaklarından, derecelendirme kuruluşlarının en iyi metodolojilerini geliştirmeleri önem arz etmektedir.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi, kabul edilen kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde şirketlerin kurumsal yönetim uyumluluğunu niteliksel derecelendirme faaliyetidir. Bu süreç kredi ve finansal risk derecelendirmelerinden farklıdır ve şirketlerin finansal durumlarını incelemektense, kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde şirketlerin yönetim kalitelerini tespit etmeye yöneliktir⁴⁹.

2.5.1. Uluslararası Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Ülkemizde olduğu gibi diğer birçok ülkede de firmaların kurumsallığını yani kurumsal yönetim ilkelerine ne derece uyulduğunu araştıran ve raporlayan derecelendirme kuruluşları mevcuttur. Bu derecelendirme kuruluşlarından bazıları şunlardır;

- Standard & Poor's
- Risk Metrics (ISS)
- Governance Metrics
- Crisil
- The Corporate Library
- ICLG (Core-Rating)

Bu kuruluşlar firmaların kurumsallığının ne derece olduğunu denetlerken hemen hemen aynı kriterleri baz almaktadırlar. Fakat bu kriterleri baz alsalar da her kuruluş kendi denetleme metodolojisini takip etmektedir.

⁴⁹ Güçlü, a.g.e., s.67.

2.5.1.1. Standard & Poor's

Standard & Poor's (S&P) 2000 yılında kendi kurumu içinde kurumsal yönetim birimi oluşturan dünyaca ünlü bir kuruluştur. Bu kuruluşun metodolojisine göre kurumsal yönetim analizi 4 ana bölümden oluşur. Bu bölümler “mülkiyet etkileri”, “pay sahibi hakları”, “şeffaflık denetim ve kurumsal risk yönetimi” ve “yönetim kurulunun ne derece etkin olduğu” dur. S&P, denetlediği şirketlerin bu bölümlerin her biri için GAMMA adındaki metodolojisini uygulamaktadır ve 1-10 arası bir skor vermektedir. Bu puanlamayı yaparken bu 4 bölüme ait 39 kriterden soru sormaktadır. Eğer şirketin şeffaf olması, kamuyu bilgilendirmesi ve denetim bölümüne yönelik bir inceleme sonucunda düşük bir skor alması, diğer temel bölümlerden yeterince sağlıklı bir sonuç alamamasına neden olmaktadır. Bu durumda şirketin kurumsal yönetim uyumu derecelendirilememektedir. En sonunda belirlenen GAMMA skoru, şirketin kurumsal yönetimi hakkında S&P'nin değerlendirmesini yansıtmaktadır. Bu skor gerek şirket sahipleri gerek pay sahipleri için çok önem arz etmektedir.

S&P'nin 8 Ekim 2002 tarihinde yayınladığı bir raporda “her şirketin içinde bulunduğu hukuk sistemi ve ülkesi ne olursa olsun yüksek reyting alma şansı vardır.” denilmektedir. Bu da gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin, uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına uyumlu, şeffaf mali tablolar yayınlamaları, doğru kurumsal yönetim prensiplerini uygulayarak ve önemli borsalara kote olarak gelişmiş ülkelerdeki şirketler gibi yüksek derecelendirme notu alabileceğini göstermektedir⁵⁰.

2.5.1.2. Risk Metrics (ISS)

Bu kuruluş 1985 yılında ABD'de Institutional Shareholder Services (ISS) adında kurulmuştur ve dünyaca ünlü olup Türkiye'de SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne derecelendirme yapmak üzere faaliyet izni bulunmaktadır. Bu kuruluşta S&P gibi 4 ana bölümden 55 kriterde 255 soru sorarak şirketlerin derecelendirmesini yapmaktadır. Bu 4 ana bölüm, “yönetim kurulu”, “denetim”, “ele geçirme karşıtı önlemler” ve “yönetici ücret politikaları” şeklindedir. Belirtilen bölümlerle ilgili sorular sorulup veya kamuya açık bilgilerden verileri elde edip %1-%100 arası skor

⁵⁰ Güler Manisalı Darman,, “Doğru ve İyi Yönetim” (2005), s. 20. <http://www.cgscenter.org/doc/DOGRUVEIYIYONETIM.pdf> adresinden erişildi.

vermektedir. ISS'e göre %100 skor en yüksek skor olup kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinde en başarılı şirkettir.

Bu kuruluşun uyguladığı derecelendirme metodolojisinin ismi GRID'dir. GRID (Governance Risk Indicators), şirketin sadece kurumsal yönetim derecelendirmesini yapmayım bu derecelendirmeye etki eden alt faktörleri de tespit edip skorlamaktadır. Skorlara göre derecelendirme sonuçları üç şekilde alt, orta, üst (mavi, sarı ve kırmızı renk kodları) şeklindedir.

2.5.1.3. Governance Metrics

Governance Metrics International (GMI) kuruluşu, ISS gibi derecelendirme hizmetini ücretsiz veren bir kuruluştur. Ancak değerlendirme sonucu çıkartılan derecelendirme raporunu ücret karşılığında yatırımcılara ve şirketlere sunmaktadır. Talep karşılığında kurumsal yönetim ilkeleri üzerin şirketlere de yine ücreti karşılığında danışmanlık yapılmaktadır.

Bu kuruluş şirketleri denetlerken 6 ana bölümden, 50 ana soru ve toplam yaklaşık 600 soru sorarak gerektiğinde de kamuoyuna açık bilgileri veri olarak kullanıp, 1-10 arasında bir skor vermektedir. 10 puanı en yüksek derecelendirme notu anlamına gelirken, 1 puan ise en düşük anlamına gelmektedir. Governance Metrics kuruluşu şirketlerde derecelendirmeye aldığı bölümler, “yönetim kurulunun hesap verebilirliği”, “kamuyu aydınlatma ve şirketin iç kontrol sistemleri”, “pay sahibi hakları”, “makam tazminatı”, “kontrol ve mülkiyet esaslı piyasa” ve “kurumsal davranış ve kurumsal sosyal sorumluluk” şeklindedir.

Bu kuruluş derecelendirmeyi yaparken kullandığı metodolojisini ulusal ve uluslararası piyasa üzerine çalışan araştırmacılar, şirketler ve kurumsal yönetim uzmanları ile görüşmeler sonucunda yıllık olarak güncellemektedir. Sürekli güncellenen ve yeniliklere ayak uydurabilen bu tarz bir derecelendirme metodu aynı zamanda uzmanlarca test edilerek patent edilmiştir.

2.5.1.4. Crisil

Hindistan'da kurulan Crisil kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşu, dünyada en büyük dördüncü kuruluş olmakla birlikte, derecelendirme metodolojisi 7 ana

bölümden oluşmaktadır. Bu bölümler “pay sahiplerine eşit işlem uygulanması”, “pay sahiplerinin ortaklık hakları”, “şeffaflık ve kamuyu aydınlatma”, “yönetim kurulunun kompozisyonu”, “yönetim kurulunun işlevi”, “yönetimin değerlendirilmesi” ve “çeşitli menfaat sahipleri için değer yaratma” şeklindedir. Kuruluş şirketleri denetlerken hangi kriterlerde ne tarz sorular sorduğunu gizli tutmakta ve şirket hakkında kamuoyuna açık bilgileri, şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerde edinilen bilgi belgeleri veri olarak kullanmakta 1-8 arası bir derecelendirme skoru vermektedir. 8 derecelendirme skorunu alan şirket, derecelendirmeye girmiş şirketin bahsedilen bölümlerdeki kurumsal yönetim uyumunun en yüksek olduğunu belirtmekte, 1 ise en zayıf olduğunu belirtmektedir. Kurumun geliştirdiği GVC metodolojisi (Kurumsal Yönetim ve Değer Yaratma – Corporate Governance and Value Creation) bir şirketin uygulamaları ile global olarak uygulanan en iyi uygulamalar arasındaki farkı ortaya çıkarmakta ve şirketin söz konusu iyi uygulamalara ulaşabilmesi için yol haritası sunmaktadır⁵¹.

2.5.1.5. The Corporate Library

Bu kuruluş şirketleri 4 ana bölüm altında denetler ve bu bölümlerle ilgili yaklaşık 120 soru sorup diğer derecelendirme kuruluşlarından farklı olarak sayı ile değil A-F arasında bir harf notu vermektedir. İhtiyacı olan verileri kamuya açık bilgilerden elde edebilir. A notu en yüksek derecelendirme notu olurken F ise en düşük nottur. Kuruluşun şirketlerde derecelendirdiği bölümler, “yönetim kurulu üyelerinin değişim süreçleri”, “CEO tazminatı uygulamaları”, “ele geçirme karşıtı önlemler” ve “muhasabe konusunda yönetim kurulu üyelerinin bilgi düzeyi” şeklindedir.

2.5.1.6. ICLG (Core-Rating)

Bu kuruluş uluslararası derecelendirme kuruluşlarından biri olup, şirketleri 6 ana bölümde denetler ve bu denetimi yaparken hangi kriterleri yönelik sorular yönelteceğini gizli tutup, ihtiyacı doğrultusunda veri elde etmek için ya kamuya açık bilgileri kullanır ya da şirket yetkilileri ile yapılan görüşmeler sonucunda elde edilen bilgi ve belgeyi kullanır neticesinde ise 1-100 arası bir derecelendirme skoru verir. 100

⁵¹ CRISIL Ltd, Governance & Value Creation Ratings, <http://crisil.com/RatingsSite/crisil-gvc-ratingsbrochure.pdf>, s.3.

skor ile derecelendirmeyi geçen şirket belirlenen çapta kurumsal yönetime tam uyum sağlıyor demektir. 100 en yüksek skor olurken, 1 ise en düşük skordur. Kuruluşun şirketleri denetlerken, şirketlerde ilgilendikleri bölümler “açıklanan bilginin doğruluğu”, “özsermaye yapısı”, “yönetim kurulunun yapısı”, “temel pay sahiplerinin hakları”, “risk değerlendirmeleri” ve “kurumsal yönetim geçmişi” şeklindedir.

2.5.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Türkiye’deki kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşları ile uluslararası kuruluşların birçok alanda çalışma prensipleri ve bu çalışmaların sonucundaki şirketlerin kurumsallığının derecelendirme not düzeyleri benzerlik göstermektedir. Ülkedeki her derecelendirme kuruluşu kendi çalışma prensibini belirlemektedir. Şirket yönetim kurullarının hangi şekilde denetleneceğini, denetlemeye hangi noktadan başlanacağı gibi stratejileri belirlemek bu kuruluşların kendi iradesindedir. Elbette ki bu stratejiler temelinde hukuki alt yapısına dayanan ve SPK tarafından belirlenmiş denetim noktaları esas alınacak şekilde belirlenmektedir. Ülkemizdeki denetim kuruluşların bazıları sadece şirketlerin kurumsal yönetimin derecelendirme görevini üstlenirken bazıları ise şirketlerin kredilendirilme raporunu yani kredi derecelendirme şeklinde çalışmalarını sürdürmektedir. Bu kuruluşlardan bazıları;

- Saha kurumsal yönetim ve kredi derecelendirme,
- Kobirate uluslararası kredi ve kurumsal yönetim derecelendirme,
- Avrasya derecelendirme kuruluşu şeklindedir.

2.5.2.1. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme

2005 yılında kurulan Saha derecelendirme kuruluşu 14.12.2006 yılında SPK’nın kararıyla firmaların kurumsal yönetimlerini derecelendirme yetkisini almıştır. 11.09.2007 tarihinde ise kredi derecelendirme konusunda SPK tarafından bu kuruluş yetkilendirilmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme konusunda yetkilendirildikten sonra şirketlerin derecelendirme süreci bir sistem esas alınarak yapılır. İlk esas alınan OECD ve SPK’nın belirlemiş olduğu ilkelere uyumlu olmasıdır.

Derecelendirme süreci, şirketin Saha kuruluşuna derecelendirilme başvurusu ile başlar. Çalışanlar karşılıklı anlaşmaya yönelik ilgili sözleşmeleri imzaladıktan sonra derecelendirme süreci resmi olarak başlamıştır. İlk olarak kurum tarafından

derecelendirmeyi ve ilgili denetimleri yapacak alanında uzman kişi veya kişilerin şirkete ataması yapılır. Bu kişiler ilk olarak şirket yönetimiyle toplantılar yaparak şirketin beklentileri ve gelecek yıllar için büyümeye yönelik hedefleri üzerine görüşme sağlanır. Elbette ki bu yapılan toplantılara yetkili kişilerin eksiksiz katılımı daha başarılı bir derecelendirmeyi de sağlayacaktır. Saha kuruluşunun yetkilileri yapılan toplantılarda şirketin son 2 yıl içerisindeki bazı istatistiklerini talep eder. Bu istatistikler, şirketin son 2 yıllık bağımsız denetim raporları, şirketin yıllık-ara dönem faaliyet raporları, eğer şirket politikası kar payı dağıtımını kabul ediyorsa son 2 yıllık kar payı dağıtım raporu, şirketin bağımsız denetçisine ilgili bilgiler ve yönetim kurulu üyelerinin kimlikleri yani aile üyelerinden oluşup oluşmadığı, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda şirket genel müdürü görevini icra edip etmediği vb. bilgiler şirket yetkililerinden talep edilir. İlgili bütün bilgiler ve derecelendirme sonuçları gizlilik esasına dayanmaktadır. Bütün paylaşılan veriler doğrultusunda Saha kuruluşu gerekli çalışmaları yapar ve bir rapor hazırlar. Raporun sonucunda bir derecelendirme komitesine bir sunum verilir. Derecelendirme komitesine yapılan sunumda şirketin kurumsal yönetim uyumluluk notu bulunmaktadır. Fakat komite bu notu değiştirmek istediğinde ancak ilgili uzmana yeni belgeler, bilgiler sunmak durumundadır. Bu durumda derecelendirme notu yeniden değerlendirilebilir fakat aynı not uygun görülebilir. Ayrıca derecelendirme sürecinin tarafsızlığını sağlamak amacıyla, komitenin bütün üye bilgileri gizli tutulmaktadır. Şirket çalışanları dahil bu konuda bilgi sahibi olmamaktadır. Komite derecelendirme notunu bazı uluslararası derecelendirme kuruluşlarında olduğu gibi arasında bir rakamsal değer üzerinden vermektedir⁵². Bu verilen notların tanımı şu şekildedir;

- <4 notu, şirketin SPK kurumsal yönetim ilkelerine gerekli uyumu sağlayamadığı ve buna karşın önlemlerin zayıf olduğunu göstermektedir. Şirketin bu risk altında olması yatırımcı güvenini zedeleyebilir ve şirkete kar bilançolarında negatif durumların oluşmasını sağlayabilir.

⁵² Erişim: [<http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-sureci/>] Erişim Tarihi: 05.01.2018

- 4-5 notu, şirket gerekli ilkeleri minimum seviyede uyumluluk göstermiş. Konu hakkında olabilecek riskler tamamen tespit edilememiş ve risk yönetimi konusunda şirketin yetersiz olduğunu göstermektedir.
- 6 notu, SPK'nın belirlemiş olduğu gerekli kurumsal yönetim ilkelerine uyumluluk sağlanmış. İkelere uyumluluk konusunda ulusal boyutta yeterli olsa da uluslararası standartların gerisinde kalınabilir. İkelere uyumluluk konusunda şirketin geliştirmesi gereken noktalar bulunmaktadır. Pay sahiplerinin hakları, kamuoyu aydınlatma veya yönetim kurulu yapısı işleyişi ile ilgili bazı eksik noktalar olabilir.
- 7-8 notu, ilgili ilkelere önemli ölçüde uyumluluk sağlanmıştır. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmekte, kamuoyu aydınlatma üst düzeyde, yönetim kurulu yapı ve işleyişi üst düzeydedir. Şirket çok ciddi olmasa da bazı riskler taşıyabilir. Fakat bu risklere karşı ilgili önlemleri belirleyip işleme koyabilecek düzeydedir. BIST endeksine dahil edilmeye hak edilmiştir.
- 9-10 notu, en yüksek not aralığı olup ilgili SPK ilkelerine en iyi şekilde uyum gösterdiğini ve pay sahiplerinin haklarının tam karşılandığı ve şeffaflık gibi önemli noktaları doğru bir şekilde sağlayan şirket sınıfındadır. BIST endeksine en üst sıralarda dahil edilmeye hak edilmiştir⁵³.

2.5.2.2.Kobirate Uluslararası Kredi ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme

Kobirate A.Ş. Nisan 2009 yılında SPK tarafından kurumsal yönetim ve kredi derecelendirmeye yetkilendirilmiştir. Firma bünyesinde kredi derecelendirme komite üyeleri, danışma kurullar ve derecelendirme uzmanları, finans gibi birimler bulundurmaktadır ve bu birimlerin uzmanları reel sektörün önde gelen isimlerinden oluşturulmuştur. Firma sadece şirketlerin kurumsal yönetim uyumluluğunu derecelendirmekle kalmayıp aynı zamanda kamu kuruluşları ve bu kuruluşlar tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarının derecelendirmesini de sağlamaktadır⁵⁴.

⁵³ Erişim: [<http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-notlarinin-anlami/>] Erişim Tarihi: 05.01.2018

⁵⁴ Erişim: [<http://www.kobirate.com.tr/Hakkimizda>] Erişim Tarihi : 05.01.2018

Bu derecelendirme kuruluğu yine SPK'nın belirlemiş olduğu ilkeler doğrultusunda derecelendirme talebi ile başvuruda bulunan şirketleri denetler. Bu değerlendirme sũreci Saha derecelendirme kuruluşundaki sũrece benzemektedir. Farklılık olarak derecelendirme uzmanı ilgili belgeleri şirket yetkililerinden temin ettikten sonra ũzerine çalışıp, şirket yũnetimine kuruluşa Ȗzel yazılmış bir yazılım sũresinden kriterlere uygun sorular belirlenir. şirkete verilen soruların geri bildirimleri ũzerinden çalışmalar devam eder. Bu geri bildirimlerin sonuçları yazılıma dahil edilir ve sistemden bir sonuç alınır. Alınan bu sonuç diğer derecelendirme sonuçları ile Kobirate kuruluşunun derecelendirme komitesine sunulur. Komiteye yapılan sunum sonucunda komite bir karar verir ve sonuçlar ũzerinden verilmiş notu uygun gȖrdũđũ takdirde gerekli kurumsal yũnetim uyumluluk raporu-derecelendirme notu imzalanıp resmi hale getirilir. Bu imzalanan raporun bir sureti firmaya bir sureti de SPK'ya bildirim olarak gȖnderilmektedir.

şirketin kurumsal yũnetim derecelendirme komitesinin notlandırma sistemi 0-10 arasında bir rakamsal değer ũzerindedir. 10 puan notu, SPK'nın bũtũn ilkelerine tam anlamıyla uyulduğunu ve ilgili kriterler hakkında hiçbir risk olmadığını gȖstermektedir. 0 puan notu ise şirketin kurumsal yũnetim ilkelerine uyumun hiçbir şekilde sağlanmadığı ifade etmektedir⁵⁵.

2.5.2.3. JCR Avrasya Derecelendirme

JCR derecelendirme kuruluğu Japonya da kurulmuş olup Japonya maliye bakanlığı tarafından yetkilendirilmiştir. Sadece uluslararası derecelendirme hizmeti değil Tũrkiye'de de bazı konular hakkında derecelendirme yapmaktadır. Bu hizmetlerin Tũrkiye'de de verilmesinin nedenlerinden biri kurumun yũnetim kurulunun ve kurucu ortakların Tũrk olması denebilir. Kobirate gibi sadece kurumsal yũnetim derecelendirme değil birçok alanda derecelendirme hizmetleri bulunmaktadır. Bu alanların başlıcaları, ũlke kredi derecelendirilmesi, bankalar, finans kurumları ve sigorta şirketlerinin derecelendirme notu, kobiler ve yerel idarelerin, tahvil gibi

⁵⁵ Erişim: [<http://www.kobirate.com.tr/2014/2-Revizyon-Halka-Acik-Sirketlerde-Kurumsal-Yonetim-Uyum-Derecelendirme-Metodolojisi>] Erişim Tarihi: 05.01.2018

borçlanma araçlarının potansiyel rating gruplarının derecelendirilmesi ve firmaların kurumsal yönetim uyumluluğunu derecelendirme gibi çalışmaları bulunmaktadır.

JCR, SPK'ya kurumsal yönetim derecelendirmesi için başvurduğunda SPK tarafından 29 Nisan 2010 tarihinde ilgili yetkilendirmeyi almıştır⁵⁶. JCR derecelendirme süreci başlamadan önce bu kuruluşa başvuran firmaların SAHA derecelendirme kuruluşu tarafından da istenildiği gibi firmanın geçmiş raporları, bilgi belgeleri talep edilir. Belgelerin temini sürecinde JCR, ilgili firmanın internet sitesi üzerindeki eksiklikleri tespit eder ve ilgili firmaya kısa bir süre içerisinde eksikliklerin giderilmesi konusunda bilgilendirme yapar. Nedeni ise uyumluluk derecelendirme notuna pozitif bir etkisi olabileceğidir. Sonrasında kurum yetkilileri ile bir toplantı yapılır ve temin edilen veriler üzerinden çalışma yapılır. SPK ilkeleri doğrultusunda veriler üzerinden 4 ana bölümün ve kurumun notu belirlenir. Belirlenen not açıklanmadan kurumla bir toplantı yapılır ve kuruma not açıklaması yapılır. Kurumun not değişikliği talebi ancak bilgi belge verilerin değişikliği sonucunda yeni değerlendirmeye tabi tutulabilir. Derecelendirilme notu verilen şirket ile derecelendirme kuruluşu arasında bağ verilen not sonrasında 12 ay kadar daha devam etmektedir. Bu zaman zarfı içerisinde kurumsal yönetim ilkelerine uyumluluk konusunda değişiklik yapan firma, yetkililerden tekrar değerlendirme talebinde bulunabilir. Değerlenme sonucunda belirlenen not revize edilebilir. Revize edilen notun eski not ve yeni not şeklinde yine ilgili noktalara bilgilendirilmesi JCR tarafından yapılır. Notun bir nüshası muhatap kuruma verilirken, SPK ya ve BIST'e de verilmektedir.

JCR derecelendirme not sistemi diğer firmalarda da olduğu gibi 1-10 arasında rakamsal değer taşır. Fakat bu rakamsal değerlerin taşıdıkların anlamlar Türkiye'de bulunan diğer derecelendirme kuruluşlarıyla aynı şekildedir. Farklılık, firmalara verilen not sonrası izleme süresi denilen 12 ay içerisinde uyumluluk arttırıldığında revize not olarak "pozitif" eklenir. Mevcut uyumlulukta bozulmalar yaşanmış ve paydaş hakları ve menfaatleri gibi ilkelere risk altındaysa rakamsal değer yanında

⁵⁶ Erişim: [<http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kurulumuz-hakkinda>] Erişim Tarihi: 05.01.2018

“negatif” ifadesi yer alacaktır. Şirket mevcut pozisyonunu korumaya devam ediyorsa derecelendirme notunda “durağan” ifadesi kullanılır⁵⁷.

2.6. Kurumsal Yönetimin Şirketlere Maliyeti ve Gereklilikleri

Kurumsal yönetimin, şirketler, hissedarları ve paydaşlar açısından potansiyel birtakım faydaları bulunmaktadır. Fakat bu pozitif durumun oluşmasında şirketlere belli bir maliyet oluşturulur. Bu maliyetin karşılığında beklenen fayda sağlanıp sağlanmadığı, eğer fayda sağlanıyorsa kısa dönemli olup olmadığı önem arz etmektedir.

2.6.1. Kurumsal Yönetimin Şirketler İçin Gereklilikleri ve Faydaları

Kurumsal yönetimin şirket ve hissedarlara sağlayacağı potansiyel faydalar şu şekildedir⁵⁸;

- Şirketinin performansında ve operasyonun etkinliğinde artış,
- Sermaye piyasalarından kolay fon desteği sağlama,
- Sermaye maliyetinin düşmesi ve şirket varlıklarının değerinin artması,
- Daha fazla itibar ve bilinirlik olmak üzere sıralanabilir.

Bu faydalar ancak ve ancak iyi bir kurumsal yönetim planı çıkartılıp doğru bir, şekilde uygulandığında sıralanan faydalar sağlanacaktır. Aksi takdirde bu faydaların sağlanması mümkün olmayıp, sadece şirketlere bir maliyet etkisi olacaktır.

Şirket için iyi planlanan ve yönetilen kurumsal yönetimin şirket performansında ve operasyonel etkinliğinde bir artış söz konusu olacaktır. Bunun ilk nedeni olarak iyi bir kurumsal yönetimde iyi bir gözlemin ve hesap verebilirliğinin geçerli olmasıdır. Özellikle yönetim kurulunda bağımsız üyelere yer verilmesi, yönetim kurulu ile şirketin genel müdürünün birbirinden farklı bireyler olması ve belli bir başlı görevler için özel komiteler kurulması şirketin, hissedarların ve paydaşların çıkarlarına uygun olacaktır. Bu durumun aksini savunan çalışmalar olsa da yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının artışı ile şirket performansının artışında olumlu yönde bir ilişki

⁵⁷ Erişim: [<http://www.jcravrasyarating.com/Pages.aspx?Page=spk-kurumsal-yonetim-ilkelerine-uyum-derecelendirmesi-3>] Erişim Tarihi: 05.01.2018

⁵⁸ Ali Alp, Saim Kılıç, **Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?**, Doğan Egmont Yayınları, 2014, s.229.

bulunduğu sonucu ağır basmaktadır. Bunun nedeni ise Şirket yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin bulunması yönetim kurulunun hissedarların çıkarına hareket etme eğiliminin daha yüksek olması ve bağımsız üyelerin yöneticilerin faaliyetlerini bağımsız ve objektif olarak gözetim ve denetim altında tutmaları gsterilmektedir⁵⁹. Aynı zamanda iyi bir kurumsal yönetimin Şirket performansına katkısı Şirket hissedarlarının, birim yöneticilerinin, üst yönetimin, yönetim kurulunun daha doğru, zamanında ve bilinçli kararlar almasını sağlayacaktır. Bu Şekilde alınan kararların Şirketin finansal etkinliğinde artış, belirlenen kararların iletiŐimin daha hızlı olmasından dolayı gerçekleşme sresinin kısılması ve Şirketin belirlemiş olduğu hedefine ulaŐmasını destekleyecektir. İyi yönetilen kurumsal yönetimin sorumluluk ilkesi gereği ilgili tarafların yasalara, standartlara, prosedürlere ve eğer varsa destek alınan derecelendirme kuruluşu ile planlanan sözleşme gereğine uyulması sağlanır. Bu sorumluluğun sağlanması, Şirket st yönetiminin yönetim kuruluyla ve diğer çalıŐanlarla, aynı zamanda hissedarları da kapsayan karşılıklı güveni destekleyecek ve Şirket içi-dışı iletişimi arttıracaktır. İyi bir iletişim sonucunda da alınan kararların gerçekleşme sürecine etkisi olacaktır. Şirketle ilgili tüm tarafların düzenlemelere uygun bir Şekilde görev ve sorumluluklarını yerine getirdiği, doğru iletiŐimin olduğu bir ortam sağlandığında, taraflar aynı hedeflere odaklanacak beraberinde daha iyi bir Şirket performansı sađlanacaktır⁶⁰.

Kurumsal yönetimin asıl amaçlarından biri olan hissedarların haklarını korumaktır. Hissedarların haklarının korunmasında da esas olan ilkelerden biri olan Şeffaflık ilkesine Şirketin tam uyumudur. Bu ilkeye tam anlamıyla uyum sağlandığında hissedarlar, Şirketle ilgili temelde finansal bilgilere eriŐebilmektedir. Şirkette Şeffaflık ilkesine uyulması durumunda, yatırımcıların bilinçli karar vermeleri mümkün olmaktadır. Birtakım projeler olumsuz ilerlese de Şeffaflık ilkesine tam uyulduğunda yatırımcılar konu hakkında haberdar olacak ve olumsuz bir durum karşısında riski yönetip ona göre pozisyon alacaktır. Olumsuzluk zerine de Şeffaf olunması yatırımcıların Şirkete güvenini arttıracak, doğru karar vermesini sağlayacaktır. O halde Şeffaflık ilkesinin nemi, Şirketlerin yeni yatırımcılar kazanma ve sermaye

⁵⁹ Alp, Kılıç, **a.g.e.**, s.230.

⁶⁰ Alp, Kılıç, **a.g.e.**, s.231.

piyasalarından kolay fon sağlamasıdır denebilir. İyi kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip ve borsa endeksinde yer almaya hak sahibi olan şirketler, kurumsal yönetim standartlarına uyumundan dolayı ulusal ve uluslararası düzeyde sermaye piyasasından fon sağlayabilirler. Talep edilen fon sağlandığında ise bu fonla şirketin belirlemiş olduğu büyüme hedeflerini gerçekleştirmesinde kullanılabilirler.

Şirket yönetimi aldıkları kararları uygulayabilmek adına ihtiyaç duydukları fonlar esas itibariyle yeni pay senedi ihracı veya borçlanma olup, bunların maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması şirketin fonlama maliyetini oluşturur. Bu maliyet değişkenlik gösterip şirketin risk yönetimiyle doğru orantılıdır. Yatırımcılar veya kreditorler, şirketi riskli gördüklerin de sağladıklarını fonun karşısında bir risk primi talep ederler. Eğer şirket kurumsal yönetim adına yüksek risk altında ise bu risk primi yüksek miktarda olacaktır. Burada iyi ve doğru planlanmış, uyulmuş bir kurumsal yönetimin firmanın fonlama maliyetini düşürdüğü sonucu çıkarılabilir. Bu fonlama maliyetin düşmesi şirketin bir bütün olarak değerinde yükselme sağlar ve yatırımcılar iyi kurumsal yönetimle yönetilen şirketlerin varlıklarını, marka değerlerini, araştırma ve geliştirme gibi unsurlarını daha değerli bulurlar.

İyi bir kurumsal yönetim uyumluluğu derece notuna sahip firmalar BIST endeksinde yer aldığından, endekste yer almayan firmalara karşın daha güvenilir, daha marka değeri olan ve daha itibarlı görünmektedir. Bilinçli yatırımcılar da gerekli yatırımlarını yaparken tasarruflarını aktaracakları şirketler de bu unsurları gözetmektedir. Bu yüzden iyi bir kurumsal yönetimin şirketlerin itibar ve bilinirlik üzerinde de pozitif bir etkisi vardır.

2.6.2. Kurumsal Yönetimin Paydaşlar Açısından Gereklilikleri ve Faydaları

Paydaşlar yani hissedarlar (yatırımcılar), şirketin kreditorleri, çalışanlar, müşterileri ve tedarikçileri iyi kurumsal yönetimle yönetilen bir şirketten pozitif etki görürler. Örneğin bu yönetim sistemini esas almış bir şirketin çalışanları, daha kaliteli ve düzenli bir çalışma ortamına sahiptirler ki bu da çalışan performansını direkt olarak pozitif etkilemektedir. Çalışanların şirket yönetimine katılmasını teşvik etme, çalışanların daha özverili çalışmasını ve kariyer hedefleri koymasını sağlar.

Bu hedefleri ulaşması için kişi şirketin kendisine verilen görevi eksiksiz yerine getirecektir ve yönetim kurulu tarafından alınan kararların gerçekleşme süreci kısaltacaktır. Bu nokta da yönetim kurulunda bağımsız üye sayısının artması çalışanlar açısından daha tarafsız bir değerlendirme sağlar. Şirket performansın da artış sağlandığında, şirkete temin edilen fonların geri ödenme süreci daha hızlı olacak ve yatırımcı, kreditorler gibi fon sağlayan unsurların güveni kazanılacaktır ki bu durum ileriki dönemler de şirket yeni bir fon talebinde bulunduğu takdirde, şirketin fon temin süreci daha hızlı bir şekilde gerçekleşebilir.

2.6.3. Kurumsal Yönetimin Ülke Ekonomisine Faydaları

İyi planlanmış ve plana doğru şekilde uyulmuş bir kurumsal yönetimle yönetilen bir şirketin paydaşlara olan pozitif etkileri olduğundan, bu paydaşlarında şirket performansına pozitif etkisi bulunur. Şirket performansında artışın ülke ekonomisine de faydası bulunmaktadır. En temelde performansı artmakta olan bir şirket ödemesi gereken vergileri daha kolay ödeyecektir. Bu durum devletin vergi gelirlerine olumlu yönde yansır. Kurumsal yönetimin ülke ekonomisine sağladığı avantajların bazıları şu şekildedir;

- Şirketlerin performans artışıdaki pozitif etkilerinin hisse senetlerindeki değerlerinde artış olması ve yabancı sermayenin bu şirketlere hissedar olması için ödeme yapmalarından dolayı ülkeye yeni sermaye girişi olur ve buna karşın dışarıya sermaye çıkışında azalma gerçekleşir,
- Ülkeye sermaye girişi nedeniyle ülkenin uluslararası düzeyde rekabet gücü artar ve olabilecek ülke boyutunda krizler daha kolay atlatılır, yurtiçi tasarruflar artar,
- Şirket performansı artışı nedeniyle belirlenen hedefler gerçekleşir ve sonuçta şirket büyümeye gider. Büyümeye giden şirket mevcut istihdamı artırma anlamındadır. İstihdamın artması ülke bazında işsizlik oranının düşmesini sağlar.

2.6.4. Kurumsal Yönetimin Şirketlere Maliyetleri

Kurumsal yönetim ilkelere uyum, önemli faydalarına rağmen şirketlere belli oranlarda maliyetleri bulunmaktadır. Bu maliyetlerin en önemlileri, düzenleyici

kuruluşlara için yapılan ödemeler ve şirketlerin yöneticilerini doğrudan etkileyen maliyetlerdir. Şirketler, kurumsal yönetim ilkelerine uyum sırasında küçük denilmeyecek maliyetlerle karşı karşıya kalırlar. Şirket yöneticilerin katlandığı ilk maliyet, şirketin bünyesinde yeni birimlerin ve sistemlerin kurulması nedeniyle ortaya çıkan yönetim ve personel giderleridir. İlgili yatırımları yönetmek üzere şirket bünyesinde yatırım departmanı bulundurmuyorsa bu birimi açmalı ve alanında uzman personel veya personelleri istihdam etmelidir. Yönetim kuruluna yardımcı olarak özel birimler kurmalı, SPK'nın kurumsal yönetim düzenlemeleri gereğince en az beş kişiden oluşmalıdır ve yönetim kurulu üyeleriyle ilgili olarak bağımsız yönetim kurulu üyesi yok ise gerektiği oranda yönetim kurulunu bağımsız üyelerden oluşturmalıdır. Bu bireylere alanlarında uzman ve iş hayatındaki tecrübeli geçmişleri nedeniyle yapılacak ödemeler çalışanlara karşın daha maliyetli olacaktır. Aynı zamanda şirketin bütün personelleri yasa gereği sigorta ettirilmesi gerektiğinden şirkete olan maliyet artacaktır. Aynı zamanda kurumsal yönetim uyumluluğu teyit ettirme ve şirket içi denetim düzenleme nedeniyle dışarıdan alınacak danışmanlık hizmetleri şirkete ayrı bir maliyet oluşturacaktır. Elbette ki yeterince iyi planlanmış ve doğru uygulanmış kurumsal yönetim şirketlere sağladığı faydalar, neden olan maliyetlerden daha fazla ve önemlidir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE UYGULAMA: BİR BİST ÖRNEĞİ

Çalışmanın bu kısmında kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerinde etkisi panel veri analizi yöntemi kullanılarak incelenecektir.

İlk bölümde Panel Veri Analizi yöntemi ve bu yöntemin metodolojisi açıklanacak, daha sonra ise bu yöntemin diğer ekonometrik modellere göre ne tür avantajlar sağladığı ele alınarak çalışmamızda bu yöntemin seçilmesinin gerekçeleri de anlaşılacaktır. Takip eden bölümlerde ise sabit etkili ve rassal etkili panel veri modelleri üzerinde durulacak ve bu yöntemlerden hangisinin seçileceğine ilişkin öneride bulunan Hausman Testine yer verilecektir. Panel Veri Analiz metodunun açıklandığı bu bölümde son olarak ise panel veri analizinde çoklu doğrusal bağlantı, normal dağılım, heteroskedastisite'nin test edilmesinin gerekliliği ve bunların hangi testlerle kontrol edileceği açıklanacaktır.

İkinci Bölümde ise kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerinde etkisine ilişkin yapılan ekonometrik analizlere yer verilecektir. Genel olarak ilk bölümde yapılan açıklamalar ikinci bölümde uygulamalı olarak gerçekleştirilecektir.

3.1. Panel Veri Analizi

Ekonometrik analizlerde kullanılan verileri üç ana başlık altında sınıflandırabiliriz. Zaman serisi verileri, yatay kesit verileri ve panel veri.

Zaman serisi verileri bir birime ilişkin belli bir zaman serisi boyunca gözlemlenen değerleri içermektedir. Zaman serilerinde zaman aralığı günlük veya haftalık olabileceği gibi aylık, çeyreklik ve yıllık da olabilir. Bu tamamen değişkenin türüne ve araştırmacının amacına bağlı olarak belirlenir. Örneğin Türkiye'nin yıllık ihracat verisi, bir şirketin günlük hisse senedi fiyatı farklı zaman aralığına sahip zaman serilerine örnek olarak verilebilir.

Yatay kesit verileri ise kişiler, aileler, firmalar, şehirler, endüstriler, ülkeler gibi birimlere ait belli bir zaman noktasında gözlemlenen örnekleri kapsamaktadır. Yatay kesit verileri bir değişkene ilişkin verilerin belli bir dönemde ancak birçok birim açısından gözlemlenmesi sonucu elde edilir.

Panel veri ise bireyler, ülkeler, firmalar, gibi birimlere ait belli bir zaman dönemine ilişkin yatay kesit verilerinin bir araya getirilmesinden oluşur. Dolayısıyla panel veri zaman serisi verileri ile yatay kesit verilerinin birleştirilmiş hali olarak da tanımlanabilir.

3.2. Panel Verinin Kullanımının Avantajları

3.2.1. Serbestlik Derecesi Açısından

Panel veri analizinde değişkenlerin farklı zaman noktalarında, birimlerde gözlemlenen değerleri dikkate alınır ve durum her bir değişken için çoklu gözlemler elde etme imkanı sağlamaktadır. Örneğin ihracat-büyüme arasındaki ilişkinin incelenmesinde sadece zaman serisi kullanılması durumunda gözlem sayısı zaman serisi dönemi ile kısıtlanacaktır. Bu ilişki yatay kesit verileriyle yapılması durumunda ise sadece tek bir dönem ile kısıtlı olmanın yanında, elde edilen gözlem sayısı bu sefer birim sayısı ile kısıtlı olacaktır. Ancak panel veri ile hem her bir dönem hem de her bir birim için veri elde edilebildiğinden sınırlı gözlem sorunu genel olarak panel veri analizlerinde söz konusu olmamaktadır. Dolayısıyla zaman serisi ve yatay kesit analizi ile kıyaslandığında panel veri analizi, araştırmacıya daha geniş bir veri seti ile çalışma imkanı sunar. Bu da panel verinin daha çok bilginin kullanılmasını olanaklı kılmakta olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak panel veri gözlem sayısının artmasına arttırarak daha yüksek güvenilirliğe sahip parametre tahminleri, daha yüksek serbestlik derecesi elde edilmesini sağlar.

3.2.2. Çoklu Doğrusal Bağlantı Açısından

Gözlem sayısının çok olmasına bağlı olarak, panel veri kümesi çoklu doğrusal bağlantı problemini azaltmaktadır. Panel veri hem yatay kesit hem de zaman boyutunda değiştiği için, gözlem sayısının artmasıyla birlikte daha çok değişkenlik

sağlanmakta ve böylece açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon azalmaktadır⁶¹. Panel veri ile, açıklayıcı değişkenler arasındaki doğrusal bağlantıyı azaltan ve serbestlik derecesini arttıran çok sayıda veri noktasının sağlanması, ekonometrik tahminlerin etkinliğini arttırmaktadır⁶².

3.2.3. Dışlanan Değişkenler Sorunu Açısından

Tahmin edicilerin yansızlığı için sağlanması gereken şartlardan bir tanesi de sıfır koşullu ortalama (Zero Conditional Mean) şartıdır. Buna göre bağımsız değişkenlerle anlamlı bir ilişkisi olan önemli bir değişkenin regresyon dışında bırakılması modelin hata terimleriyle bağımsız değişkenleri arasında ilişki olmasına neden olacak bu da sıfır koşullu ortalama şartının ihlali ve dolayısıyla tahmin edicilerin yansızlığının sağlanamaması anlamına gelecektir.

Panel veri analizi, hem zaman hem yatay kesit boyuta ait dışlanmış (yanlış ölçülmüş, gözlenmemiş) değişkenlerin modelde yer alan açıklayıcı değişkenler ile korelasyonlu olmasına izin verdiği için, bu korelasyonun doğurduğu ekonometrik problemin çözülmesine duyulan gerekliliği azaltır.

Bu açıdan baktığımızda çalışmamızda panel veri kullanılmasının bir nedeni de modele katılmayan muhtemel dışlanan değişkenlerin tahmin edicilerin yansızlığını bozması sorununa neden olmamasını sağlamaktır. Dışlanmış değişkenler zaman serisi veya yatay kesit verisi kullanılarak yapılan çalışmalarda tahmin sonuçlarında sapmaya yol açarken; dışlanan değişken veya değişkenlerin birimlere veya zamana göre değişmeyen değişkenler olması durumunda, panel veri kullanımı sapmanın kontrol altına alınmasını sağlamaktadır. Bu bağlamda Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören şirketler üzerinden kurumsal yönetim ile performans arasındaki ilişki incelendiğinden her bir firmanın kendisine özgü bu ilişki üzerinde etkili bir takım özelliklerinin olması beklenmektedir. Panel veri analizi yöntemi ile söz konusu

61 László Mátyás, Patrick Sevestre, **The Econometrics of Panel Data**, Kluwer Academic Publisher, 1996, s. 2.

62 Cheng Hsiao, **Analysis of Panel Data**, Cambridge University Press, 1989, s. 1-21

Badi H. Baltagi, **Econometric Analysis Of Panel Data**, Chichester, John Wiley&Sons, 1995, s.1.

firmalara özgü değişkenlerin kontrol edilmemesi durumunda dahi yansız parametre tahminleri elde edilebilmektedir.

3.3. Panel Veri Analizi Modeli

Panel veri analiz modeli en genel şekilde aşağıdaki şekilde gösterilebilir.

$$y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots \beta_{kit} X_{kit} + e_{it} \quad i=1,2,\dots,N ; t=1,2,\dots,T$$

Yukarıda gösterilen modelde $i=1,2,\dots,N$ kesit birimini ve $t=1,2,\dots,T$ de zaman dönemini göstermektedir. Dolayısıyla her bir i birimine ilişkin t sayıda gözlem olacağından, herhangi bir verinin eksik olmaması durumunda (dengeli model) $i*t$ büyüklüğünde gözlem sayısı olacaktır.

Yatay kesit ve zaman serileri analizinde de olduğu gibi panel veri analizinde de de hata terimi e 'nin ortalamasının sıfır ve sabit varyanslı olduğu varsayılmaktadır.

Söz konusu modelin eğim katsayıları birim ve zamana göre sabit olacak şekilde sınırlandırılabilir ve sabit katsayının birim içerisinde ve zamana göre değişimine izin verilebilir.

3.3.1. Panel Veri Analizi Modelleri

Panel veri analizlerinde temel olarak iki farklı model kullanılmaktadır. Bu iki modelin ortaya çıkmasının temel nedeni, hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili farklı varsayımların söz konusu olmasıdır. Buna göre katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiği varsayıldığında sabit etki modelinden bahsedilmektedir. Şayet birimlere veya birimler ve zamana göre meydana gelen değişiklikler modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edilirse rassal etki modeli söz konusu olmaktadır. Sabit etki ile rassal etki modelleri arasından hangisinin seçilmesi gerektiğine ise Hausman Testi sonuçları çerçevesinde karar verilmektedir (Pazarlıoğlu ve Kiren Gürler 2007, 37).

3.3.1.1. Sabit Etkili Modeller (Sabit Katsayılı Modeller)

Sabit etkili modelde, birimlere göre değişiklikler sabit katsayıda farklılıklar meydana getirir. Bu modellerde, eğim parametreleri tüm yatay kesit birimler için aynı

($\beta_i = \beta$) iken, sabit parametre birim etki içermesi sebebiyle birimden birime değişmektedir. Diğer bir deyişle, sabit terim her bir yatay kesit birim için farklı değer alır yani birimler arası farklılıklar sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilir. Bu nedenle sabit katsayı, sabit bir değişken gibi düşünülebilir.

Bu modelin en önemli avantajı bağımsız değişkenler ile birime özgü ancak modele eklenmemiş zamana bağlı olarak değişmeyen faktörlerin ilişkili olmasına olanak sağlayabilmesidir. Normalde söz konusu durum dışlanmış değişken sorununa neden olabilecekken sabit etkili modellerde dışlanmış birim etki ve bağımsız değişkenler korelasyonlu olması durumunda dahi bağımsız değişkenlerin hata teriminden bağımsız olduğu varsayılabilir⁶³.

3.3.1.2. Rassal Etkili Modeller

Bir önceki bölümde bahsedilen sabit etkili model, birimler arası farklılıkların sabit olduğuna emin olunabildiği durumlarda uygun bir yaklaşımdır.

Birimler arası farklılıkların sabit olmadığı rassal olduğu durumlarda ise sabit etkili modellerin kullanımı yansız tahmin edici elde etmeye yeterli olmayacaktır. Birimler arasında farklılıklarına “tesadüfi farklılıklar”ın var olduğu regresyon analizinde bağımlı değişkenin değerini etkileyen, fakat bağımsız değişken gibi modelde yer almayan çok sayıda faktör olduğu ve bu faktörlerin tesadüfi bir kalıntı tarafından özetlendiği varsayılır. Söz konusu kalıntılar birimlere özgü ancak tesadüfi olduğundan bunların varlığı sıfır koşullu ortalama varsayımını ihlal etmeyecek ve dışlanmış değişken sorunu ortaya çıkmayacaktır.

Çok sayıda birim zamana göre gözlemlendiğinde, dışlanmış değişkenlerin bazılarının birim ve zaman periyodunun her ikisine özgü faktörleri temsil ettiği varsayılırken, diğer değişkenler sadece birim farklılıklarını yansıtacaktır. Dolayısıyla birimlere özgü tesadüfi kalıntıların varlığı durumunda sabit etkili modeller yerine rassal etkili modellerin kullanılması daha uygun olacaktır.

⁶³ Wooldridge Jeffrey, **Introductory Econometrics**, Fourth Edition, s. 481.

3.3.1.3 Model Seçimi

Genel olarak sabit etkili modeli tahmin etmek rassal etkili modeli tahmin etmekten daha uygun bulunur. Bu tercih, sabit etkili model ile birim etkilerin modeldeki açıklayıcı değişkenlerle ilişkili olması durumunda dahi yansız tahmin ediciler elde edilebilmesidir. Nitekim birçok durumda birim etkilerin modeldeki açıklayıcı değişkenlerle ilişkili olduğu varsayılır.

Birim etkilerin açıklayıcı değişkenlerle ilişkisiz olduğu durumda, diğer bir deyişle birim etkiler tesadüfi ise rassal etkiler modeli tutarlı ve etkindir, sabit etkiler (SE) tahmincisi tutarlı fakat etkin değildir. Eğer birim etkiler açıklayıcı değişkenlerle ilişkili ise; sabit etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir, tesadüfi etkiler tahmincisi tutarsızdır. Dolayısıyla gözlem sayısının yeterli olması durumunda sabit etkiler modeli her hâlükârda tutarlı sonuçlar verecektir.

Ekonometrik olarak panel veri modelinin seçimi için Hausman testi geliştirilmiştir. Hausman testi, sabit etkili ve tesadüfi etkili modeller arasında seçim yapmak için kullanılır. Sabit ve tesadüfi etkili modeller arasındaki belirgin fark daha önce de belirtildiği gibi, birim etkisinin bağımsız değişkenlerle ilişkili olup olmadığıdır. Hausman testi; birim etki dolayısıyla hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olup olmadığını yani tesadüfi etkili modelin uygun olup olmadığını ölçer.

En genel manasıyla eğer hata terimi ile bağımsız değişkenler arasında korelasyon yoksa rassal etkili modelin tercih edilmesi önerilir. Hausman test istatistiği, rassal etkiler tahmincisinin geçerli olduğu biçimindeki sıfır hipotezini, k serbestlik dereceli χ^2 dağılımı ile test etmektedir. Daha açık ifade ile, sıfır hipotezine göre açıklayıcı değişkenler ve hata terimi arasında korelasyon yoktur. Bu durumda tesadüfi etkili modelin kullanımı uygun olacak, aksi durumda alternatif hipotez geçerli olacak ve sabit etkili model kullanılması tercih edilecektir.

3.4. Veri Seti

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performansları üzerindeki etkisinin araştırılması konu edilen çalışmamızda Borsa İstanbul'da işlem gören BIST100'de yer alan şirketlerden holdinglerin, banka ve finans şirketlerinin

çıkarılması sonucu belirlenen 72 firmanın verileri kullanılmıştır. Söz konusu 72 firmanın 2012-2016 yılları arasındaki yıllık verilerinden yararlanılmıştır. İncelenen firmalara ilişkin kurumsal yönetim ve performans verileri genel olarak Bloomberg Veri tabanından elde edilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarından yönetim kurulunda aile bireylerinin olması değişkeni oluşturulan modellerde kontrol edilmiş, söz konusu veri ise şirketlerin yıllık olarak yayınladıkları faaliyet raporları tek tek incelenerek elde edilmiştir.

3.4.1. Değişkenlerin Tanımlanması

Aktif Kârlılığı (AK), firmaların bir birim aktif üzerinden ne kadar kâr elde ettiğini göstermektedir. Dönem Net Kârı / Toplam Aktifler oranı olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Kârlılığı (ÖSK), firmaların bir birim değerindeki özsermayesi ile ne kadar kâr elde edildiğini göstermektedir. Dönem Net Kârı / Toplam Özsermaye oranı olarak hesaplanmıştır.

Yatırılan Sermaye Karlılığı (YSK), vergi sonrası faaliyet karının yatırılan sermayenin getirisini ifade etmektedir. Bu çalışmada literatürde yaygın olarak değinilen ve benzer bir yapıya sahip olan (3) numaralı formül kullanılmıştır. Yatırılan sermayenin getirisi olan “ROIC” kavramı firma yöneticilerinin etkinliğini arttırmak için geliştirilmiş bir kavramdır. Firmanın ya da firmanın herhangi bir bölümünün başarısını faaliyet karı ile yatırılan sermayeyi karşılaştırarak değerlendirmektedir.

Satışların Karlılığı (SK) şirketin faiz ve vergi öncesi karının şirketin net satışlarına bölünmesi ile hesaplanmıştır

Piyasa Değeri şirketin yıl sonu hisse senedi fiyatının şirketin hisse senedi adedi ile çarpılması sonucu elde edilmiştir. Modelde piyasa değerinin logaritmik değeri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi Oranı (BYKO) yönetim kurulundaki üyelerden şirket bünyesinde müdür, yönetici konumunda sorumluluğu olmayanların oranını göstermektedir. Bağımsız üyelerin oranının artmasının yönetim kurulunun daha etkin kararlar almasını sağlayacağı varsayılmaktadır.

Yönetim Kurulunda Bulunan Aile Bireylerinin Oranı (YKAile), yönetim kurulunda bulunan aile bireylerinin sayısının yönetim kurulu üye sayısına oranını göstermektedir. Yönetim kurulundaki aile bireylerinin oranının yüksek olmasının firmanın kurumsallaşmasının önünde bir engel olduğu varsayılmaktadır. Dolayısıyla finansal performans ile negatif ilişkisinin olması beklenmektedir.

Kurumsal Yatırımcının Sahiplik Oranı (KYS), dolaşımdaki hisselerin ne kadarlık kısmının kurumsal yatırımcılar tarafından satın alındığını gösteren orandır. Kurumsal yatırımcılar riskli yatırımlardan kaçınan yatırımcılar olduğundan KYS oranının artması, şirketin risk seviyesini azalttığı veya diğer şirketlerden daha risksiz bir politika izlediği anlamına gelebilir.

Genel Müdürün Yönetim Kurulu Başkanı Olup Olmadığı (GMYK), kukla değişken olarak alınmıştır. Yönetim kurulunda genel müdürün etkili olup olmadığı bilgisini vermektedir. Yönetim kurulunda genel müdürün ağırlığı hissedilmediği takdirde alınan kararlar firma performansını arttırıcı etki oluşturacağı varsayıldığından performans ile *Genel Müdürün Yönetim Kurulu Başkanı olması arasında negatif bir ilişki beklenmektedir.*

Denetim Kurulunun Bağımsızlığı (DKBsız): Denetim Kurulu Başkanının şirkette yönetici pozisyonunda çalışıp çalışmadığını gösteren bir kukla değişkendir. Denetim kurulu başkanı şirkette çalışmıyorsa, şirket bağımsız kukla değişken 1 değerini almakta, denetim kurulu başkanı aynı zamanda şirkette de yönetici pozisyonunda çalışıyorsa, denetim kurulu bağımsız değil, kukla değişken de sıfır değerini almaktadır.

Firma Büyüklüğü (FB), firmaların piyasa büyüklüğü hakkında bilgi vermektedir. Piyasa değeri büyük olan firmaların daha az maliyetle borçlanmaya gidebilecek olması, hâlihazırda yatırımcıların güvenini kazanmış olması ve rakip firmalarla baş edebilecek güçte olması nedeniyle FB oranındaki artış, firma performansında da artışı beraberinde getirebilecektir. Firma büyüklüğünün göstergesi olarak satış hacminin logaritması kullanılmıştır.

Kaldıraç Oranı (KO), firmaların kaynak yapısını göstermektedir ve varlıkların hangi kaynaklarla ne oranda karşılandığı hakkında bilgi sahibi olunmasını sağlamaktadır. Daha açık bir ifadeyle firmanın varlıklarının yüzde kaçının borçlanma

ile finanse edildiğini gösterir. Firmaların baskı altında olmayacağı ve finansal kaldıraç etkisi elde edebileceği borçlanma seviyelerinin firma performansını arttıracığı beklenirken, aşırı borçlanmanın firmaya kaldıramayacağı maliyetler getirmesi ve borç verenlerin yönetim kararlarında söz sahibi olabilme olasılıklarını doğurması ise firma performansını ve kârlılığı azaltıcı etki oluşturacaktır. Dolayısıyla kaldıraç oranının firma performansı üzerinde hem pozitif hem de negatif yönlü etkisi beklenmektedir. Çalışmamızda kaldıraç oranı, Toplam Borçlar / Toplam Aktifler olarak hesaplanmıştır.

3.5. Metodoloji

Çalışmanın bu bölümünde elde edilen deneysel sonuçlara ve onların açıklanmasına yer verilmiştir. Çalışmanın en temel amacı kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performansları üzerindeki etkisini incelemektir. Bunun için öncelikle tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiş, sonra birim kök testi yapılarak değişkenleri durağan olup olmadıkları kontrol edilmiştir. Daha sonra bir diğer muhtemel sorun olan çoklu doğrusal bağlantının var olup olmadığı gerek korelasyon tablosu ile gerekse varyans Enflasyon Faktörü ile kontrol edilmiştir. Tüm bu gerekli testler yapıldıktan sonra son olarak Hausman testi ile modelin sabit etkiler varsayımı ile mi, tesadüfi etkiler varsayımı ile mi kurulacağına karar verilmiş ve kurulan modele göre elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır.

3.5.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Aşağıdaki tabloda modelimizde kullandığımız değişkenlerin özet istatistikleri yer almaktadır.

Tablo 2 : Modelde Kullanılan Değişkenlerin Özet İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	min	max
OSK	339	0.0214	1.044	-17.97	3.124
AK	340	0.0652	0.0701	-0.258	0.384
YSK	340	0.0791	0.447	-7.871	0.493
SK	340	0.0307	0.538	-7.457	0.470
GMYK	337	0.0920	0.289	0	1
BYKO	337	0.850	0.165	0	1
KYS	334	36.92	32.78	0	99.18
YKAile	331	1.335	1.593	0	6
DKBsiz	329	0.991	0.0952	0	1
KO	340	0.274	0.197	0	0.783
FB	340	3.164	0.727	-0.249	4.628

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere gözlem sayısı her bir değişken için aynı değildir. Örneğin yatırılan sermaye karlılığına ilişkin 340 adet gözlem elde edebilmişken , denetim kurulunun bağımsızlığına ilişkin 329 adet gözlem elde edilmiştir. Dolayısıyla uygulanacak panel data analizi dengeli olmayacaktır. Diğer yandan şirket performansını ölçmede bağımlı değişken olarak kullanılacak ortalama özsermaye karlılığı(OSK), aktifler karlılığı (AK), yatırılan sermaye karlılığı (YSK) ve satışlar karlılığı (SK) tanımlayıcı istatistiklerine baktığımızda AK'nin şirket performansına ilişkin en uygun istatistiklere sahip olduğu görülmektedir. AK'nin ortalaması ve standart sapması yaklaşık % 7 iken, OSK , YSK ve SK'da standart sapmaların sırasıyla % 104, % 45 ve % 54 olduğu görülmektedir. Ayrıca AK'nin veri aralığı 0.64 (0.26+0.38) OSK, YSK ve SK'da veri aralığının % 700 ile % 2100 aralığında değiştiği görülmektedir.

Genel müdür ile yönetim kurulu üyesinin aynı olup olmadığına ilişkin oluşturduğumuz kukla değişkene baktığımızda söz konusu kukla değişkenin hem 1 hem de 0 değeri aldığı, ancak bu kukla değişkenin ortalama değerinin 0.09 olması çalışmada yer alan şirketlerin çoğunda genel müdür ile yönetim kurulu başkanının aynı kişiler olmadığı anlaşılmaktadır.

Bağımsız yönetim kurulu oranına baktığımızda bu oranın da 0 ile 1 arasında değiştiği ancak şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin yaklaşık % 85'inin bağımsız olduğu görülmektedir.

Diğer kurumsal yönetim verilerinden kurumsal yabancı sahiplik oranının (KYS) ortalama % 37, yönetim kurullarında yer alan ortalama aile bireylerinin sayısının ise 1.3 olduğu görülmektedir. Yönetim kurulunda en fazla aile bireyi barındıran iki şirket ise Kardemir Demir Çelik Sanayi A.Ş ile Alkim Kimya A.Ş. olmuştur. Bu iki şirketin yönetim kurullarında 6 aile bireyi yer almaktadır.

Denetim kurullarının bağımsızlığına (DKBsız) ilişkin özet istatistiklere baktığımızda, gözlemlerimizin % 99.1'inin denetim kurullarının bağımsız olduğu anlaşılmaktadır.

Çalışmada kontrol değişkeni olarak kaldıraç oranı (KO) ve firma büyüklüğü (FB) kullanılmıştır. En düşük kaldıraç oranının 0 olduğu göz önüne alındığında çalışmamızda yer alan şirketlerden bir kısmının belli dönemler uzun vadeli borçlarının 0 olduğu görülmektedir. 2012 yılında Aygaz A.Ş, 2012, 2013 ve 2015 yıllarında BİMAŞ, 2014 yılında Ege Enerji A.Ş ilgili dönemlerde bilançolarında uzun vadeli yabancı kaynak yer almayan şirketler olarak göze batmaktadır.

Firma büyüklüğü olarak çalışmada satışların logaritması kullanılmıştır. Bu bağlamda firmaların ortalama büyüklüğü 3.16 olarak gerçekleşmiştir.

3.5.1.1.Çoklu Doğrusal Bağlantı Sorunu

Modeli oluştururken karşılaşılabilecek problemlerden bir tanesi de çoklu doğrusal bağlantı sorunudur. Hem korelasyon matrisi ile hem de varyans enflasyon faktörü ile modelde çoklu doğrusal bağlantı olup olmadığı test edildi ve aşağıdaki sonuçlara ulaşıldı.

Tablo 3 : Kullanılan Modelde Çoklu Doğrusal Bağlantı Sorununu Test Sonuçları

	GMYK	BYKO	KYS	YKAile	DKBsiz	KO	FB
GMYK	1						
BYKO	-0.1985	1					
KYS	-0.177	0.1656	1				
YKAile	0.1324	0.1837	-0.2877	1			
DKBsiz	-0.195	-0.046	0.0347	-0.0408	1		
KO	-0.0409	-0.1144	-0.0345	0.0691	-0.0835	1	
FB	0.0804	-0.0029	0.3644	-0.0987	0.0082	0.1533	1

Korelasyon matrisinde de görüldüğü üzere bağımsız değişkenlerimiz arasındaki en yüksek korelasyon KYS ile FB arasında gerçekleşmiş ancak bu da sadece 0.36 olarak gözlenmiştir. Dolayısıyla modelde korelasyon matrisine göre çoklu doğrusal bağlantı sorunu ortaya çıkmayacağı gözükmektedir.

Tablo 4 : Varyans Enflasyon Faktörü İstatistiğindeki Kontrol Sonuçları

Değişkenler	VIF
KYS	1.36
FB	1.23
YKAile	1.19
GMYK	1.18
BYKO	1.18
KO	1.08
DKBsiz	1.06

Çoklu doğrusal bağlantının var olup olmadığını anlamının bir diğer yöntemi Varyans Enflasyon Faktörü (VIF) istatistiğinin kontrolüdür. Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere VIF istatistiği her bir bağımsız değişken için 10'dan çok daha altında çıkmıştır. Sonuçlar modelde çoklu doğrusal bağlantı sorununun ortaya çıkmadığını göstermektedir.

3.5.1.2. Model Seçimi

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların performansları üzerindeki etkisinin test edildiği çalışmada firma performansına ilişkin 5 farklı değişken kullanılmıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarınca en iyi şekilde açıklanacak değişken elde edilen regresyon sonuçlarına göre belirlenecektir. Kurulan beş regresyon denklemi aşağıda belirtilmiştir.

$$OSK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} + \quad (1)$$

$$AK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} \quad (2)$$

$$YSK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} \quad (3)$$

$$SK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} \quad (4)$$

$$LogPiyasaDeğeri_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GMYK_{i,t} + \beta_2 * BYKO_{i,t} + \beta_3 * KYS_{i,t} + \beta_4 * YKAile_{i,t} + \beta_5 * DKBsiz + \beta_6 * KO + \beta_7 * FB + u_{i,t} \quad (5)$$

Regresyon denklemleri yukarıda belirlendikten sonra her bir denklemin sabit etkili modele göre mi rassal etkili modele göre mi oluşturulması gerekeceğine Hausman testi ile karar verilir.

Tablo 5 : Regresyon Analizinde Kullanılacak Denklemlerin Hausmann Testi Sonuçları

<u>Model</u>	<u>Hausman P-Value</u>	<u>Ho (Rassal Etkili Model)</u>	<u>Tercih Edilecek Model</u>
<u>1</u>	<u>0.0233</u>	<u>Red</u>	<u>Sabit Etkili</u>
<u>2</u>	<u>0.3840</u>	<u>Kabul</u>	<u>Rassal Etkili</u>
<u>3</u>	<u>0.4404</u>	<u>Kabul</u>	<u>Rassal Etki</u>
<u>4</u>	<u>0.0118</u>	<u>Red</u>	<u>Sabit Etkili</u>
<u>5</u>	<u>0.3000</u>	<u>Kabul</u>	<u>Rassal Etki</u>

Yukarıdaki tabloda görüleceği üzere her biri farklı bir bağımlı değişkenden oluşan 5 modelden bağımlı değişkeni özsermaye karlılığı (OSK) ve satışlar karlılığı (SK) olan modeller için Hausman Testi sabit etkili modeli tavsiye ederken, bağımlı değişkeni Aktiflerin karlılığı (AK), yatırılan sermaye karlılığı (YSK) ve şirketin piyasa değerinin logaritması olan modeller için rassal etkili modeli önermektedir.

Tablo 6' da Hausman Testi'ne göre oluşturulan modellerin regresyon sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 6 : Hausmann Testine Göre Oluşturulan Modellerin Regresyon Sonuçları

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	OSK	AK	YSK	SK	LogPiyasa
GMYK	1.121** (0.514)	-0.00382 (0.0164)	0.138 (0.120)	-0.00298 (0.0289)	0.1517 (0.1567)
BYKO	-0.380 (1.003)	-0.0328 (0.0307)	0.0933 (0.214)	-0.0479 (0.0564)	0.5* (0.296)
KYS	-0.00165 (0.00494)	0.000131 (0.000156)	0.00170 (0.00114)	-0.000221 (0.000278)	0.0032** (0.0015)
YKAile	0.0447 (0.128)	0.00728** (0.00352)	0.0221 (0.0227)	0.00723 (0.00720)	0.039 (0.035)
DKBsiz	-1.576 (0.898)	-0.0277 (0.0289)	0.0297 (0.278)	-0.0895 (0.0472)	-0.348 (0.264)
KO	-1.802** (0.819)	-0.0787*** (0.0253)	-0.0618 (0.175)	-0.00391 (0.0459)	0.1139 (0.244)
FB	-0.223 (0.694)	0.0235** (0.0112)	-0.00079 (0.0587)	0.140*** (0.0375)	1.776*** (0.1242)
_cons	3.011 (2.401)	0.0526 (0.0549)	-0.118 (0.395)	-0.242 (0.126)	1.302** (0.55)
<i>N</i>	315	316	316	316	316
<i>R</i> ²	0.058	0.063	0.012	0.067	0.7057

Yukarıdaki tabloda kurumsal yönetim ile firmaların karlılığı arasındaki ilişkinin test edildiği 5 modelin regresyon sonuçlarına yer verilmiştir. İlk dört modelde Özsermaye Karlılığı (OSK), Aktif Karlılık (AK), Yatırılan Sermaye Karlılığı (YSK), Satışlar Karlılığı gibi hesaplanmasında firmanın faaliyetlerine ilişkin gelirlerinin kullanıldığı değişkenler bağımlı değişken olarak kullanılmışken, (5) numaralı modelde firmanın piyasa değerinin logaritmik değeri bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

İlk dört modele baktığımızda kurumsal yönetimin bileşenleri ile muhasebe karlılığı baz alınarak elde edilen karlılık değişkenleri arasında % 5 düzeyinde anlamlı ilişkiye sadece (1) ve (2) numaralı modellerde ulaşılmıştır. (1) numaralı modele göre özsermaye karlılığı ile genel müdürün yönetim kurulu başkanı olması arasında % 5 düzeyinde pozitif anlamlı bir ilişkinin vardır. Ancak (2), (3) ve (4) numaralı modellerde söz konusu ilişki sırasıyla aktif karlılığı, yatırılan sermaye karlılığı, ve satışların karlılığı ile test edilmiş, bu modellerin hiçbirinde genel müdürün yönetim kurulu başkanı olması ile şirket karlılığı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Dolayısıyla (1) numaralı modelin önermiş olduğu anlamlı ilişkiye şüpheyile yaklaşılması gerekmektedir.

(2) numaralı modelde ise yönetim kurulundaki aile üyesi sayısı ile şirket karlılığı arasında % 5 düzeyinde anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu modelde ise şirket karlılığının göstergesi olarak aktif karlılık kullanılmıştır. Her ne kadar (2) nolu model yönetim kurulundaki aile üyesi sayısı ile şirket karlılığı arasında anlamlı bir ilişkinin varlığını önerse de söz konusu ilişki diğer karlılık değişkenlerinin kullanıldığı (1), (3) ve (4) numaralı modeller ile doğrulanmamıştır. Söz konusu modellerin hiçbirinde yönetim kurulundaki aile üyesi sayısı ile şirket karlılığı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Diğer yandan modellerin R^2 değerlerine Tablo 6'nın en alt satırında yer verilmiştir. Söz konusu R^2 değerleri şirket karlılığındaki değişimin modeller tarafından açıklanabilen kısmını ifade eder. Buna göre (1) numaralı model şirket karlılığındaki değişimin sadece % 5.8'lik kısmını açıklarken bu oran (3) numaralı modelde % 1.2'ye kadar düşmüş; (2) ve (4) numaralı modellerde ise sırasıyla % 6.3 ve % 6.7 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla gerek ilk dört regresyon sonuçlarına göre

kurumsal yönetim ile şirket karlılığı arasında tutarlı bir ilişkinin tespit edilememesi, gerekse ilk dört modelin R^2 'nin oldukça düşük düzeyde çıkması firmaların performans karlılığı ile kurumsal yönetim arasında anlamlı bir ilişkinin varlığına yeterli kanıtın bulunmadığını göstermektedir.

Diğer yandan (5)'inci modelde bağımlı değişken olarak performans karlılığı değişkenleri değil firmanın piyasa değerinin logaritması kullanılmıştır. Her ne kadar firmanın piyasa değerini belirleyen en önemli faktörlerden birinin, doğal olarak, firmanın karlılığı olması beklense de şirkete ilişkin pozitif-negatif beklentiler de firmanın piyasa değerinin oluşmasında karlılık kadar etkili olabilir. Bu bağlamda kurumsal yönetim ile piyasa değeri arasında anlamlı bir ilişkinin var olup olmadığının test edilmesi de önem arz etmektedir. (5) modelden elde edilen regresyon sonuçlarına göre yönetim kurulu bağımsız üye oranı ile piyasa değeri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre yönetim kurulu bağımsız üye oranındaki % 10 düzeyindeki artış, şirketin piyasa değerini % 5 arttırır. Benzer şekilde (5) nolu modele göre kurumsal yatırımcı sahiplik oranı ile piyasa değeri arasında da anlamlı bir ilişki vardır. Kurumsal yatırımcı sahiplik oranının katsayısına ilişkin p-değerinin % 3.3 olması söz konusu ilişkinin % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Buna göre kurumsal yatırımcı sahiplik oranındaki % 10'luk artış şirketin piyasa değerini % 3.2 arttırır.

(5) numaralı modele göre şirketin büyüklüğü ile şirketin piyasa değeri arasında beklendiği gibi % 1 düzeyinde dahi pozitif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Söz konusu pozitif ve anlamlı ilişki (2) ve (4) numaralı modellerde de doğrulanmıştır. Her iki modele göre de şirket büyüklüğü ile piyasa değeri arasında % 1 düzeyinde pozitif ve anlamlı ilişki vardır. Buna göre satışların % 1 artması şirketin piyasa değerinin % 1.78 arttırır.

Kurumsal yönetim değişkenlerinden bağımsız yönetim kurulu üyesi oranı ile kurumsal yatırımcı sahiplik oranının şirketin piyasa değeri ile anlamlı ilişkisinin olması modelin R^2 'sine de arttırmıştır. (5) nolu model piyasa değerindeki değişimin % 71'lik kısmını açıklayabilmektedir. Bu oran ilk dört model ile karşılaştırıldığında (5) nolu modelin sonuçlarının daha tutarlı olduğu sonucuna ulaşılır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Kurumsal yönetim firmalar ve piyasalar açısından önemli olan bir yönetim tarzı olduğundan hükümetlerin dikkatini çekmiş ve ihtiyaç haline geldiği anlaşılmıştır. Sadece gelişmekte olan ülkeler değil, gelişmiş olan ülkelerinde kurumsal yönetim tarzını esas alması, firmaların daha şeffaf olması yani finansal tabloları dahil birçok bilginin yatırımcılara sunulmasını, bunun akabinde firmalara olan itibarın artmasını sağlamaktadır. Şirket yönetim kurulları, bu tarz yönetim şeklinin benimseyip doğru uyguladığında yerli veya yabancı yatırımcıların desteğini alabilir, hedeflerini gerçekleştirme yolunda ilerleyebilirler. Ülke çapında düşünüldüğünde yabancı yatırımcıların yerel şirket hisselerine yapmış olduğu yatırımlar, ekonomiyi de pozitif yönde destekleyecektir.

Kurumsal yönetim ilkeleri net bir şekilde belirtilmiş olsa da hükümetler asıl ilkelere sadık kalacak şekilde hukuki ve mevcut ekonomik boyutta farklılıklar olması nedeniyle belli güncellemeler yapabilirler. Bu yaklaşım kurumsal yönetimin geliştirmeye yönelik olmalı ve uygulamaların sonucunda gerekli denetimin yapılması gereklidir. Kurumsal yönetim tarzını esas almak isteyen firmalara hükümetlerin bazı konularda destek vermesi gerekmektedir. Kurumsal yönetimin maliyetleri konusunda başvuracak firmalar için kolaylık sağlanmalıdır. Örneğin, firma bu maliyeti karşılayacak finansal güce sahip değilse ve ticari kredi almak isterse, bankalar tarafından farklı bir yaklaşım olmalı ve şirketin ticari geçmişine göre daha düşük faizli uzun vadeli kredi sağlanabilmelidir. Fon desteği sağlayan finansal kurumlar olan bankaların kötü yönetilmesi, şirketlerin sık sık mali krizle karşılaşmasına neden olmaktadır. Bu durumun gerçekleşmemesi için şirketlere fon desteği sağlayan bankaların da denetimi ve şeffaflığı artırılmalıdır. Bu yaklaşım şirketlerin kurumsal yönetim tarzına geçişini sağlayacak, daha itibarlı ve şeffaf bir düzen sağlandığında uzun vadede yabancı yatırımcılar tarafından fon desteği sağlanacak ve ülke ekonomisine döviz girişi olabilecektir. Aynı zamanda yerli yatırımcılar da önceliklerini gerekli şeffaflığı ve itibarı sağlayan firmalarda tasarruflarını değerlendirecekler ve ülke dışına sermaye akımının belli oranda önüne geçilmiş olacaktır. Bir diğer destek olunması gereken konu vergi yükümlülüğüdür. Kurumsal

yönetim ile yönetilmek isteyen firmalara daha düşük vergi oranları sağlanabilir. Fakat bu ayrıcalık her kurumsal yönetim ile yönetilen şirketler için değil, kurumsal yönetim derecelendirme notunun belli bir seviye üzerinde olan veya şirket hisselerinin belirli bir kısmını halka arz eden şirketlere sağlanmalıdır. Aynı zamanda hissedar hakları üzerinde de geliştirmeler yapılması gerekmektedir. Paydaşların haklarının ülkemiz yasaları korunumunun arttırılması gerekmektedir. Paydaşların şirket üzerindeki haklarının kolaylıkla kullanılması sağlanmalıdır. Paydaşlar ile yönetim kurulu veya şirket yöneticileri arasında bir konu üzerinde anlaşmazlık veya hak ihlali durumu olduğu takdirde çözümler yasal bir şekilde tespit edilmeli ve sonuçlanmalıdır. Tarafların açmış olduğu davalarda, dava sürecinin kısaltılması gerekmektedir. Aksi takdirde davaların sonuçlanması sırasında geçen sürede şirket veya hissedarlar negatif bir etki altında kalabilirler. Açılan davaların en hızlı şekilde sonuçlanması ve taraflara bildirilmesi, tarafların daha çabuk aksiyon almalarını sağlayacaktır. Yönetim kurulu veya yöneticilerin, şirketleri hakkında önemli kararlar almak istediklerinde pay sahiplerini de karar alma sürecine dahil etmesi gerekmektedir. Hissedarların karar alma sürecine dahil edilmesi için gerektiğinde teknolojinin kullanımı arttırılmalı ve hissedarların internet üzerinden özel toplantılara erişimi sağlanmalıdır. Nitekim internet erişimi ile hissedarların oy kullanım haklarını gerçekleştirebilmesi dünyada bazı şirketlerin sağladığı bir hizmettir. Hissedarların yanı sıra şirket çalışanlarının da yönetime katılmalarını sağlayacak yönetim sistemleri geliştirilmeli, şirket olumsuz bir durumla karşılaştığında, bölünme veya şirket devri gerçekleştiğinde çalışanların haklarının en üst düzeyde korunumu sağlanmalı, çalışanlar yasal haklarını savunacakları durumda ise dava süreçleri hemen sonuçlanmalıdır. Şirketlerde bağımsız bir iç kontrol ve kurumsal yönetim birimi oluşturulmalı ve bu birimin şirket kurumsal yönetim derecelendirme notunun yükselmesi için gerekli şartları yerine getirebilecek bir bütçesi olmalıdır ve bu birim şirketin bütün kurumsal yönetim ilkelerini gerçekleştirmekle yükümlü olmalıdır. Birim, bütçesi ile kendisi için gerekli istihdamı sağlayabilmelidir. Bu birim, şirket genel kurulu kurumsal yönetim ile ilgili bir rapor talep ettiğinde en güncel ve bağımsız bir şekilde bu raporu sunma yükümlülüğünde olmalıdır. Bu kurulması gereken iç kontrol birimlerinin kesinlikle bağımsız olması gerekmektedir. Çünkü ortakların işletmeyi bulunduğu hali ile görmesi ve ilerisi için en sağlıklı aksiyonu alması ancak bağımsız bir iç denetim

mekanizmasının sunacağı rapor ile sağlanır. Aynı zamanda bu birimin bir diğer görevi de bağımsızlığını koruyup, şirket mali durumlarının farklı gösterilip manipülasyon yapmasını engellemek ve doğru bilgiyi kamuoyuyla paylaşması olmalıdır. Kurumsal yönetimin gelişmesine katkıda bulunacak bir diğer konu ise yönetim kurulu üyelerinin nasıl seçildiği konusundaki değişikliklerdir. Üyeler seçilirken sadece referansları dikkate alınmamalı, adayın iş ve eğitim hayatı geçmişinin yanı sıra yönetim yetenekleri dikkate alınmalı ve yeterince vasıflı olduğu düşünülen bireyler seçilmelidir. Yönetim kurulu üyeleri birbirlerinden farklı bakış açılarına sahip olmalı ve bu üyelerden azami fayda sağlanmalıdır. Bunun için gerekli iş disiplini oluşturulmalı ve bütün birimler bu disipline uygun hareket etmelidirler. Ayrıca yönetim kurullarında farklı cinsiyetlerin yer alması, bakış açısını arttırabilir, dolaylı yoldan firma performansını da pozitif etkileyebilir. Ülkemizde şirketlerin kurumsal yönetim uyumunu derecelendiren SPK, kurumsal yönetimin gelişmesine yönelik önerileri dikkate almalı ve uygulamalarını ana ilkelerden sapmama şartı ile eklemeler yaparak, yapılan güncellemeleri büyük organizasyonlarda üyelerini ve üye olabilecek şirketleri bilgilendirmelidir. Ayrıca Borsa kotasyonuna dahil olacak firmaların kayıt olma ücretlerinde indirim yapılması sağlanmalıdır. Bu indirimin sağlanması, daha çok firmanın Borsa İstanbul A.Ş.'ye dahil edilmesine neden olmakla birlikte bu firmaların hisselerini halka arz etmelerini ve piyasadan fon kaynağı bulmalarını sağlayacaktır. Dolayısıyla şirket büyüme hedeflerine daha çabuk ulaşabilecektir. Kurulum aşamasındaki bir şirket kurumsal yönetimi esas alacak ise, kurumsal yönetim politikasını hazırlamalı ve kamuoyunu bilgilendirilme için doğru kanallarda yayınlamalıdır.

Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde, çoğunlukla kurumsal yönetim ilkelerinin firma performansı ile veya firmaların hisse senedi değerleriyle olan ilişkileri incelenmiş olup, analizlerin büyük bir kısmında kurumsal yönetimin firma hisse senedi değerine pozitif bir ilişkisi olmadığı gözükmektedir. Bu yönetim tarzının hisse senedi getirisine pozitif bir etkinin olmamasının nedeni, yatırımcıların finansal okuryazarlığı seviyesinin düşük olmasıdır. Yatırımcılar, tasarruflarını firma hisse senetleri üzerinde değerlendirmek istediklerinde, hisse senetleri değerlerinin gösterildiği birkaç grafiğe dikkat ederler. Ancak bu doğru bir yatırım şekli olmayıp,

yatırımcıların bunun yanı sıra yatırım yapacağı şirketin yönetim şeklini araştırmalı, kamuoyuna açıklanmış olan finansal raporlarını yıl bazlı incelemelidirler. Bu noktada finansal okuryazarlık eğitiminin önemi bir kez daha vurgulanmaktadır. O halde kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi toplumun finansal okuryazarlık seviyesi ile doğru orantılıdır. Bu konu hakkında üniversitelerde ders niteliğinde eğitim verilmeli, bir yatırımcının hangi şartlardaki firma hisselerine yatırım yapacağı öğretilmeli ve bilinçli yatırım yapacak bir toplum oluşturulmalıdır. Sadece üniversiteler değil ülkemizde mevcut halka eğitim veren devlet kurumları da finansal okuryazarlık kursları açıp, yatırımcıların bilinçlendirilip daha dikkatli yatırım yapmalarını sağlamalıdır.

Kurumsal yönetim ile ilgili firma karlılığına, performansına yönelik birçok çalışma olduğu gibi yeni çalışmalar da olacaktır. Bu yönetim tarzına ilgi daha da artmakta olup, sürekli gelişmeler sunulmakta, gerekli düzenlemeler yapılmaktadır. Resmi kanallardaki yetkililer gerekli düzenlemeleri yaparken, konu hakkında yapılan çalışmaları dikkate almalı ve kamuoyunu en iyi bilgilendirme kaynağı olan günlük haberlerde güncel bilgileri yayınlama ve önemine vurgu yapmalıdır.

Gelecek çalışmalar için BIST endeksine kayıtlı farklı sektörler veya bir sektörün alt sektörleri üzerinden çalışmalar yapılabilir. Kurumsal yönetimin firma performansına etkisi üzerine çalışma yapılırken, veri tespiti daha ayrıntılı yapılabilir. Örneğin, sadece yönetim kurulu büyüklüğü değil, yönetim kurulu üyelerinin yaş skalası, eğitim düzeyleri, sene bazında iş tecrübeleri veya cinsiyetlerinin firma performansını nasıl etkilediği üzerine regresyon analizleri yapılabilir. Bu tarz bir çalışma daha doğru sonuçlar ortaya koyacak ve sektörde firmaların yönetim kurulları oluşturulurken yapılan çalışmalar dikkate daha çok alınacaktır.

Yapılan bu çalışma sonucunda ülkemizde kurumsal yönetim ile şirketlerin performans karlılıkları arasında anlamlı ve tutarlı bir ilişki tespit edilememiştir. Bu bulgu genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması, yönetim ve denetim kurullarının bağımsızlığı, yönetim kurulundaki aile üye oranı ve kurumsal yatırımcı sahipliği gibi kurumsal yönetim bileşenlerinin ülkemizde şirketlerin performans karlılıkları üzerinde belirleyici olmadıklarını göstermektedir. Diğer

yandan şirketin karlılığı yanında çok değişik faktörlerden de etkilenen şirketin piyasa değeri üzerinde kurumsal yönetimin anlamlı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kurumsal yönetim bileşenlerinden yönetim kurulu bağımsızlığı ile kurumsal yatırımcı sahipliği ile şirketin piyasa değeri arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla çalışma sonucunda her ne kadar kurumsal yönetimin şirketin performans karlılığı üzerinde etkili olmadığı sonucuna ulaşılsa da sermayenin globalleştiği, uluslararası ve ulusal sermayenin şirketler için en önemli finans kaynaklarından biri olduğu günümüzde kurumsal yönetim bileşenlerinin şirketin piyasa değeri üzerindeki etkisinin göz ardı edilmemesi gerekmektedir.



BİBLİYOGRAFYA

- Acaravcı, S. K.,
Kandır, S. K.,
Zelka, A. “Kurumsal Yönetimin BIST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması”, *Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Ocak/2015, s.171-183, 2015.
- Akın, A.,
Aslanoğlu, S. “İşlevsel ve Yapısal Açından Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi”, *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, Haziran(61), s.28-42, 2007.
- Aghabaki, M. “Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi” (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Atatürk Üniversitesi, Erzurum, 2014.
- Aktan, C. C. “Kurumsal Şirket Yönetimi”, Kurumsal Araştırmalar Serisi, 4(196), s.2. <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/aktan-kurumsal.pdf> adresinden erişildi. 2006.
- Alp, A.,
Kılıç, S. “Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?” C. Doğan Egmont Yayınları, 2014.
- Aytekin, M.,
Sönmez, A. R. “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Etkisi”, *Türk Sosyal Bilimler Araştırmaları Dergisi/Journal of Turkish Social Sciences Research*, 2016, s.30-39, Nisan/2016.
- Baltagi, B. H. “Econometric Analysis of Panel Data”, Chichester John Wiley&Sons, s.2, 1995.
- Büyükdere, F. “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Van, 2015.
- Boyacıoğlu, N. “Firma Değeri ve Firma Performansları Üzerinde Kurumsal Yönetimin Rolü: BIST Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama” (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi, Burdur, 2017.
- Çatıkkaş, Ö.
Okur, M.,
Balkan, İ. **Bankalarda Denetim Komitesi Uygulaması**, TBB C. İstanbul, 2012.
https://www.tbb.org.tr/Content/Upload/Dokuman/792/Catikkas_Kitap.pdf adresinden erişildi.
- Chaghadari, M.F.,
Chaleshtori, G. N. “Corporate Governance and Firm Performance”, 2011 *International Con-ference on Sociality and Economics Development IPEDR vol.10* 2011, s.484-489, 2011.

- Claessens, S.,
Djankov, S. Lang, L. H. .
“**The separation of ownership and control in East Asian Corporations**”,*Journal of Financial Economics*, 58(1–2), s.81–112. doi:10.1016/S0304-405X(00)00067-2, 2000.
- Clement, M.
“**The recent Development of Corporate Governance in German DAX Companies Theory and Practice – An Empirical Investigation**”. Aarhus School of Business.
- Committees, B. R. C.
on I. the E. of C. A.
“**Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees**”,*The Business Lawyer*. American Bar Association. doi:10.2307/40687877
- COSO.
“**İç Kontrol – Bütünleşik Çerçeve**”. 24.01.12017, Çevrim içi <https://www.maliye.gov.tr/Kontrol/20Dokmanlar/C4/B0/C3/A7/20Kontrol/C3/BCn/20Tarih/C3/A7esi.pdf> adresinden 24 Ocak 2017 erişildi.
- CRISIL Ltd.
“**Governance & Value Creation Ratings**”.
[https://www.crisil.com/mnt/winshare/Ratings/SectorMethodology/MethodologyDocs/criteria/CRISIL Governance and Value Creation Ratings.pdf](https://www.crisil.com/mnt/winshare/Ratings/SectorMethodology/MethodologyDocs/criteria/CRISIL%20Governance%20and%20Value%20Creation%20Ratings.pdf) adresinden erişildi.
- Dabor, A., Isiaavwe, D.
“**Impact of Corporate Governance on Firms' Performance**”,
International Journal of Economics, Commerce and Management, 3(6), s.634-653, 2015.
- Darman, G. M.
“**Doğru ve İyi Yönetim**” 2005.
<http://www.cgscenter.org/doc/DOGRUVEIYYONETIM.pdf>
adresinden erişildi.
- Demirbaş, M.,
Uyar, S.
“**Kurumsal Yönetim İlkeleri Ve Denetim Komitesi**” C.
İstanbul: Güncel Yayıncılık, 2006.
- Doğan, M.
“**Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: BIST'da İşlem Gören İmalat Sanayi Üzerine Bir Araştırma**” (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Afyon Kocatepe Üniversitesi, Afyonkarahisar, 2015.
- Edmondson, G.,
Cohn, L.
“**How Parmalat Went Sour**”,*European Business*, s..9-12, 2004.
- Erdönmez, P. A.
“**Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma**”,*Bankacılar Dergisi*, (43), s.38–55, 2003.

- Eroğlu, C. A. **“Sarbanes-Oxley Kanunu: Kurumsal Yönetim ve Kamunun aydınlatılmasına ilişkin Getirdikleri”**,*SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi, Mayıs-Hazi(7)*, 2003.
- Ersoy, E.,
Bayrakdaroğlu A.
Şamıloğlu, F. **“Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi”**,*Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(554), s.71-84, 2011.
- FRC (Financial Reporting Council). **The UK Approach to Corporate Governance C. the UK**, 2010.
- Göçen, C. A. **“Kurumsal Yönetim, İç Kontrol Ve Bağımsız Denetim: Parmalat Vakası”**,*Mali Çözüm*, s.107–132, 2010.
http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/97malicozum/4ceren_ayca_gocen.pdf adresinden erişildi.
- Güngör, F. **“Denetçi Bağımsızlığı Konusunda Sarbanes -Oxley Kanunu Sonrası Gelişmeler-1”**,*Yaklaşım Dergisi, Nisan(124)*, s.11, 2003.
- Gürbüz, A. O.,
Ergincan, Y. **“Kurumsal Yönetim Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler”** 1. Baskı., C. Literatür Yayınları, 2004.
- Güçlü, H., **“Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi”** C.. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2010.
- Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodolojisi 05.01.2018, Çevrim içi
<http://www.kobirate.com.tr/2014/2-Revizyon-Halka-Acık-Sirketlerde-Kurumsal-Yonetim-Uyum-Derecelendirme-Metodolojisi> adresinden erişildi 5 Ocak 2018.
- Hsiao, Cheng., **“Analysis of Panel Data”**, Cambridge University Press, , s.1-21, 1989.
- İzciler, D. **“Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerine Etkileri”** (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Marmara Üniversitesi, İstanbul, 2014.
- Jackson, G. **“Understanding corporate governance in the United States: An historical and theoretical reassessment”**,*Arbeitspapiere, Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf*, (223), s.1–89, 2010.
https://www.boeckler.de/pdf/p_arbp_223.pdf adresinden erişildi.

- JCR Avrasya
Derecelendirme” 05.01.2018, Çevrim içi
<http://www.jcrer.com.tr/Pages.aspx?Page=kurulusumuz-hakkinda> adresinden erişildi 5 Ocak 2018.
- Karamustafa, O.,
Varıcı, İ.,
Er, B. “**Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama**”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Ocak/2009*, s.100-119, 2009.
- Karşlıoğlu, O. “**Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun Marka Değeri Üzerindeki Etkisinin Analizi**” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara, 2014.
- Kayacan, M. “**Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finansal Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler**”, *Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu Kitabı* içinde C. s. 80. İzmir, 2006.
- Kayalı, N.,
Doğan, İ. “**Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu İle İşletmelerin Finansal Başarıları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi, Nisan/2018*, s.111-123, 2018.
- Kebeci, T. “**Aile Şirketlerinde Yönetim Anlayışı ve Kurumsallaşma**” C. İstanbul: İkinci Adam Yayınları, 2011.
- Kim, H.,
Hoskisson, R. E. “**Japanese Governance Systems: A Critical Review**”, *Advances in International Comparative Management, 11*, s.168, 2004.
- “**Kobirate A.Ş.**” 05.01.2018 Çevrim içi
<http://www.kobirate.com.tr/Hakkimizda> adresinden erişildi. 5 Ocak 2018
- Koçel, T. “**İşletme Yöneticiliği**” C. İstanbul: Beta Yayınları, 2006.
- Kula, V. “**Kurumsal Yönetim / Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**” 1. Baskı., C. İstanbul: Papatya Bilim Yayıncılık, 2006.
- Kurumsal Yönetim
Derecelendirme Süreci *Saha Derecelendirme Kuruluşu.*
Derecelendirme Kuruluşu. “**Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamları**”. *Saha Derecelendirme Kuruluşu.* 05.01.2018 Çevrim içi <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-notlarinin-anlami/> adresinden erişildi. 5 Ocak 2018.

- Kurumsal Yönetim Derecelendirme Süreci *Saha Derecelendirme Kuruluşu*. 05.01.2018 Çevrim içi <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-sureci/> adresinden erişildi. 5 Ocak 2018
- Kurumsal Yönetim Derneği **Ekonomik İşbirliği Ve Kalkınma Örgütü Kurumsal Yönetim İlkeleri**. C. 2005. http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlari_miz/tkyd_yayinlari/oecd2004.pdf adresinden erişildi.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., László Mátyás, P. S., **“Investor protection an corporate governance”**, *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), s.3–27, 2000.
- “The Econometrics of Panel Data”**, Kluwer Academic Publisher, s.2, 1996.
- Melis, A. **“Corporate Governance Failures. To What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?”**, *SSRN Electronic Journal*, s.478–488. doi:10.2139/ssrn.563223, 2004.
- Melis, A. **“Critical Issues on the Enforcement of the ‘True and Fair View’ Accounting Principle. Learning from Parmalat.”**, *Corporate Ownership & Control*, 2(2), s.108–119, 2005. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=701297 adresinden erişildi.
- Mohan, A., Chandramohan, S. **“Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Evidence from India”**, *International Journal of Research in Humanities, Arts and Literature*, 6(2), s.209-218, 2018.
- Okur, M. R. **“Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Üretim Sektörü Üzerinde Bir Uygulama”** (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Yaşar Üniversitesi, İzmir, 2014.
- Oran, A. **“Enerji Devi Enron Çöküşü ve Etkileri, Enron Şirketi”**. 20.01.2018 Çevrim içi http://www.ekodialog.com/Makaleler/enron_enerji_devi_cokusu.html adresinden erişildi. 20 Ocak 2018 tarihinde
- Özçam, M., Diğerleri. **OECD İşletme Yönetimi Rehberi Taslağında Yer Alan İlkelerin Türk Mevzuatı Açısından Değerlendirilmesi, Yayınlanmamış Hizmete Özel Sermaye Piyasası Kurulu Komisyon Raporu** C. 1999.

- Pamukçu, F. **“Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi”**, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Nisan/2011, s.133–148, 2011.
- Paslı, A. **“Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi”** 1.Baskı., C. İstanbul: Çağa Yayıncılık, 2004.
- Paslı, A. **“Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi”** Gözden Geç., C. Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2005.
- PFS-Program. **“Lectures on Corporate Governance - Three Models of Corporate Governance”**, *EastWest Management Institute*, s.6, 2006.
- Pirgaip, B. **“Türk Sermaye Piyasasında Uluslararası Muhasebe Standartlarına Uyum”**, *SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi*, (10), s.3, 2004.
<http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/387> adresinden erişildi.
- Saldanlı, A. **“Kurumsal Yönetimin Firma Değer ve Performansına Etkileri: İMKB-100 Üzerine Bir Uygulama”** (Yayınlanmamış Doktora Tezi). İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 2012.
- Şehirli, K. **“Kurumsal Yönetim”**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü 26–32 (1999).
- Shleifer, A., Vishny, R. **“A Survey Of Corporate Governance”**, *Journal of Finance*, 52(2), 1997, s.737–783.
- Sinnar, D. **“Denetim Komitesinin Finansal Tabloların Güvenilirliği Üzerindeki Etkisi”**. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe Bilim Dalı.
- SPK. **“Haftalık Bülten”** (2005).
<http://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2005&no=3> adresinden erişildi.
- SPK **“Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi”**. 05.01.2018 Çevrim içi
<http://www.jcraavyarating.com/Pages.aspx?Page=spk-kurumsal-yonetim-ilkelerine-uyum-derecelendirmesi-3> adresinden erişildi. 5 Ocak 2018
- Tekin, E., Demirel, S. K. **“Yönetim Kurulu Kalitesinin Firma Üzerindeki Etkisi: BIST-100 Firmaları Üzerine Bir Araştırma”**, *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 24(3), s.725-740, 2017.

- TUSIAD. **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi** C. 2002. İstanbul.
http://www.tusiad.org/__rsc/shared/file/kurumsalyonetim.pdf adresinden erişildi.
- TUSIAD. **OECD Guidelines on Corporate Governance of State Owned Enterprises** C. 2006.
<http://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/3609-oecd-kamu-isletmeleri-icin-kurumsal-yonetim-rehberi> adresinden erişildi.
- Tuzcu, M. A. **“Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği”**.
<http://acikarsiv.ankara.edu.tr/browse/3183/4037.pdf?show> adresinden erişildi.
- Tükenmez, M., Gençyürek, A. G., Karakelleoğlu, M. İ. **“Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirketlerinin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi”**, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), s.1-18, 2017.
- Ülgen, H., Mirze, S. K. **“Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği”**.
<http://acikarsiv.ankara.edu.tr/browse/3183> adresinden erişildi.
- Ünal, S., Akbey, F. **“Kurumsal Yönetimin İşletmelerin Betası Üzerine Etkisi: BIST Firmalarının Panel Veri Analizi”**, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Aralık/2016, s.571-580, 2016.
- Yalçın, B. **“Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisi: Türkiye Örneği”** (Yayınlanmamış Doktora Tezi). Hacettepe Üniversitesi, Ankara, 2012.
- Yazgan, K. F. **“Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme”** (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir Üniversitesi, Balıkesir, 2017.
- Yeğen, S. **“Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecesi İle Firma Performansı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”** (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Hacettepe Üniversitesi, Ankara, 2016.
- Yenice, S., Dölen, T. **“İMKB'de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”**, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), s.199-214, 2013.

- Yurteri, İ. **Adalet İlkesi Işığında Vergi Tarhiyat Uygulamasının Sorunları C.** 2010.
<http://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/5148-adalet-ilkesi-isigi-altinda-vergi-tarhiyat-uygulamasinin-sorunlari> adresinden erişildi.
- Wooldridge, J., **“Introductory Econometrics “**, Fourth Edition, s.481.
- Zelka, A. **“Kurumsal Yönetimin Firma Performansına Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması”** (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Mustafa Kemal Üniversitesi, Hatay, 2013.
- Zengin, A. N. **“Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsa'da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Performanslarının Değerlendirilmesi”** (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Bahçeşehir Üniversitesi, İstanbul, 2014.