

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

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ  
FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE  
UYGULAMASI**

**ALİ BURAK KARAKILIÇ  
2510160123**

**TEZ DANIŞMANI  
DOÇ. DR. BENGÜ VURAN**

**İSTANBUL, 2018**



T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



YÜKSEK LİSANS  
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : ALİ BURAK KARAKILIÇ Numarası : 2510160123  
Anabilim Dalı /  
Anasana Dalı / Programı : FINANS Danışmanı  DOÇ.DR.BENGÜ VURAN  
Tez Savunma Tarihi : 13.06.2018 Saati : 15.00  
Tez Başlığı : KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FIRMA DEĞERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI.

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

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

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

## ÖZ

### “KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI” ALİ BURAK KARAKILIÇ

Özellikle geçmiş yıllarda gerçekleşen kurumsal skandallar ve sermaye piyasalarında izlenen gelişmelerle birlikte, kurumsal yönetim uygulamaları son yıllarda ciddi bir ivme kazanmıştır. A.B.D. gibi gelişmiş ekonomilerin başını çektiği kurumsal yönetim uygulamaları, son zamanlarda Türkiye’de de hem regülasyonlarla hem de çeşitli özel girişimlerle yaygınlaşmaya başlamış ve çok konuşulan bir konu haline gelmiştir.

Bu çalışma kurumsal yönetim değişkenleri ile Türkiye merkezli olan seçilmiş halka açık firmaların firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmektedir. Çalışma 2013-2016 dönemi için Borsa İstanbul’da işlem görmekte olan 78 firmayı kapsamaktadır. Çalışmada uluslararası örneklerde de yaygın şekilde kullanılan yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu kadın üye sayısı, denetimden sorumlu komite üye sayısı ve kurumsal yönetim komitesi üye sayısı bağımsız değişkenleri olarak kullanılmaktadır. Uluslararası çalışmalarda geniş yer bulan Tobin’s Q, ROA ve ROE sermaye karlılığı oranları bağımlı değişkenler olarak kullanılmıştır.

Bu çalışma sonucunda, kurumsal yönetim uygulamaları ve bağımlı değişkenler arasında çok kuvvetli bir ilişki olmadığı, sadece aktif karlılık ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında % 10 anlamlık seviyesinde bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Türkiye’de sermaye piyasalarının istenilen derinlikte olmamasının, halka açık firmaların toplam piyasa değerinin GSYH’ye oranının gelişmiş ülkelere göre oldukça düşük olmasının, firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum konusunda azami dikkati vermemesinin bu çalışmada çıkan sonuçları desteklediği düşünülmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri, Türkiye’de Kurumsal Yönetim

## **ABSTRACT**

### **“THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ON FIRM VALUE: EVIDENCE FROM TURKEY”**

**ALİ BURAK KARAKILIÇ**

Corporate governance practices have gained momentum in recent years, especially after corporate scandals and developed capital markets. Corporate governance practices are most widely led by countries such as the USA. Corporate governance practices also gained momentum in Turkey especially with both the regulations and the initiatives of private companies and became a much-discussed topic in the recent years.

This study analyzes the relationship between corporate governance variables and the firm value in Turkey for selected Turkey based publicly trading companies. The study covers 78 firms that are listed in Borsa Istanbul Stock Exchange for the period of 2013-2016. Number of independent members of the board of directors, number of female members of the board of directors, number of committee members responsible for the audit and the number of members of the corporate governance committee are used as independent variables in this study. Tobin's Q, which is widely used in international studies, ROA and ROE are used as dependent variables.

As a result of this study, there was no significant relationship observed between corporate governance variables and dependent variables, except a relationship is observed between corporate governance variables and ROA at % 10 meaningfulness level.

The supporting factors for the results of this study are as follows; Turkey's capital markets are not at the desired level of depth, total market capitalization of public companies over GDP ratio is quite low in Turkey compared to other developed countries, most of the firms are giving low attention and low compliance to corporate governance principles.

**Keywords:** Corporate Governance, Corporate Governance and Firm Value, Corporate Governance in Turkey

## ÖNSÖZ

Bu çalışma Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemekte ve güncel durumu doğru bir şekilde yansıtmayı amaçlamaktadır. Çalışmanın gelecek dönemlerde bu konuya yoğunlaşmak isteyen araştırmacılara katkı sağlaması hedeflenmektedir.

Çalışmanın planlama, araştırma ve yürütme dahil olmak üzere her aşamasında desteğini esirgemeyen, çözüm odaklı yaklaşımı ile çalışmaya önemli katkılar sunan tez danışmanım Doç. Dr. Bengü Vuran’a teşekkürlerimi sunarım.

İstanbul, Mart 2018

Ali Burak Karakılıç

## İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
GRAFİKLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. Kurumsal Yönetim.....</b>	<b>2</b>
<b>1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı.....</b>	<b>2</b>
1.1.1. Paydaşlar ve Kurumsal Yönetim İlişkisi.....	2
1.1.2. Kurumsal Yönetim Kavramı.....	3
1.1.3. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı ve Gelişim Süreci.....	4
1.1.4. Kurumsal Yönetimin Amacı ve Önemi.....	11
1.1.5. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri.....	13
<b>1.2. Kurumsal Yönetim Kavramına İlişkin Teorik Çerçeve.....</b>	<b>16</b>
1.2.1. Vekalet Teorisi.....	16
1.2.2. Paydaş Teorisi.....	17
Temsil Teorisi.....	19
1.2.3. Yönetsel Egemenlik Teorisi.....	19
1.2.4. Miyop Piyasa Teorisi.....	20
1.2.5. İşlem Maliyetleri Teorisi.....	20
1.2.6. Kaynak Bağımlılığı Teorisi.....	21
<b>1.3. Kurumsal Yönetim Sistemleri.....</b>	<b>22</b>
1.3.1. Amerikan (Anglo Sakson) Kurumsal Yönetim Sistemi.....	22
1.3.2. Alman (Kıta Avrupası) Kurumsal Yönetim Sistemi.....	23
<b>1.4. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....</b>	<b>25</b>

1.4.1.	Kurumsal Yönetimin İçsel Mekanizmaları .....	25
1.4.2.	Kurumsal Yönetimin Dışsal Mekanizmaları.....	27

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>2.</b>	<b>Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları .....</b>	<b>29</b>
2.1.	SPK’nın Kurumsal Yönetime İlişkin Düzenlemeleri.....	31
2.2.	Yeni Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Getirilen Yenilikler .....	37
2.3.	BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi .....	39
2.4.	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Tarafından Yapılan Düzenlemeler .....	45
2.5.	TÜSİAD Tarafından Yapılan Çalışmalar.....	46
2.6.	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Tarafından Yapılan Çalışmalar .....	47

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3.</b>	<b>Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değerine Etkisi Üzerine Bir Uygulama.....</b>	<b>49</b>
3.1.	Literatür İncelemesi.....	49
3.2.	Metodoloji.....	58
3.2.1.	Veri Türleri.....	58
3.2.2.	Panel Veri .....	58
3.2.2.1.	Panel Veri’nin Avantajları.....	59
3.2.2.2.	Panel Veri’nin Limitleri .....	60
3.2.2.3.	Panel Veri Sorunlarının Tespiti ve Yöntemler .....	61
3.3.	Araştırmanın Amacı ve Önemi.....	62
3.4.	Örnekleme Dair Açıklamalar ve Veri Toplama Yöntemleri.....	62
3.5.	Çalışmaya Konu Değişkenler ve Tanımları.....	63
3.5.1.	Kurumsal Yönetim Değişkenleri .....	63
3.5.2.	Firma Değeri ve Finansal Performans Değişkenlerinin Tanımları.....	63
3.6.	Araştırma Bulgularının Değerlendirilmesi.....	64
3.6.1.	Regresyon Analizi .....	65
3.6.1.1.	Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Tobin’s Q Arasındaki İlişki.....	65

<b>3.6.1.2. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Aktif Karlılığı (ROA) Arasındaki İlişki ....</b>	<b>67</b>
<b>3.6.1.3. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Özsermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişki.....</b>	<b>68</b>

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>70</b>
<b>4.1. Sonuç ve Öneriler.....</b>	<b>70</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>88</b>





## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1.</b> Kurumsal Yönetim Sistemleri Arasındaki Farklılıklar .....	24
<b>Tablo 2.</b> Kurumsal Derecelendirmeye Yetkili Derecelendirme Kuruluşları Listesi .....	41
<b>Tablo 3.</b> Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan İşletmeler Listesi.....	41
<b>Tablo 4.</b> Kurumsal Yönetim Bağımsız Değişkenleri .....	63
<b>Tablo 5.</b> Finansal Değerleme ve Performansa İlişkin Bağımsız Değişkenler.....	64
<b>Tablo 6.</b> Verilere Dair Özet Tablo .....	65
<b>Tablo 7.</b> Hausman Testi (Tobin's Q) .....	66
<b>Tablo 8.</b> En Küçük Kareler Yöntemi (Tobin's Q) .....	66
<b>Tablo 9.</b> Hausman Testi (ROA) .....	67
<b>Tablo 10.</b> En Küçük Kareler Yöntemi (ROA) .....	68
<b>Tablo 11.</b> Hausman Testi (ROE).....	69
<b>Tablo 12.</b> En Küçük Kareler Yöntemi (ROE).....	69

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Kurumsal Yönetimin Kapsamı.....	4
Şekil 2. Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	13



## GRAFİKLER LİSTESİ

**Grafik 1.** XKURY-XU 100 Endekslerinin Performans Karşılaştırması (2013-2018)... 44



## KISALTMALAR LİSTESİ

**AB**= Avrupa Birliği

**A.B.D.** = Amerika Birleşik Devletleri

**BDDK** = Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

**BİST** = Borsa İstanbul

**İMKB** = İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

**KAP** = Kamuyu Aydınlatma Platformu

**KGK** = Kamu Gözetimi Kurumu

**KOBİ** = Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

**OECD** = Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü

**SPK** = Sermaye Piyasası Kurulu

**TBMM** = Türkiye Büyük Millet Meclisi

**TKYD** = Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

**TMUDES** = Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu

**TÜSİAD** = Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

**TTK** = Türk Ticaret Kanunu

**UFRS** = Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

**WCGI** = Dünya Kurumsal Yönetim

**XKURY** = Kurumsal Yönetim Endeksi

**XU 100** = BIST 100 Endeksi

## GİRİŞ

Özellikle geçmiş yıllarda gerçekleşen kurumsal skandallar ve sermaye piyasalarında izlenen gelişmelerle birlikte, kurumsal yönetim uygulamaları son yıllarda ciddi bir ivme kazanmıştır. A.B.D. gibi gelişmiş ekonomilerin başını çektiği Kurumsal Yönetim uygulamaları, son zamanlarda Türkiye’de de hem regülasyonlarla hem de çeşitli özel girişimlerle yaygınlaşmaya başlamış ve çok konuşulan bir konu haline gelmiştir.

Genel bir bakış açısıyla bakıldığında, kurumsal yönetim ilkelerinin firma değeri ve firma performansı üzerine olumlu etkileri olduğu düşünülmekte, ancak bu çalışmanın ileri kısımlarında da belirtildiği üzere yapılan farklı çalışmaların farklı sonuçlara sahip olduğu görülmektedir. Bu çalışma kurumsal yönetim değişkenleri ile Türkiye merkezli olan seçilmiş halka açık firmaların firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmektedir. Bu çalışma aşağıda yer alan konulara yanıtlar aramaktadır:

1. Yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsız üye sayısı, yönetim kurulu kadın üye sayısı, yönetim kurulu altında kurulan denetimden sorumlu komite ve kurumsal yönetim komitelerinin, firma değeri ve firma performansı ölçütleri olarak yaygın olarak kullanılan Tobin’s Q, Aktif Karlılık ve Öz sermaye Karlılığı değişkenlerini hangi oranda açıkladığı,
2. Türkiye’de yapılan bu çalışmanın sonuçlarının daha önce Dünya genelinde yapılan farklı çalışmalar ile karşılaştırıldığında ne ölçüde eşleştiği,
3. Zorunlu tutulan ve tavsiye edilen regülasyonların ne ölçüde uygulandığı ve bunların firma değerine etkisi olup olmadığı

Çalışmada kullanılan veri seti sadece halka açık firmalar üzerinden oluşturulmuştur. Türkiye’de halka açık firmaların az sayıda olması, birçok firmanın hem faaliyet raporu, hem de kurumsal yönetim uyum raporuna erişimde zorluklar yaşanması çalışmanın asıl zorlukları olmuştur. Veri setinin oluşturulurken, Thomson Reuters, Bloomberg platformlarının yanı sıra, firmaların yıllık faaliyet raporlarından yararlanılmıştır.

## **1. Kurumsal Yönetim**

Dünya genelinde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde sık sık gündeme gelen ve birçok araştırmaya konu olan kurumsal yönetim kavramı, günümüzde birçok firmanın ajandasında ve yönetim kurulu toplantılarında önemli bir yer edinmiştir.

İlk olarak A.B.D. gibi gelişmiş ekonomilerde özellikle Enron skandalı sonrası konuşulmaya başlanan kurumsal yönetim kavramı, daha sonralarda birçok ülkeye ilham kaynağı olmuş ve bu kapsamda birçok ülke kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin olarak mevzuat ve uyum çalışmaları gerçekleştirmiştir. Gelişmekte olan bir ekonomiye sahip olan Türkiye gibi ülkelerde de kurumsal yönetim kavramı önemli bir yer edinmeye başlamış ve bu ülkeler kurumsal yönetim ilkelerine yönelik mevzuat çalışmalarına hız vermiştir.

### **1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı**

Çalışmanın bu bölümünde, paydaşlar ve kurumsal yönetim ilişkisi doğrultusunda kurumsal yönetime ilişkin kavramsal çerçeve çizilmiştir. İzleyen başlıklarda ise kurumsal yönetimin teorik alt yapısını oluşturan kuramlara yer verilmiştir.

#### **1.1.1. Paydaşlar ve Kurumsal Yönetim İlişkisi**

Kamu sermayesi ve özel sermaye dahil tüm kâr amacı güden kuruluşlar, ortak girişimler, gönüllülük esasına dayalı yardım kuruluşları ve dernekler gibi kâr amacı gütmeyen kuruluşlar, akademik kuruluşlar ve hatta devlet kurumları gibi kurumsal yapılar kendilerini denetleyen bir yönetim organına ihtiyaç duymaktadırlar. Bu kurumların bir yönetim organına ihtiyaç duymalarının temel motivasyonu, sahip oldukları paydaşlara karşı hesap verebilir olma yükümlülükleridir.

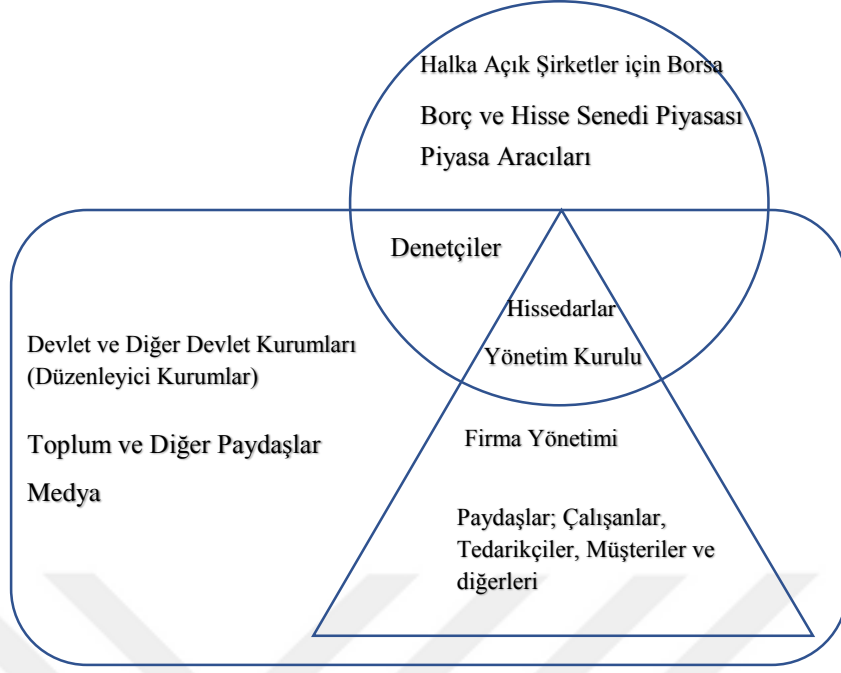
Paydaşlara karşı hesap verebilir bir kurum olabilmenin en önemli gerekliliklerinden biri şüphesiz kurumsal yönetim anlayışını benimsemektir. OECD (1999) Kurumsal Yönetim İlkeleri çalışmasında da belirtildiği üzere, iyi uygulanan kurumsal yönetim ilkeleri, kurumların faaliyette buldukları tüm paydaşların çıkarlarını

gözetmesine yardımcı olmakta ve bu paydaşlarına karşı hesap verebilir bir kurum olmalarını sağlamaktadır.

### **1.1.2. Kurumsal Yönetim Kavramı**

Modern anlamda kurumsal yönetim kavramı ilk defa Cadbury (1992) raporunda gündeme gelmiştir. Söz konusu rapor kurumsal yönetimi, işletmelerin yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem olarak tanımlamış ve işletmelerin yönetim kurullarının işletmelerin yönetiminde asıl sorumlu olduğunu dile getirmiştir. Buna ek olarak raporda, işletmelerin yönetim kurullarının görevlerinin direktörleri ve denetçileri atamak ve kendilerini tatmin edecek düzeyde bir yönetim yapısının yürürlükte olduğundan emin olmak olduğu belirtilmiştir (Tricker ve diğerleri (2015: 12)).

Tricker ve diğerlerinin (2015) ortaya koydukları bir çalışmada ise kurumsal yönetim, gücün kurumlar nezdindeki uygulanma biçimi kapsamında incelenmiştir. Bu çalışmada yer verildiği şekliyle kurumsal yönetim, yönetim kurulunu ve yönetim kurulunun hissedarlar, üyeler, kurumu yönetenler, dış denetçiler, regülatörler ve diğer paydaşlar nezdindeki ilişkilerini kapsamaktadır. (Şekil.1) Çalışmada bilhassa halka açık işletmeler için, borsalar ve borsalarda işlem görme kurallarının kurumsal yönetim açısından da önemli olduğu ve dünya genelinde borsaların kurumsal yönetim standartlarının oluşmasında önemli bir rol oynadığı ifade edilmiştir.



**Şekil 1.** Kurumsal Yönetimin Kapsamı

**Kaynak:** Tricker ve diğerleri, 2015: 33

### 1.1.3. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı ve Gelişim Süreci

Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren adı günümüz iş dünyasında net bir şekilde telaffuz edilmeye başlayan kurumsal yönetimin ilk izleri şirket skandalları ve iflasları ile birlikte ortaya çıkmıştır. Şirket sahipleri ve üst düzey yöneticilerin kendi çıkarlarını ön planda tutmayı temel alan bir dizi strateji izleyerek işletmeleri olumsuz yönde etkilemesi kurumsal yönetim anlayışının doğmasına ön ayak olmuştur. Bu amaçla pek çok işletmede özellikle muhasebe departmanları başta olmak üzere etik dışı davranışlar sergilenerek bir kısım kişilerin çıkarları maksimize edilmeye çalışılmış ve bu durum işletmelerin iflasları ile sonuçlanmıştır. Bu iflaslar neticesinde ise işletme çalışanları da dahil olmak üzere sermaye sahipleri, yöneticiler ve piyasada rekabet halinde olan diğer işletmeler ile kamu ciddi zararlara uğramıştır. Bu zararlar sadece maddi boyutla kalmayıp yatırımcıların işletmelere olan güvenlerinin de dibe vurmasına da neden olmuştur.

Kurumsal yönetim anlayışının temelinde yatan en büyük nedenlerden biri kuşkusuz şirket skandallarıdır. Bu skandallardan en bilinen isimler; Enron, Parmalat,



Worldcom, Xerox şirketleri olarak söylenebilir. Bu isimler içerisinde yer alan Enron vakası ise kurumsal yönetimin temel taşlarını oluşturan skandallardan birisi olarak ifade edilmektedir. Enron’da meydana gelen ciddi yolsuzluklar, yönetimin yaptığı hatalar ve Arthur&Andersen denetim işletmesinin de bu usulsüzlüklere göz yumması, işletmenin durumunu iflastan bir sene önce sanki hiçbir olumsuz durum yokmuş gibi lanse etmesi ve aşırı kar açıklaması, Enron’un iflasa sürüklenmesine neden olan sebepler arasında yer almaktadır (Okur, 2014: 7-8).

Şirket skandalları arasında yer alan bir diğer vaka ise Parmalat skandalıdır. Parmalat, İtalya menşeli Parmalat Grup’a haiz gıda ve süt ürünleri sektöründe hizmet veren bir işletme olup (Melis, 2005: 478-488), 2003 yılının Kasım ayında 10 milyar Euro tutarında olan bir bono ödemesini yerine getirememesi üzerine denetim sürecine girmiş ve iflas etmiştir (Edmenson ve Cohn, 2004: 9-12). İşletmenin skandal olarak adlandırılmasının ardında yatan asıl neden ise; vergi cenneti olarak ifade edilen bir ülkede kurulması ve farklı amaçlar için kurulan paravan işletmeler aracılığıyla uluslararası piyasalardan fon sağlaması olmuştur. Yaşanan bu olayın neticesinde işletmenin hissedarları ve tasarruf sahiplerinin paraları yok olmuş, sektör ve ilgili bankalar bu olaydan ciddi zarar görmüş, denetleyen firmanın faaliyetleri askıya alınmış ve işletmenin hisse senedi fiyatları dibe vurmuştur. (Göçen, 2010: 107-132).

Enron ve Parmalat skandallarının ardından dünyanın dört bir yanına yayılan işletme skandalları ve iflasları adeta bir sembol haline dönüşmüştür. Bu iflasları yine adı çokça duyulan Xerox ve Worldcom gibi şirketler izlemiştir. Worldcom şirketi de Enron’a benzer şekilde Arthur&Andersen tarafından denetlenen bir telekom işletmesidir. Worldcom skandalının ortaya çıkış nedeni ise sahte gelir ve karlılık göstergeleri ile hisse fiyatlarının olduğundan farklı göstermeye çalışılması ve muhasebe süreçlerinde asılsız uygulamalar gerçekleştirilmesidir (Yücel, 2015: 21). Grove ve Basilico (2011: 191-226) tarafından ortaya konan bir çalışmada Enron ve Worldcom işletmelerinin kurumsal yönetime ilişkin hataları;

- Yüksek güç sahibi CEO’lar ve işletme yöneticilerinin yönetim kurullarında görev alması,

- İç kontrol sistemlerinin yetersizliği,
- Kısa dönemli performans ve karlılık hedeflerine odaklanma,
- İşletme etiği ve değerlerinin olmaması veyahut oldukça zayıf olması,
- Anlaşılmaz veya şeffaf olmayan işletme stratejileri,
- Eleştirilmekten hoşnut olmayan CEO'lar,
- İçeriden gerçekleştirilen hisse senedi satışları,
- Üst yönetimin sirkülasyon hızı,
- Dış denetimde görevli olan denetçilerin bağımsız olmaması ve
- İşletmelerin birlikte iş yaptığı yatırım bankalarının bağımsız davranmaması şeklinde ifade edilmiştir.

Kurumsal yönetimin ortaya çıkışı ve gelişim süreci ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde şirket skandalları dışında da kurumsal yönetim üzerinde etkili olan pek çok faktör olduğu görülmektedir. Bu faktörler; küreselleşme ve uluslararası sermaye hareketlerinin artması, hisse senedi sahipliğinin yaygınlaşması, özel sermayenin ağırlığının artması, özelleştirmeler ile özel şirketlerin piyasadaki ağırlığının artması, şirket birleşme ve satın almaları, finansal krizler, yatırımcı talepleri ve uluslararası ekonomik yatırımların artması olarak ifade edilebilir.

Kurumsal yönetime ilişkin ortaya konan ilk yasal düzenleme 1992 yılında İngiltere'de Sir Adrian Cadbury önderliğinde hazırlanan Cadbury Raporu'dur. İngiltere'de faaliyet gösteren Coloroll ve Poly Peck adlı işletmelerde meydana gelen ani finansal çöktüntüler neticesinde yatırımcıların işletmelerin güvenilirliğine ve hesap verebilirlik durumuna yönelik tutumlarında bir güven krizi meydana getirmiştir. Söz konusu rapor bu güvensizlik ortamında 1991 yılında Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın oluşturduğu Kurumsal Yönetimin Finansal Yönleri Komitesi'nin çalışmaları neticesinde meydana getirilmiştir (Cadbury, 2000: 7). Cadbury Raporu'nun işletmelere zorunlu kıldığı en önemli husus raporu uygulamayı zorunlu hale getirmesi ve raporun uygulanmaması halinde ise nedenini açık bir şekilde ortaya koymasını talep etmesidir.

Cadbury Raporu kısaca aşağıdaki maddelerden oluşmaktadır (Jones ve Pollitt, 2004: 167):

- Bir bireyin tek başına karar verici statüsünde olmaması için işletme yönetiminde yetkilerin ve sorumlulukların ayrılması gerekmektedir.
- Yönetim kurulunun büyük bölümü bağımsız üyelere oluşturulmalıdır.
- Denetleme kurulunda minimum 3 bağımsız üye yer almalıdır.
- Ücretlendirme komitesinin büyük bölümü bağımsız üyelere oluşturulmalıdır.
- Bağımsız üyeler yönetim kurulunca seçilmelidir.

Cadbury Komitesi'nin ardından 1995 yılında Sir Richard Greenbury önderliğinde bir Greenbury Komitesi oluşturulmuştur. Greenbury Komitesi tarafından ortaya konan raporun üzerinde durduğu temel hususlar; hesap verilebilirlik, sorumluluk, tam açıklama, yönetici ile pay sahiplerinin çıkarlarının eşitlenmesi ve gelişmiş işletme performansının tesis edilmesidir. Söz konusu komite, İngiltere'de faaliyette bulunan işletmelerin üst düzey yöneticilerinin maaşları ve diğer çıkarları hususunda yapılacak olan düzenlemeler üzerine çalışmalar yapmıştır (Doğan, 2007: 60). Cadbury Raporu'na benzer şekilde Greenbury Raporu da İngiltere mevzuatıyla ilgili herhangi bir değişiklik yapılmasını öngörmemekte, bunun yanı sıra her iki raporda da yöneticilerin işletmelerden elde ettikleri gelirlerin tespitinde görevli gelir komitelerinin bağımsız üyelere oluşması gerekmektedir. Buna ek olarak söz konusu rapor İngiltere'de faaliyet gösteren ve borsaya kote tüm işletmelerin pay sahiplerine yıllık bazda rapora uyum beyanı göstermelerini talep etmiştir (Döner, 2004 :18). Cadbury Raporu ve Greenbury Raporu daha sonra 1998 yılında "Combined Code" (Birleştirilmiş Kurallar) adı altında birleştirilerek yeniden düzenlenmiştir. Greenbury Raporu dört ana başlık altında toplanmaktadır. Bu başlıklar şu şekilde ifade edilebilir (Directors Remuneration, 1995: 3):

- Yöneticilerin sağladıkları gelirler ve bu hususa ilişkin pay sahiplerinin olur vermesinin gerekliliğine ilişkin aleniyet düzeyi,
- Yöneticilerin gelirlerinin tespitinde tercih edilecek ücret politikaları,
- Genel müdür ve diğer üst düzey yöneticilerin gelirlerini düzenlemede gelir komitesinin üstlendiği rol,

- Yeterli düzeyde olmayan (kötü) performans neticesinde işten çıkarılan yöneticilere ödenecek olan tazminata yönelik kontratların düzenlenmesine önderlik etmek.

Cadbury ve Greenbury raporlarının ardından 1998 yılında Sir Ronald Hampel önderliğinde hazırlanan Hampel Raporu ise Cadbury prensiplerinin revize edilmesi, karara bağlanmamış olan Greenbury sorunlarının ele alınması ve İngiltere'deki en iyi uygulama kaidelerine yönelik karmaşıklığı sonuca bağlamak amaçlarıyla bütüncül bir yaklaşım sergilenerek oluşturulmuştur. Söz konusu rapor bu nedenle Cadbury raporunun devamı niteliğinde kabul edildiği için Cadbury-II olarak da isimlendirilmiştir (Kahraman, 2008: 28).

Cadbury raporu ile kıyaslandığında Hampel raporu iş dünyasında aktif rol alan bireylerce hazırlanmıştır. Hampel raporunun ilk bölümü işletmelerin kaideleri nasıl uygulamaya koyduklarına ilişkin bildirim yapma yükümlülüğünü ifade etmektedir. Raporun ikinci bölümü ise işletmelerin kaidelerin bazılarında uymamaları durumunda bunun nedenini açıklamalarının gerekli olduğunu belirtmektedir (Döner, 2004: 18). Bu doğrultuda Hampel Raporu'nun işletmelere önerileri şu şekilde ifade edilmektedir: (Hampel Raporu, 1998: 57-64):

- Kurumsal yönetim uygulamalarına işletmelerin nasıl uyum gösterdikleri ile ilgili yıllık raporlar yayınlamaları önerilmektedir.
- Cadbury ve Greenbury raporlarında yapılan çalışmalar ve Hampel Komitesi'nin kendi yayınladığı raporların Londra Menkul Kıymetler Borsası'nca kote edilecek işletmeler için uygulamaları gereken düzenlemeler arasına alınması önerilmektedir.
- Yönetim kurulunda görev alan/almayan yöneticilerin yasalar önünde eşit haklara haiz olması gerektiği önerilmektedir.
- Yönetim kurullarının, işletmelerin çıkarları ile ilgili hususlarda yetkinliğe haiz olan üst düzey yöneticileri görevlendirmesi önerilmektedir.
- Yönetim kurullarının, kendisinin ve yöneticilerin performanslarını değerlendirecek düzenlemeler ve uygulamalar ortaya koyması önerilmektedir.

- Yöneticilerin ücretleri ile ilgili olarak işletme içi kıyaslamalar ve işletme içi anketler yapılması önerilmektedir.
- Yönetim kurulu üyelerinin sözleşmelerinin 1 yıl ile sınırlandırılması önerilmektedir.
- Yönetim kurullarının kendi içinde bağımsız üyelere haiz olan bir ücretlendirme komitesi oluşturması önerilmektedir.
- Her şirketin kendi içerisinde 2/3'ü bağımsız olan ve minimum 3 adet yönetici olmayan üyeden oluşan bir denetim komitesi oluşturması önerilmektedir.

2002 yılında kurumsal yönetim ile ilgili olarak Paul Sarbanes ve Michael Oxley önderliğinde toplanan bir kurul tarafından Sarbanes-Oxley Yasası adı altında bir düzenleme ortaya konmuştur. Bu düzenleme Amerika'da önemli işletme skandalları arasında sayılan Enron ve Worldcom skandallarının ardından oluşturulmuştur (Harshbarger ve Jois, 2007: 3). Sarbanes ve Oxley önderliğinde toplanan kurul bu yasal düzenlemeyi, işletmelerin sermaye piyasası mevzuatına uyumlu olmasını ve kamuoyuna yönelik bilgilendirmelerin güvenilir ve doğru bir biçimde yapılarak yatırımcıların korunmasını esas alarak hazırlamıştır (Sarbanes ve Oxley, 2002: 1). Bu amaçlar doğrultusunda Sarbanes-Oxley Yasası; yönetim kurulu, genel müdür, iç denetim ve kontrol ile işletmelerin yönetim yapısına ilişkin düzenlemeler içermektedir (Kayacan, 2006: 81). Söz konusu yasada yer alan düzenlemelerin emredici hükümler içermesi, işletmelerinde kendi örgüt yapısı içinde bulunan denetim mekanizmasını ve yönetim yapısını etkin hale getirmesine katkıda bulunmuştur. Sarbanes-Oxley Yasası'nın kurumsal yönetim alanında getirdiği değişiklikler şu şekildedir (Mitchell, 2003: 1189-1190; Güngör, 2003: 11):

- Denetim yapanlar, analistler ve avukatlar dahil işletme dışında yer alan tüm kontrol mekanizmaları işletmenin iç yönetim sistemi ile eşgüdümlü hale getirilmiş, denetimin bağımsızlığının ve şeffaflığının sağlanması amaç edinilmiştir.
- Finansal raporlama ile ilgili yeni düzenlemeler getirilmiştir.

- İşletmenin CEO'sunun ve denetim komitesinin yasal statüsü ve kurumsal yönetimdeki yetkileri büyük ölçüde artırılmıştır.
- Kurumsal yönetimle ilgili hususlarda cezai düzenlemeler getirilmiştir.
- Halka açık işletmeler için muhasebe gözetim kurulu kurulmuştur.
- Kurumsal yönetimin iç hukuki düzenlemelerinin ciddi bir bölümünü kamunun kontrolüne vererek işletmenin CEO'su ve denetim kurulunun çıkar çatışmalarıyla ilgili sınırlamalar yeniden düzenlenmiştir.
- Denetim komitelerinin görev ve bağımsızlıkları artırılmıştır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 1998 yılında hükümetler, ilgili uluslararası kuruluşlar ve özel sektör temsilcileriyle beraber yapılan OECD Konsey Toplantısı neticesinde bütüncül bir yaklaşım çerçevesinde oluşturulmuştur. Söz konusu ilkeler ile; OECD'ye üye olan ve olmayan hükümetlere yönelik olarak kendi ülkelerinde kurumsal yönetimle alakalı hukuki, kurumsal ve düzenleyici kapsamı değerlendirmede ve geliştirmede katkıda bulunulması hedeflenmiştir (TKYD, 2005: 8-10).

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri; borsalara, yatırımcılara, ilgili kuruluşlara ve işletmelere iyi bir kurumsal yönetim anlayışının tesis edilmesinde yol gösterici nitelikte olup, söz konusu ilkelerin OECD'ye üye olan veya olmayan ülkelere ilişkin herhangi bir bağlayıcılığı bulunmamaktadır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, Mali İstikrar Forumu (FSF- Financial Stability Forum) için en iyi sağlıklı finansal sistem uygulamaları arasında yer almaktadır (Pirgaip, 2003: 7). Söz konusu ilkeler Rusya ve Almanya gibi pek çok ülkede kurumsal yönetime ilişkin perspektifin temelini ihtiva etmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 18).

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri aşağıdaki başlıklar altında toplanmıştır (TKYD, 2005: 11):

- Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi,
- Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri,
- Hissedarların Adil Muamele Görmesi,
- Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü,

- Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık,
- Yönetim Kurulunun Sorumlulukları.

ABD ve İngiltere gibi ülkelerde ortaya konan kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerin yanı sıra Avrupa Birliği ülkelerinde faaliyet gösteren işletmeler için de çalışmalar yürütülmüştür. Avrupa Bakanlar Konseyi bünyesinde kurulan “Şirketler Hukuku Uzmanları Çalışma Grubu” önderliğinde yürütülen çalışmalar Sarbanes-Oxley Yasası’ni temel alarak oluşturulmuştur. Söz konusu çalışma grubu 2002 yılında “Avrupa’da Şirket Kanunu için Modern Düzenleyici Çerçeve Hakkında Rapor” isimli bir çalışma hazırlayarak Avrupa Komisyonu’na sunmuş ve bu raporda işletmelerin kurumsal yönetime ilişkin geleceğine dair önerilerde bulunmuştur (Erdönmez, 2003: 26). Daha sonra Avrupa Birliği Komisyonu tarafından 2003 yılında yayınlanan “AB’de Şirketler Hukukunu Modernleştirme ve Kurumsal Yönetimi Geliştirme: İleriye Yönelik Hareket Planı” isimli rapor ve 2006 yıllarında yayınlanan “Yıllık ve Birleşik Hesapların Denetimine ilişkin Yönerge” ile kurumsal yönetim alanında Avrupa Birliği ülkeleri için önemli aşamalar kaydedilmiştir (Kibar, 2008: 3).

#### **1.1.4. Kurumsal Yönetimin Amacı ve Önemi**

Kurumsal yönetim anlayışı günümüzün iş dünyasında gerek özel gerekse kamu sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin işleyiş süreçleri, politika ve prosedürleri açısından büyük önem arz etmektedir. Öyle ki geçtiğimiz yüzyılda yaşanan işletme skandalları, finansal krizler, uluslararası sermaye hareketlerinin ve globalleşmenin hız kazanması, şirket birleşme ve satın almaları, özelleştirmeler, ülkelerin iktisadi açıdan birbirlerine olan bağımlılıklarının artması, kurumsal yatırımcıların ve bu alanda yapılan yatırımların artış göstermesi, sermaye piyasaları arasındaki yoğun rekabet, şirket ortaklarının içerisinde bulunduğu rekabetin koşullarında yaşanan değişimler kurumsal yönetimin önem kazanmasında tetikleyici birer unsur olmuştur (Şehirli 1999; Baskıcı, 2012; Özilhan, 2002; Arı, 2008; Tekin, 2003; Aktan, 2006; Dinç ve Abdioğlu, 2009; Karayel ve Gök, 2009; Berezneak, 2007; Menteş, 2008; Karabıyık, 2011; Doğan, 2007; Uyar, 2004; Becht vd., 2002; Ömür, 2010). Bu amaçla gerek uluslararası kuruluşlar

gerekse hükümetler ve özel sektör temsilcileri bir araya gelerek pek çok çalışma, ilke ve hukuki düzenleme ortaya koymuşlardır.

Kurumsal yönetim perspektifinin temelinde yatan unsurlar; ahlaki ve etik davranışları teşvik etmek, şirket imajını ve itibarını geliştirmek, işletmeler tarafından yürütülen işlemlerin hukuki uygunluğunu tesis etmek, şirketleri daha etkin ve verimli hale getirmek, olası krizlere ve risk unsurlarına karşı önlem almak ve bu riskleri minimize edici uygulamalar ortaya koymaktır. Kurumsal yönetimin bu temel unsurları; işletme performansını yükseltmek, işletme ile yatırımcı ve diğer paydaşların çıkar ve talepleri arasında uyum tesis etmek amacını gütmektedir (Willis, 2005; Charles, 2001). Bir diğer ifadeyle kurumsal yönetim; kamu kurumları, pay sahipleri, müşteriler, iş görenler ve kreditorler nezdinde işletmelerin mümkün olduğunca şeffaf davranması ve paydaşlarıyla doğru bilgileri paylaşması ile olası usulsüzlüklerin önüne geçilmesinin sağlanması amacını taşımaktadır (Meydan ve Basım, 2007: 49; Arkun, 2011: 34). Bu doğrultuda kurumsal yönetim anlayışının temel amaçları şu şekilde özetlenebilir (Aktan, 2006: 7-8):

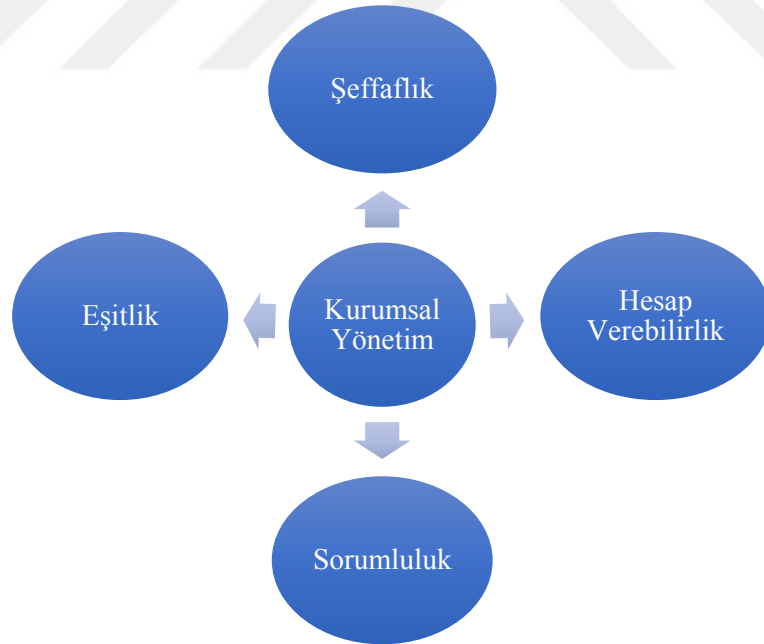
- İşletme üst yönetiminin haiz olduğu güç ve yetkilerin keyfi olarak kullanılmasının önlenmesi,
- Yatırımcıların haklarının korunması,
- İşletme hissedarlarının eşit ve adil muamele görmesinin sağlanması,
- İşletmeyle doğrudan ilişkili olan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve bu hakların güvence altına alınması,
- İşletme faaliyetleri ve mali durumuyla ilgili olarak bilgilerin kamuoyu ile paylaşılması ve bu sayede şeffaflığın tesis edilmesi,
- İşletmenin yönetim kurulunun sorumluluklarının açık ve net bir şekilde ortaya konması,
- İşletme üst yönetiminin aldığı kararlar ve uygulamaları vasıtasıyla pay sahiplerine ve paydaşlara hesap verme yükümlülüğünün sağlanması,
- Vekalet maliyetlerinin minimize edilmesi,
- İşletme kazançlarının pay sahiplerine ve diğer tüm menfaat sahiplerine olması gereken oranda dağıtılmasının sağlanması,



- Büyük pay sahiplerinin azınlık hisselerine el koymasının engellenmesi,
- Uzun dönemli kurumsal yatırımlar yapan yatırımcılara güven sağlanması ve sermaye maliyetlerinin minimize edilmesi, işletmenin pay senedi ihracıyla finansman kaynaklarına rahat bir şekilde erişmelerinin sağlanması,
- Risk üstlenen sermayedarlarla karar verici statüdeki profesyonellerin çıkar çatışmalarının kontrol altına alınarak kurallara bağlanması.

### 1.1.5. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri

Kurumsal yönetim ilkeleri OECD tarafından 1999 yılında ortaya konmuş olup, Türkiye’de kurumsal yönetimin ilkeleri SPK tarafından düzenlenmiştir. Kurumsal yönetimin ilkeleri Şekil.2’de görülebileceği gibi dört temel prensip altında ifade edilmektedir: SPK tarafından 2011 yılında son hali yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de yer alan söz konusu ilkeler; Sorumluluk İlkesi, Hesap Verebilirlik İlkesi, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi, Eşitlik (Adillik) İlkesi olarak sıralanmaktadır.



Şekil 2. Kurumsal Yönetim İlkeleri

**Kaynak:** Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, 2011. T.C. Resmî Gazete (Seri: IV, No: 56), 28158, 30/12/2011.

Kurumsal yönetimin ilkeleri arasında yer alan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi; bilginin erişilebilir ve somut olmasını, açık ve anlaşılabilir bir dille kamuoyuna aktarılmasını ifade etmektedir. SPK'nın 2011 yılında güncellemiş olduğu Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına Yönelik Tebliğ'de kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi ile ilgili olarak; "Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir ve düşük maliyetle kolay erişilebilir biçimde "Kamuyu Aydınlatma Platformu" (www.kap.gov.tr) ve şirketin internet sitesinde kamunun kullanımına sunulur. Ayrıca, Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun "e-YÖNET: Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı" da şirket ortaklarının doğrudan ve etkin olarak bilgilendirilmesi için kullanılır." ifadesi yer almaktadır.

Şeffaflık ilkesi piyasanın bir bütün olarak varlığını idame ettirebilmesi açısından büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle şeffaflık ilkesi bilhassa işletmelerin bağımsız denetimi ve düzenleyici kurullara ilan etmek durumunda oldukları açıklamalarda etkin sermaye piyasalarının mihenk taşı oluştururken, öte yandan yatırımcıların görüşlerine ve yöneticilerin aldıkları kararlara dayanak teşkil etmektedir (Özilhan, 2003: 2). Buna ek olarak şeffaflık ile kamunun zamanında ve yeterli bilgiye erişmesi sağlanarak, ortaklıkların mali durumları, performansları, sermaye yapıları ve idari yapılarıyla ilgili fikir edinmesi amaçlanmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 29).

Kurumsal yönetim ilkelerinden bir diğeri olan *Hesap Verebilirlik İlkesi*, yönetim kurulu üyelerinin işletmenin tüzel kişiliğine ve pay sahiplerine yönelik hesap verme sorumluluğunu ifade etmektedir. Hesap verebilirlik ilkesinin temel amacı; bu sorumluluğun yerine getirilmesini tesis etmektir (SPK, 2005). Hesap verebilirlik ilkesi pay sahipleri başta olmak üzere şirketlerin tüm paydaşlarına işletme yönetimince alınan kararların ve uygulamaya konan faaliyetlerin sorgulanabilmesi yetkisini tahsis etmektedir (Kebeci, 2011: 79). Bu doğrultuda hesap verebilirlik ilkesi, şirket yöneticilerinin ve iş görenlerin aldıkları ve/veya uyguladıkları kararların nedenlerinin ortaya koyabilmelerini ve doğacak sonuçlardan mesul olduklarını ifade etmektedir.

Kurumsal yönetim prensipleri arasında yer alan *Sorumluluk İlkesi*, SPK (2005) tarafından yapılan tanıma göre “şirket yönetiminin şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini” içermektedir. Bu doğrultuda sorumluluk ilkesi işletmenin tüm faaliyetlerinin ilgili yasal mevzuata, sosyal ve ahlaki değerlere uygun olması anlamına gelmektedir (Uyar, 2004: 164). Sorumluluk ilkesi çerçevesinde işletmenin yönetim kuruluna düşen temel görev, genel kurulun 3. kişileri, toplumu ve çevreyi etkileyebilecek kararlarda duyarlı olmak ve sorumluluk anlayışının benimsenmesini sağlamaktır (Pelenk, 2008: 8).

Kurumsal yönetim ilkelerinin sonuncusu olan *Eşitlik (Adillik) İlkesi*, işletme yönetiminin tüm faaliyetlerinde menfaat sahiplerine yönelik adil ve eşit davranması ile olası çıkar çatışmalarını engelleme anlamına gelmektedir. Bu tanımda adı geçen menfaat sahipleri; işletmede çalışan iş görenler, hisse sahipleri, alacaklılar, müşteriler, sendikalar, tedarikçiler, sivil toplum kuruluşları ve işletmeye yatırım yapmayı düşünen potansiyel yatırımcıları ifade etmektedir (SPK, 2005). Eşitlik ilkesi, işletme yönetiminin tüm pay sahiplerine ve diğer paydaşlarına yönelik eşit davranmasını ve bu doğrultuda pay sahiplerinin haklarının korunmasını ifade etmektedir. Söz konusu ilke aynı zamanda işletmede çalışan tüm iş görenlerin haklarına karşı da adil ve eşit davranmayı gerektirmektedir. İşletme bu doğrultuda iş görenlerine ilişkin süreçler olan terfi, ödüllendirme, ücret ve iş güvenliği süreçlerinde iş görenler arasında ayırım yapmaksızın her birine eşit ve adil davranmalıdır (Sönmez ve Toksoy, 2011: 64).

Kurumsal yönetim ilkelerinin en başarılı şekilde uygulandığı ülkeler; ABD başta olmak üzere İngiltere, Almanya, Fransa, Japonya, Hollanda ve Asya ülkeleridir. Gelişmiş ülke statüsünde olan ülkeler de dahil birçok ülke kurumsal yönetim perspektifine yönelik ilke ve uygulamalar ortaya koymaktadır. Bu ülkelerden Almanya kurumsal yönetim prensiplerini kanuni hükümlere bağlayarak uygulanmasını zorunlu kılmış, Japonya ise şirketler hukukunu revize ederek güncellemiş, Rusya ise kurumsal yönetime ilişkin ilkelerini kamu ile paylaşmıştır (Yıldız, 2015: 6-7).

## **1.2.Kurumsal Yönetim Kavramına İlişkin Teorik Çerçeve**

Kurumsal yönetim kavramını şekillendiren teorik alt yapı literatürde yer alan pek çok çalışmada farklı kuramlara yer verilerek ortaya konmuştur. Kurumsal yönetim olgusu birkaç çalışmada (Yıldırım, 2007; Serinkaya, 2008) mülkiyet kapitalizmi, idari kapitalizm, hissedar kapitalizmi ve paydaş kapitalizmi olmak üzere dört başlık altında incelse de alan yazında yer alan çalışmaların çoğunluğunda; paydaş teorisi, vekalet teorisi, temsil teorisi ve kaynak tabanlı yaklaşım çerçevesinde ele alınmış olup, çalışmanın bu bölümünde teorik çerçeve kapsamında Vekalet Teorisi, Paydaş Teorisi, Temsil Teorisi, Yönetsel Egemenlik Teorisi, Miyop Piyasa Teorisi, İşlem Maliyetleri Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Yaklaşımına yer verilmiştir.

### **1.2.1. Vekalet Teorisi**

Vekalet Teorisi, kurumsal yönetimin temellerinin atılmasında önemli bir rol oynamakta olup, ilk olarak Ross (1973) tarafından işletme sahipleri ve yöneticiler arasındaki ilişkiyi ifade etmek amacıyla ortaya konmuştur. Ross (1973: 134) söz konusu ilişkide işletme yöneticilerinin ve sahiplerinin çıkarlarının karşılıklı olarak maddi ve işletme değerinde artış şeklinde gerçekleşmesinin amaçlandığını dile getirmiş, ancak tarafların çıkarlarının çatışması ve işletme yöneticilerinin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmek istemeleri nedeniyle işletme çıkarlarının ikinci planda kaldığını vurgulamıştır.

Jensen ve Meckling'in 1976 yılında yayınlanan makalesi vekalet teorisi ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi açıklayan en çok atıf alan çalışmalardan birisidir. Jensen ve Meckling (1976) çalışmasında, şirket yönetiminde oluşan problemin, şirket sahipliği ve yönetimin ayrışması gibi çıkarları farklı olan tarafların oluşması nedeniyle oluştuğunu belirtmiştir. Yazar tarafından farklı çıkarları olan bu taraflar; hissedarlar, şirket yönetimi ve kredi verenler olarak tanımlanmıştır. Şirket ortakları/hissedarlarının asil olarak tanımlandığı bir ilişkide vekalet ilişkisi, asillerin bir sözleşmeye bağlı olarak vekillerine karar verme ve bu kararlarının sorumluluğu alma yetkisini vermesi şeklinde açıklanmıştır. Dolayısıyla asiller, vekillere bir sözleşme karşılığında yetki vermekte ve ücret ödemekte ve kendilerini en iyi şekilde temsil etmesini beklemektedir. İlk olarak

Jensen ve Mecking'in (1976: 6) sınıflandırdığı, daha sonra diğer araştırmacıların üzerinde çalıştığı vekalet maliyetleri aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır:

- **Gözetim maliyetleri (Monitoring costs):** Bu tür maliyetler ile sadece asil olarak tanımlanan kişinin vekil/vekillerin gözetiminde harcadığı kaynaklar kastedilmemiş olup, bütçe kısıtlamaları, tazminat politikaları, çalışma kuralları gibi diğer kontrol mekanizmaları da kastedilmemiştir.
- **Bağlama maliyetleri (Bonding costs):** Asilin vekilin/vekillerin kaynaklarını genişlettiği durumlarda oluşmakta olup, bununla vekilin/vekillerin asilin aleyhine hareket etmemesi amaçlanmaktadır.
- **Artık maliyetler (Residual costs):** Vekilin/vekillerin asilin çıkarları aleyhine hareket etmesinden kaynaklanan maliyetlerdir.

Vekalet teorisinin temel varsayımları şu şekilde özetlenebilir (Ataman, 2001: 192-193):

- İşletme yöneticilerinin ve sahiplerinin farklı amaçlara haiz olması,
- İşletmede bağımsız bir yönetim kurulunun olmasının işletmenin finansal başarısını artırma bakımından büyük önem arz etmesi,
- İşletme yöneticilerinin devamlı olarak izlenememesi sorunu,
- İşletme yöneticileri ile işletme sahipleri arasındaki çıkar çatışmasını minimize edecek mekanizmalardan faydalanılması,
- İşletmede yetki devrinin minimuma indirilmesi gerekliliği.

### 1.2.2. Paydaş Teorisi

İşletmeler her geçen gün değişen koşulların ve açık sistem yaklaşımının etkisiyle artık yalnızca pay sahiplerine karşı değil toplumun diğer pek çok kesimine karşı da sorumluluk bilinciyle hareket etme gereksinimi içerisine girmişlerdir (Feizizadeh, 2012: 3357). İşletmelerin bu değişen sorumluluk mekanizmasını açıklamak amacıyla paydaş kavramının açıklanması gereği doğmuş ve Paydaş Teorisi ortaya konmuştur.

Paydaş kavramı ilk kez 1960'lı yıllarda Standford Araştırma Enstitüsü tarafından yapılan çalışmalar neticesinde ortaya konmuş, daha sonra ise Ansoff ve Steward tarafından geliştirilmiştir (Tuzcu, 2004: 45). Paydaş kavramı; bir işletmenin müşterilerinin, işletmede çalışan iş görenlerin, işletmenin hissedarlarının ve ortaklarının, işletmeye yatırım yapan yatırımcıların, tedarikçilerin, dağıtıcıların, kamu kuruluşlarının, yerel kuruluşların, sivil toplum kuruluşlarının ve medya kuruluşlarının her birini çevreleyen geniş bir olgudur. Freeman ve Reed (1983: 91) tarafından yapılan bir başka tanıma göre ise paydaş kavramı geniş anlamda; “işletmenin amaçlarına ulaşmasına etki edebilecek veya işletmenin amaçlarına ulaşmasından etkilenebilecek taraflar”, dar anlamda ise “işletmenin varlığını idame ettirebilmesi için bağlı olduğu topluluklar” olarak tanımlanmıştır. İşletmenin söz konusu bu paydaşları ile olan ilişkilerini etkin ve verimli bir şekilde yönetmesi ise paydaş yönetiminin temelini oluşturmaktadır (Arslan ve Berkman, 2009: 27).

Paydaş Teorisini oluşturan esas noktanın işletmelerin toplum üzerindeki etkilerinin yaygınlaşarak pay sahipleri dışında da geniş bir gruba karşı hesap verme sorumluluğu taşımaları olduğu ifade edilebilir (Solomon ve Solomon, 2004: 24). İşletmelerin paydaşları ile olan ilişkilerine örnek olarak; işletmelere beşerî sermayelerini ve buna ek olarak ev, eşin istihdam edilmesi, okullar ve beşerî ilişkiler gibi iş dışı sermayelerini vakfeden yöneticilerin ve iş görenlerin refahını tesis etmek, işletmenin iflası nedeniyle zarara uğrayan toplumun refahını tesis etmek, etik anlayış çerçevesinde iş görenlere rüşvet verilmesine karşı durmak, çevresel bilinçle çevrenin kirlenmesini önlemeye yönelik aktif rol almak vb. verilebilir (Tirole, 2001: 24).

Yukarıda verilen örneklerden hareketle işletmelerin tüm paydaşlarına yönelik birbirinden farklı ve önemli sorumlulukları olduğu görülmektedir. İşletmeler kurumsal yönetim uygulamalarını etkin ve verimli bir şekilde ortaya koyabilmek ve başarılı sonuçlar elde edebilmek için, paydaşları ile olan ilişkilerinde bu sorumlulukları mümkün olan en iyi şekilde yerine getirmeye gayret etmektedirler. Bu yaklaşımı çerçevesinde işletmenin misyonu tüm paydaşlarının çıkarlarına ve amaçlarına hizmet edecek şekilde hazırlanmalı ve işletme stratejileri de bu doğrultuda belirlenmelidir (Ülgen ve Mirze, 2004: 425).

## **Temsil Teorisi**

Kurumsal yönetim uygulamalarının temelini oluşturan yaklaşımlardan bir diğeri ise Temsil Teorisidir. Vekalet Teorisinin aksine Temsil Teorisinde iki çıkar grubu arasındaki çatışmalar yerine tarafların ortak amaçlar doğrultusunda birlikte hareket etmeleri durumu söz konusudur. İşletme yöneticisinin farklı çıkar grupları ile birlikte hareket etme amacının temelinde yatan unsurlar; en iyi şekilde performans sergileme, başarılı olma, zorluklarla başa çıkma, yaptığı işlerde yetki ve sorumluluk sahibi olma ve kuşkusuz tüm bunların karşılığında ise takdir görme vb. beklentiler olarak sıralanmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 43-44).

Bir işletmenin yöneticileri ve pay sahipleri arasındaki ilişkide işletmenin pay sahipleri, işletmeyi yönetmekle yükümlü olmadıkları için işletmenin yönetimini yöneticilere bırakmaktadır. Vekalet Teorisine göre bu aşamada yöneticiler işletmeyi yönetirken işletmenin çıkarları yerine kendi çıkarları doğrultusunda hareket ederek yönetim faaliyetini sürdürmektedir. Bu durumda pay sahiplerinin kendi çıkarlarını maksimize edecek şekilde yöneticilerin kontrol ve gözetimini gerçekleştirmesi ve işletmede bu mekanizmaları inşa etmesi gerekmektedir.

Donaldson ve Davis (1991) tarafından ortaya konan Temsil Teorisine göre işletme yöneticileri, işletmenin pay sahiplerinin çıkarlarını da en iyi şekilde temsil etmekle yükümlüdürler. İşletme yöneticilerinin kendi çıkarlarının iş birliği ile sağlanabileceği düşüncesinden hareketle işletmenin pay sahiplerinin çıkarlarını maksimize etmeyi amaçlaması gerekliliğini ortaya koyan bu teoriye göre işletme yöneticileri ve işletmenin başarısı arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu doğrultuda yazarlara göre Temsil Teorisi, Vekalet Teorisi ile karşılaştırıldığında yukarı yönlü fırsatları maksimize etmeyi amaçlarken, Vekalet Teorisi aşağı yönlü riskleri minimize etmeyi hedeflemektedir.

### **1.2.3. Yönetmel Egemenlik Teorisi**

Yönetmel Egemenlik Teorisi, işletmenin yönetim kurulunu işletmenin yasal bir yönetim organı gibi nitelendiren fakat üst düzey yöneticilerin baskısı altında olduğunu vurgulayan bir yaklaşım olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda söz konusu teori,

yönetim kurulunda görev alan iş görenlerin işletmedeki görevlerini ifa ederken yaşadıkları sorunlarla ilgili olarak kurumsal yönetim uygulamalarına ışık tutabilecek teorik alt yapılardan biri olarak nitelendirilebilir (Yasan, 2016: 33-34).

Yönetsel Egemenlik Teorisi, işletmenin yönetim kurulunun hisse sahiplerince kendisine yöneltilen yetkinin üst düzey yöneticiler tarafından baskı altına alınarak kullanılması durumuna vurgu yaparak bu nedenle işletmenin yönetim kurulunun işlevsiz hale geldiğini ileri sürmektedir. Söz konusu teoriye göre; üst düzey yöneticilere bağımlı hale gelen yönetim kurulu, üzerinde kurulan baskı ve hakimiyet nedeniyle işletmenin pay sahiplerinin çıkarlarını koruyamamakta ve yalnızca üst düzey yöneticilerin onay verdiği hususlarla ilgili uygulamalar yapan bir kurul haline gelmektedir (Çakalı, 2008: 23-24).

#### **1.2.4. Miyop Piyasa Teorisi**

Miyop Piyasa Teorisi, işletme yöneticilerinin hisselerin piyasa değerinin yükselmesini sağlayacak kısa dönemli işlemlere odaklanması neticesinde pay sahiplerinin uzun dönemli refahlarını yükseltme olanağını kaybetmesi olarak açıklanmaktadır. İşletme yöneticilerinin kısa vadeli bakış açısının temelinde ise kendi performanslarını yüksek göstererek hızlı sonuç elde etme ve kısa vadede yüksek kazanç elde eden işlemlere yönelme eğilimi bulunmaktadır (Alp ve Kılıç, 2014: 45-46).

Miyop Piyasa Teorisi'nde işletme yöneticilerinin kısa vadeli perspektiflerinin göz rahatsızlıklarından olan miyop veya yakını görememe rahatsızlığına benzetildiği görülmektedir. Bu teoriye göre işletme yöneticilerinin kısa vadede yüksek kazanç elde etme odaklı bu bakış açısı, işletme yöneticilerinin uzun vadede sağlıklı kararlar alamamalarına ve pay sahiplerinin hisse değerlerinin ve çıkarlarının olumsuz yönde etkilenmesine neden olabilmektedir.

#### **1.2.5. İşlem Maliyetleri Teorisi**

İlk kez R. Coase (1937: 386-405) tarafından "İşletmelerin Doğası" adlı makalede yer verilen İşlem Maliyetleri Teorisi, bir işletmenin varoluş sebebini ve iktisadi faaliyetin



örgütlenmesinde etkili olan faktörleri ele alan ve işletmelerin kaynaklara ulaşmada önlerine çıkan piyasa mekanizmasını kullanma maliyetlerini inceleyen bir kuramdır.

1975 yılında Oliver E. Williamson tarafından “Piyasalar ve Hiyerarşiler” ve “Kapitalizmin Ekonomik Kuruluşları” isimli eserlerinde ve pek çok makalesinde yer verilen İşlem Maliyetleri Teorisine göre; işletmelerin, çevresel belirsizliklerin artmasına ve beklenmeyen durumların meydana gelme sıklığının yükselmesine bağlı olarak söz konusu koşullara uyum sağlamada yaşadıkları zorlukların işlem maliyetlerini artırdığı üzerinde durulmaktadır. Söz konusu işlem maliyetleri, piyasadaki talep belirsizliği ve teknolojik değişimler ve diğer çok sayıda farklı çevresel koşuldan etkilenecek ortaya çıkabilmektedir (Williamson, 1981: 568-569). Bu bilgilerden hareketle İşlem Maliyetleri Teorisinin yönetim kavramı ve işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları için temel teşkil edebilecek nitelikte bir yaklaşım olduğu söylenebilir.

#### **1.2.6. Kaynak Bağımlılığı Teorisi**

Pfeffer ve Salancik (1978) tarafından işletmelerin çevresel risk ve belirsizliklerle olan ilişkilerini ele almak ve işletmeyi bu koşullar çerçevesinde yeniden tanımlamak amacıyla ortaya konan ve kurumsal yönetim uygulamalarının temelini oluşturmaya katkı sunan teorik yaklaşımlardan biri olan Kaynak Bağımlılığı Teorisi, işletmeler tarafından gereksinim duyulan kaynaklara erişimde işletmenin yönetim kurulunun rolüne ve önemine vurgu yapmaktadır (Hillman, 2005: 465).

Kaynak Bağımlılığı Teorisi, işletmelerin yönetim kurullarının dışa bağımlılıklarını, çevresel koşullardaki belirsizliği ve işletmelerin çevreyle olan ilişkilerinden kaynaklı işlem maliyetlerini yönetmeyi hedefleyen bir yaklaşım sergilemektedir. Bu perspektiften bakıldığında dışa bağımlı olan bir işletmenin yönetim kurulunda yer alan üyelerin uzmanlık alanları ve bilgi birikimleri, işletmenin dış paydaşlarla olan ilişkilerinde karar verici bir rol üstlenmektedir. Bu doğrultuda işletmenin dış kaynaklara ulaşmasında ve bu kaynaklara erişiminin süreklilik arz etmesinde yönetim kuruluna büyük görevler düşmektedir (Boyd, 1990; Hillman ve ark., 2000; Pfeffer ve Salancik, 1978).

### **1.3.Kurumsal Yönetim Sistemleri**

Literatürde kurumsal yönetim sistemleri çoğunlukla Amerikan (Anglo Sakson) Kurumsal Yönetim Sistemi ve Alman (Kıta Avrupası) Kurumsal Yönetim Sistemi olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Bazı çalışmalarda ise kurumsal yönetim sistemlerinin; Amerikan (Anglo Sakson) Kurumsal Yönetim Sistemi, Alman (Kıta Avrupası) Kurumsal Yönetim Sistemi, Latin Kurumsal Yönetim Sistemi ve Japon Kurumsal Yönetim Sistemi olmak üzere dört başlık altında sınıflandırıldığı da görülmektedir (Weimer ve Pape, 1999). Bu çalışmada da kurumsal yönetim sistemlerine Amerikan (Anglo Sakson) Kurumsal Yönetim Sistemi ve Alman (Kıta Avrupası) olmak üzere iki başlık altında yer verilmiştir.

#### **1.3.1. Amerikan (Anglo Sakson) Kurumsal Yönetim Sistemi**

Amerikan veya bir diğer adıyla Anglo Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi, ekonomide pay senedi ile ilgili işlemlerin ağırlıklı olarak gerçekleştirildiği ülkelerdeki kurumsal yönetim sistemidir (Şehirli, 1999: 8). A.B.D. başta olmak üzere Anglo Sakson hukuk sisteminin geçerli olduğu ülkeler; Avustralya, Güney Afrika, Hindistan, Hong Kong, İngiltere, İrlanda, İsrail, Kanada, Kenya, Malezya, Nijerya, Pakistan, Singapur, Sri Lanka, Tayland, Yeni Zelanda ve Zimbabwe'dir (La Porta ve diğerleri, 1998: 1113-1155). Anglo Sakson kurumsal yönetim sisteminin özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Cernat, 2004: 147-166; Ercan ve Ban, 2005: 11; Gönenç, 1996: 158, Griffin, 1996: 221; Ireland, 1999: 51-64; Paslı, 2004: 37-44; Tuna, 2008; Tuzcu, 2003: 8-9; Ülgen ve Mirze, 2004: 423-435):

- Anglo Sakson kurumsal yönetim sisteminde pay sahiplerinin çıkarlarına ve amaçlarına hizmet eden bir anlayış hakimdir. Bu sebeple işletme yöneticileri alacakları kararlarla ilgili piyasa baskısı duymakta ve hissedarların çıkarlarına dayalı hareket etmeye zorlanmaktadır.
- Anglo Sakson kurumsal yönetim sisteminde pay sahipleri gibi değer yaratan diğer menfaat sahiplerinin de çıkarları ve amaçları korunmaktadır.
- İş kültürünü temel alan bir sistemdir.

- Kısa vadeli ve merkezci bir perspektif hakimdir. Sermaye piyasalarına ilişkin merkezi otoriteler tarafından ortaya konan kurallar, genel olarak kamuyu aydınlatmaya yönelik düzenlenmiştir.
- Pay sahipleri ve işletme yöneticileri arasında bir güven tesis edilmesi amaçlanarak “bireysel çıkarlar ve dağıtılmış piyasalar kendi kurallarıyla hareket eder” fikrinden hareketle kurgulanmış bir sistemdir.
- Yönetim kurulları işletmenin küçük pay sahiplerine karşı hesap verme yükümlülüğü hususunda yetersiz kalmaktadır. Zira küçük pay sahipleri gözetim ve denetim mekanizmalarına yeteri kadar hâkim olamamaktadır.
- Kıta Avrupası hukuk sistemine kıyasla daha iyi korunmaktadır.

### **1.3.2. Alman (Kıta Avrupası) Kurumsal Yönetim Sistemi**

Alman veya bir diğer adıyla Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemi, ekonomide banka gibi finans kuruluşlarının egemenliğinde olan ve ortakların gözetiminin bankalarca yapıldığı ve paydaş odaklı bir kurumsal yönetim sistemidir (Şehirli 1999: 8). Kıta Avrupası hukuk sistemini benimseyen ülkeler kendi içerisinde Fransız (Arjantin, Belçika, Brezilya, Ekvator, Endonezya, Filipinler, Fransa, Hollanda, İspanya, İtalya, Kolombiya, Meksika, Mısır, Peru, Portekiz, Şili, Türkiye, Uruguay, Ürdün, Venezuela ve Yunanistan), Alman (Almanya, Avusturya, G. Kore, İsviçre, Japonya ve Tayvan) ile İskandinav (Danimarka, Finlandiya, İsveç ve Norveç) ülkeleri olmak üzere üç ayrı Kıta Avrupası hukuk sistemini benimsemektedirler (La Porta ve ark., 1998: 1113-1155). Kıta Avrupası kurumsal yönetim sisteminin özellikleri aşağıdaki gibi özetlenebilir (Cernat, 2004: 147-166; Paslı, 2004: 40-45; Tuzcu, 2003: 8,46):

- İşletme yöneticileri sadece pay sahiplerine karşı değil diğer tüm menfaat sahiplerine karşı sorumludur. Bu sistemde işletmelerin en önemli paydaşları ise, kurumsal düzeyde stratejik kararlarda temsilciler ve kurullar vasıtasıyla etkin rol üstlenen iş görenler olarak söylenebilir.
- Alman kurumsal yönetim sisteminde Yönetim Kurulu ve Denetim Komitesi olmak üzere iki kademeli bir yönetim kurulu sistemi mevcuttur.

- Avrupa’da pek çok ülkede faaliyet gösteren işletmelerde çalışanlar Denetim Kurulu üyelerini seçme ve aday gösterme ile ilgili süreçlerde hak sahibidir.
- Alman kurumsal yönetim sisteminde birçok ülkede işletmelerin mülkiyet yapılarında yoğunlukla büyük pay sahipleri ile birlikte küçük pay sahipleri de yer almaktadır. Bu sayede mevcut mülkiyet yapısına egemen hissedar grubunun bulunması kimi zaman işletme yönetiminin başarıya erişmesine imkân sağlamaktadır.
- Alman kurumsal yönetim sisteminin karar verme sürecinde rol oynayan kurumsal yönetim mekanizmaları; Yönetim Kurulu, pay sahipleri, Denetim Komitesi, işçi sendikası ve çeşitli çalışma kurullarıdır.

Kıta Avrupası kurumsal yönetim sistemi ile Anglo Sakson kurumsal yönetim sistemi arasındaki farklılıklar aşağıdaki tablo ile özetlenebilir:

**Tablo 1.** Kurumsal Yönetim Sistemleri Arasındaki Farklılıklar

<b>Farklılık Unsurları</b>	<b>Anglo Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi</b>	<b>Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemi</b>
<b>Yönelim</b>	Piyasa yönelimli (katılımcılar piyasa odaklı hareket etmektedir)	Ağ yönelimli (katılımcılar birbirleri ile bir ağ ilişkisi içerisindedir)
<b>İşletme Kavramı</b>	Aracı işletme	Kurumsal işletme
<b>Yönetim Kurulunun Yapısı</b>	Tek fonksiyonlu (Yönetim)	Çift Fonksiyonlu (Yönetim Kurulu ve Denetleme Komitesi)
<b>Önemli Menfaat Grupları</b>	Pay sahipleri	Bankalar ve iş görenler
<b>Menkul Kıymet Borsalarının Derecesi</b>	Yüksek	Orta-Yüksek
<b>Kontrol Mekanizmalarının Etkinliği</b>	Etkin	Etkin değil
<b>Sahiplik Yoğunluğu</b>	Düşük	Orta-Yüksek
<b>Performansa Dayalı Ödüllendirme Düzeyi</b>	Yüksek	Düşük
<b>Ekonomik İlişkilerin Vadesi</b>	Kısa vadeli	Uzun vadeli

**Kaynak:** Weimer & Pape, 1999: 153-154.

## **1.4.Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

Kurumsal yönetim sorunlarının çözümüne yönelik çalışmalar kurumsal yönetim mekanizmaları olarak nitelendirilmektedir (Ülgen ve Mirze, 2004: 430). Kurumsal yönetim mekanizmaları; içsel (işletme içi) ve dışsal (işletme dışı) yönetim mekanizmaları olmak üzere iki ayrı başlıkta incelenmektedir. Kurumsal yönetimin dışsal mekanizmaları; hukuki/yasal düzenlemeler, mal ve faktör piyasaları, sermaye piyasaları ve işletmenin kontrolüne ilişkin (satın alma ve birleşme) tehditler olarak sıralanabilir. Kurumsal yönetimin içsel mekanizmaları ise; yönetim kurulunun yapısı ve sorumlulukları, yönetim kurulu üyeliği, yöneticinin ücretlendirme/teşvik sistemleri ve güçlendirilmiş pay sahipliği başlıkları altında incelenebilir (Mulherin, 2005: 4-7; Kula, 2006: 34).

### **1.4.1. Kurumsal Yönetimin İçsel Mekanizmaları**

Bir işletmenin sermaye mülkiyetinin yapısı, o işletmenin sermayesini sağlayan kaynağın ve işletmede söz sahibinin kim olduğunu ortaya koymada kurumsal yönetim için oldukça önemli bir kriterdir (Gönenç, 2004: 158). Zira mülkiyet sahipliğinin görece daha yoğun olduğu işletmelerde, yöneticilerin aynı dönemde pay sahibi olma ihtimali daha yüksektir. Bu tür işletmelerde yönetim ve pay sahipliğinin birleşmesi durumu yöneticileri işletme karlılığını ön planda tutmaya yöneltmektedir. Buna karşın mülkiyet sahipliğinin daha az yoğun olduğu işletmelerde ise pay sahipliği yönetimden ayrılmaktadır. Bu tür işletmelerde profesyonel yöneticilerin işletmenin kaynaklarını daha etkin ve verimli kullanarak işletmenin hem varlıklarını hem de satışlarını maksimize etme ihtimalleri daha yüksek olacaktır. Bu nedenle büyük işletmelerin genellikle daha profesyonel yöneticiler tarafından yönetilerek daha az yoğun bir mülkiyet yapısına sahip oldukları söylenebilir (Önder, 2000: 52).

Yönetim kurulunun sorumlulukları ve yönetim kurulunun yapısı da kurumsal yönetimin içsel mekanizmaları arasında yer almaktadır. Zira yönetim kurulunun yapısı işletmenin belli bir kesiminden oluşuyorsa o işletmede hakimiyet ve söz sahibi o kesim olacaktır. İşletmelerde sermayenin görece daha yoğun olduğu ve hisselerin belli bir kesimin elinde bulunduğu durumlarda işletme söz konusu sermaye sahiplerinin hakimiyeti altında yönetilmektedir. Buna karşın işletmenin yönetim kurullarının

hakimiyet ve kontrol yetkisini ele geçirdiği ve sermayenin daha az yoğun olduğu işletmelerde ise yönetim kurulu işletmede egemen olabilmektedir. Bu gibi durumlarda yönetim kurulları, işletme üzerinde esas hak sahipleri olan hisse sahiplerinin ve birincil/ikincil paydaş gruplarının çıkarlarını değil, kendi çıkarlarını maksimize etme amacıyla işletmeyi yönetme eğilimine girmektedirler. İşletmenin yönetim kurulunun işletmede asıl söz sahibi olmasını ve hakimiyeti tek elde toplamasını önlemek ve esas hak sahiplerinin hakimiyeti ve kontrolü kaybetmemeleri için yönetim kurullarının, mutlak suretle kendileri tarafından seçilmesi, kendilerinin verdiği yetkiye dayanarak kurulması ve kendi çıkarlarına uygun bir şekilde yönetilmesi gerekmektedir (Ülgen ve Mirze, 2004: 431).

İşletme yöneticilerinin ücretlendirme ve teşvik sistemleri kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeridir. İşletmede pay sahipleri ve yöneticiler arasında ücret ve teşvik sistemleri ile ilgili bir denge sağlanması kurumsal yönetim uygulamalarının ve işletmenin örgütsel performansı açısından büyük önem arz etmektedir. Zira işletme yöneticilerinin sarf ettikleri çaba ile işletme pay sahiplerinin takdiri ne kadar birbiriyle örtüşürse, taraflar arasındaki çıkar çatışmaları da o kadar azalacaktır. Bu doğrultuda işletmelerde performansa dayalı ücretlendirme ve teşvik sistemlerinin adil bir şekilde uygulanması veya yöneticilere pay sahibi olma hakkı tanınması kurumsal yönetim sisteminin başarıya ulaşması için işletmelere önerilen uygulamalar arasında yer almaktadır (Weston ve diğerleri, 2005: 572).

Kurumsal yönetim mekanizmalarının kuşkusuz en önemli içsel mekanizmalarından birisi de güçlendirilmiş pay sahipliğidir. Sermayenin dağıtılmış olduğu işletmelerde çok sayıda pay sahibinin bir araya gelerek üst yönetimi kontrol altına alabilecek mekanizmaları yönlendirebilmeleri kolay olmamaktadır. Bu tür işletmelerde çoğunlukla işletmenin imkanlarını ve kaynaklarını elinde tutan üst düzey yönetim vekalet ilişkisi ile farklı pay sahiplerinin oylarını genel kurul toplantılarında temsil etmektedir. Bu durum ise işletmelerde demokratik olmayan bir temsilci seçimine yol açmaktadır. Sermayenin dağıtılmış pay sahipliği biçiminde yönetildiği durumlarda işletmelerin pay sahiplerinin genel kuruldan önce fiziki bir ortamda veya telekonferans vb. sistemler

aracılığıyla bir araya getirilmeleri ve uzlaşmaya varılarak temsilci seçimlerinin gerçekleştirilmesi önerilmektedir (Ülgen ve Mirze, 2004: 433-434).

#### **1.4.2. Kurumsal Yönetimin Dışsal Mekanizmaları**

İşletmenin kurumsal yönetimin dışsal mekanizmalarından birisi sermaye piyasasında oluşan birleşme ve satın alma tehditleridir. Öyle ki satın alma süreçlerinde satın alınan şirketin yöneticileri işten çıkarılma riski ile karşı karşıya kalabilmektedir. Bu durumun çözümü için işletmelere kendilerini uzun vadede sürdürülebilir bir rekabetçi üstünlük kazandıracak şekilde kendilerini güçlendirmeleri ve bu yönde satın alma ve birleşmelere gitmeleri önerilmektedir. Bu sayede işletme güçlendikçe sermaye piyasasında meydana gelebilecek tehditlerinden etkilenmeyecek ve üst yönetim de işinden olma riski ile karşı karşıya kalmayacaktır. Birleşme ve satın alma süreçlerinden etkilenmemek için işletme yöneticilerinin işletmeyi güçlendirici faaliyetlerde ve uygulamalarda bulunması bu açıdan büyük önem arz etmektedir (Ülgen ve Mirze, 2004: 434; Kula, 2006: 113).

İşletme dışı kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri ise yönetici emek pazarıdır. Bu pazarda başarılı olan yöneticiler her daim iş bulmakta ve kendilerine yönelik talebi artırmaktadırlar. Bu sebeple üst düzey yöneticiler işsizlik riskini minimize etmek için yönetici emek pazarında oluşacak talepleri her daim canlı tutma isteği içerisindeyler. Yönetici emek pazarındaki bu talebin en büyük belirleyicisi ise yöneticilerin geçmiş performanslarıdır. Bu doğrultuda yönetici emek pazarının, işletmenin üst düzey yönetimini faaliyet sonuçları bakımından kontrol altında tutabilen ve hisse sahipleri ile diğer çıkar gruplarının menfaatleri doğrultusunda uyumlu hareket edebilen etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır (Ülgen ve Mirze, 2004: 434). Burada belirtilmesi gereken bir husus ise bu dışsal mekanizmanın emekliliğine kısa bir süre kalmış ve gelir düzeyi yüksek olan yöneticiler için geçerli olmamasıdır. Zira bu durum işletmelerce yöneticilerin performansının adil bir şekilde tespit edilememesine ve üst yönetimin kendini denetleyen mekanizmasının da işlerliğini kaybetmesine neden olabilmektedir (Kula, 2006: 112).

İşletmelerin kurumsal yönetim süreçleri ile ilgili kuşkusuz en önemli dışsal mekanizmalardan biri ise hukuki/yasal düzenlemelerdir. Zira bir işletmede hukuki düzenlemelerin işlerliği o işletmenin pay sahiplerinin haklarının korunması ve yöneticilerin kendi çıkarlarını ön planda tutmasının engellenmesi açısından belirleyici bir unsurdur (La Porta ve diğerleri, 1999: 473).





## 2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Dünyada pek çok ülkede kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler ve uygulamalar ortaya konmaktadır. Türkiye’de ise kurumsal yönetim sistemi ilk olarak halka arz edilmiş kamu ve özel sektör işletmelerinde Türk sermaye piyasaları için önemli bir faktör olarak algılanmış ve üzerinde durulan bir husus haline gelmiştir. Bunun temelinde ise dünya çapında yaşanan şirket skandalları, finansal krizler, yatırımcıların ve diğer menfaat sahiplerinin hak ve çıkarlarının korunması ile ilgili hukuki sorunlar, içsel ve dışsal fon kaynaklarına gereksinim duyulması gibi pek çok sebep bulunmaktadır. Türkiye’de ise kurumsal yönetim anlayışının Türk sermaye piyasasının haiz olduğu niteliklere göre şekillendirildiği görülmektedir.

Kuşkusuz bir ülkenin kurumsal yönetime bakış açısını şekillendiren temel etmenler; o ülkenin içerisinde bulunduğu ekonomik, siyasi ve koşullar, rekabetin şiddeti, ülkenin bankacılık sistemi, işletmelerin kendi uygulamaları, sermaye piyasasının işlerliği ve etkinliği, hukuki altyapı ve düzenlemeler, mülkiyet hakkına ilişkin etmenler şeklinde sıralanmaktadır. Bu doğrultuda işletmeler, kurumsal yönetim uygulamalarında, iktisadi olan ve olmayan tüm bilgilerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi çerçevesinde kamuoyu ile paylaşılması, pay sahiplerinin adil ve eşit bir şekilde haklarının ve çıkarlarının korunması, yönetim kurulunun bağımsızlığı, sermaye yapısı ve halka arz edilme oranı, pay senetlerinin likiditesi, çıkar sahiplerinin işletme kararlarına katılma oranları ve ekonomik, çevresel ve sosyal sorumluluğa yönelik faaliyetler gibi pek çok kriteri göz önünde bulundurarak hareket etmektedirler.

Türkiye özelinde düşünüldüğünde ise kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin temel kriterlerden biri, Türkiye’deki işletmelerin büyük bir çoğunluğunun aile işletmesi olması, yönetimlerinin katı olması ve mülkiyet yapılarının belli bir kesimin elinde toplanmasıdır. Zira Türkiye’nin dahil olduğu Kıta Avrupası hukuk sistemi yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunmasında yeteri kadar kontrol hakkı vermemektedir. İşletmelerde küçük yatırımcılara yeterli kontrol hakkının bulunmaması durumu da kontrol hakkını elde tutmak isteyen diğer büyük yatırımcıların daha fazla pay senedi alarak mülkiyet yapılarında çoğunluğa ulaşmalarına sebebiyet vermektedir (Ararat ve Uğur, 2003: 71).

Türk işletmelerinin çoğunluğunu oluşturan aile işletmelerinde de benzer sorunlar ile karşılaşmaktadır. Bunun bir sonucu olarak da ileriki vadelere aile işletmelerinin bir banka tarafından ele geçirilmesi durumu ortaya çıkabilmektedir (Demirağ ve Serter, 2003: 42). Buna ek olarak Türk işletmelerinin yönetim kurulunun bağımsızlığı ile ilgili sorunlarla da karşılaştığı görülmektedir. Öyle ki Türk işletmelerinin yönetim kurullarındaki bağımsız üye sayısının azlığı ve sahipliğin çoğunluğu (% 51'ini) elinde bulunduran kesimin işletmeyi dilediği gibi yönetebilmesi, azınlık kesiminin haklarının ihlal edilmesine neden olabilmektedir (Büyük, 2003: 3).

Kurumsal yönetim alanında 2000'li yıllardan bu yana Türkiye'de yapılan düzenlemeler ve uygulamalar ise aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- 1999 – Basel Bankacılık Komitesi tarafından “Bankalarda kurumsal Yönetim” isimli rapor yayımlanmıştır. Bu rapor OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin bankalar açısından önemini ifade etmektedir.
- 2002 – TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından “Kurumsal Yönetim En iyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” isimli rapor yayımlanmıştır. Söz konusu raporda işletmelerin kurumsal yönetim ilkeleri olan hesap verebilirlik, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, eşitlik ve sorumluluk ilkeleri doğrultusunda nasıl yeniden yapılanmaları gerektiği üzerinde durulmuş ve işletmelerin kurumsal bir yapıya kavuşabilmeleri için yönetim kurullarının yapısı ve bağımsızlığı ile ilgili açıklamalarda bulunulmuştur.
- 2003 – SPK tarafından halka arz edilmiş olan işletmelere tavsiye niteliğinde Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi yayımlanmıştır. Bu çalışmanın hazırlanmasında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri göz önünde bulundurulmuştur.
- 2004 – SPK tarafından yayımlanan “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Beyanı” ile halka arz edilmiş olan işletmelerin 2004 yılından itibaren yayınlayacakları faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim İlkelerine uymaları

için gerekli olan parametrelerin ve gerekçelerinin neler olduğuna ilişkin “Kurumsal Yönetim Uyum Raporu” yayımlamaları zorunlu kılınmıştır.

- 2005 – SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri revize edilerek Seri: VIII, No: 40 sayılı “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile “Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi” uygulaması mevzuata eklenmiştir.
- 2005 – IMKB Yönetim Kurulu – Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyum sağlayan işletmelerin dahil edileceği Kurumsal Yönetim Endeksi’nin hesaplanmaya başlaması 23.02.2005 tarihli toplantıda kararlaştırılmıştır. Bu endeksin hesaplanmasına ilişkin olarak; kurumsal yönetim derecelendirme notu 6/10 olan 5 işletmenin Borsa’ya bildirilmesi hususu karara bağlanmıştır.
- 2011 – Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.
- 2013 – Yeni TTK yürürlüğe girmiştir.
- 2014 – Kurumsal Yönetim Tebliği Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

## **2.1. SPK’nın Kurumsal Yönetime İlişkin Düzenlemeleri**

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), dünya genelinde ve Türkiye’de yaşanan kötü yönetim sorunlarının çözümü için kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi, kurumsal yönetim uygulamalarının ortaya konmasını ve işletmeler tarafından doğru bir şekilde uygulanması gereğinden hareketle pek çok yasal düzenleme getirmiştir. Bu çerçevede bilhassa Türk sermaye piyasaları için kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ve işletmelerde yaygınlaştırılması amacıyla atılan ilk adım 2003 yılının temmuz ayında SPK tarafından yayımlanan ve 2005 yılının şubat ayında revize edilerek düzenlenen Kurumsal Yönetim İlkeleri’dir. Söz konusu ilkeler ilk olarak halka açık anonim ortaklıklara ilişkin düzenlenmiş olup ileriki aşamalarda özel sektör ve kamu sektöründeki anonim işletmeler tarafından da uygulama alanı bulmuştur.

SPK tarafından ortaya konan Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkiye’de gerekli hukuki düzenlemelerin yapılması için bir dayanak teşkil etmektedir. SPK tarafından

yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri dört ana başlık altında toplanmıştır. Bunlar: pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri/paydaş grupları ve yönetim kuruludur (SPK, 2003: 4).

SPK tarafından ilk kez 2003 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin kapsamı incelendiğinde (Kayacan, 2006: 90); söz konusu ilkelerin uygulanmasına ilişkin herhangi bir hukuki yaptırımın olmadığı, ilkelerin işletmeler tarafında uygulanmaması halinde gerekçelerinin kamuoyuna açıklanarak bir beyanda bulunma yükümlülüğü arz ettiği, kurumsal yönetim derecelendirmesi yapmakta olan derecelendirme kuruluşlarının ilkelerin uygulanma düzeyini halka arz edilmiş anonim işletmeler bakımından saptayacakları ve söz konusu ilkelerin “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibiyle hareket ettiği, yürürlükteki mevzuatta ve uygulamada işletmelere kurumsal yönetim konusundaki eksikliklerini gidermeleri için hazırlanmış bir bildiri olduğu ve söz konusu ilkelerin ileride yapılacak olan düzenlemelere yönelik bir alt yapı niteliği taşıdığı görülmektedir.

SPK tarafından ilk kez 2003 yılında ortaya konan ve daha sonra revize edilen “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ” EK’inde yer alan pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri/paydaş grupları ve yönetim kurulu bölümleri aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- **Pay Sahipleri:** Tebliğin pay sahiplerine yönelik açıklamalarda bulunduğu ilk bölümde; pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması, bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurula katılım hakkı, oy hakkı, azınlık hakları ve kârpayı hakkı başlıkları altında çeşitli bilgilere yer verilmiştir. Bu bölümde ayrıca pay sahipliğine yönelik kayıtların düzenli bir şekilde tutulması, payların serbestçe devredilebilmesi, payların satışı ile pay sahiplerine adil ve eşit işlem prensibine ilişkin açıklamalara yer verilmiştir.
- **Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık:** Tebliğin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık prensibi çerçevesinde oluşturulan ikinci bölümünde; kamuyu aydınlatma esasları ve araçları, internet sitesi ve faaliyet raporu başlıklarına yer verilmiş ve işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin faaliyetlerini

kamuoyu ile ne şekilde paylaşımları gerektiğine ilişkin açıklamalarda bulunulmuştur. Bu doğrultuda işletmelerin pay sahiplerine ilişkin bilgilendirme politikası izlemeleri ve bu politikalara sadık kalarak kamuoyunu aydınlatmaya ilişkin ilkeler benimsemeleri gerektiği ifade edilerek, işletmelerin yayınlacakları finansal raporlarda yer alması gereken bilgiler standarda bağlanarak söz konusu raporların işlevselliği sağlanmaya çalışılmıştır.

- **Menfaat Sahipleri:** Tebliğin tüm menfaat sahiplerine ve paydaş gruplarına ilişkin açıklamalarda bulunduğu üçüncü bölümde; çıkar gruplarına yönelik izlenmesi gereken işletme politikaları, menfaat sahiplerinin işletme yönetimine katılımlarının desteklenmesi, işletmelerin insan kaynakları politikaları ile müşteriler ve tedarikçilerle olan ilişkilerine yönelik hususlar ele alınmıştır. Bu doğrultuda işletmelerin paydaşlarının kimler olduğu detaylı bir şekilde belirtilerek işletme ve söz konusu paydaş grupları arasındaki ilişkilere yönelik uyulması gereken ilkelere yer verilmiştir. Bu doğrultuda söz konusu başlıklar ile işletmede yalnızca pay sahibi olan menfaat sahiplerinin değil iş görenler ve toplum dahil diğer tüm çıkar gruplarının haklarının korunmasına ilişkin işletmenin haiz olduğu sorumluluklar belirtilmiştir.
- **Yönetim Kurulu:** Tebliğin son bölümünde ise işletmelerin yönetim kurulu yapılanmalarına yönelik olarak; yönetim kurulunun işlevine, yönetim kurulunun faaliyet esaslarına, yönetim kurulunun yapısına, yönetim kurulu toplantılarının şekline, yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komitelere ve yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklara ilişkin açıklamalarda bulunulmuştur. Bu bölümde işletmelerin yönetim kurullarının iki çeşit yönetim kurulu üyesinden oluşması gerektiği üzerinde durulmuştur. Bu üyeler; icrada görev alan ve almayan olarak nitelendirilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinden birinin aynı zamanda işletmede idari (murahhas üye vb.) görevi olması halinde icrada görevli olan yönetim kurulu üyesi olarak tanımlandığı belirtilmiştir. Söz konusu tebliğde aynı zamanda, yönetim kurulunun en az 2/3'ünün bağımsız üyelerden oluşması gerektiği ve işletmenin yönetim kurulunda son 6 yıl içinde yönetim kurulu üyeliği görevinde olan bir

kişinin yönetim kuruluna bağımsız üye olarak atanamayacağına ilişkin ifadeler de yer almaktadır.

SPK tarafından 2003 yılında ortaya konan ve 2005 yılında revize edilerek işletmeler tarafından “Kurumsal Yönetim Uyum Raporu” sunulması zorunlu hale getirilen Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemelerinin ardından SPK tarafından 2008 yılında yürürlüğe konan Seri: IV, No: 41 sayılı “Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ” ile hisseleri borsa işlem gören işletmelerde hisse sahipleri ile işletme arasındaki ilişkilerden sorumlu bir birim tayin edilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca söz konusu tebliğ ile işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarının düzenlenmesinde sorumlu bir iş gören olması gerektiğine ve bu personelin haiz olması gereken niteliklere yer verilmiştir.

SPK tarafından 01.10.2011 tarihli 2499 sayılı Sermaye piyasası Kanunu’na yönelik olarak 654 sayılı KHK yürürlüğe konmuş ve yapılan değişiklik ile Sermaye Piyasası Kurulu’na;

*“Sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dâhil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak, buna ilişkin usul ve esasları belirlemek, getirilen uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemek, dava açmak, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemek”*

yetkileri tanımlanmıştır. Söz konusu değişikliklere ilişkin Seri: IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ 11.10.2011 tarihi itibari ile Resmî Gazete ‘de yayımlanarak yürürlüğe konmuştur.

2011 yılının ekim ayında yürürlüğe giren Seri: IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de 2008 küresel

finans krizinin etkilerinin kurumsal yönetimin önemini arttığına dikkat çekilerek, halka arz edilmiş olan işletmeler için kurumsal yönetim prensiplerinin bir bölümüne veya tamamına uyma yükümlülüğü getirildiğine yönelik bildirimde bulunulmuştur. Daha sonra 2011 yılı sonunda yapılan bir değişiklik ile Seri: IV, No: 56 sayılı tebliğ yayımlanmış ve söz konusu tebliğle Gelişen İşletmeler Piyasası ve Gözaltı Pazarı'nda işlem görmekte olan halka açık anonim ortaklıklar da tebliğ kapsamına dahil edilmiştir. Buna ek olarak; Seri: IV, No:56 sayılı Tebliğ'de; Borsa'da halka arz edilmiş olan işletmelerin “sistemik önlemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak” üç farklı grup halinde inceleneceğine ilişkin bir ifade yer almaktadır. Bu bağlamda, farklı gruplara ait olan işletmelerin farklı yükümlülüklerle tabi tutulduğu görülmektedir.

30.12.2012 tarihinde Resmî Gazete 'de yayımlanarak yürürlüğe konan 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu (17, 36 ve 73. maddeler) ile kurumsal yönetime ilişkin yeni bir dönem açılmıştır. Zira bu yeni kanun ile SPK'ya kurumsal yönetim prensiplerine uyma zorunluluğu getirme ve işletmelerin söz konusu zorunlu ilkelere uyum sağlamaması halinde resen yaptırım uygulama yetkisi tanınmıştır. Söz konusu kanun ile ayrıca ilk kez ilişkili taraflara yönelik işlemlere yer verilmiş ve kurumsal yönetim prensiplerine tabi olan işletmelerin kapsamı genişletilmiştir.

6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17. maddesinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin esaslar şu şekilde ifade edilmiştir:

*“(1) Halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkeleri ile kurumsal yönetim uyum raporlarının içeriğine, yayımlanmasına, ortaklıkların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirilmesine ve bağımsız yönetim kurulu üyeliklerine ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir. Kurul bu yetkilerini halka açık şirketler arasında haksız rekabet ile sonuçlanmayacak şekilde ve eşit koşullardaki şirketlere eşit kuralların uygulanması prensibini göz önünde bulundurarak kullanır.*

*(2) Kurul, payları borsada işlem gören halka açık ortaklıkların, niteliklerine göre, kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmaya, buna ilişkin usul ve esasları belirlemeye, verilen süre içinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmemesi hâlinde uyum zorunluluğunun yerine getirilmesini sağlayacak kararları*

*almaya ve buna ilişkin işlemleri resen yapmaya, herhangi bir süre vermemiş olsa dahi uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemeye, dava açmaya, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemeye, bu işlemlerin yerine getirilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.*

*(3) Halka açık ortaklıkların, ilişkili tarafları ile gerçekleştirecekleri Kurulca belirlenecek nitelikteki işlemlere başlamadan önce, yapılacak işlemin esaslarını belirleyen bir yönetim kurulu kararı almaları zorunludur. Söz konusu yönetim kurulu kararlarının uygulanabilmesi için bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı aranır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun söz konusu işlemi onaylamaması hâlinde, bu durum işleme ilişkin yeterli bilgiyi içerecek şekilde kamuyu aydınlatma düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurulur ve işlem genel kurul onayına sunulur. Söz konusu genel kurul toplantılarında, işlemin tarafları ve bunlarla ilişkili kişilerin oy kullanamayacakları bir oylamada karar alınır. Bu maddenin genel kurul toplantısında görüşülmesinde, toplantı nisabı aranmaz, oy hakkı bulunanların basit çoğunluğu ile karar alınır. Bu fıkra da belirtilen esaslara uygun olarak alınmayan yönetim kurulu ve genel kurul kararları geçerli sayılmaz.*

*(4) Halka açık ortaklıklar gerek bu maddede gerekse 6102 sayılı Kanununun 1524'üncü maddesinin birinci fıkrasında düzenlenmiş yükümlülüklerini MKK tarafından sağlanan elektronik ortam vasıtasıyla da yerine getirebilirler.*

*(5) Bu maddenin halka açık bankalar hakkında uygulanmasına ilişkin usul ve esaslar Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun uygun görüşü alınmak suretiyle belirlenir.”*

6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun 36. Maddesinin 2. fıkrasında yer alan ortak hükümlere ilişkin olarak; “Kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin olarak 17. maddenin 1. ve 2. fıkraları sermaye piyasası kurumlarına kıyasen uygulanır.” ibaresi yer almaktadır. 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun 73. Maddesinin 3. fıkrasında yer alan diğer hususlara yönelik olarak ise; “Kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin olarak 17. maddenin 1. ve 2. fıkraları, borsalara, piyasa işleticilerine ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerine kıyasen uygulanır.” ibaresi yer almaktadır.



## 2.2. Yeni Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Getirilen Yenilikler

Kurumsal yönetim ilkelerinin işlerliği açısından SPK, TÜSİAD, BIST vb. kuruluşlarca yapılan çalışmaların yanı sıra, gelişmiş ülkeler ile eşgüdümlü hareket edebilmek adına uzun süredir duyulan yeni kanun ihtiyacı neticesinde, Türk ticari hayatını regüle eden temel kanunlardan biri olan Türk Ticaret Kanunu güncellenmiştir.

Değişen teknolojik koşullar ve ticari gereksinimlerin yanı sıra Avrupa Birliği'ne uyum süreci çerçevesinde yeniden düzenlenen Türk Ticaret Kanunu, kurumsal yönetimin dört temel prensibini günümüz çağdaş ticaret koşullarında uygulanabilir kılma yolunda önemli bir adımdır. Söz konusu dört temel prensip çerçevesinde yeni TTK ile amaçlanan değişiklikler şu şekilde ifade edilebilir (Sebilcioğlu, 2009: 7):

- Kurumsal yönetim ilkelerinden biri olan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi çerçevesinde işletmelerin faaliyetleri ile ilgili raporlama yapma sıklıkları ve yükümlülüklerinde değişikliklere gidilmiş, internet sitelerinin işletmelerce daha aktif kullanılması ve bilgi toplumuna daha iyi hizmet etmesi ile ilgili düzenlemeler getirilmiştir.
- Adillik ve eşitlik ilkesi çerçevesinde işletmeler tarafından çıkar sahiplerinin menfaatlerinin dengede tutulması, haklarının gözetilmesi ve farklılaştırılmış teselsül uygulamaları gündeme getirilmiştir.
- Hesap verilebilirlik ilkesi çerçevesinde işletmelerde denetim ile ilgili düzenlemeler getirilerek, işletmelerin rapor sunma ve bildirimde bulunma yükümlülüklerinin artırılmasına yönelik kararlar alınmıştır.
- Sorumluluk ilkesi ile ilgili olarak işletmelerin sorumluluk davalarıyla ilgili yasal ve cezai müeyyidelerle yaptırımlar getirilerek işletmelerin sorumluluk prensibine dayalı hareket etmesi amaçlanmıştır.

13.01.2011 tarihinde TBMM Genel Kurulunda kabul edilerek 01.07.2012 tarihinde yürürlüğe konan 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nun kurumsal yönetimin uygulanmasına ilişkin düzenlemeleri aşağıdaki gibi özetlenebilir (Tunç, 2011: 3-7; TTK, 2011):

- Risklerin Erken Teşhisi ve Yönetimi Komitesi'nin kurulması halka açık işletmeler için zorunlu hale getirilmiştir.
- Anonim şirketlere ve KOBİ'lere kurumsal yönetim uygulamalarında hesap verebilirlik ve şeffaflık prensipleri doğrultusunda UFRS'ye uyum ile ilgili kurallar getirilmiştir.
- “Murakıplık kanunu” zorunluluktan çıkarılmış, bunun yerine işletmenin sermaye artırımını, yeniden yapılanma vb. konularda özel bir denetçi tarafından denetlenmesi öngörülmüştür.
- Pay sahibinin özel denetim talep etme hakkı yeniden düzenlenerek, her pay sahibine genel kuruldan özel denetçi tayin edilmesini isteme hakkı verilmiştir.
- Yönetim kuruluna, yıllık faaliyet raporu beyanlarının yanı sıra kurumsal yönetime ilişkin gerekli konularda açıklama yapma ve genel kurula sunma görevi tayin edilmiştir.
- Kurumsal yönetim prensiplerinden adillik ilkesi gereğince işletmelerin organlarına subjektif veya keyfi kararlarla uygulama yapmalarına yönelik bir sınırlama getirilmiştir. Buna ek olarak pay sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve onlarla ilişkili kişilere işletmeden borçlanma ve borcu devralma yasağı getirilmiştir.
- İşletmelerde yönetim kurulunun tek üyeden oluşabileceği ve yönetim kurulunun elektronik ortamda toplanabileceğine ilişkin çağdaş yaklaşımlar benimsenmesi öngörülmüştür. Bu yaklaşım söz konusu işletmelerde uzman bir komiteler veya kurulların kurulması gerekliliği ile işletmeler için yeni bir kurumsallaşma sürecine işaret etmektedir.
- Yönetim kurulunun devredilemez yetkilerine ilişkin olarak; işletmelerin iç yönetmeliklerinde yapılacak olan görev tanımlarının işletmenin yönetim kuruluna ait olduğu açıkça ifade edilmiştir. Buna ek olarak söz konusu madde ile işletmelerin yönetim yapılarının ve iç denetim biriminin yasal bir zorunluluk dahilinde oluşturulması gereği ifade edilmiştir.
- Anonim işletmelerde temettü avansına olanak veren bir düzenleme getirilmiştir. Ayrıca, yönetim kurulu üyeleri ve denetçilerin genel kurula iştirak etmeleri zorunluluğu getirilerek hesap verebilirlik ve hakkaniyet

ilkeleri çerçevesinde önemli adımlar atılmıştır. Buna ek olarak yeni azınlık hakları ortaya konarak pay sahibi tarafından işletmenin feshinin mahkemenen talebine olanak sunulmuştur.

- Pay sahiplerinin genel kurula katılma ve oy kullanma haklarına ilişkin temsil etme imkânı sunulmuştur. Ayrıca elektronik ortamda işletme toplantılarının yapılabilmesi (E-Genel Kurul) olanağı da bilgi toplumu hizmetleri başlığı altında düzenlenen bir başka husustur.

### **2.3. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi**

Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirme süreci ile ilgili ilkeler ve kurallar SPK tarafından düzenlenmiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme yaklaşımı, işletmelerin pay sahibinin haklarına verdikleri önemin, kamuyu aydınlatmaya yönelik uygulamalarının, çıkar sahipleri ile ilişkilerinin ve işletmelerin yönetim kurullarının genel kredibilitesi ile ilgili bir alandır. Zira bu alan, ihtiva ettiği konular açısından işletmelerin kendi menfaatleri ile mal varlıklarına, pay sahiplerine, menfaat sahiplerine, iş çevresine ve kamuya yönelik taşıdıkları sorumluluğu ve üstlendikleri riskleri değerlendirmeye yönelik bir bakış açısı sunmaktadır. Bu değerlendirme neticesinde ise işletmeler 1 ile 10 arasında bir derecelendirme notuna tabi tutulmaktadır. Nitekim bu bilgilerden de anlaşılacağı üzere Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin etkin bir şekilde işlemesi ve işletmelerce uygulanması adına atılan önemli adımlardan birisi kuşkusuz BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’dir.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), BIST’in pay endekslerinden biri olup kurumsal yönetim ilkelerine uygun hareket eden işletmelerin yer aldığı bir endekstir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), payları (Yakın İzleme Pazarı ile C ve D listeleri hariç) BIST pazarında işlem gören ve uyum notu minimum 7/10 olan, her ana başlık için minimum 6,5 olan halka açık işletmelerin fiyat ve kazanç performanslarının hesaplanması amacıyla oluşturulmuştur. Hesaplanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, SPK nezdinde belirlenmiş olan derecelendirme kuruluşları listesinde yer alan derecelendirme kuruluşları tarafından, işletmelerin kurumsal yönetim prensiplerine

uyumlu hareket etmesine yönelik yapılan bir değerlendirme neticesinde verilmektedir (BIST, 2017).

Kurumsal derecelendirme notunun, derecelendirmeye tabi olmak isteyen işletmelerin talebine istinaden verilmesi ve yıllık bazda yenilenmesi gerekmektedir. Kurumsal derecelendirme notu hesaplanma koşullarını asgari olarak sağlayan işletmelerin payları, kurumsal derecelendirme notunun Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yayımlandığı günü takiben ilk iş gününde endekse alınmaktadır. KAP'ta yarım iş günlerinde saat 12:00, diğer iş günlerinde ise saat 16:30'dan sonra yayımlanan bildirimler, bir sonraki iş günü yayımlanmış olarak kabul edilir (Saha Rating, 2017).

31.08.2007 tarihi itibariyle Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nin hesaplanmasına başlanmış olup, BIST tarafından endeksin başlangıç değeri 48.082,017 olarak belirtilmiştir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde bulunan işletmelerin derecelendirme notlarına ilişkin bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yer almaktadır (BIST, 2017).

Seri: VIII, No:51 sayılı "Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar" Tebliği'nin 7. Maddesine göre derecelendirme faaliyetinin, Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak kaydıyla SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılacağı hükme bağlanmıştır (SPK, 2017). Bu doğrultuda mevcut durum itibariyle SPK tarafından sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetinde bulunması kabul edilen derecelendirme kuruluşlarının listesi Tablo 2'de yer almaktadır.

**Tablo 2.** Kurumsal Derecelendirmeye Yetkili Derecelendirme Kuruluşları Listesi

<b>Türkiye’de Kurulan Ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları</b>	<b>Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması SPK Tarafından Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları</b>
SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	-
KOBIRATE Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.	
JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	

**Kaynak:** SPK, 2017:

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1> (Erişim Tarihi: 07.06.2017)

Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi’ne tabi olan işletmeler 49 tanedir. Bu kapsamda Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi puanı hesaplanmış olan işletmelerin listesi Tablo 3’teki gibidir.

**Tablo 3.** Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan İşletmeler Listesi

<b>Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan İşletmeler</b>	<b>Kurumsal Yönetim Endeks Puanı – Yetkili Derecelendirme Kuruluşu (Derecelendirme Yılı)</b>
Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	94,39 – SAHA (2016)
Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	92,24 – SAHA (2016)
AKSA Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	95,98 – SAHA (2016)
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	87,54 –JCR (2016)
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	95,77 – SAHA (2017)
Anadolu Sigorta	93,00 – SAHA (2016)
Arçelik A.Ş.	95,23 – SAHA (2016)
Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.	91,51 – SAHA (2016)
Aygaz A.Ş.	93,61 – SAHA (2016)

Coca-Cola İçecek A.Ş.	94,48 – SAHA (2016)
Creditwest Faktöring A.Ş.	84,46 – JCR (2016)
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	93,98 – SAHA (2016)
Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	89,25 – KOBIRATE (2016)
Doğuş Otomotiv	95,10 – KOBIRATE (2016)
ENKA İnşaat ve Sanayi A.Ş.	91,75 – SAHA (2016)
Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	90,20 – KOBIRATE (2016)
Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	94,00 – KOBIRATE (2016)
Global Yatırım Holding A.Ş.	89,90 – KOBIRATE (2016)
Garanti Faktöring Hizmetleri A.Ş.	92,60 – KOBIRATE (2016)
Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	92,79 – SAHA (2016)
İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Tic. A.Ş.	80,82 – JCR (2016)
İhlas Holding A.Ş.	80,46 – JCR (2016)
İş Finansal Kiralama A.Ş.	91,68 – SAHA (2016)
İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	93,41 – SAHA (2016)
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	93,61 – SAHA (2016)
İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.	92,80 – KOBIRATE (2016)
Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	91,24 – SAHA (2016)
Migros Ticaret A.Ş.	95,01 – SAHA (2016)
Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.	93,32 – SAHA (2017)
Park Elektrik A.Ş.	90,79 – SAHA (2016)
Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	91,70- KOBIRATE (2016)
Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	92,64 – SAHA (2016)
Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	93,80 – KOBIRATE (2016)
Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.	92,37 – SAHA (2016)
Şekerbank	91,90 – SAHA (2016)
TAV Havalimanları Holding A.Ş.	95,38 – SAHA (2016)
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	91,38 – SAHA (2016)
Turcas Petrol A.Ş.	94,86 – KOBIRATE (2017)
Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	94,15 – SAHA (2016)
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	92,97 – SAHA (2016)
Türk Ptysmian Kablo ve Sistemleri	90,92 – SAHA (2016)
Türk Telekomünikasyon A.Ş.	90,24 – SAHA (2016)

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	91,49 – SAHA (2016)
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	92,69 – JCR (2016)
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB)	95,27 – SAHA (2016)
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	94,41 – SAHA (2016)
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	94,86 – SAHA (2017)
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	93,42 – SAHA (2016)
Yazıcılar Holding A.Ş.	91,88 – SAHA (2016)

**Kaynak:** Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), [www.kap.org.tr/tr/Endeksler](http://www.kap.org.tr/tr/Endeksler) (Erişim Tarihi: 07.06.2017).

2013 2Ç-2018 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) ile BIST 100 Endeksi (XU100)'nin performanslarının karşılaştırmalı analizi Grafik 1'deki gibidir. Söz konusu grafikte de yer aldığı üzere; 2013 2Ç-2018 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) % 44 artış kaydederken BIST 100 Endeksi (XU100) % 40 performans artışı kaydetmiştir.

**Grafik 1.** XKURY-XU 100 Endekslerinin Performans Karşılaştırması (2013-2018)



**Kaynak:** Thomson Reuters (Erişim Tarihi: 06.03.2018).

Dünya’da ise Kurumsal Yönetim Endeksi (World Corporate Governance Index–WCGI)’nde yer alan ülkeler 5 grup altında sınıflandırılmıştır. Türkiye bu gruplar arasında Grup 1 olarak ifade edilen ve 80 üzeri kurumsal yönetim puanına sahip (en iyi kurumsal derecelendirme notuna sahip) ülkeler arasında yer almaktadır. Türkiye ile birlikte Grup1’de yer alan toplam 17 ülke bulunmaktadır. Bu ülkeler; Türkiye, ABD, Almanya, Avusturya, Avustralya, Belçika, Birleşik Krallık, Danimarka, Finlandiya, İsveç, İsviçre, İzlanda, Kanada, Kolombiya, Kore, Norveç ve Peru’dur. Grup 2 ise 60-80 arası puana sahip ülkelere işaret etmektedir. Bu grupta toplam 36 ülke bulunmaktadır. Bu ülkeler ise; Arjantin, Birleşik Arap Emirlikleri, Bosna Hersek, Brezilya, Bulgaristan, Çin, Endonezya, Estonya, Filipinler, Fransa, Gana, G. Afrika, Hindistan, Hollanda, İspanya, İsrail, İtalya, Japonya, Katar, Kosta Rika, Letonya, Lüksemburg, Macaristan, Malezya, Malta, Mauritius, Meksika, Mısır, Portekiz, Singapur, Şili, Tayland, Tayvan, Tunus, Ukrayna ve Yeni Zelanda’dır. Diğer gruplarda ise sırasıyla Grup 3’te 42, Grup 4’te 22 ve Grup 5’te 33 ülke yer almaktadır. Söz konusu 150 ülke içerisinde borsası olan ülkelerin sayısı 136, olmayanların sayısı ise 14’tür. 150 ülkenin borsalarının ne kadar süredir faaliyette olduğuna ilişkin veriler incelendiğinde ise; ülkelerin büyük bir çoğunluğunun 11-20 (30 ülke) ve 21-30 yıldır (36 ülke) faaliyette olduğu görülmektedir (Saha Rating, 2016).

2016 Freedom House Raporu’na göre Kurumsal Endeksi’nde yer alan 150 ülkenin özgürlük durumları incelendiğinde; söz konusu 150 ülkeden 62’sinin özgür, 47’sinin kısmi özgür ve 41’inin özgür olmadığı görülmektedir (Freedom House, 2016). Uluslararası Şeffaflık Örgütü tarafından 2016 yılı için yayımlanan yolsuzluk algısı en düşük olan ülkelere bakıldığında ise; Singapur, İsviçre, Hollanda, Norveç, Yeni Zelanda, İsveç, Finlandiya ve Danimarka’nın yer aldığı görülmektedir. Türkiye 2016 yılı itibariyle bu endekste 66. sıradan 75. sıraya gerilemiştir. Söz konusu raporda gerekçe olarak ise sistemsel yolsuzluk ve eşitsizliğin birbirini tetiklediği, bunun da popülist liderlerin yolsuzluk algısının yükselmesine neden olduğu ifade edilmiştir (Uluslararası Şeffaflık Örgütü, 2016).



## 2.4. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Tarafından Yapılan Düzenlemeler

Günümüzde küreselleşme süreciyle birlikte gerek yurt içinde gerekse uluslararası alanda artan yatırımlar, işletmelerin de fon ihtiyaçlarını ve fazlalarını güvenilir kuruluşlardan temin etmek ve emanet etmek istemelerine neden olmaktadır. Bu nedenle işletmelerin fon alışverişlerinde önemli rol üstlenen bankaların güvenilir olması ve kurumsal yönetim prensiplerine uygun hareket etmeleri işletmeler açısından büyük önem taşımaktadır.

İşletmelerin güvenilir ve kurumsal yönetim ilkelerine uygun hareket eden bankalara gereksinimi doğrultusunda BDDK tarafından 1.11.2006 tarihinde Resmî Gazete 'de yayımlanarak yürürlüğe giren 26333 sayılı "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik", Türkiye'de bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bankalar için hazırlanan ilk düzenlemedir. Bankacılık sektöründe yapılan bu düzenleme ile, bankacılık faaliyetleri neticesinde meydana gelebilecek risklerin minimize edilmesi amaçlanmıştır (Akın ve Aslanoğlu, 2007: 42).

Söz konusu yönetmelikte bankalar için kurumsal yönetim; "Banka üst yönetiminin bankayı, belirlenmiş hedefler, Kanun, Kanuna istinaden çıkarılan düzenlemeler ile ilgili diğer mevzuat, ana sözleşme ve banka içi düzenlemeler ile bankacılık etik kuralları doğrultusunda, tüm menfaat ve pay sahipleri ile tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruyacak biçimde yönetimini" ifade etmektedir. BDDK tarafından yayımlanan "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik'te "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkeleri" başlığı altında sıralanan ilkeler şu şekildedir (BDDK, 2006):

*"İlke 1- Banka içerisinde kurumsal değerler ve stratejik hedefler oluşturulmalıdır.*

*İlke 2 –Banka içinde yetki ve sorumluluklar açıkça belirlenmeli ve uygulanmalıdır.*

*İlke 3 – Yönetim kurulu üyeleri, görevlerini etkin bir şekilde yerine getirecek nitelikleri haiz ve kurumsal yönetimde üstlenmiş oldukları rolün bilincinde olmalı ve banka faaliyetleri hakkında bağımsız derecelendirme yapabilmelidir.*

*İlke 4 – Üst düzey yönetim görevlerini etkin bir şekilde yerine getirecek nitelikleri haiz ve kurumsal yönetimde üstlenmiş oldukları rolün bilincinde olmalıdır.*

*İlke 5 – Bankanın müfettişleri ile bağımsız denetim elemanlarının çalışmalarından etkin olarak yararlanılmalıdır.*

*İlke 6 – Ücret politikalarının bankanın etik değerleri, stratejik hedefleri ve iç dengeleri ile uyumu sağlamalıdır.*

*İlke 7 – Kurumsal yönetimde şeffaflık sağlanmalıdır.”*

## **2.5. TÜSİAD Tarafından Yapılan Çalışmalar**

Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin işlerliğinin sağlanması ve işletmelerce doğru bir şekilde uygulanması amacıyla TÜSİAD 2000 yılında Türkiye’de en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının artırılması ve işletmelerin rekabetçi avantaj sağlaması amacıyla kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde “Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu” oluşturmuştur.

İşletmeler nezdinde kurumsal yönetime yönelik farkındalık oluşturmak misyonuyla liderlik rolü üstlenen TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu, 2003 yılında Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)’nin kurulmasına da önderlik etmiştir. Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu OECD’nin ortaya koyduğu “Kurumsal Yönetim İlkeleri” ve “Kamu İşletmeleri için Kurumsal Yönetim Rehberi”ni Türkçeye çevirmiş olup, Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelere uluslararası alandaki gelişmeleri yansıtmıştır. Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu bunun yanı sıra, aile işletmeleri için de “Sermayesi Halka Kapalı Şirketler için Kurumsal Yönetim Prensipleri”ni düzenlemiştir.

TÜSİAD’ın “Yönetim Kurulları için Kurumsal Yönetim Prensipleri” adıyla 02.07.2010 tarihinde vermiş olduğu seminerde; 2002 yılı aralık ayında yayımlanan “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı yayımından günümüze kadar olan süreçteki gelişmeler ele alınmış ve Türkiye’deki kurumsal yönetim uygulamalarının düzeyine ilişkin istatistiki bilgiler paylaşılmıştır. Söz konusu seminerde öne çıkan başlıklar ise; kurumsal yönetim uygulamalarının entegrasyonu, kontrolü ve raporlaması, kalite ve bağımsızlığı, işletmeleri hedeflerine ulaştırabilecek nitelikte ve sayıda yönetim kurulu üyelerinin seçimi ve süreci, yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının ayrılığı, yönetim kurulu için tanımlanmış olan prosedürler, performans ve sağlanan yararlar için yazılı politikalar, şeffaflık ilkesi,

yönetim kurulu içerisinde yer alan komitelerin etkinliği ve paydaşlar ile iletişim ile ilgilidir (TÜSİAD, 2010).

## **2.6. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Tarafından Yapılan Çalışmalar**

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) 2003 yılında gönüllülük esasına dayalı olarak Türkiye’de kurumsal yönetim bakış açısına yönelik farkındalık yaratmak, kurumsal yönetim anlayışını işletmelerde yerleştirmek, geliştirmek ve en iyi uygulamalarla hayata geçirilmesini sağlamak amacıyla bir sivil toplum kuruluşu olarak kurulmuştur. Yüklendiği bu misyon ile kurumsal yönetim ilkeleri üzerine inşa edilen kurumsal yönetim anlayışının, etkilediği tüm alanlarda lider rolü üstlenerek, özel ve kamu sektörü kuruluşları, medya kuruluşları, düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar, sivil toplum kuruluşları ve akademik camia arasında bir iletişim ağı tesis ederek kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesini hedeflemiştir (TKYD, 2016).

TKYD bünyesinde yer alan çalışma grupları; sermaye piyasası, sivil toplum kuruluşları, aile işletmeleri ve yönetim kurulu ile ilgili konularda aktif rol üstlenmektedir. Bu amaçla TKYD tarafından ulusal ve uluslararası iş birlikleri, kurumsal yönetim ve ilgili diğer alanlarda bilgi ve deneyimlerin paylaşılması amacıyla düzenlenen eğitimler 2005 yılından itibaren aralıksız devam etmektedir. Bu doğrultuda TKYD’nin her yıl düzenli olarak yaptığı Kurumsal Yönetim Zirvesi, Türkiye’de alanında ilk ve tek uluslararası platform niteliği taşımakta olup, tüm sektörlerden katılımcıların yer aldığı ve alanında uzman olan bireylerin konuşmacı olduğu bir organizasyon olarak gerçekleştirilmektedir. Benzer şekilde kurumsal yönetimle ilgili farkındalık yaratmayı ve en iyi uygulamaları aktarmayı amaçlayan “Kurumsal Yönetim Ödülleri” de her yıl düzenli bir şekilde organize edilmektedir. Söz konusu ödüller BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer alan işletmelerin yıl boyunca aldıkları derecelendirme notları baz alınarak dağıtılmaktadır. TKYD tarafından verilen Kurumsal Yönetim Ödüllerinin kategorileri ise şu şekilde sıralanmaktadır (TKYD, 2016):

- En yüksek Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna haiz olan ilk üç işletme,

- Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunu bir yıl içinde en çok yükselten işletme,
- Yönetim Kurulu kategorisinde en yüksek nota haiz olan işletme ve
- Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu en yüksek olan ve halka açık olmayan işletme.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum çerçevesinde düzenleme yapan ve yukarıda detaylı bir şekilde yer verilen kuruluşların yanı sıra, T穆DESK, KAP ve KGK gibi ulusal kuruluşlar da kurumsal yönetim prensiplerinin işletmeler tarafından iyi bir şekilde benimsenmesi ve uygulanması için çeşitli alanlarda çalışmalar ortaya koymuşlardır.



### **3. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Etkisi Üzerine Bir Uygulama**

Çalışmanın üçüncü bölümünde öncelikle literatürde kurumsal yönetim uygulamaları ve firma değeri arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalar incelenmiş olup, izleyen başlıklarda ise kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerine etkisini değerlendirmek üzere bir araştırma gerçekleştirilmiştir. Yapılan araştırma neticesinde elde edilen bulgulara ise araştırma bulguları kısmında detaylı bir şekilde yer verilmiştir.

#### **3.1. Literatür İncelemesi**

Kurumsal yönetim ve firma değeri (firma performansı) arasındaki ilişki geçmiş yıllarda birçok farklı çalışmaya konu olmuş ve çeşitli açılardan incelenmiştir. Bu ilişkiyi inceleyen çalışmalar aşağıda yer alan farklı şekillerde gerçekleştirilmiştir:

- Kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi belirli bir ülkede veya birden fazla ülkede yer alan firmalar arasından seçilen örneklerle inceleyen çalışmalar,
- Kurumsal yönetim ve firma değeri arasındaki ilişkiyi sahiplik yoğunluğu, yönetim kurulu yapısı gibi belirli bir kurumsal yönetim kriteri açısından inceleyen çalışmalar,
- Kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi birden fazla kurumsal yönetim kriteri açısından ve belirli kriterlerden oluşturulan bir endeks üzerinden inceleyen çalışmalar.

Literatür araştırmasında görüldüğü üzere, birtakım çalışmalar kurumsal yönetim ve firma performansı (değeri) arasındaki ilişkiyi ilk olarak belirli kurumsal yönetim kriterleri üzerinden incelemiştir.

Himmelberg, Hubbard ve Palia (1988) tarafından yönetsel sahiplik ile firma performansı ilişkisinin incelendiği bir çalışmada, 200'den fazla firmayı incelemiş ve yönetsel sahiplik ile firma performansı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Buna karşın Amba (2014) tarafından Bahreyn Borsası'na kote

işletmeler üzerinde yapılan bir araştırmada ise kurumsal sahipliğin artmasının işletme performansı üzerinde olumlu etkisi olduğu bulgulanmıştır.

Barontini ve Caprio (2005) tarafından 11 ülkeden halka açık 675 firmanın ortaklık yapısı ve firma performansının incelendiği bir çalışmada, kurucu ortak tarafından veya yönetim kurulunda olmayan aile fertleri tarafından yönetilen firmaların değerlemelerinin ve operasyonel performanslarının diğer firmalara kıyasla önemli oranda yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Benzer şekilde Ararat, Orbay ve Yurtoğlu (2010) tarafından yapılan bir başka çalışmada ise; aile işletmelerinde ailelerin işletme yönetimini profesyonel yöneticilere devrettikleri durumda denetim komitesinin daha etkin çalıştığı ve bunun nedeninin söz konusu profesyonel yöneticileri kontrol etme amacından kaynaklandığı bulgulanmıştır.

Meydan ve Basım (2007) tarafından kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansı üzerinde etkisinin incelendiği bir çalışmada, işletmeler yönetim kurulu yapısı, mülkiyet yapısı, denetim kurulu yapısı, yatırımcının hakları ve kamuyu aydınlatma/şeffaflık ilkesi değişkenleri doğrultusunda incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; kurumsal yönetim uygulamaları iyi olan, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkelerine uyum ile yatırımcı haklarını gözetme konularına başarılı olan işletmelerin işletme performanslarının diğer işletmelere kıyasla daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde İzciler (2014) tarafından BIST 100 endeksinde bulunan işletmeler üzerinde gerçekleştirilen bir başka çalışmadan elde edilen bulgular neticesinde; kurumsal yönetim ilkelerini en iyi şekilde uygulayan işletmelerin kurumsal yönetim prensiplerini uygulamayan işletmelere kıyasla daha iyi işletme performansına sahip oldukları bulgulanmıştır.

Leung ve diğerleri (2014) tarafından Hong Kong merkezli işletmeler üzerinde yapılan bir araştırmada işletmelerin yönetim kurulu yapıları ve işletme performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; aile işletmelerinde kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, buna ek olarak aile işletmesi olmayan işletmelerde ise yönetim

kurulunun bağımsız üyelere sahip olması ile işletme performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ersoy ve diğerleri (2011) tarafından 1998-2007 yılları arasında BIST 100 Endeksine kote olan 51 işletme üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada, işletmelerin performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; işletmelerin yönetim kurulu yapıları, CEO ikiliği ve mülkiyet yapıları ile işletme performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, buna ek olarak işletmelerin mülkiyet yapılarında yabancı yatırımcı oranının artmasının işletme performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu görülmüştür. Buna karşın denetim kurulunun mevcudiyetinin ise işletme performansı üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Okur (2014) tarafından Türkiye’de borsaya kote olan işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin incelendiği bir araştırmada, söz konusu işletmelerin karlılık verileri, yönetim kurulu üye sayısı, CEO ikiliği ve kurumsal sahiplik kriterleri baz alınmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; işletmelerin karlılığı ile yönetim kurulu üyesi sayısı ve kurumsal sahipliği arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, buna karşın CEO ikiliği ile arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna ek olarak yönetim kurulu üye sayısı ile kurumsal sahiplik ve firma performans arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, buna karşın CEO’nun yönetim kuruluna üye olmasının işletme performansı üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Doğan (2015) tarafından BIST’e kote olan işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişkinin incelendiği bir çalışmada 136 imalat işletmesi üzerinde bir araştırma gerçekleştirilmiştir. Araştırmada, yönetim kurulu yapısı, mülkiyet yapısı, muhasebe, piyasa esaslı performans verileri ile finansal başarısızlık verileri analize dahil edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; işletmenin yönetim kurulunun büyüklüğü ile kadın yönetim kurulu üyelerinin sayıca fazla olmasının işletme performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu, buna ek olarak CEO ikiliği ile yabancı yatırımcı sayısının yüksek olmasının

Tobin Q oranını yükselttiği tespit edilmiştir. Buna ek olarak işletmelerde yönetim kurulunun sahiplik oranının artmasının işletme performansı üzerinde pozitif yönlü bir etkisi olduğu görülmüştür.

Literatürdeki güncel çalışmalar incelendiğinde önemli sayıda çalışmanın kurumsal yönetim ve firma değeri arasındaki ilişkiyi, hazırlanan bir kurumsal yönetim endeksi ve buna bağlı olarak ölçülen bir firma değeri üzerinden incelenmesi yaklaşımına sahip olduğu görülmektedir.

Kurumsal yönetim üzerine dünyada en çok atıf alan çalışmalardan birinde, Gompers ve diğerleri (2003) tarafından 1990'lı yıllar boyunca incelemek üzere sayısı 1.500 civarında olan büyük ölçekli ABD merkezli firmaların ortaklık haklarının derecesine yönelik bir "Yönetim Endeksi" (G-Endeksi) oluşturularak gerçekleştirilmiştir. Çalışmada yer alan G-Endeksi, ortaklık hakları vb. 24 adet hükümden oluşmaktadır. Yazarlar yaptıkları araştırma sonucunda; daha fazla ortaklık hakkı sunan firmaların daha yüksek firma değerine, daha yüksek net kara, daha yüksek büyüme oranlarına ve daha az yatırım harcamaları yaptıkları sonucuna ulaşımlardır. Çalışmaya göre daha fazla ortaklık hakkı sunan firmaların, daha az şirket birleşme ve devralma işlemine konu olduklarını ortaya konmuştur. Gompers ve diğerleri (2003) ayrıca, inceleme döneminde G-Endeksi skorları ile hisse performansı arasında, istatistiksel olarak yüksek bir ilişki bulmuşlardır. Benzer şekilde, G-Endeksi skorları düşük olan firmaların uzun vadede daha düşük firma değeri sergilediği sonucuna ulaşımlardır. Kurumsal yönetim alanında etkileyici bulguları ile fark yaratan bu çalışma, birçok farklı çalışmaya temel oluşturmuş ve birçok kez atıf almıştır.

Gompers ve diğerleri (2003) tarafından öne sürülen bulgulara ek olarak 2000'li yılların başındaki verileri de analize dahil eden Fodor ve Diavatopoulos (2010) tarafından yapılan araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde ise; kurumsal yönetim uygulamaları ile işletmelerin pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin zayıf olduğu tespit edilmiştir. Fodor ve Diavatopoulos (2010) çalışmasının aksine Gompers ve diğerleri (2003)'nin çalışmasında 1990'lı yıllarda söz konusu ilişkinin pozitif yönde olmasının sebebinin ise



bu dönemde Nasdaq balonu adı verilen ve büyük işletmelerin pozitif yönlü performans sergilemelerine neden olan bir olay olduğu belirtilmiştir.

Cornett ve diğerleri (2009) tarafından A.B.D. bankacılık sektöründe faaliyet gösteren en büyük bankalar üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada kurumsal yönetim mekanizmalarının kazanç yönetimine etkisi değerlendirilmeye çalışılmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde kurumsal yönetim mekanizmalarının kazanç yönetimine pozitif yönde etkisi olduğu bulgulanmıştır. Benzer şekilde Krafft ve ark. (2014) tarafından A.B.D. dışındaki işletmelerin A.B.D. işletmelerinin kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen işletmelerin işletme performanslarının incelendiği bir çalışmadan elde edilen bulgulara göre ise; A.B.D. kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen işletmelerin işletme performanslarının pozitif yönde etkilendiği bulgulanmıştır.

Black (2001) tarafından Rusya merkezli 21 firmanın olduğu bir örnekleme kurumsal yönetim uygulamaları ve firmaların pazar değeri arasındaki ilişkinin incelendiği bir araştırmada; hukuksal ve kültürel kısıtlamaların kurumsal yönetim uygulamaları üzerine etkisinin az olduğu bir ülkede, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu tespit etmiştir. Yine de örneklemin küçük olmasından dolayı bulguları kesin bir sonuca işaret etmediği belirtilmiştir.

Black ve diğerleri (2006) tarafından yapılan bir diğer çalışmada ise; Kore Menkul Kıymetler Borsası (Korea Stock Exchange)'nin Kore merkezli 515 firma için yaptırmış olduğu bir araştırmadan yola çıkarak kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur. Bu çalışmada Tobin Q ve piyasa değeri/defter değeri oranı üzerinden ölçümler yaparak kurumsal yönetim endeksi ile Koreli firmaların piyasa değeri arasında önemli ve olası bir nedensel faktör olduğu ortaya konmuştur. Bu çalışma ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin % 50'sinin dışarıdan olduğu Kore merkezli firmaların ortalama % 40 daha fazla hisse değerine sahip olduklarını göstermiştir. Ayrıca çalışma, gelişmekte olan pazarlarda, daha yüksek seviyelerde olan yönetim kurulu bağımsızlığının daha yüksek hisse değerine işaret ettiğine dair ilk kanıtları sunmuştur.

Yıldırım (2007) tarafından IMKB 100 endeksinde yer alan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; Tobin Q değeri ile kurumsal yönetim etkileşim endeksi arasında pozitif yönlü bir korelasyon olduğu bulgulanmıştır. Benzer şekilde Yalçın (2012) tarafından IMKB 30 ve IMKB 1000 şirketler üzerinde gerçekleştirilen bir başka çalışmadan elde edilen bulgular neticesinde ise; Tobin Q değeri ile kurumsal yönetim endeksi arasında istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ararat, Orbay ve Yurtoğlu (2010) tarafından yapılan bir başka çalışmada ise yönetim kurulunda bağımsız üyesi olan işletmelerin piyasa değeri (Tobin Q) ve aktif karlılığı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Aynı çalışmada yönetim kurulunda bağımsız üyesi olan işletmelerin daha çok sermaye finansmanı kullanmalarına neden olmadığı ve söz konusu bağımsız üyelerin grup içi işletme işlemlerine engel olamadığı görülmüştür. Buna ek olarak yönetim kurulunda CEO'nun yer aldığı işletmelerin büyümeleri ile pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna karşın Topak (2011) tarafından yapılan bir çalışmada ise Tobin Q, aktif karlılığı ve özkaynak karlılığı faktörleri ile işletmenin yönetim kurulunun büyüklüğü arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Black, Carhalvo ve Gorga (2012) tarafından Brezilya merkezli firmalar üzerinde bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Söz konusu yazarlar daha önce Hindistan'da gerçekleştirdikleri çalışmada değindikleri üzere, "iyi" kabul edilen kurumsal yönetim uygulamalarının evrensel olmaktan ziyade firma ve ülke özelinde ayrıştığını belirtmişlerdir. Yazarlar, Brezilya merkezli firmaların 2004 yılı sonundaki kurumsal yönetim uygulamaları üzerine bir araştırma yapmış ve kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Hem söz konusu endeks hem de işletmelerin ortaklık yapısı; yönetim kurulu yapısı, azınlık hissedarların hakları gibi uygulamalara yönelik oluşturulan alt endekslerin Tobin Q değerini tahmin etmede daha yüksek gecikmeli değere ulaşmışlardır. Buna ek olarak, firmaya ait karakteristik özelliklerin de ayrıca çalışmada önemli olduğu vurgulanmıştır. Bilhassa imalat sanayi dışında olan, küçük ve yüksek büyüme oranlarına sahip firmaların daha bu ilişkiyi açıklamada etkili olduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte, bu çalışmada, daha önce Hindistan, Kore ve Rusya üzerinde gerçekleştirilen çalışmalar

daha da ileriye taşınarak, bu ülkelerin kurumsal yönetim uygulamaları ve firma türleri Brezilya ile karşılaştırılmıştır. Yapılan ülkeler arası karşılaştırma sonucunda, her bir ülkenin kendi karakterinin ve uygulamalarının firma değerini tahmin etmede büyük bir etkisi olduğu ortaya konmuştur. Daha önceki çalışmalarda da belirtildiği üzere, evrensel kurumsal yönetim uygulamalarının yerine ülkeler özelinde kurumsal yönetim uygulamalarının önemli olduğu yargısı desteklenmiştir.

Cheung ve ark. (2007) tarafından Hong Kong merkezli halka açık büyük firmalardan oluşan bir örnekleme kurumsal yönetim ve firma değeri ilişkisi araştırılmıştır. Çalışmada kullanılan kurumsal yönetim endeksi OECD: Kurumsal Yönetim Yönergesi'ni (1999) temel alarak oluşturulmuştur. Araştırmadan elde edilen bulgular sonucunda; firmaların piyasa değeri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Ping (2008) tarafından 2004-2006 yılları baz alınarak Çin Borsası'na kote olan en büyük 100 şirket ve Hong Kong'ta bulunan büyük işletmeler üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada, söz konusu işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular ışığında, Çin ve Hong Kong'ta bulunan işletmelerin kurumsal yönetim alanında büyük ilerleme kaydettikleri, buna ek olarak Çin'deki işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile piyasa değerleri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde Hong Kong'taki işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansları arasında da pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür.

Jia ve Lian (2013) tarafından 2006-2007 yılları arasında Çin'deki 114 işletmenin performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkinin incelendiği bir araştırmada; işletmelerin yönetim kurulu yapıları, yöneticilere ödenen maaşlar, yöneticilerin işletmelerde sahip oldukları hisse yüzdeleri ile işletme performansı araştırma modeline dahil edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde işletmenin yönetim kurulu yapısının, yönetici maaşlarının ve yöneticilerin işletmede sahip olduğu payların yüzdenin işletmelerin performansları üzerinde önemli bir etkiye haiz olduğu görülmüştür. Ayrıca kurumsal yönetim endeksinin kapsamının genişletilmesi

halinde ise kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansı üzerindeki etkisinin olumlu olacağı öne sürülmüştür.

Saldanlı (2012) tarafından 2007-2010 yılları arasında BIST Ulusal 100, Ulusal 50, Ulusal 30 endekslerinde yer alan işletmelerin performanslarının incelendiği bir araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; söz konusu işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarındaki gelişmelerin söz konusu endekslerde yer alan işletmelerin performansına pozitif yönde etki ettiği bulgulanmıştır. Yenice ve Dölen (2013) tarafından 2007-2011 yılları arasında BIST kurumsal yönetim endeksinde bulunan işletmelerin hisse senedi performansları ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki ilişkinin incelendiği bir araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde ise; kurumsal yönetim ilkelerine uygun hareket eden işletmelerin hisse senedi değerlerinin pozitif yönde etkilendiği, buna bağlı olarak kurumsal yönetim derecelendirme notunun işletmelerin hisse senedi değerlerini pozitif yönde etkilediği bulgulanmıştır.

Kula ve Baykut (2014) tarafından 2007-2012 yılları arasında Türkiye’de BIST’e kote olan 14 ticari banka üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada bankaların kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; söz konusu bankaların kurumsal yönetim endeksinde yer almalarının işletme performansları üzerinde pozitif yönde bir etkiye sahip olmadığı; buna karşın aktif karlılığı ve özsermaye büyüklüğünün işletme performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu, mevduat büyüklüğünün ise negatif yönde bir etkiye sahip olduğu bulgulanmıştır. Benzer şekilde Ege ve diğerleri (2013) tarafından BIST’e kote olan 18 işletmenin mali tabloları baz alınarak TOPSIS yöntemiyle gerçekleştirilen bir araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde ise söz konusu işletmelerin kurumsal yönetim endeksi notlarının işletmelerin finansal performansı üzerinde olumlu bir etkisi olmadığı bulgulanmıştır.

Uçkun (2014) tarafından 2012 yılı baz alınarak BIST kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerin kurumsal yönetim puanları ile işletme değerleri arasındaki ilişkinin incelendiği bir araştırmada 43 işletmenin kurumsal yönetim uygulamaları ile işletme değeri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu bulgulanmıştır.

Zengin (2014) tarafından 2008-2013 yılları arasında BIST kurumsal yönetim endeksinde yer alan 48 işletme üzerinde gerçekleştirilen bir araştırmada ise şletmelerin pazar performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları ve sermaye yapıları arasındaki ilişki incelenmiştir. Söz konusu araştırmada Tobin Q değeri ise bağımlı değişken olarak analize dahil edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde; söz konusu şletmelerin borç/öz sermaye oranı, fiyat/kazanç oranı, net temettü oranı, yabancı ortak oranı ile Tobin Q oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmüştür.

Yazgan (2017) tarafından 2011-2015 yılları arasında BIST kurumsal yönetim endeksinde işlem gören 58 şletmenin kurumsal yönetim derecelendirme notu duyurularının söz konusu şletmelerin hisse senedi getirilerine etkisi incelenmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgular neticesinde, kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilan edilmesinin hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı bulgulanmıştır.

## **3.2. Metodoloji**

“Regress” teriminin temelleri Francis Galton tarafından ortaya atılmıştır. Galton oldukça fazla atıf alan bir yazısında, ortalama üstü ve altı boyları olan anne-babaların çocuklarının da benzer boylara sahip olacağına ilişkin bir hipotezi araştırmıştır. Çalışma sonucunda Galton, beklenenin aksine bu anne babaların çocuklarının boylarının nüfusun ortalama boyuna yaklaşma eğiliminde olduğunu bulmuştur. Galton bunu “olağana doğru çekilme” olarak nitelendirmiştir (Gujarati, 2004 :15).

### **3.2.1. Veri Türleri**

Ekonometrik model çözümlerinde, Zaman Serisi Verileri, Kesit Verileri ve Karma Veriler olmak üzere üç tür veri kullanılmaktadır. Zaman Serisi Verileri, bir değişkenin birden fazla zamanda (günlük, haftalık, aylık, yıllık vs.) elde edilen gözlemlerinden oluşmaktadır. Kesit Verileri, bir veya birden fazla değişkene ait değerlerin belirli bir zaman noktasında toplanmasıdır. Karma Veriler, hem zaman verilerini hem de kesit verilerini içermekte olup, Panel Veri bir karma veri çeşididir. (Damodar N. Gujarati, 2004 :25-28).

### **3.2.2. Panel Veri**

Panel Veri, bir kesit birimi ve zaman verilerinin birleşmesi ile oluşturulmakta olup kesit birimlerinin birden fazla zaman döneminde gözlemlenmesidir. Birden fazla zaman döneminde, belirlenen hanehalkı veya bireylere yapılacak bir anket çalışması sonucunda Panel Veri elde edilebilir (Badi H. Baltagi, 2005: 1). Panel Veri, özellikle gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde oldukça yaygın araç haline gelmiştir. 1996 yılında ABD’de hayata geçen National Longitudinal Surveys of Labor Market Experience (NLS) bünyesinde toplumsal araştırmalar ve analizler için kullanılmakta olan seçkin panel veri setleri olduğu bilinmektedir (Cheng Hsiao, 2014: 1).

### 3.2.2.1. Panel Veri'nin Avantajları

Panel verinin konvansiyonel yöntemlerden zaman serisi ve kesit verileri yöntemine kıyasla en önemli avantajı, panel verinin araştırmacılara bireysel değişkenler arasındaki davranışsal farklılıkları modellemede büyük bir esneklik sunmasıdır (Greene, 2014: 385).

Hsiao (2014) ve Baltagi (2005)'a göre de panel verinin konvansiyonel zaman serisi ve kesit verilerine göre birçok avantajı bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır.

- (1) Model parametrelerinin daha anlamlı ve tutarlı sonuçlar vermesi. Büyük boyutlarda veri hacmi, verinin özgürlük derecesini artırmakta, değişkenler arasındaki doğrusallık oranını indirgemekte ve ekonometrik tahminlerin verimliliğini artırmaktadır (Hsiao, 2014: 4). Zaman serisi verileri çoklu doğrusallık sorunu yaşarken, panel veri daha az çoklu doğrusallık göstermekte ve daha bilgilendirici veriler ile daha güvenilir sonuçlar elde etmektedir (Baltagi, 2005: 5).
- (2) Bireysel heterojenliğin kontrol edilebilmesi. Zaman serisi ve kesit verilerinde heterojenlik kontrol edilememekteyken, sonuçların eğilimli olma riski mevcuttur. Panel veri modelleri ise bireysel heterojenliğin kontrol edilebilmesi ile ön plana çıkmaktadır (Baltagi, 2005: 4)
- (3) Zaman serisi ve kesit verilerin birleştirilmesi. Panel veri zaman serisi ve kesit verilerinden oluşan en az iki boyutu birleştirmektedir. Bunun veri setini karmaşılaştırması beklenirken, panel veri ile daha basite indirgenmiş analizler yapmak mümkündür (Hsiao, 2014: 9).

- (4) Panel veri ile değişimlerin dinamiğinin daha iyi çalışılabilmesi. Konvansiyonel yöntemlerde değişimlerdeki ölçeğin doğru llememe veya saklanma durumu mevcuttur. Panel veri ile işsizlik veya istihdam verileri gibi ekonomik göstergeler daha iyi gözlemlenebilmektedir (Baltagi, 2005:6)

### 3.2.2.2. Panel Veri'nin Limitleri

- (1) Veri seti tasarlamada, veri toplamada oluşan problemler ve ölçüm problemleri. Belirli dönemlerde yapılan çalışmalarda veri setinin tamamlanamaması, yapılan görüşmelerin/anketlerin eksik olması, katılımcılardan yanıt alınamaması, katılımcıların yanıtlara dair anımsama problemi olması, katılımcılarla yapılan görüşmelerin sıklığı, katılımcılara görüşme yapan kişilerin eğilimleri ve zamansal önyargı karşılaşılan sorunlar arasında yer almaktadır (Baltagi, 2005: 7).
- (2) Gz önüne alınmayan heterojenlik. Panel verinin gücü teorik olarak bireysel heterojenliğin kontrol edilebilmesine olanak sağlamasıdır. Panel verinin bu yeteneği verilerin kontrollü deneylerden elde edildiği durumlarda, oluşturulan veri setinin rastgele değişkenler içerdiği varsayımı altında gerçekleşmektedir. Panel veri gerçek hayatta birçok karmaşık veriden oluşmaktadır. Gz önüne alınmayan heterojenlik panel verilerde anlamsız sonuçlara sebep olabilmektedir (Hsiao, 2014: 10).
- (3) Seçicilik Seçicilik problemi. Baltagi (2005)'e göre seçicilik problemi, öz seçicilik (self-selection), yanıt alamama (nonresponse), yıpratma problemi (attrition), kısa zaman serisi (short-time series dimension) ve yatay kesit bağımlılığı (cross section dependence) olarak beş alt başlıkta gözlemlenmektedir.



Özseçicilik probleminin ana unsurlarından kırpma (truncation) hatası, toplanan verinin belirli bir yerde kırılmasından kaynaklı olarak, hazırlanan veri setinin eğilim veya önyargı içermesi durumunu içermektedir. Yanıt alamama problemi, katılımcıların görüşme yapmayı kabul etmemesi durumunda, yanıt verilmeyen soruların olması durumlarında meydana gelmektedir. Yıpratma problemi ise geniş zaman aralıklarının yer aldığı panel veri analizlerinde katılımcıların ölümü, yer değiştirmesi gibi nedenler dahil olmak üzere panel veri modelinin anlamsız sonuçlar doğurmasıdır. (Baltagi, 2005: 7-10).

### **3.2.2.3. Panel Veri Sorunlarının Tespiti ve Yöntemler**

Panel veri ile ilgili sorunları tespit etmede kullanılan iki yöntem kullanılmaktadır. Bunlar, Sabit Etkili Model ve Tesadüfi Etki Model'dir. Sabit Etkili Model'de regresyon modelindeki kesişmenin - her birimin kendine özgü bazı özellikleri olabileceği varsayımı ile - bireysel değişkenler arasında farklı olmasına izin verilir. Sabit Etkili Model'e alternatif olan Tesadüfi Etki Modeli'nde ise, her bireysel değişkendeki kesişmenin çok daha büyük bir kümeden rastgele bir şekilde geldiği varsayımı yapılmaktadır. Geliştirilen ekonometrik modellerde Sabit Etkili Model ve Tesadüfi Etki Modeli'nden hangi yöntemin kullanılacağına ilişkin Hausman testi yol göstericidir (Gujarati, 2004: 651).

Hausman Testi, 1978 yılında Hausman tarafından geliştirilmiş olup, Hausman tarafından geliştirilen test istatistiği asimptotik  $\chi^2$  dağılımına sahiptir. Teste göre,  $H_0$  Sabit Etkili Model ve Tesadüfi Etki Modeli arasında önemli bir fark olmadığı hipotezine dayanmaktadır (Gujarati, 2004: 651).

### **3.3. Araştırmanın Amacı ve Önemi**

Bu çalışmanın amacı Kurumsal Yönetim değişkenleri ile Türkiye merkezli olan seçilmiş halka açık firmaların firma değeri arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Çalışmanın sonraki kısımlarında öne sürülen hipotezlere ilişkin istatistiksel analizler gerçekleştirilecek ve bu ilişkiye dair yanıtlar aranacaktır.

### **3.4. Örneklem Dair Açıklamalar ve Veri Toplama Yöntemleri**

Araştırma halka açık olan ve BIST 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 30 firma üzerinde gerçekleştirilmiştir. Başlangıçta veri seti olarak daha büyük bir örneklem hedeflenmesine rağmen, bankalar, sigorta şirketlerinin çalışmaya dahil edilmemesi ve halka açık bazı firmaların borsaya ve Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kote olmakta çıkması nedeniyle örneklem sayısı 30'a düşmüştür. Bankaların ve sigorta şirketlerinin farklı bir finansal raporlama sistemine sahip olmaları ve veri setlerinin çalışmaya ilişkin bulguları etkileme olasılıkları nedeniyle, bu kurumlara ait veriler çalışmada yer almamıştır. Bu çalışmada yer alan firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi'nden seçilmesindeki temel motivasyon bu şirketlerin karşılaştırılabilir, veri açısından güvenilir ve istikrarlı olmasıdır. Bir başka deyişle, bazı diğer halka açık firmalar ile karşılaştırıldığında, Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalar, Kurumsal Yönetim uygulamalarına ilişkin uygulamaları yıllık faaliyet raporlarında düzenli olarak sağlamakta ve bu çalışmada gerçekleştirilen analizler için tutarlı bir altyapı sunmaktadırlar.

Bu çalışmada örneklem periyodu olarak 2013-2016 arası dönemi alınmış olup (belirtilen yıllar dahil olmak üzere), bu yıllar arasında kurumsal yönetim uygulamaları ve firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir.

Çalışmanın güncel verilere dayanmasına özen gösterilmiş olmakla beraber, örneklem ait verilerin temin edilmesinde KAP, SPK, BIST, firma web siteleri ve yıllık faaliyet raporları gibi halka açık platformlar kullanılmıştır. Ayrıca Reuters ve Bloomberg gibi ücretli platformlardan da verilerin tutarlığı açısından faydalanılmıştır.

### 3.5. Çalışmaya Konu Değişkenler ve Tanımları

Bu çalışmada kullanılan değişkenler, bağımsız değişkenler (kurumsal yönetim değişkenleri ve kontrol değişkenleri) ve bağımlı değişkenler (finansal performans ve firma değeri) olarak tanımlanmış ve analiz edilmiştir.

#### 3.5.1. Kurumsal Yönetim Değişkenleri

Bu çalışmada kullanılan Kurumsal Yönetim değişkenleri Tablo 4’te verilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenler arasında yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulundaki kadın üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı yer almaktadır. Bu değişkenlere ilişkin veriler çalışmaya konu olan firmaların faaliyet raporlarından ve/veya kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarından elde edilmiştir.

**Tablo 4.** Kurumsal Yönetim Bağımsız Değişkenleri

Ait Olduğu Grup	#	Değişken Adı	Tanım	Türü	Açıklama
<i>Kurumsal Yönetim Değişkenleri</i>	1	BOSIZE	Yönetim Kurulu Büyüklüğü	Bağımsız Değişken	Yönetim Kurulundaki toplam üye sayısını ifade etmektedir.
	2	BOIND	Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Sayısı	Bağımsız Değişken	Yönetim Kurulundaki toplam bağımsız üye sayısını ifade etmektedir.
	3	BOFEM	Yönetim Kurulundaki Kadın Üye Sayısı	Bağımsız Değişken	Yönetim Kurulundaki toplam kadın üye sayısını ifade etmektedir.
	4	BOAUD	Denetim Komitesi Üye Sayısı	Bağımsız Değişken	Denetim Komitesindeki toplam üye sayısını ifade etmektedir.
	5	BOCOG	Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	Bağımsız Değişken	Kurumsal Yönetim Komitesindeki toplam üye sayısını ifade etmektedir.

#### 3.5.2. Firma Değeri ve Finansal Performans Değişkenlerinin Tanımları

Bu çalışmanın önceki kısımlarında yer aldığı üzere uluslararası ve yerel literatürde firma değeri ve kurumsal yönetim arasındaki ilişki incelenirken kurulan regresyon modellerinde Tobin’s Q değişkeninin yaygın olarak kullanıldığı görülmüştür. Bu çalışmada da Tobin’s Q firma değeri ve kurumsal yönetim ilişkisini incelemeye öncül bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Q oranı, özsermaye değeri ve yükümlülüklerin defter değerinin toplamının, varlıkların defter değerine bölünmesi ile bulunmaktadır.

Bu çalışmada ikinci bağımlı değişken olarak kullanılan Aktif Karlılık (ROA), faiz ve vergi öncesi karın, toplam varlıklara bölünmesi ile elde edilmiştir. ROA oranı, bir

firmanın varlıklarının, firmanın kar yaratma kapasitesinde ne kadar verimli kullanıldığını göstermektedir. ROA oranı ağırlıklı olarak benzer sektörlerdeki firmaları karşılaştırmak için kullanılmaktadır.

Öz Sermaye Karlılığı (ROE), net kar rakamının özsermayeye bölünmesi ile bulunmaktadır. ROE oranı önemli bir karlılık göstergesi olmakla beraber, her bir birim sermaye karşılığında kaç birim kar elde edildiğini göstermektedir.

**Tablo 5.** Finansal Değerleme ve Performansa İlişkin Bağımsız Değişkenler

Ait Olduğu Grup	#	Değişken Adı	Tanım	Türü	Açıklama
<i>Finansal Performans ve Değerlemeye İlişkin Değişkenler</i>	6	Qratio	Q Rasyosu	Bağımlı Değişken	(Sermaye Değeri + Yükümlülüklerin Defter Değeri) / Varlıkların Defter Değeri
	7	ROE	Öz Sermaye Karlılığı	Bağımlı Değişken	Net Kar / Öz Sermaye
	8	ROA	Aktif Karlılık Oranı	Bağımlı Değişken	EBIT / Varlıkların Defter Değeri

### 3.6. Araştırma Bulgularının Değerlendirilmesi

Bu çalışmanın temel amacı aşağıda yer alan beş araştırma hipotezine yanıtlar bulmaktır.

H1: Yönetim kurulu büyüklüğü ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

H2: Bağımsız yönetim kurulu üye sayısı ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

H3: Yönetim kurulundaki kadın üye sayısı ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

H4: Denetim komitesi üye sayısı ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

H5: Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı ile firma değeri arasında pozitif ilişki vardır.

Tablo 6’da, çalışmada kullanılan veri setine ilişkin özet bilgiler yer almaktadır. Çalışmada toplam 78 firma 2013-2016 dönemi için incelenmiştir. Bu kapsamda toplamda 312 gözlem yapılmış olup ilgili analizlerin tamamı STATA programı kullanılarak gerçekleştirilmiştir.

**Tablo 6. Verilere Dair Özet Tablo**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
company	312	39.5	22.55098	1	78
year	312	2014.5	1.11983	2013	2016
QRatio	312	1.179272	.9567318	.1641392	6.976757
ROA	312	6.431338	9.136034	-16.76352	53.30087
ROE	312	12.0906	28.22626	-108.2079	254.8933
BOSIZE	312	8.516026	2.293511	5	18
BOIND	312	.3030211	.0648981	.1333333	.5
BOFEM	312	.1329712	.1232275	0	.6666667
BOAUD	312	.2654069	.0742327	.1111111	.5555556
BOCOG	312	3.310897	1.062126	0	7

### 3.6.1. Regresyon Analizi

Çalışmanın bu bölümünde gerçekleştirilen regresyon analizlerine dair bulgular aşağıda verilmiştir.

#### 3.6.1.1. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Tobin's Q Arasındaki İlişki

Tobin's Q değeri için regresyon analizi yapılmadan önce, regresyon analizinde kullanılacak yönteme ilişkin (sabit veya tesadüfi etkili model) seçim yapmak üzere Hausman testi gerçekleştirilmiştir.

Sabit veya tesadüfi etkili modeller arasında kullanılacak doğru modelin seçilmesinde Hausman test aşağıdaki hipotezleri test etmektedir:

H<sub>0</sub>: Tesadüfi etkili model kullanılmalıdır

H<sub>1</sub>: Sabit etkili model kullanılmalıdır

Tablo 7'de yer alan Hausman testi sonuçlarına göre, p-değeri kritik değer olan % 5'in üzerinde kalmaktadır. H<sub>0</sub> hipotezi reddedilmemekte ve dolayısıyla Tobin's Q ile kurulan regresyon modelinde tesadüfi etkili model kullanılmaktadır.

**Tablo 7.** Hausman Testi (Tobin's Q)

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
BOSIZE	.04126	.0028199	.0384402	.0433345
BOIND	-.493142	-1.512369	1.019227	.9648063
BOFEM	-.2097356	-.5853773	.3756417	.4127154
BOAUD	.57579	.5333306	.0424594	1.45921
BOCOG	-.0083614	.0072285	-.0155899	.0179547

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
 = 3.14  
 Prob>chi2 = 0.6778

Tablo 8, Tobin's Q oranı için regresyon sonuçlarını vermektedir. Birinci sütun tüm bağımsız değişkenlerin katsayılarını göstermektedir. Bu katsayılar, finansal performans değişkeni Tobin's Q ve bağımsız değişkenler arasındaki ölçeği ve yönü belirtmektedir. İkinci sütun bağımsız değişkenlerin standart sapmalarını temsil etmekte olup, üçüncü ve dördüncü sütun sırasıyla bağımsız değişkenlerin z-değerini ve ortalama p-değerini göstermektedir. Tablo 7'de yer alan R<sup>2</sup> ve F olasılığı sırasıyla, örneklem kümesinin ve bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenleri hangi ölçekte ve veya ne oranda açıkladığını belirtirken, F-değeri modelin ortalama anlamlılığını temsil etmektedir.

**Tablo 8.** En Küçük Kareler Yöntemi (Tobin's Q)

Random-effects GLS regression  
 Group variable: company  
 Number of obs = 312  
 Number of groups = 78  
 R-sq:  
 within = 0.0013  
 between = 0.0551  
 overall = 0.0441  
 Obs per group:  
 min = 4  
 avg = 4.0  
 max = 4  
 Wald chi2(5) = 2.89  
 Prob > chi2 = 0.7171  
 corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

QRatio	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
BOSIZE	.0028199	.0452425	0.06	0.950	-.0858538 .0914936
BOIND	-1.512369	1.157476	-1.31	0.191	-3.780979 .7562416
BOFEM	-.5853773	.5227801	-1.12	0.263	-1.610007 .4392529
BOAUD	.5333306	1.481109	0.36	0.719	-2.369589 3.43625
BOCOG	.0072285	.0408847	0.18	0.860	-.072904 .0873611
_cons	1.525893	.754691	2.02	0.043	.046726 3.00506

Regresyon analizi detaylı bir şekilde incelendiğinde, bağımsız değişkenler ile Tobin's Q oranı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı gözlemlenmektedir.

Kurulan model R<sup>2</sup> değerine göre incelendiğinde, bu değer 0,0441 olduğu görülmektedir. Bu, bağımsız değişkenlerin, Tobin's Q değerindeki değişimi % 4,4 oranında açıklamaktadır.

### 3.6.1.2. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Aktif Karlılığı (ROA) Arasındaki İlişki

Tobin's Q değeri için regresyon analizi yapılmadan önce, bir önceki kısımda gerçekleştirilen Hausman testi, ROA üzerinde de gerçekleştirilmiştir. Tablo 9'da yer alan Hausman testi sonuçlarına göre, p-değeri kritik değer olan % 5'in üzerinde kalmaktadır. Dolayısıyla kurulan regresyon modelinde tesadüfi etkili model kullanılmaktadır.

**Tablo 9.** Hausman Testi (ROA)

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
BOSIZE	-.5622809	-.2680874	-.2941934	.5745596
BOIND	-29.52437	-24.55486	-4.969504	13.00799
BOFEM	15.57216	3.131033	12.44112	5.578187
BOAUD	29.20916	17.7846	11.42456	19.27963
BOCOG	-.860348	-.680845	-.179503	.2528786

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
= 5.74  
Prob>chi2 = 0.3324

**Tablo 10.** En Küçük Kareler Yöntemi (ROA)

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       312
Group variable: company                 Number of groups =        78

R-sq:                                    Obs per group:
  within = 0.0399                          min =          4
  between = 0.0207                         avg =         4.0
  overall = 0.0225                         max =          4

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(5)    =        9.65
                                           Prob > chi2     =       0.0858
```

ROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
BOSIZE	-.2680874	.4673786	-0.57	0.566	-1.184133	.6479578
BOIND	-24.55486	12.1718	-2.02	0.044	-48.41115	-.6985731
BOFEM	3.131033	5.557892	0.56	0.573	-7.762236	14.0243
BOAUD	17.7846	15.24846	1.17	0.243	-12.10184	47.67104
BOCOG	-.680845	.4634038	-1.47	0.142	-1.5891	.2274099
_cons	13.27273	7.854779	1.69	0.091	-2.122349	28.66782

Tablo 10 aktif karlılık (ROA) için regresyon sonuçlarını göstermektedir. Regresyon analizi detaylı bir şekilde incelendiğinde, bağımsız değişkenler ile ROA arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar çıktığı görülmektedir. Modelin 0.0858 olan F-değeri ROA ile bağımsız değişkenler arasında % 5 anlamlılık seviyesinde kuvvetli bir ilişki olmadığını, % 10 anlamlılık seviyesinde ise bir ilişki olduğunu göstermektedir.

### 3.6.1.3. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ile Özsermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişki

Tobin's Q değeri için regresyon analizi yapılmadan önce, bir önceki kısımda gerçekleştirilen Hausman testi, ROE üzerinde de gerçekleştirilmiştir. Tablo 11'de yer alan Hausman testi sonuçlarına göre, p-değeri kritik değer olan % 5'in altında kalmaktadır. Dolayısıyla kurulan regresyon modelinde sabit etkili model kullanılmaktadır.



**Tablo 11.** En Küçük Kareler Yöntemi (ROE)

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
BOSIZE	-4.520559	-.0515657	-4.468993	2.990801
BOIND	-127.0184	-37.27418	-89.74419	69.99466
BOFEM	11.16414	-16.12844	27.29259	30.38001
BOAUD	289.6958	69.05033	220.6455	99.73386
BOCOG	-1.88002	-1.925392	.0453717	1.578766

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\chi^2(5) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 21.85 \\ \text{Prob}>\chi^2 &= 0.0006\end{aligned}$$

**Tablo 12.** En Küçük Kareler Yöntemi (ROE)

```
Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =   312
Group variable: company                   Number of groups =    78

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.1094                          min =          4
  between = 0.0001                          avg =         4.0
  overall = 0.0043                          max =          4

corr(u_i, Xb) = -0.7892                    F(5,229)        =    5.63
                                                Prob > F         =  0.0001
```

ROE	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
BOSIZE	-4.520559	3.290923	-1.37	0.171	-11.00492 1.963801
BOIND	-127.0184	79.15559	-1.60	0.110	-282.9847 28.948
BOFEM	11.16414	34.98832	0.32	0.750	-57.77605 80.10434
BOAUD	289.6958	109.2201	2.65	0.009	74.49103 504.9007
BOCOG	-1.88002	2.345667	-0.80	0.424	-6.501869 2.741828
_cons	16.92982	53.30159	0.32	0.751	-88.09441 121.9541

Tablo 12 Özsermaye Karlılığı (ROE) için regresyon sonuçlarını göstermektedir. Regresyon analizi detaylı bir şekilde incelendiğinde, bağımsız değişkenler ile Özsermaye Karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı olmayan sonuçlar çıktığı görülmektedir. Kurulan model R<sup>2</sup> değerine göre incelendiğinde, bağımsız değişkenlerin, açıklama gücünün düşük olduğu görülmektedir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

### 4.1. Sonuç ve Öneriler

Bu çalışmada belirlenen kurumsal yönetim kriterleri ile Tobin's Q, Aktif Karlılığı (ROA) ve Özsermaye Karlılığı (ROE) değişkenleri incelenmiş ve kurumsal yönetim ilkeleri ile firma değeri arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlarda, bağımlı değişkenlerden Tobin's Q ve ROE ile kurumsal yönetim değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bağımlı değişken ROA ile bağımsız değişkenler arasında ise % 5 anlamlılık seviyesinde kuvvetli bir ilişki bulunamamışken, % 10 anlamlılık seviyesinde ise bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Toplanan veriler analiz edildiğinde 78 firmanın 2013-2016 dönemindeki ortalama Tobin's Q verisinin 1.1792 olduğu görülmektedir. Bu da örnekleme yer alan firmaların ortalama hissedarlar için değer yarattığını göstermektedir. Elde edilen sonuçlarda, Tobin's Q ile kurumsal yönetim kriterleri arasında kuvvetli bir ilişki bulunmasına rağmen, ilgili kriterlerin katsayılarının eksi olması dikkat çekici bir sonuç olarak notlara girmiştir. Benzer şekilde toplanan veri setindeki firmaların ortalama aynı dönemdeki ROA ve ROE verilerine bakıldığında sırasıyla % 6 ve % 12 gerçekleşme oranları görülmektedir. Bu da firmaların ortalama hissedarlar için değer yarattığını göstermektedir. ROA ve ROE bağımlı değişkenleri ile kurulan modellerde söz konusu kurumsal yönetim kriterleri ile önemli bir ilişki bulunamamıştır.

Kurulan modellerin bulguları detaylı bir şekilde incelendiğinde, Türkiye'de ilgili sonuçları destekleyici birden fazla faktör ortaya çıkmaktadır. Birçok firma, kurumsal yönetim ilkelerine sadece SPK'nın tavsiye ettiği asgari düzeyde uyum sağlamak ve/veya bu kriterlere uyum sağlamakta yeterli çabayı göstermemektedir. Buna paralel olarak, birçok firma Kurumsal Yönetim İlkeleri arasında tavsiye niteliğinde yer alan, bir başka deyişle zorunlu olmayan ilkelere yeterince uyum sağlamamaktadır. Bunun da kurumsal yönetim kriterlerinin uygulanmasındaki temel motivasyonu zedelediği ve bu kriterlerin firmalara değer katacak seviyede etki edememesine yol açtığı düşünülmektedir. Hali hazırda halka açık olan firmalar ve/veya halka açılma planları

yapan firmalar için kurumsal yönetim kriterlerine ilişkin gerekliliklerin SPK tarafından daha sıkı uygulanmasının bu kriterlere olan uyumu artıracakı düşünölmektedir.

Halka açık olan ve/veya halka açılma planları yapan firmalarda, yabancı kurumsal yatırımcı oranının kurumsal yönetim ilkelerine olan uyumda etkili olabileceği düşünölmektedir. Yabancı kurumsal yatırımcıların portföyünde bulunan hisse senetlerinde, kurumsal yönetim uygulamalarına olan uyumun arttığı gözlemlenmektedir. Türkiye’de 2018 yılında birçok halka arzın olması beklenmektedir. Beklenen bu halka arzların ağırlıklı olarak hali hazırda çoğunluk sermayesini elinde bulunduran yabancı fonlar tarafından hisse satışı yolu ile yapılması beklenmektedir. Türkiye’de de birçok sektörde ve kurumda yatırımları bulunan özel sermaye fonları, halka arz yoluyla çıkış yaptıkları bir ortamda, hisse satışını ağırlıklı olarak yerli ve yabancı kurumsal yatırımcılar nezdinde gerçekleştirmektedirler. Bu gibi gelişmelerin borsadaki kurumsal yatırımcıların ağırlığına olumlu katkı yapması beklenmektedir. Uluslararası kurumsal yatırımcıların katılımının arttığı bir ortamda, kurumsal yönetim ilkelerine olan uyumun artabileceği düşünölmektedir.

Kurumsal Yönetim İlkeleri Tebliğ’nde yer aldığı üzere, yönetim kurulları bünyesinde kurulan Denetimden Sorumlu Komite, Kurumsal Yönetim Komitesi gibi alt komitelerin başkanlığını bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yapması beklenmektedir. Ancak firmaların çoğunlukla bağımsız yönetim kurulu üyesi kriterlerine asgari düzeyde uyması nedeniyle, bağımsız üye sayısının artırılması yerine ilgili komitelere çoğunlukla aynı isimlerin başkanlık ettiği görölmektedir. Bu durum, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine çoğu zaman asgari düzeyde uyduğunu ve tavsiye niteliğindeki kararları uygulamadığını kanıtlar niteliktedir.

Türkiye’de sermaye piyasalarının henüz istenilen derinliğe ulaşamamasının, şirketlerin Kurumsal Yönetim ilkelerine karşı olan uyum problemini açıklayabileceği düşünölmektedir. Sermaye piyasalarında oluşan derinlik, borsada sağlıklı fiyat istikrarı oluşmasını sağlamakta ve borsanın ekonomiyi temsil seviyesini artırmaktadır. ISO 500’de yer alan firmaların sadece 74’ü halka açık olup, borsamız 227 milyar dolarlık piyasa değeri ile 857 milyar dolarlık Türkiye ekonomisini sadece % 27 oranında temsil

etmektedir. Aynı oran ABD, Japonya ve Güney Kore’de sırasıyla % 132, % 126 ve % 125 olarak gerçekleşmektedir. Halka açıklığın, şirketlerde kurumsallığı ve profesyonelliği önemli oranda artırdığı bilinmektedir. Kurumsal Yönetim uygulamalarının da ağırlıklı olarak halka açık firmalar öncülüğünde yaygınlaştığı bir ortamda, borsanın ekonomiyi temsil değerinin artıyor olması önem arz etmektedir.

Gelişmiş ülkelerdeki örnekler ve mekanizmalar incelendiğinde, Kurumsal Yönetim konusunda teşviklerin yanı sıra farklı önlemlerin alındığı da görülmektedir. Örneğin, Dünya Bankası’na göre yüksek gelir grubunda yer alan, bir başka deyişle gelişmiş ülke statüsünde bulunan Norveç, geçtiğimiz dönemlerde borsaya kota şirketlerin yönetim kurullarına yüzde 40 kadın üye kotası getirmiştir. Norveç’in başlattığı bu uygulamayı birçok gelişmiş Avrupa birliği ülkesi de uygulamaya koymuş ve bu kotanın Avrupa Birliği genelinde uygulanması ihtimali bir tartışma konusu olmuştur.

BIST’te yer alan şirketlerin % 41’inin yönetim kurullarında kadın üye bulunmamaktadır. BIST’te yer alan şirketlerde 2017 yılında toplam 386 kadın üye seçilmiş olup, bu oran tüm yönetim kurulu üyelerinin yaklaşık % 14’üne denk gelmektedir. Kadın üye sayısında, kontrol gücü olan aile ile bağları olmayan kadın üyeler çıkarıldığında, kadın yönetim kurulu üye sayısının toplam yönetim kurulu üyelerine oranının % 7 olarak gerçekleşmesi dikkat çekmektedir. SPK’nın bu konuda tavsiye niteliğinde kararları olmasına rağmen, şirketlerin bu tavsiyeyi uygulamaktan uzak olduğu görülmektedir. Türkiye’de yönetim kurulunda en çok kadın üye bulunduran sektörler finans ve imalat sektörleridir.

Türkiye’de de Kurumsal Yönetim’in gelişmesi adına hem kamu hem özel sektör ve hem de üniversiteler nezdinde girişimler olmaktadır. Türkiye’nin önde gelen üniversitelerinden birinin bünyesinde kurulan Kurumsal Yönetim Forumu üniversiteler nezdinde olan gelişmelere örnek gösterilebilir. 2003 yılında kurulan bu Kurumsal Yönetim Forumu, yakın zamanda kendi bünyesinde yurt dışından esinlenerek kurduğu Yüzde 30 kulübü ile 2025 yılı itibariyle BIST Yıldız Pazar ve Özel Pazar’da yer alan şirketlerin yönetim kurullarındaki kadın üye oranını % 30’a çıkarmayı hedeflemektedir.

2018 yılı Kurumsal Yönetim açısından birçok fırsat da barındırmaktadır. 2012 yılında çıkan yasalara göre, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin altı yılda bir değişmesi şartı aranmaktadır. Bu da 2018 yılı itibariyle borsaya kote olan şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinde bir değişim olması yönünde beklenti yaratmakta ve özellikle kadın üyelerin yönetim kurullarında daha çok yer alması açısından şirketlere bir fırsat sunmaktadır.

Yukarıda belirtilen kurumsal yönetim ilkelerinin daha iyi uygulandığı, firmaların kurumsal yönetim uygulamalarını bir yönetmeliğe uyumdan ziyade, kurumsallık, şeffaflık, daha stratejik ve gelişmiş karar mekanizmaları için faydalı gördüğü bir ortamda, firma değeri ve kurumsal yönetim ilkeleri arasında daha net bir ilişkinin gözlemlenebileceği öngörülmektedir.

Bu çalışmada yer alan verilerin gelecek çalışmalara yol gösterebileceği düşünülmektedir. Diğer çalışmalardan farklı olarak bu çalışmada, günümüzdeki durumu daha iyi yansıtması açısından çalışmanın hazırlandığı tarihte elde edilebilecek son finansal veriler kullanılmış ve analiz edilmiştir. SPK tarafından yapılan mevzuat değişiklikleri ile birlikte Türkiye’de birçok büyük halka arzın önü açılmış olup, özellikle 2018 yılı itibari ile bu halka arzların büyük bölümünün gerçekleşmesi planlanmaktadır. Yapılması planlanan halka arzlar, Borsa İstanbul’da ciddi bir ağırlığa sahip olabileceği için, araştırmacıların bu halka arzlar akabinde çalışmalarını derinleştirmesinin faydalı olabileceği düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

- Aghabaki, M. 2014. **Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişki: IMKB’de Bir Uygulama**, Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Akın, A. & Aslanoğlu, S. 2007. İşlevsel ve Yapısal Açından Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi, **Bankacılar Dergisi**, 61: 28-42.
- Aktan, C. C. 2006. Kurumsal Şirket Yönetimi: İyi Şirket Yönetimi İçin Kurallar ve Kurumlar, **SPK Kurumsal Araştırmalar Serisi**, No:4, Yayın No: 196, Ankara.
- Alp, A. & Kılıç, S. 2014. **Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?**, İstanbul: Doğan Kitabevi.
- Amba, S. M. 2014. Corporate Governance and Firms’ Financial Performance, **Journal of Academic and Business Ethics**, 4(2): 1-11.
- Ararat, M. & Uğur, M. 2003. Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations, **Corporate Governance**, 3(1): 58-75.
- Ararat, M., Orbay, H. & Yurtoğlu, B. B. 2010. The Effects of Board Independence in Controlled Firms: Evidence from Turkey, **SSRN Electronic Journal**, August 2010: 1-52.
- Arı, M. 2008. Kurumsal Yönetim ve Finansal Raporlamanın Güvenilirliği, **Eskişehir Osmangazi İ.İ.B.F. Dergisi**, 3(2): 43-68.
- Arkun, F. 2011. Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim Alanında Getirdikleri, **Kurumsal Yönetim Dergisi**, 12, [http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet\\_alanlari/yayinlarimiz/kurumsal\\_yonetim\\_dergisi/kyd\\_dergi\\_sayi\\_12.pdf](http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/kurumsal_yonetim_dergisi/kyd_dergi_sayi_12.pdf) (Erişim Tarihi: 22.05.2017).

- Arslan, M. & Berkman, Ü. 2009. **Dünyada ve Türkiye’de İş Etiği ve Etik Yönetimi**, TÜSİAD, Yayın No: TÜSİAD/T-2009-06-492.
- Ataman, G. 2001. **İşletme Yönetimi Temel Kavramlar Yeni Yaklaşımlar**, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aysan, M. A. 2007. **Kurumsal Yönetim ve Risk**. 1. Basım, İstanbul: Boyut Yayın Grubu- Ekonomi Dizisi.
- Baltagi, Badi H. 2005. **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons.
- Baskıcı, Ç. 2012. **İç Kontrol Sisteminin Kurumsal Yönetim Anlayışındaki Yeri: IMKB Şirketlerinde Bir Uygulama**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Barontini R. & Caprio L. 2005. **The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe**, EFA 2005 Moscow Meetings Paper.
- Becht, M., Bolton, P. & Roel, A. 2002. Corporate Governance and Control, **European Corporate Governance Institute, Working Paper Series**, Paper No: 02/2002, pp.10-14.
- Berezneak, E. 2007. **Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi: Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Black B. 2001. Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data., **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 149, pp. 2131-2150, 2001.
- Black B. & Jang H. & Kim W. 2006, Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea, **The Journal of Law, Economics, and Organization**, 22(2): 366-413.

- Black B. & Carvalho A. & Gorga Erica. 2012, What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil, (and Other BRIK Countries), **18 Journal of Corporate Finance**: 934-952.
- Borsa İstanbul, Kurumsal Yönetim Endeksi, <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> (Erişim Tarihi: 07.06.2017).
- Boyd, B. 1990. Corporate Linkages and Organizational Environment: A Test of the Resource Dependence Model, **Strategic Management Journal**, 11: 419-430.
- Büyük, S. S. 2003. İyi Yönetim Savaşçıları, **Capital Dergisi**, 01.07.2003, <http://www.capital.com.tr/is-dunyasi/sirketler-ve-yoneticiler/iyi-yonetim-savascilari-haberdetay-1184> (Erişim Tarihi: 02. 06. 2017).
- Cadbury, S. A. 2000. The Corporate Governance Agenda, **Corporate Governance: An International Review**, 8(1): 7-15.
- Cernat, L. 2004. The Emerging, European Corporate Governance Model Anglo-Saxon, Continental or Still the Century of Diversity?, **Journal of European Public Policy**, 11(1): 147-166.
- Charles, P. O. 2001. Corporate Governance and National Development, **OECD Technical Papers**, Paper No: 180:1-47.
- Cheema, K. & Din, M. S. 2014. Impact of Corporate Governance on Performance of Firms: A Case Study of Cement Industry in Pakistan, **MPRA**, Paper No: 52303, posted 4.
- Coase, R. 1937. The Nature of the Firm, **Economica**, 4 (November): 386-405.
- Cornet, M. M., McNutt, J. J. & Tehranian, H. 2009. Corporate Governance and Earnings Management at Larfe U.S. Bank Holding Companies, **Journal of Corporate Finance**, 15: 412-430.



- Cyert, R. M. & March, J. G. 1963. **A Behavior Theory of the Firm**, New Jersey-USA: Prentice Hall.
- Çakalı, K. R. 2008. **Role of Internal Auditing in Corporate Governance: Two Case Studies from Turkey**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Işık Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Demirağ, İ. S. & Serter, M. 2003. Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies, **Corporate Governance**, 11(1): 40-51.
- Demirbaş, M. & Uyar, S. 2006. **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi**, İstanbul: Güncel Yayıncılık.
- Dinç, E. & Abdioğlu, H. 2009. İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: IMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 12(21): 157-184.
- Directors Remuneration, 1995. **Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury**, England.
- Doğan, M. 2007. **Kurumsal Yönetim**, Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Doğan, M. 2015. **Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerine Etkileri: BIST'te İşlem Gören İmalat Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyon.
- Donaldson, L. & Davis, J. H. 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, **Australian Journal of Management**, 16: 49-64.
- Döner, B. 2004. **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) İlkeleri Işığında Kamuoyu Aydınlatma Kavramı**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Edmenson, G. & Cohn, L. 2004. How Parmalat Went Sour, **Bloomberg Business Week**, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2004-01-11/how-parmalat-went-sour> (Erişim Tarihi: 17.05.2017).
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E. & Özyamanoğlu, M. 2013. Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama, **Journal of Academic Research and Studies**, 5(9): 100-117.
- Ercan, M. K. & Ban, Ü. 2005. **Değere Dayalı İşletme Finansı: Finansal Yönetim**, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Erdönmez, P. A. 2003. Kurumsal Yeniden Yapılandırma, **Bankacılar Dergisi**, 44: 23-42.
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A. & Şamiloğlu, F. 2011. Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi, **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, 48(554): 71-83.
- Feizizadeh, A. 2012. Corporate Governance: Frameworks. **Indian Journal of Science and Technology**, 5(9): 3353-3361.
- Fodor, A. & Diavatopoulos, D. 2010. **Does Corporate Governance Matter for Equity Returns=**, <https://ssrn.com/abstract=1546645> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1546645> (Erişim Tarihi: 01.06.2017).
- Freeman, E. & Reed, D. 1983. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance, **California Management Review**, 25(3): 88-106.
- Gompers P. & Ishii J. & Metrick A. 2003 Corporate Governance and Equity Prices, *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 107-156
- Göçen, C. A. 2010. Kurumsal Yönetim, İç Kontrol ve Bağımsız Denetim, Parmalat Vakası, **Mali Çözüm Dergisi**, 97: 107-122.

- Gönenç, H. 2004. Sermaye Sahipliği Yapısı, Yatırımcıların Korunması ve Firma Değeri: Türkiye, A.B.D. ve Japonya Karşılaştırması, **7. Ulusal Finans Sempozyumu Kitabı**, İstanbul
- Griffin, S. 1996. **Company Law Fundamental Principles**, 2<sup>nd</sup> Ed., London: Financial Times Pitman Publishing.
- Grove, H. & Basilico, E. 2011. Major Financial Reporting Frauds of the 21st Century: Corporate Governance and Risk Lessons Learned, **Journal of Forensic and Investigate Accounting**, 2(2): 191-226.
- Gujarati, Damodar N. 2004. **Basic Econometrics**, Boston, Mass: McGraw-Hill
- Güngör, F. 2003. Denetçi Bağımsızlığı Konusunda Sarbanes-Oxley Kanunu Sonrası Gelişmeler-I, **Yaklaşım Dergisi**, 124: 1-11.
- Gürbüz, A. O. & Ergincan, Y. 2004. **Kurumsal Yönetim: İye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Hampel Committee, 1998. **Final Report**, January 1998, <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel29.pdf> (Erişim Tarihi: 22.05.2017).
- Harshbarger, S. & Jois, G. U. 2007. Looking Back and Looking Forward: Sarbanes-Oxley and the Future of Corporate Governance, **Akron Law Review**, 40(1): 1-53.
- Hillman, A., Cannella, A. & Paetzold, R. 2000. The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change, **Journal of Management Studies**, 37: 235-256.
- Hsiao, C. 2014. **Analysis of Panel Data**. Cambridge University Press
- Ireland, P. 1999. Company Law and the Myth of Shareholder Ownership, **Modern Law Review**, 9(1): 51-64.

- İzciler, D. 2014. **Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Sürecinin Şirketlerin Performansları Üzerindeki Etkileri**, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Jensen, M. & Meckling W, 1976. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Harvard University Press.
- Jia, Z. & Liyan, H. 2013. Study on Corporate Governance Based on Acquirer's Long-Term Performance Analysis. In: Zhong Z. (eds) **Proceedings of the International Conference on Information Engineering and Applications (IEA) 2012**. Lecture Notes in Electrical Engineering, Vol. 218. Springer, London
- Jones, I. & Pollitt, M. 2004. Understanding How Issues in Corporate Governance Develop: Cadbury Report to Higgs Review, **Corporate Governance: An International Review**, 12(2): 162-171.
- Kahraman, C. 2008. **Kurumsal Yönetim Anlayışının Özel Sermayeli Bankaların Yapısı ve İşleyişi Üzerine Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Karabıyık, H. 2011. **Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: IMKB’de Sektörel Karşılaştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Karayel, N. & Gök, İ. Y. 2009. Kurumsal Yönetim – Performans İlişkisi: IMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Halka Açık Şirketlerde Bir Araştırma, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, 12: 9-28.
- Kayacan, M. 2005. Anonim Şirketlerin Sosyal Sorumlulukları ve Etik Değerleri, **I. Uluslararası Muhasebe Denetimi Sempozyum Kitabı**, ISMMO, Antalya.

- Kayacan, M. 2006. Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finansal Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler, **Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu Kitabı**, ISMMO, Girne.
- Kebeci, T. 2011. **Aile Şirketlerinde Yönetim Anlayışı ve Kurumsallaşma**, İstanbul: İkinci Adam Yayınları.
- Kibar, A. 2008. **Kurumsal Yönetim ve İç Denetim Semineri Açılış Konuşması**, TÜSİAD, 29.05.2008.
- Krafft, J., Qu, Y. Quatraro, F. & Ravix, J-l. 2014. Corporate Governance, Value and Performance of Firms: New Empirical Results on Convergence from a Large International Database, **Industrial and Corporate Change, Oxford University Press (OUP): Policy E-Oxford Open Option D**, 23 (2): 361-397.
- Kula, V. 2006. **Kurumsal Yönetim**, İstanbul: Papatya Yayıncılık.
- Kula, V. & Baykut, E. 2014. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, **Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 7(3): 1-17.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. 1998. Law and Finance, **Journal of Political Economy**, 106(6): 1113-1155.
- La Porta, R., De-Silanes, F. & Shleifer, A. 1999. Corporate Ownership around the World, **The Journal of Finance**, 54(2): 471-517.
- Leung, S., Richardson, G. & Jaggi, B. 2014. Corporate Board and Board Committee Independence, Firm Performance and Family Ownership Concentration: An Analysis based on Hong Kong Firms, **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, 10(1): 16-31.
- Melis, A. 2005. Corporate Governance Failures: to what extent is Parmalat a particularly Italian case?, **Blackwell Publishing**, 13(4): 478-488.

- Menteş, S. A. 2008. **Kurumsal Yönetişim Etkinlik Ölçüm Aracı Olarak Tepe Yöneticisi Değişimi: Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Meydan, C. H. & Basım, H. N. 2007. Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: Kuramsal Bir Analiz, **Savunma Bilimleri Dergisi**, 6(2): 48-67.
- Mitchell, L. E. 2003. The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance, **Villanova Law Review**, 48(4): 1189-1216.
- Muhasebe Enstitüsü, **Muhasebe Vak'aları**, (Ed.) G. Yücel, Yayın No: 72, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü.
- Mulherin, J. H. 2005. Corporations, Collective Action and Corporate Governance: One Size Does Not Fit All, **Public Choice**, 124(1/2): 179-204.
- Okur, M. R. 2014. **Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Üretim Sektörü Üzerine Bir Uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Yaşar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Ömür, G. A. 2010. İş Ahlakı Perspektifinde Yatırımcı için Kurumsal Yönetişimin Şeffaflık İlkesinin Önemi, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler fakültesi Dergisi**, 43: 163-175.
- Önder, Z. 2000. IMKB'deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketlerin Performanslarına Etkileri, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi (MÖDAV)**, 2(2):51-68.
- Özilhan, T. 2002. Özel Sektörün İhtiyacı: Kurumsal Yönetim, **Görüş Dergisi**, 50(Mart 2002): 6-7.
- Özilhan, T. 2003. Piyasa Ekonomisi ve Şeffaflık-Kavşaktaki Türkiye, **Deşifre Çözüm TÜSİAD**, 23.05.2003, İstanbul.

- Paslı, A. 2004. **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Pelenk, S. E. 2008. **Kocaeli ve Çevresindeki Büyük Ölçekli Şirketlerde Kurumsal Yönetişim Bilincinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R. 1978. **The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective**, New York: Harper & Row.
- Ping, J. 2008. **Does Corporate Governance Matter? Evidence from China and Hong**, Doctoral Thesis, City University of Hong Kong, Department of Economics and Finance, Hong Kong.
- Pirgaip, B. 2003. Türk Sermaye Piyasasında Uluslararası Muhasebe Standartlarına Uyum, **SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi**, 10: 1-10.
- Resmî Gazete, 2006. **Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik**, Sayı: 26333, Yürürlüğe Giriş Tarihi: 01/11/2006.
- Resmî Gazete, 2011. **Türk Ticaret Kanunu**, Kanun No: 6102, Kabul Tarihi: 13/1/2011, Yürürlüğe Giriş Tarihi: 01/07/2012.
- Resmî Gazete, 2012. **Sermaye Piyasası Kanunu**, Kanun No: 6362, Kabul Tarihi: 6/12/2012, Yürürlüğe Giriş Tarihi: 30/12/2012.
- Ross, S. A. 1973. Economic Theory of Agency The Principal's Problem, **American Economic Review**, May 1973: 134-139.
- Saha Rating, **Dünya Kurumsal Yönetim Endeksi (DKYE) Çalışması**, <http://www.saharating.com/~saharati/dunya-kurumsal-yonetim-endeksi/> (Erişim Tarihi: 07.06.2017).

- Saldanlı, A. 2012. Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi, **Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 8(8): 137-154.
- Sarbanes, P. & Oxley, M. 2002. **One Hundred Seventh Congress of the United States of America: At the Second Session.**, 23 January 2002, Washington, [https://www.nbg.gr/greek/the-group/corporate-governance/regulations-principles/Documents/Sarbanes\\_Oxley\\_Act\\_GR.pdf](https://www.nbg.gr/greek/the-group/corporate-governance/regulations-principles/Documents/Sarbanes_Oxley_Act_GR.pdf) (Erişim Tarihi: 22.05.2017).
- Sebilcioğlu, F. 2009. Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Yönetimin Yapılandırılması, **Denizli Sanayi Odası Yayınları**, 02.06.2009, <http://dso.org.tr/userFiles/File/Yeni%20Turk%20Ticaret%20Kanunu%20Tasarisi.pdf> (Erişim Tarihi: 07.06.2017).
- Serinkaya, İ. 2008. **Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi Ekonometrik Bir Analiz**, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- Sermaye Piyasası Kurulu. 2005. **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null> (Erişim Tarihi: 22.05.2017).
- Sermaye Piyasası Kurulu. 2011. **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ** (Seri: IV, No: 56), <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/12/20111230-14.htm?submenuheader=null> (Erişim Tarihi: 25.05.2017).
- Sermaye Piyasası Kurulu, **Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar**, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1> (Erişim Tarihi: 07.06.2017).
- Solomon, J. & Solomon, A. 2004. **Corporate Governance and Accountability**, Sussex: John Willey & Sons Ltd.



- Sönmez, A. & Toksoy, A. 2011. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye'deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliği, **Maliye Finans Yazıları**, 25(92): 51-90.
- Şehirli, K. 1999. **Kurumsal Yönetim**, Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü), İstanbul.
- Tekin, A. G. 2003. Kurumsal Yönetişim (Corporate Governance) Hakkında, **Ekonomistler Bülteni**, 1(31): 1-4.
- Tirole, J. 2001. Corporate Governance, **Econometrica**, 69(1): 1-35.
- Topak, M. S. 2011. The Effect of Board Size on Firm Performance: Evidence from Turkey, **Middle Eastern Finance and Economics**, 14: 119-126.
- Tricker, B. 2015. Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices, Oxford University Press.
- Tunç, F. 2011. Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsallaşmayla İlgili Düzenlemeler, **KPMG Kurumsallaşma ve Denetim Konferansı**, 5-9 Ekim 2011, Antalya.
- Tuzcu, A. 2004. **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: IMKB-100 Örneği**, Ankara: Turhan Kitabevi.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD). 2005. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, **TKYD Dergisi**, Yayın no. KYD-Y/2005-01-01.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, [www.tkyd.org.tr](http://www.tkyd.org.tr) (Erişim Tarihi: 08.06.2017)
- Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD), 2010. **Yönetim Kurulu İçin Kurumsal Yönetim Prensipleri Semineri**, 02.07.2010, [http://tusiad.org.tr/yayinlar/raporlar/item/download/4754\\_874435ffb0ce0390ec9af0d23a441340](http://tusiad.org.tr/yayinlar/raporlar/item/download/4754_874435ffb0ce0390ec9af0d23a441340) (Erişim Tarihi: 08.06.2017).
- Uçkun, R. 2014. **Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Puanlarıyla Şirket Değeri Arasındaki İlişki**, Yüksek Lisans Tezi, TOBB ve Ekonomi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.

- Uluslararası Şeffaflık Örgütü, 2016. **Yolsuzluk Algısı Endeksi**, <http://www.seffalik.org/cpi2016/> (Erişim Tarihi: 07.06.2017)
- Uyar, S. 2004. Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi, **Mali Çözüm Dergisi**, 66: 155-169.
- Ülgen, H. & Mirze, S. K. 2004. İşletmelerde Stratejik Yönetim, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Weimer, J. & Pape, J. 1999. Taxonomy of Systems of Corporate Governance, **Corporate Governance**, 7(2): 153-154.
- Weston, J. F., Mitchel, L. M. & Mulherin, J. H. 2004. **Takeovers, Restructuring and Corporate Governance**, New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Williams, O. E. 1981. The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach, **American Journal of Sociology**, 87(3): 548-577.
- Willis, A. 2005. Corporate Governance and Management of Information and Records, **Records Management Journal**, 15(2): 89-98.
- Yalçınır, B. 2012. **Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisi: Türkiye Örneği**, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yazgan K. 2017. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir İnceleme, **Sosyal Ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi**, Muğla.
- Yenice, S. & Dölen, T. 2013. IMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, 9(19): 199-213.

Yıldırım, M. 2007. **Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri**, Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Zengin, A. N. 2014. **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsa’da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Performanslarının Değerlendirilmesi**, Yüksek Lisans Tezi, Bahçeşehir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.



# EKLER

## EK 1. Firma Listesi

Aksa Akrilik Kimya Sanayii AS	Park Elektrik Uretim Madencilik Sanayi ve Ticaret AS	Global Yatirim Holding AS	Ege Endustri ve Ticaret AS	Coça-Cola Icecek AS
Anadolu Efes Biraçılık ve Malt Sanayii AS	Pegasus Hava Tasimacılığı AS	Ford Otomotiv Sanayi AS	Parsan Makina Parçaları Sanayii AS	Deva Holding AS
Arcelik AS	Pinar Entegre Et ve Un Sanayii AS	Soda Sanayii AS	Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi AS	Cemtas Celik Makina Sanayi ve Ticaret AS
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret AS	Pinar Su Sanayi ve Ticaret AS	Koc Holding AS	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret AS	Kordsa Teknik Tekstil AS
Aygaz AS	Pinar Sut Mamulleri Sanayii AS	Tat Gida Sanayi AS	Bosch Fren Sistemleri Sanayi ve Ticaret AS	Turkcell İletişim Hizmetleri AS
Boyner Perakende ve Tekstil Yatirimlari AS	Tofas Turk Otomobil Fabrikasi AS	Akenerji Elektrik Uretim AS	Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret AS	Eczacıbaşı Yatirim Holding Ortakligi AS
Cemtas Dokum Sanayi AS	Turcas Petrol AS	Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret AS	Alcatel Lucent Teletas Telekomunikasyon AS	Turkiye Sise ve Cam Fabrikalari AS
Dogus Otomotiv Servis ve Ticaret AS	Turkiye Petrol Rafinerileri AS	Zorlu Enerji Elektrik Uretim AS	Bak Ambalaj Sanayi ve Ticaret AS	Cimsa Cimento Sanayi ve Ticaret AS
ENKA Insaat ve Sanayi AS	Turk Prysmian Kablo ve Sistemleri AS	Desa Deri Sanayi ve Ticaret AS	Afyon Cimento Sanayi TAS	Anadolu Cam Sanayii AS
Eregli Demir ve Celik Fabrikalari TAS	Turk Telekomunikasyon AS	Turk Hava Yollari AO	Alkim Alkali Kimya AS	Celebi Hava Servisi AS
Hurriyet Gazetecilik ve Matbaacilik AS	Turk Traktor ve Ziraat Makineleri AS	Alarko Holding AS	Alkim Kagit Sanayi ve Ticaret AS	Derimod Konfeksiyon Ayakkabi Deri Sanayi ve Ticaret AS
Ihlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret AS	Trakya Cam Sanayii AS	Tekfen Holding AS	Dogan Sirketler Grubu Holding AS	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret AS
Izocam Ticaret ve Sanayi AS	TAV Havalimanlari Holding AS	Gubre Fabrikalari TAS	Brisa Bridgestone Sabanci Lastik Sanayi ve Ticaret AS	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret AS
Logo Yazilim Sanayi ve Ticaret AS	Petkim Petrokimya Holding AS	Vakko Tekstil ve Hazir Giyim Sanayi Isletmeleri AS	Hektas Ticaret TAS	Adel Kalemçilik Ticaret ve Sanayi AS
Migros Ticaret AS	AG Anadolu Grubu Holding AS	Haci Omer Sabanci Holding AS	EIS Eczacıbaşı İlaç Sınai ve Finansal Yatirimlar Sanayi ve Ticaret AS	
Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi AS	Ihlas Holding AS	BİM Birlesik Magazalar AS	Dogan Gazetecilik AS	