

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

**İMKB'DE KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA DEĞERİ
İLİŞKİSİNİN MODELLENMESİNE İLİŞKİN BİR
UYGULAMA**

Halil Cenk SÜER

2502060321

TEZ DANIŞMANI : Prof. Dr. Ahmet KÖSE

İSTANBUL 2011



T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MÜDÜRLÜĞÜ



TEZ ONAYI

Enstitümüz FİNANS Bilim Dalında 2502060321 numaralı HALİL CENK SÜER'in hazırladığı "İMKB'DE KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİNİN MODELLENMESİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA" konulu ~~YÜKSEK LİSANS / DOKTORA TEZİ~~ ile ilgili **TEZ SAVUNMA SINAVI**, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 28.Maddesi **15.12.2011 Perşembe** günü saat: **11.00'de** yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin Kabulne* **OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA** karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATİ(*)	İMZA
PROF.DR.BELKIS SEVAL	Kabul	B.Seval
PROF.DR.ORHAN GÖKER	Kabul	O.Göker
PROF.DR.AHMET KÖSE	Kabul	A.Köse
PROF.DR.MEHMET BOLAK	Kabul	M.Bolak
DOÇ.DR.ERDİNÇ ALTAY	Kabul	E.Altay

Adres: Besim Ömerpaşa Caddesi Kaptan-ı Derya Sokağı 34452 Beyazıt/İstanbul
Tel: 0212 440 00 00 / 14219-14220-14221-14222-14226-14227-14243
Fax: 0212 440 03 40 e-mail: sbe@istanbul.edu.tr

“İMKB’de Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisinin Modellenmesine İlişkin Bir Uygulama”

Halil Cenk SÜER

ÖZ

“Kurumsal Yönetim” kavramının ortaya çıkışı, modern halka açık şirketlerin sahipleri (hissedarlar) ile kontrolü elinde bulunduranları (yöneticiler) arasında ayrışma olarak ifade edilebilecek temel vekâlet problemi ile ilişkilidir. Teoride, kurumsal yönetimin firma değeri ile ilişkisi olduğu ifade edilerek, iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan firmaların finansal krizlerden daha az etkilenmeleri beklenir. Literatürde finansal krizlerle, kurumsal yönetim arasında çeşitli ilişkiler gözlenmiştir. Türkiye dışında gelişmekte olan piyasalarda yaşanan finansal krizlerde, bağımsız yabancı yatırımcılar tarafından yüksek mülkiyet yoğunlaşması olan firmaların hisse değerlerinde krizden sonra küçük bir düşüş tecrübe edilmiştir. Yüksek kamuya açıklama kalitesi ve alternatif dış finansman kaynakları olan firmalar da krizlerde daha az zorlanmışlardır. Buna rağmen kontrol eden aile sahipliğinin yüksek pay sahibi olduğu firmaların özsermayelerinin değerinde kriz sürecinde daha büyük düşüş deneyimlenmiştir. Bu çalışmada kurumsal yönetim kalitesi bir endeks oluşturularak ölçülmüş, firma değeri ile ilişkisi kullanılan ekonometrik yöntemlerle incelenmiştir.

“An Application on Modelling for the Relationship between Corporate Governance and Firm Value in IMKB”

Halil Cenk SÜER

ABSTRACT

The concept of “Corporate Governance” is related to the basic agency problem that could be identified as the segregation of the owners (stockholders) and controllers (managers) of the limited public companies of modern times. In theory, by stating that corporate governance could be associated with the firm value, throughout financial crises companies with good corporate governance should be expected to be affected less. In the literature, various relationship is observed between financial crises and corporate governance. During the financial crises experienced in the emerging markets other than Turkey, independent foreign investors have observed insignificant decrease in stock prices of the companies that have high ownership concentration. Companies with greater quality of public disclosure and alternative exterior financing sources have also lived less difficulty in the financial crises. In spite of this, however, there have been higher value loss of the shareholders’ funds in the companies where the controlling shares of family ownership are comparatively high. In this study, quality of corporate governance has been measured through constituting of an index and relation with corporate value examined via econometric models.

*Key words: corporate governance index, firm value, Turkey, IMKB
JEL: G3, G32.*

ÖNSÖZ

Bu tezin temel amacı, Türkiye’de halka açık şirketlerde kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkinin, farklı nitelik ve nicelik özellikleri taşıyan firmalar için modellenmesidir. Tezin temel kavramı kurumsal yönetimin firma değeri üzerindeki etkisidir.

Literatürde finansal krizlerle, kurumsal yönetim arasındaki ilişkinin gözlemlendiği çeşitli çalışmalar yapılmıştır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının, firma değerine olumlu etkisi nedeniyle, finansal krizlerin firmalar üzerindeki tahribatının daha az olmasında ve daha çabuk giderilmesinde rol oynayacağı savunulmuştur. Bu çalışma kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırma sürecine katkıda bulunmaktadır.

Yönlendirmeleriyle bana kılavuz olan danışman hocam Prof. Dr. Ahmet Köse’ye, çalışmamda emeği geçen saygıdeğer hocalarım Prof. Dr. Orhan Göker, Doç. Dr. Erdinç Altay, Prof. Dr. Belkıs Seval, Prof. Dr. Mehmet Bolak’a, tezimle ilgili kaynaklarından yararlandığım tüm kişi ve kuruluşlara ve emeği geçen herkese teşekkürü bir borç bilirim. Ayrıca eşime, doktora çalışmam süresince, birlikte geçireceğimiz zamandan yaptığı gibi, yaptığı pek çok fedakârlıkla, çalışmalarımnda bana geniş bir özgürlük sağladığı için minnettarım.

İstanbul, 2011

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME FAKÜLTESİ
FİNANS BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

1.1. Vekâlet Teorisi ve Kurumsal Yönetim.....	5
---	---

1.2. Genel Olarak Kurumsal Yönetim.....	8
1.2.1. Tanımı.....	8
1.2.2. Kurumsal Yönetimin Kavramsal Boyutları.....	10
1.2.3. Hissedar Değeri (Shareholder Value)Yaklaşımı.....	14
1.2.4. Paydaş Toplum (Stakeholder Society) Yaklaşımı.....	15
1.2.5. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Evriminin İncelenmesi.....	17
1.2.6. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	20
1.3. 2008 Yılında Yaşanan Global Kriz ve Sonrası Kurumsal Yönetim.....	28
1.3.1. Global Kriz ve OECD.....	32
1.3.1.1. Ücretlendirme Sürecinin Yönetimine İlişkin OECD'nin Kriz Sonrası Yaptığı Tespitler.....	35
1.3.1.2. Risk Yönetiminin Etkin Uygulanmasına İlişkin OECD'nin Kriz Sonrası Yaptığı Tespitler.....	36
1.3.1.3. Yönetim Kurulu Uygulamalarına İlişkin OECD'nin Kriz Sonrası Yaptığı Tespitler.....	37
1.3.1.4. Hissedar Haklarının Kullanımına İlişkin OECD'nin Kriz Sonrası Yaptığı Tespitler.....	38
1.4. Önemli Şirket Skandalları ve Kurumsal Yönetim.....	39
1.5. Denetim ve Kurumsal Yönetim.....	41
1.6. İnternet Ağı ve Kurumsal Yönetim.....	41
1.7. Firma Değeri ve Kurumsal Yönetim.....	42
1.7.1. Piyasa Fiyatı/Defter Değeri Oranı.....	45
1.7.2. Tobin's Q	46

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM

2.1. Türkiye'de Kurumsal Yönetimin Boyutları.....	48
2.1.1. Türk Ticaret Kanunu ve Kurumsal Yönetim.....	48

2.1.2. Kurumsal Yönetim ve SPK ilkeleri.....	50
2.1.3. TÜSİAD ve Kurumsal Yönetim.....	58
2.1.4. Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim.....	60
2.1.4.1. YTTK’da Ortaklara, Ortaklık Yapısı ve Ortakların Kontrol Haklarının Kullanımlarına İlişkin Düzenlemeler.....	62
2.1.4.2. YTTK’da Şeffaflığa ve Denetime İlişkin Düzenlemeler.....	64
2.1.4.3. YTTK’da Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi ile Yönetime İlişkin Düzenlemeler.....	69
2.1.4.4. Diğer Hususlar.....	73
2.1.5 Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi.....	74

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İMKB’DE KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİNİN MODELENMESİNE İLİŞKİN BİR UYGULAMA

3.1. Literatür İncelemesi.....	78
3.2. Araştırmanın Amacı.....	91
3.3. Hipotez.....	91
3.4. Yöntem.....	92
3.5. Çalışmanın Bulguları	101
3.5.1. Kurumsal Yönetim Endeksine İlişkin Bulgular	104
3.5.2. KYE’nin Firma Değeri Üzerindeki Etkisini Sorgulamak İçin Oluşturulan Modellere İlişkin Bulgular	114
3.5.2.1. KYE’nin F/DD Üzerindeki Etkisinin İncelendiği Modeller ve Bulguları.....	122
3.5.2.2. KYE’nin TQ Üzerindeki Etkisinin İncelendiği Modeller ve Bulguları.....	129

3.5.2.3. KYE'nin F/DD ve TQ Üzerindeki Etkisinin İncelendiği Bulguların Özetlenmesi ve Değerlendirilmesi.....	138
SONUÇ.....	145
KAYNAKÇA.....	155
EKLER.....	168
ÖZGEÇMİŞ.....	231

TABLolar LİSTESİ

Tablo- 1:	Global Krizde Finansal Çöküş Yaşayan Şirket Örnekleri.....	30
Tablo- 2:	CSIA'nın (Corporate Secretaries International Association) Kurumsal Yönetim Hakkında Kriz Sonrası Gündeme Getirdiği Hususlar.....	31
Tablo- 3:	Literatürde Kullanılan Alt-endeks Detaylarından KYE'ne Dahil Edilenler.....	102
Tablo- 4:	Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE).....	105
Tablo- 5:	Türkiye KYE ve Diğer Gelişmekte Olan Piyasalar Çalışmalarına İlişkin Karşılaştırmalı İstatistikler.....	111
Tablo- 6:	Türkiye KYE ile Venezüella ve Şili'deki Çalışmalar İçin Alt-endeks Karşılaştırmaları.....	112
Tablo- 7:	Alt-endeks Korelasyon Matrisi.....	113
Tablo- 8:	Tanımlayıcı İstatistikler.....	119
Tablo- 9:	Korelasyon Matrisi.....	121
Tablo- 10:	Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları (F/DD Model 1): $F/DD = \beta_0 + \beta_1 KYE$	123
Tablo- 11:	Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları (F/DD Model 2): $F/DD = \beta_0 + \beta_1 KYE + \beta_2 AGO$	124
Tablo- 12:	Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları (F/DD Model 3): $F/DD = \beta_0 + \beta_1 KYE + \beta_2 ŞB$	125
Tablo- 13:	Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları (F/DD Model 4): $F/DD = \beta_0 + \beta_1 KYE + \beta_2 KALD$	126

Tablo- 14:	Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları (F/DD Model 5): F/DD = $\beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO + \beta_3\text{ŞB} + \beta_4KALD$	128
Tablo- 15:	Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları (F/DD Model Geriye Doğru Eleme): F/DD = $\beta_0 + \beta_4 KALD$	129
Tablo- 16:	Tobin's Q (TQ) Regresyonları (TQ Model 1): TQ = $\beta_0 + \beta_1KYE$	130
Tablo- 17:	Tobin's Q (TQ) Regresyonları (TQ Model 2): TQ = $\beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO$	131
Tablo- 18:	Tobin's Q (TQ) Regresyonları (TQ Model 3): TQ = $\beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2\text{ŞB}$	132
Tablo- 19:	Tobin's Q (TQ) Regresyonları (TQ Model 4): TQ = $\beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2KALD$	133
Tablo- 20:	Tobin's Q (TQ) Regresyonları (TQ Model 5): TQ = $\beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO + \beta_3\text{ŞB} + \beta_4KALD$	135
Tablo- 21:	Tobin's Q (TQ) Regresyonları (TQ Model Geriye Doğru Eleme): TQ = $\beta_0 + \beta_1KYE$	136
Tablo- 22:	Fiyat/Defter Değeri (F/DD) ve Tobin's Q (TQ) Regresyonları	137
Tablo- 23:	Alt-endeksler İçin Regresyon Sonuçları	139
Tablo- 24:	Derecelendirme Şirketinin Verdiği Notların Tanımlayıcı İstatistikleri.....	141
Tablo- 25:	2010 Yılı Fiyat/Defter Değeri (F/DD) ve Tobin's Q (TQ) Regresyonları	143

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AICPA	: American Institute of Certified Public Accountants
CEO	: Chief Executive Officer
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
ECGI	: European Corporate Governance Institute
GEKK	: Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi
IAS	: International Accounting Standards
IFAC	: International Federation of Accountants
IFRS	: International Financial Reporting Standards
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KGK	: Kamu Gözetim Kurumu
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KYUR	: Kurumsal Yönetim Uyum Raporu
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSC	: New York Stock Exchange
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
PCAOB	: Public Company Accounting Oversight Board
SEC	: Securities Exchange Commission
SOA	: Sarbanes-Oxley Kanunu (Sarbanes-Oxley Act)
S&P	: Standard&Poor's
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TMSK	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRMOB	: Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
TÜSİAD	: Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği
UFRS	: Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları
XKURY	: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi
YTTK	: Yeni Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Şirketlerin küreselleşme sonucunda global ekonomide önem kazanmaları ve karşılıklı bağımlılıklarının artması, bir taraftan kurumları sınır ötesi rekabete açık hale getirirken, diğer yandan tüketicilerin daha iyi ürünlere, daha uygun fiyatlarla ulaşmasına imkân tanımakta ve böylelikle toplam refah düzeyinde artış sağlamaktadır. Kurumların dünya ticaretinden ve sermaye akımlarından aldıkları paylarda artış sağlamaları için faaliyette buldukları ülkedeki makro ekonomik politikalar yeterli olmamaktadır. Zira küreselleşme ülkelerin ekonomik ve siyasi yapılarının ve hatta kültürlerinin giderek benzeştiği bir süreci de ifade etmektedir. Bu çerçevede şirketlerin yapıları ve idareleri üzerinde daha fazla durulması gündeme gelmiş, kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmesi yönünde çeşitli ulusal ve uluslararası girişimler başlatılmıştır. Bu bağlamda sermayenin en fazla faydayı elde edeceği piyasalara akmasının önündeki engellerden birisi zayıf kurumsal yönetim uygulamalarıdır.

Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışı, modern halka açık şirketlerin sahipleri (hissedarlar) ile yönetenleri (yönetimsel kontrolü elinde bulunduranlar/yöneticiler) arasında ayrışma olarak ifade edilebilecek vekâlet problemi ile ilişkilidir. Teoride kurumsal yönetimin firma değeri ile ilişkisi olduğu ifade edilir ve krizlerde iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan firmaların finansal krizlerden daha az etkilenmeleri beklenir. Literatürde finansal krizlerle, kurumsal yönetim arasında ilişkinin gözlendiği çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Örneğin Doğu Asya'da yaşanan finansal kriz Temmuz 1997'de Tayland'da başlamış ve "Asya Kaplanları"¹ olarak bilinen birçok Doğu Asya ülkesinin para birimlerini, borsalarını, taşınmaz varlık değerlerini ve diğer kıymetlerini etkilemiştir. Etkilenen bütün ülkeler arasında Güney

¹ (Güneydoğu) Asya Kaplanları; Tayland, Malezya, Endonezya ve Güney Kore'yi içeren grubu ifade etmek için kullanılan ad. Ortak noktaları, 1980'lerin ortalarından itibaren, 1997 krizine kadar sergiledikleri mucizevî olarak nitelendirilen, başta ekonomik olmak üzere, kaydettikleri gelişmedir.

Kore en büyük zararı görmüştür. Bu krizin finansal nedenleri üzerinde ortak görüş oluşmuş olsa da, özellikle Güney Kore'de kurumsal yönetim uygulamalarının yetersizliğine de dikkat çekilmiştir. Türkiye dışındaki gelişmekte olan piyasalarda yaşanan finansal krizlerde, bağımsız yabancı yatırımcılar tarafından, yüksek mülkiyet yoğunlaşması olan firmalarda, hisse değerlerinde krizden sonra küçük bir düşüş tecrübe edilmiştir. Şeffaflık ve kamuya açıklama kalitesi üst seviyede olan ve alternatif dış finansman kaynakları bulunan firmalar da krizlerde daha az zorlanmışlardır. Buna rağmen tek bir aile tarafından hisselerinin çoğunluğunun veya önemli oranının kontrol edildiği firmaların özsermayelerinin değerinde kriz sürecinde daha büyük düşüşler yaşanmıştır.

Gelişmiş ekonomilerdeki finansal krizler ve şirket skandalları, kurumsal yönetim politikalarındaki yetersizlikler ve yaşanan toplumsal ve ekonomik problemler, yaygın biçimde halka açık olan ve olmayan şirketlerin yönetiminde, kar elde etme ve söz konusu karın ortaklar arasında dağıtılması amacı dışındaki unsurların da dikkate alınmasına ilişkin eğilimleri ortaya çıkarmıştır.

Kriz boyunca firma değerindeki düşüşler firma düzeyinde kurumsal yönetim farklılığından kaynaklanabileceği sorusu farklı medyalarda tartışılmaya devam etmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki 2001 ve 2002 şirket skandalları Sarbanes-Oxley yasasının çıkarılmasına ve ABD hisse senedi borsalarında yasal düzenleme değişikliklerine yol açmıştır. Bunu, dünyadaki diğer borsalarda benzer düzenlemelerin yapılması izlemiştir. Bu tür kural uygulamalarının firma değerleri üzerinde etkisi, bu düzenlemelerin şartları ile uyumları az olan firmaların, daha uyumlu olanlara göre daha yüksek anormal getiri elde etme olasılıklarının incelenmesi açısından da ilginçtir. Firmalar arasında yasaya ve uygulamalarına verilen tepkilerde firma büyüklüğünün rolünün olması beklenmektedir. Daha az uyumlu olan büyük firmalar ile daha az uyumlu küçük firmaların farklı eksi/artı anormal getiri elde edebilmeleri mümkündür. Diğer taraftan bazı düzenleme koşullarının küçük firmalar için zorlayıcı niteliğinin bulunmasının piyasaların işleyişi açısından önem taşıdığı gözlenmektedir.

Bu tezin temel amacı, Türkiye’de halka açık şirketlerde kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkinin, ana alt sektörlerde ve bu alt sektörlerdeki farklı nitelik ve nicelik özellikleri taşıyan firmalar için modellenmesidir. Tezin alt amaçları ise kurumsal yönetimin ana alt sektörlerde ne olduğunu, nasıl uygulandığını araştırmaktır. Böylece piyasa katılımcılarına, mali ve reel sektörün etkileşimi dikkate alınarak kurumsal yönetim uygulamalarının hangi bağlamda daha istenir ve kabul edilebilir olduğu konusunda fikir verilmesi amaçlanmaktadır. Bunlara ek olarak, kurumsal yönetim-getiri ilişkisi bağlamında yatırımcılara farklı alt sektör karmasından (finansal kriz süreçlerinde) en uygun portföyü seçmelerine yardımcı olmak diğer bir amaç olarak belirlenmiştir. Kurumsal yönetimin firma değeri ile ilişkisinin, İMKB’de işlem gören firmalar üzerinde, firmalar ve ana sektörler açısından modellenmesi bu tezin konusunu oluşturacaktır. Tezin temel kavramı kurumsal yönetimin firma değerine etkisidir. Buna ek olarak kurumsal yönetimin belirleyicileri ve firma değerinin ölçümü tezin diğer kavramlarını oluşturmaktadır. İMKB’de işlem gören tüm firmalara ilişkin kurumsal yönetim verilerinin elde edilme ve değerlendirme güçlüğü, zaman kısıtı tezin sınırlarını belirlemede önemli etkenler olmaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarının ülkemizde göreceli olarak yeni olması her bir alt sektör için kurumsal yönetim belirleyicilerinin verilerine uzun yıllar için ulaşılmasında güçlük yaratmakta, bu hedefe erişmek için uzun yılları kapsayan bir dönemin dâhil edilmesine ilişkin taviz verilmesine neden olmaktadır. Yine de yıllara yaygın olmayan verilerin kullanımında literatürde rehberlik edebilecek örnekler bulunmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yönetim genel olarak anlatılırken, özellikle kurumsal yapısı ve dünyada kurumsal yönetim deneyimleri üzerinde durulmuştur. Bu şekilde kurumsal yönetimin finansal kavramlarla ve yaşanmakta olan global kriz gibi ekonomik gelişmelerle ilişkisi gösterilmeye çalışılmıştır. Ayrıca kurumsal yönetimin firma değeri üzerindeki etkisini araştıran çalışmalarda kullanılan firma değerini temsil eden büyüklüklere bu bölümde yer verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye’de kurumsal yönetim düzenlemeleri ve uygulamaları anlatılmıştır. Türk Ticaret Kanununda, SPK düzenlemelerinde ve Yeni

Türk Ticaret Kanununda kurumsal yönetime ilişkin özellikler bu bölümde analiz edilmiştir.

Çalışmanın nc bölümünde ise kurumsal yönetimin firma değeri üzerindeki etkisini sorgulamak amacıyla, öncelikle konuyla ilgili literatür incelemesine, daha sonra oluşturulan kurumsal yönetim endeksine yer verilmiş ve bu endeks verileri farklı ülkeler için yapılmış çalışmalarla karŐılaŐtırılmıŐtır. Son olarak kurumsal yönetimin firma değeri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Ayrıca bu aşamada Şirket büyüklüğünün, aktif getiri oranının ve kaldıraç oranının firma değeri üzerindeki etkisi de incelenmiştir.

1. KURUMSAL YÖNETİM

1.1. Vekâlet Teorisi ve Kurumsal Yönetim

Jensen ve Meckling (1976) vekâlet teorisini (agency theory) modern şirketlere uygulayarak vekâlet maliyetini (agency cost) modellemişlerdir. Aslında klasik vekâlet teorisi ilk olarak Adolf Berle ve Gardiner Means tarafından 1932’de ileri sürülmüştür. Berle ve Means büyük şirketlerde sahiplik ve kontrolün genellikle ayrı olduğunu gözlemlemişler, bu durumun şirketlerin yapılanması ve kamusal politikalar alanında yarattığı sonuçlarını sorgulamışlardır. Şirketlerin sahipliği ve kontrolünün tam olarak çakışmadığı durumlarda, hissedarlar ile kontrol edenler arasında çıkar çatışması (conflict of interest) potansiyeli bulunmaktadır. İki taraf arasında, araştırmacıların tabiri ile, mükemmel sözleşmelerin yazılmasının ve kontrol edenlerin gözetiminin maliyetsiz olarak gerçekleştirilmesinin olanaksızlığı dikkate alındığında, söz konusu çıkar çatışması, diğer etkenler değişmediğinde, nihayetinde şirket değerini düşürecektir (Fama ve Jensen, 1983). Kurumsal yönetimin temelini oluşturan bu fikirlere dayanılarak yapılan araştırmalar öncelikle 1970 ve 80’lerde Amerika Birleşik Devletleri ile ilgili olmuştur; 90’ların başında ise öncelikle İngiltere, Japonya ve Almanya gibi diğer gelişmiş ekonomilerde başladıktan sonra son yıllardaki araştırmalar gelişmekte olan ülkelere de yayılmıştır (Denis ve McConnell, 2003).

Bir şirketin yapısı şirkette hakları olan farklı çıkar grupları arasındaki sözleşmelere bağlı ilişkiler ağı olarak görülebilir. Vekâlet teorisi iki seviyeli şirket kontrolü olduğunu varsaymaktadır. Yöneticiler ve sahipler. Bu iki grup arasında bir sürtüşme ve güvensizliğin oluşması normaldir. Daha genel olarak üç çıkar grubu vardır. Yöneticiler, sahipler ve borç verenler. Sahiplerin öncelikleri farklı olduğundan yönetici ve borç verenlerle çıkarlarının çatışması söz konusudur. Yöneticiler ve sahiplerin (hissedarlar) zaman ufku (time horizon) farklılık gösterir. Yöneticiler kısa vadeli performansa veya kara odaklanırlar zira zenginlikleri, güçleri ve ünleri buna bağlıdır. Hissedarlar ise, istikrarlı kar ve büyümeye önem verirler, daha uzun vadeli

bakarlar. Yönetici, hissedar ve borç verenlerin çıkarlarının çatışması ise risk faktörü ile ilişkilendirilebilir. Borç verenler verdikleri borcu geri alabilmek için risklerin azaltılmasını isterler. Hissedarlar ise servetlerini ençoklaştırmak amacındadır, dolayısıyla alınan risklerin bu hedefleriyle uyumlu olmasını beklerler. Yöneticiler ise kar konusunda daha fazla risk alma eğilimindedirler. Çünkü onların kariyerleri için önemli olan işletmenin kar etmesi ve bunun hissedarlara gösterilmesidir. Bu ilişkilere dayanan modern şirket her grubun diğerini kontrol etmek için yaptığı maliyetleri de beraberinde getirir.

Hissedarlar, borç verenler ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasını azaltmak için yapılan maliyetler vekâlet teorisinin ortaya koyduğu sonuçlardan biridir. Yöneticilerin buradaki avantajı şirket hakkında daha fazla bilgi sahibi olmalarıdır. Bu bilgi avantajını hissedarların aleyhine kullanabilirler. Yöneticileri çok fazla sınırlamak karların düşmesine neden olabilecektir fakat fazla riskli girişimlerde bulunmaları da borç verenlerin, finansal kuruluşların, şirkete karşı kuşkuyla bakmalarına neden olacaktır. Yöneticilerin gözetlenmesi ve sınırlandırılması da şirkete önemli maliyetler doğurabilir. Vekâlet teorisi şirketlerin uyum içinde kar arayan mekanizmalar olmadığını, aslında birer çatışma birimi olduğunu gösterir. Bu yapı modern şirketlerin bünyelerinde kendiliğinden inşa edilmiştir. Teoriyi kullanarak bakıldığında her bölüm kendi çıkarlarını gözetmekte, bu çıkarlar doğrultusunda şirketin amacını da farklı görmektedir. Yöneticilerin şirket hakkında daha fazla bilgi sahibi olmaları, başka bir ifade ile yöneticiler ve hissedarlar arasında, şirketin durumuna ilişkin bilgi asimetrisi, yöneticilerin kendi çıkarlarını gözetmelerinde neredeyse bağımsız olarak hareket etmelerine izin verir.

Bu tür vekâlet problemlerinin en aza indirgenmesi iki adımdan oluşan bir tedbir sürecinden geçmektedir. Öncelikle vekalet veren-vekil (principal-agent) mekanizması etkin bir biçimde tasarlanmalıdır, ikinci olarak da şirket içinde oluşturulan çeşitli örgütlenme yapıları ve sözleşmelerle gözetim altında tutulmalıdır. Birinci adım aslında her tarafın kendi kazançları için ne kadar risk alacaklarını inceler; vekâlet veren bazı haklarını vekile transfer etmelidir ki karşılığında vekilden bu hakları için yerine getirmesi gereken görevleri beklesin. İkinci adım ise şirketin

birinci adımda oluşturduğu yapıyı nasıl kontrol altında tutacağını, ne tür sözleşmelerle bu kontrolü sağlayacağını ve vekâlet problemlerinde ortaya çıkabilecek sorunlara ne şekilde potansiyel çözümleri üreteceğini belirler. Şirket için değer kaybı vekâlet problemleri arttıkça ve sözleşmeye bağlı gözetimlerin karmaşıklığı arttıkça artar, bu değer kayıplarının tümü vekâlet maliyetini meydana getirir.

Kurumsal yönetim bu sürecin içerisinde olmak iddiasındadır. Başka bir ifadeyle vekâlet veren-vekil arasındaki çatışmalara üretilen çözümün bir parçasıdır. Bu çatışmayla ortaya çıkan problemler başlangıcından sonuna kadar farklı kurumsal yönetim mekanizmalarının alanına girer. Örneğin şirketin hedeflediği ve gerçekleştirdiği kar miktarını ele alalım. Bu karın fiziksel oluşumundan sonra finansal tablolara doğru bir biçimde yansıtılması kurumsal yönetimin şeffaflık boyutuyla yakından ilgilidir. Yöneticiler kara ilişkin bilginin finansal raporlarda gösterilmesiyle ilgili yöntem bilgisini ellerinde tutarlar. Kısa vadeli kazançların tamamını sonuçlarda gösterip uzun vadede ortaya çıkabilecek finansal zararları saklama eğiliminde olabilirler. Bu durumda hissedarlar şirketin gerçek durumunu gelecekteki bir tarihe kadar, zararlar şirketten nakit çıkışına neden oluncaya kadar göremeyeceklerdir. İyi kurumsal yönetim uygulamaları, şeffaflık konusunda şirkette yapılmasını sağlayacağı düzenlemelerle, şirketin finansal tablolarını açıklamasına, hissedarların en doğru ve tam bilgiye ulaşmalarını sağlayacak şekilde bir düzen getirebilir.

Kurumsal yönetim genel kurulun ve yönetim kurulunun nitelik ve çalışma biçimine ilişkin de önerilerde bulunur. Hissedar hakları ve yönetim kurulunun oluşumu ve işleyişi kurumsal yönetimin ana unsurlarından ikisidir. Bu iki konunun şirket içinde iyi kurumsal yönetim uygulamaları ile düzenlenmesi, temel vekâlet çatışmasının yaratabileceği sorunların çözümünde önemli faydalar sağlayabilir. Örneğin vekillerin niteliklerini ele alalım; işlerini doğru yapabilecekleri tecrübe ve liyakatta olmaları kurumsal yönetim ilkelerinin içerisinde yer alır. Bu tür bir iyi ilkeye uyum hissedarların karar vereceği belirli standarttaki yönetim kurulu üyesi niteliğini

taşımayan adayların yönetim kuruluna seçilmemesini sağlayabilir; hatta bu tür kişiler hiç aday gösterilmeyebilirler.

1.2. Genel Olarak Kurumsal Yönetim

1.2.1. Tanımı

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD, 1999), kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır: "*Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsar... Kurumsal yönetim, makro ekonomik politikalardan, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabet düzeyine kadar firmaların faaliyetlerini biçimlendiren bir dizi unsurdan oluşan daha geniş bir ekonomik çerçevenin içinde yer almaktadır. Kurumsal yönetimin çerçevesi, aynı zamanda yasal, düzenleyici ve kurumsal faktörlere dayanır.*"

Aslında bu kavramın ilk tanımının, "Cadbury Raporunda" (1992) yer alan, "*kurumsal yönetim, şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği sistemdir*" şeklinde olduğu kabul edilmektedir. Kavrama yalnızca şirketler yönünden bakılmadığında, kurumsal yönetim, insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Şirket düzeyinde, iyi bir kurumsal yönetim uygulaması, şirketlerin sermayeyi verimli bir şekilde kullanmalarını garanti altına almalarını sağlayan bir unsurdur (TÜSİAD, 2005).

Farklı araştırmacılar ve kurumlar tarafından değişik dönemlerde, kurumsal yönetimin farklı boyutlarına dikkat çeken tanımlamalar yapılmıştır.

Faaliyetlerini ilgili taraflarla yaptığı sözleşmeler aracılığı ile yürüten şirketlerde "*kurumsal yönetim, şirket yönetimi sürecindeki sözleşmelerin tam olmadığı ve vekâlet problemlerinin bulunduğu yerlerde ortaya çıkar*" (Hart, 1995: 12).

Bir bakıma yatırımcıyı ve girişimciyi birbirine bağlayan “*kurumsal yönetim, şirketlere finansman sağlayıcıların yatırımlarına getiri elde etmelerini güvence altına alma yolları ile uğraşır*” (Schleifer ve Vishni, 1997: 1).

Biraz değişik bir tanım, Tirole (2001: 4) tarafından, kurumsal yönetim, “*şirket yönetimini, paydaşların refahını içselleştirmeye yönlendirecek veya zorlayacak kurumların tasarlanmasıdır*” biçiminde yapılmıştır.

Kurumsal yönetim ekonomik verimliliği iyileştirmek ve büyümede olduğu gibi yatırımcı güvenini artırmak için de önemli bir unsurdur. Kurumsal yönetim bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki ilişkiler bütünüdür. Kurumsal yönetim ayrıca bu şirketin hedeflerinin ortaya konmasını ve bu hedeflere ulaşmanın yolları ile performansın izlenmesini belirleyen yapıyı sağlar (OECD, 2004: 11).

Modern şirketleri, farklı çıkarlara sahip tarafların bu çıkarlarla ilgili faaliyetlerini kontrol eden karmaşık örgütsel formlar olarak betimleyen Mulherin (2005), şirket hissedarlarının ve çalışanlarının sayısının milyonlara ulaşabildiğini, şirketlerin aynı zamanda borç verenler, tedarikçiler, müşteriler, finansal danışmanlar ve diğer taraflar ile etkileşim içinde olduklarını vurgular. Dolayısı ile bir şirketin faaliyeti çok boyutlu müşterek eylem sürecidir. Bu tür bir süreci başarılı kılmanın yolu kurumsal yönetim kavramı ile ifade edilmiştir. Kurumsal yönetim şirketin müşterek eylem sürecini yöneten, dar olarak bakıldığında sahiplik ve yönetim kurulu gibi içsel, geniş olarak bakıldığında, yasal, politik ve üretim ile sermaye piyasalarını da içeren dışsal mekanizmalar seti olarak tanımlanır. Kurumsal yönetim modern şirketin içerdiği birçok potansiyel çıkar çatışmasına yanıt olarak oluşturulmuş kontrol araçları setidir (Mulherin, 2005).

Garay ve Gonzales (2008), kurumsal yönetimi, “*yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri, çoğunluk hissedarları gibi şirket içindekiler ve azınlık hissedarları ve borç verenler gibi şirket dışındakilerin aralarında oluşabilecek potansiyel çıkar çatışmalarını dengelemek için kullanılan içsel ve dışsal mekanizmalar kümesi*” olarak görmektedir.

Chen, Chen ve Wei (2009) kurumsal yönetim, “*şirketlerde vekâlet maliyetlerini azaltmak için kullanılan mekanizmadır*”, ifadesini kullanırken, Mersland ve Strom (2009: 2), “*kurumsal yönetim şirket hedeflerine ulaşılması hakkındadır*” biçiminde ifade etmiştir.

1.2.2. Kurumsal Yönetimin Kavramsal Boyutları

Bir şirkette iki koşul var olduğunda kurumsal yönetim sorunu ortaya çıkar. Birincisi, şirketin, sahipleri, yöneticileri, çalışanları ya da tüketicileri gibi, sistem çapında üyelerinin dahil olduğu bir vekâlet problemi ya da çıkar çatışması olması gerekir. İkinci olarak, işlem maliyetlerinin bu tür vekâlet probleminin bir sözleşme yolu ile düzeltilmesine olanak vermediği bir ortamın olması lazımdır (Hart, 1995).

Vekâlet ilişkisi, özel bağlamında, mülkiyeti elinde bulunduran pay sahipleri ile vekiller arasında, yönetim hizmetlerinin yerine getirilmesinde karar verme yetkisini de içeren karşılıklı olarak bağlayıcı bir sözleşme yapılması olarak tanımlanabilir. Hukuksal anlamda genel kurulun, yönetim kurulu üyesinin seçimine ilişkin kararı bir icap, görevin kabulü ise kabul niteliği taşır.

Berle ve Means (1932) ile Jensen ve Meckling (1976) klasik olmuş çalışmaları gibi kitap ve makaleler, sahiplik ve kontrolün ayrılması ve sonuçlarını tartışmıştır. Geniş olarak yayılmış hisse sahipliği şirket üzerinde bir izleme ve gözetim problemi yaratır; bireysel hissedarlar karar almaya katılmak yerine, beleşçi (free rider) gibi davranırlar (Thomson ve Wright, 1995).

Siyaset biliminde ve ekonomide, asil-vekil sorunu veya ikilemi, eksik ve asimetrik bilgi şartları altında, asil vekili, asilin çıkarını takip etmesi için tuttuğu varsayımına rağmen, bir asilin bir vekile iş verdiğinde ortaya çıkan, iki tarafın çıkarlarının aynı olmaması sorunu gibi zorluklarla ilgilenir.

Vekilin çıkarlarını asilin çıkarları ile uyumlu hale getirmeye çalışmak için, kar paylaşımı, verimliliğe bağlı ücretlendirme, performans ölçümü veya işten çıkarılma korkusu gibi çeşitli mekanizmalar uygulanabilir. Vekâlet veren-vekil teorisi yöneticilere neden hisse senetleri veya hisse senedi opsiyonu biçiminde performans ile ilişkilendirilmiş ödemeler verildiğine ilişkin yararlı bir bakış sunmaktadır (Hart, 1995).

İşletmelerde vekâlet ilişkisi, sadece mülkiyeti elinde bulunduran pay sahipleri ile onların vekili olan üst yöneticiler arasında bulunmamaktadır. Örgüt yapılarındaki bölümlendirmelerin sonucu, yönetim düzeylerinde üst ve astlar arasında da vekâlet ilişkileri bulunur, görevler ve bazı kararlar asıl yöneticiler tarafından vekil olan astlara devredilir. Dolayısıyla, hissedarların şirketlerin tepe yöneticilerini işe aldıklarında olduğu gibi bir asil-vekil sorunu pek çok işveren/işçi ilişkisinde bulunur. Siyaset bilimindeki pek çok çalışmada yasama yetkisinin bürokratik kurumlara delege edilmesinde içkin olan sorunlara dikkat çekildiği gibi, yasaların uygulanmasının bürokratların yorumuna açık olmasının, vekil olarak bürokrata yasa koyucuların tercihlerinden veya niyetlerinden sapma yönünde fırsat ve teşvikler yaratabileceğine de dikkat çekilir.

Vekâlet teorisinde uyum ve maliyet olarak adlandırılacak iki temel sorun bulunmaktadır. Uyum sorunu, tarafların çıkarlarının uyuşmayabileceğine vurgu yaparken, maliyet sorunu, vekilin asil adına yapacağı edimlerin gerçekleşip gerçekleşmediğinin kontrolüne ilişkin maliyetin neler olacağını sorgular. Vekâlet teorisi yaklaşımına göre bir işletme, pay sahipleri, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler v.b. farklı kesimlerdeki paydaşlar arasındaki sözleşmelerden oluşmaktadır. Bu durumun doğal sonucu kabul edilen, sözleşmenin tarafı olan her paydaş grubunun öncelikle kendi çıkarlarını arttırmaya odaklanması “vekâlet sorunu” olarak adlandırılır.

Bu durum bilgi asimetrisi, belirsizlik ve riskin olduğu tüm sözleşmeler için geçerli olmaktadır. Bir diğer husus bu süreçteki risk algılamalarıdır; daha açık bir ifade ile asil ve vekilin riske karşı takındıkları tavidir. Değişik mekanizmalarla çıkarları

uyumlu hale getirildiğinde dahi, iki tarafın risk tercihlerindeki farklılıklar riske karşı farklı edimlerin tercih edilmesi sonucunu getirerek bu hususta sorun yaratabilecektir.

Shleifer ve Vishney (1997), vekâlet sorununun özünü ortaklık ve kontrolün ayrımı olarak belirlemiş, yatırımcıların fonlarını nasıl tahsis edeceğine ilişkin kontrol hakkına sahip olan yöneticilerin, bu hakkı, para kaçırma, şirket aleyhine yapılan transfer fiyatlamaları ya da şirket varlıklarını değerinden düşük fiyata satma uygulamaları suretiyle kötüye kullanabileceklerini ileri sürmüşlerdir.

Kurumsal yönetim, beklenmedik durumlarda ne yapılacağı konusunda yöneticilere bırakan ve iş hakkında bilgileri eksik olan fon sağlayan yatırımcıların bulunduğu ortamlarda yöneticilere makul kısıtlamalar getirmeye uğraşmaktadır. Zira hissedarlar ve yönetim kurulu arasındaki bilgi asimetrisi, vekil (yönetim kurulu) asil (hissedarlar) adına çalışmaktayken, asilin, vekilin eylemlerini doğrudan gözlemleyemediği dikkate alındığında, vekil-asil probleminin klasik bir örneği olarak görülebilir. Bu bilgi asimetrisi ahlak çöküntüsü (moral hazard) ve ters seçim (adverse selection) biçiminde vekâlet sorunlarına yol açar. Fon sağlayan yatırımcılar, yöneticilerle fonların nasıl kullanılacağı ve getirinin nasıl bölüneceğine ilişkin sözleşmeler yapsalar da, gelecekte oluşacak çatışmaları bilmenin zorluğu yüzünden kapsayıcı sözleşmelerin düzenlenmesi, katlanılması gereken maliyeti büyüttüğü gibi teknik olarak da olası gözükmemektedir.

Ters seçime, ya da daha açık olarak, alıcıların ve satıcıların asimetric bilgiye sahip olduklarında kötü ürün ve müşterilerin seçilmesinin daha yüksek olasılık olması açısından baktığımızda, belirgin bir örnek olarak sigortayı verebiliriz. Bir kişinin sigorta yaptırma olasılığı, riske açık olmasının yüksekliği ile orantılıdır. Söz konusu durumda, sigorta eden sigorta yaptıran hakkında hiç araştırma yapmadığında ve dolayısıyla araştırmanın maliyetine katlanmak zorunda olmadığında, hatta belirli bir maliyete katlanarak araştırma yaptığında, sigorta edenin sigorta yaptıranın üzerinde taşıdığı riskleri bütünüyle bilmesini bekleyemeyiz çünkü burada sigorta yaptıranın ait özel bilgi söz konusudur.

Ahlak çöküntüsü riskten izole edilmiş bir kişinin davranışlarının riske tümüyle açık olduğu duruma göre farklılık göstereceğine dayanır. Vekil-asil ilişkisinde bu durum söz konusu olabilir, çünkü örneğin yöneticinin işsiz kalması riski ile şirket hissedarının şirketi kaybetmesi arasında alınan risklerin sonuçları arasında fark vardır. Eğer çıkarlar uyumlaştırılmazsa yönetici ahlak çöküntüsü oluşturabilecek şekilde asilin aleyhine riskler alabilir.

Serbest Piyasa ekonomisinde, etkin kurumsal yönetimin, hükümetin müdahalesi olmadan sağlanabileceğine dair iddialar geçmişte bazı akademik çevrelerde de güçlü bir şekilde iddia edilmiştir. Bu görüşün hareket noktası, şirketin kurucularının, şirket halka açıldığında, etkin bir kurumsal yönetim yapısı seçmelerinde çıkarlarının bulunduğu, başka bir ifadeyle, bütün hak sahiplerine yönelik toplam getiriyi maksimize edecek bir yapının oluşturulmasının kendi faydalarına olduğudur. Özellikle, yönetim kurulu üyelerinin seçimi için süreçler, icracı ve icracı olmayan müdürler karması, denetim ve ücretlendirme komitelerinin yapısı, devralmalara ilişkin kamuya açıklama yapma kuralları ve benzeri konularda yapılacak düzenlemeler bu kapsamdadır. Zira kurucular kendi haklarını rekabetçi olan bir piyasada sattıklarında alacakları tutar bütün haklarına ait gelecekteki getirilerin net şimdiki değerine eşit olacaktır. Dolayısıyla bu görüş, şirket kurucularının, toplam artı değeri maksimize edecek kurumsal yönetim kurallarını seçmelerinin kendi yararlarına olduğunu vurgulamaktadır. (Hart, 1995)

İyi bir kurumsal yönetim uygulaması, yönetimde ve karar alma süreçlerinde nitelikli ve yetkin bireylerin görev almasını ve bu bireylerin çıkar çatışmalarından uzak kalarak verdikleri kararlarla şirket sermayesinin kullanımında verimliliği sağlamalıdır. Kurumsal yönetim, hissedarlar ve çalışanlar dışında kurumun saygınlığını, güvenilirliğini ve devamlılığını gözeterek tüm kreditorler, yatırımcılar, tedarikçiler ve müşterilerin çıkarlarını da gözetmek durumundadır (TÜSİAD, 2005: 31).

1.2.3. Hissedar Değeri (Shareholder Value) Yaklaşımı

Kurumsal yönetim özünde, yöneticilerin ortaklara karşı hesap verebilir durumda olması anlamını taşır. Zaman içerisinde diğer paydaşların faydaları buna eklenmiştir.

Kurumsal yönetime ilişkin riskin merkezinde üç olası çatışma bulunur. Bunlar,

- a) Çoğunluk pay sahiplerinin azınlık pay sahiplerinin haklarını ihlal etmesi
- b) Yöneticilerin pay sahiplerinin haklarını ihlal etmesi
- c) Yöneticilerin menfaat sahiplerinin (müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler, kamu) haklarını ihlal etmesi biçiminde ifade edilir.

Kurumsal yönetimi taşıyan iki ayaktan biri belki de en önemlisi hissedar değeri kavramıdır. Bu çalışmada, ilerideki bölümlerde daha detaylı görüleceği gibi, esas olarak kurumsal yönetime hissedar değeri açısından yaklaşımıştır. Bu nedenle bu konudaki açıklamalar izleyen maddelerde daha geniş yapılacaktır. Tirole (2001: 33) hissedar değeri kavramı lehine üç görüş ileri sürmektedir:

- a) Rehin edilebilir gelir (pledgeable income²) kıtlığını giderebilir ve böylece şirkete kaynak sağlayanlar açısından güvence olur (şirketin gelecekte yaratacağı nakit akışları üzerinde, örneğin borç verenlerin baskılarının azaltılmasına yardımcı olabilir),
- b) Yöneticilere daha fazla odaklanma ve güçlü teşvikler sunarak motivasyonlarını artırır,
- c) Kurumsal yönetim uygulamaları hissedar değerinin en çoklaştırılmasına odaklanacağı için, bu sayede kontrolün hissedarlar ve diğer çıkar grupları arasında bölünmesinin önüne geçeceği varsayımıyla, şirket karar verme mekanizmalarında etkinlikten uzaklaşma ve çözümsüzlükleri önler.

² Tirole, “pledgeable income”ı şu şekilde tanımlamaktadır: “*the expected income that can be pledged to uninformed investor*” (bilgi sahibi olmayan yatırımcıya rehin edilebilir beklenen gelir). Burada bu tür yatırımcılardan kastedilen, şirket içi bilgilere doğrudan ve tam olarak sahip olmayan “borç verenler”dir. Dolayısıyla rehin edilebilir gelir, şirket tarafından alınabilecek borçlar için teminat niteliğindedir.

1.2.4. Paydaş Toplum (Stakeholder Society) Yaklaşımı

Kurumsal yönetimdeki diğer yaklaşımı oluşturan paydaş toplum kavramı, şirketleri, rolleri şirketin servet yaratma faaliyetlerine maddi veya farklı boyutta özel yatırımda bulunan tüm taraflar arası ilişkileri yönetmek olan yasal yapılar olarak görür. Bu yapının içindeki taraf kümesinden biri hiç şüphesiz ki şirket hissedarlarını içermektedir. Bu nedenle öz sermaye şirkete akan toplam maddi girdi karmasının da olmazsa olmaz parçasıdır. Fakat elbette söz konusu yapı içerisindeki taraflar şirket hissedarları ile sınırlı değildir. Tedarikçiler, borç verenler, müşteriler ve özellikle çalışanların da, ilgili şirketle süregelen ilişkilerine bağlı olarak şirkete farklı nicelik ve nitelikte değer katan yatırımlar yaptıkları bir gerçektir. İyi bir tedarik zinciri şirketin ürünlerini ya da hizmetlerini piyasaya sunmasında kaçınılmaz bir unsurdur. Borç verenler, şirkete verdikleri kredi ile şirketin, finansal kaldıraçın özsermaye karlılığı üzerindeki olumlu etkisinden yararlanmasını sağlamaktadır. Şirketin ürün ve hizmetlerine sadakati olan müşteriler olumsuz ekonomik koşullarda bile şirketin finansal gücünü destekleyebilmektedir. Yetişmiş, uzman çalışanlar da bir şirketin en önemli kaynakları arasında sayılmaktadır (Blair, 1995).

İşletme yönetimi öğretisinde açık sistem yaklaşımının ağırlık kazanması ile işletmeler, çevreleriyle etkileşim halindeki oluşumlar olarak incelenmeye, yönetici işlevleri de bu yeni çerçevede tanımlanmaya başlanmıştır. Açık sistem yaklaşımı, kurumsal “paydaş kuramı”nı (stakeholder theory) destekleyen bir yaklaşımdır. İşletmelerin ekonomik birimler olduğu kadar sosyal birimler de olduğu ve çevreleriyle etkileşim halinde oldukları vurgusu, paydaş kavramını doğurmuştur. Müşteriler, çalışanlar, ortaklar, hissedarlar, yatırımcılar, tedarikçiler, dağıtımıcılar, yerel kuruluşlar, ilgili kamu kuruluşları, sivil toplum kuruluşları ve medya kuruluşları işletmelerin çevresindeki paydaşlar olarak değerlendirilmiş ve bu gruplar ile ilişkilerin, işletme yönetiminin başarısını etkilediği savunulmuştur. Günümüzde ise paydaşlar ile ilişkilerin sağlıklı yönetimi, işletmelerin başarısı için önkoşullardan sayılmaktadır. İşletmelerin paydaşları ile kurduğu ilişkiler paydaş yönetimin

(stakeholder management) özünü oluşturmuştur. Bu konu üzerinde sınıflandırmalar arasında en kabul göreni, “iç - dış paydaşlar” olmuştur (Arslan ve Berkman, 2009).

İktisatçılar geleneksel olarak şirketin hissedarlarına karşı sorumluluğu üzerinde durmuşlardır. Diğer bazı çevrelerde, özündeki doğruluk ve hareket noktasına itiraz edilmese de, tek özneye karşı sorumluluk biçiminde gözlenen bu görüş yaygın biçimde kabul edilmez. Hissedar değeri kavramının farklı derecelerde karşıtları olanlar, yapılan kar maksimizasyonu tercihleri sonucu, diğer paydaşlara dayatılan dışsallıklara işaret ederler. Bu dışsallıklara örnek olarak, şirketlere, insani sermayelerini ve ayrıca konut, eşin istihdamı, okullar, sosyal ilişkiler vb. iş dışı sermayelerini yatıran yöneticilerin ve çalışanların refahı üzerindeki; şirket ile ilişkilerinde batık yatırımları ve vazgeçilmiş alternatif yatırımları olan tedarikçiler ve müşterilerin üzerindeki; bir fabrikanın kapanışından zarar gören toplumun üzerindeki etkiler ve benzerleri olarak verilebilir. Şirketin toplumsal sorumluluğu bazen çok daha geniş olarak, şirketle bir sözleşmeye bağlı ilişkileri olmayan diğer paydaşların da korunmasını içerdiği şeklinde değerlendirilir. Örneğin şirket, yakalanma olasılığı az olsa bile az gelişmiş ülkelerdeki memurlara rüşvet verilmesinden veya çevre vergileri ya da izinleri olmasa bile çevreyi kirletmekten uzak durmalıdır. Başka bir deyişle şirket diğer paydaşlar üzerindeki dışsallıkları da içselleştirmelidir (Tirole, 2001: 24).

Yalnız bu konuda ilginç bir durum, paydaş toplumuna, ABD ve Birleşik Krallıktan daha fazla sempati ile bakan Fransa, Almanya ve Japonya gibi ülkelerin aynı zamanda, çoğu iktisatçı tarafından zayıf kurumsal yönetim sistemleri yaratmakla değerlendirilmesidir. Örneğin, iktisatçılar genellikle Kıta Avrupa’sındaki çalışanların, işverenler açısından ağır olarak nitelendirilen yasal temelde korunmalarının, yeni girişimlerin sermaye bulmasını önlediğini öne sürer (Tirole, 2001: 25).

Şirketlerin kararları, faaliyette buldukları farklı piyasalardaki rekabetçi koşullardan ve faaliyet gösterdiği toplumun sosyal ve kültürel yapısından da etkilendiğinden, kurumsal yönetim yalnızca hissedarların kontrol hakları ile sınırlı

kalamaz. Borç verenlerin sözleşmeden doğan hakları, çalışanlar, müşteriler ve tedarikçilere verilen taahhütler, hükümet organlarınca çıkarılan düzenlemeleri ve parlamentoda çıkarılan yasaları da kapsar. Bu bağlamda, bazı yöneticilerin paydaş toplum kavramını desteklemeleri saiklerinin arkasında bazı kuşkular dile getirilir. Bu da paydaş toplum destekçilerinin, hissedar kontrolünü farklı fakat güçlü bir yönetim yapısı ile değiştirmeyi önermedikleri iddiası ile duyulan şüphelerdir. Başka bir deyişle, sorun şirket yönetimi üzerindeki etkin kontrolün paydaş toplum kavramı ile mi yoksa hissedar değeri kavramı ile mi daha mümkün olduğuna ilişkindir. (Tirole, 2001: 26)

1.2.5. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Evriminin İncelenmesi

Mülkiyet haklarının varlığı veya güçlülüğü belirli bir ekonomik sistemde ticaretten veya ekonomik faaliyetten elde edilecek potansiyel kazançları etkiler. Dolayısıyla, altta yatan yasal, politik veya düzenleyici çevre kurumsal yönetimin önemli bir yönüdür (Mulherin, 2005: 4).

1980'lerin sonundaki saldırgan satın alma faaliyetleri sırasında, ABD'deki şirket yöneticileri, kendi şirketlerinin bir satın almada hedef olmasından korunmak için, bu duruma karşı pek çok savunma yöntemi uygulamışlardır. Bu faaliyetler hissedarların, şirketlerdeki hisselerini saldırgan satın alıma çıkanlara satmalarını engelleyerek ve hissedarlarla yöneticiler arasında güç dengesinin yöneticiler lehine kaymasına neden olmuştur.

Kurumsal yönetimin gelişimi hakkındaki herhangi bir tartışma Birleşik Krallık'da 1990'ların başlarında yayınlanan Cadbury Komitesi raporunu dikkate almak durumundadır. Raporun üzerinde durduğu eksiklikler, özellikle, finansal raporlamanın kalitesindeki düşük seviye ve bağımsız denetçilerin elde ettikleri finansal bilgiyle ürettikleri raporlarda, bu bilgileri kullananların beklediği güvenceyi onlara sağlayamamasıydı. Ayrıca ülkedeki beklenmeyen iflaslar, finansal raporların, zaman içerisinde iflas eden firmalar hakkında yeterince ön uyarı veremediği

düşüncesini doğurmuştu. Bir başka gözlenen olgu da, şirket yönetim kurullarındaki üyelere, şirketlerin gerçekleşen performansları ile uyumsuz maaş, ücret veya başka biçimlerde olan aşırı ödemeler yapıldığı eleştirileri vardı. İlk defa bu komite kurumsal yönetimi isimlendirerek bu bağlamda anlamlandırdı ve daha da önemlisi tanımladı (Godbole, 2002: 1).

Geçtiğimiz 10 yılda, kıta Avrupa'sının en büyük üç ekonomisinde (Almanya, Fransa ve İtalya'da) pek çok yatırımcıyı korumak için pek çok kurumsal yönetim reformu yapıldı. Bu ülkelerdeki ana girişimler dört alanda yatırımcının korunmasına yöneliktir. (Ivaschenko ve Brooks, 2008)

- Azınlık hissedarlarının güçlendirilmesi: Bu alanda önemli gelişmeler, hissedarların seslerinin daha çok çıktığı ortamın sağlanması, bireysel hissedar gücünün artırılması ile bir hisse-bir oy kurallarının iyileştirilmesi olmuştur.

- İçsel yönetimin iyileştirilmesi: Şirket yönetim kurulları daha etkin hale getirilmiş, kurul üyelerinin çıkar çatışmalarına ilişkin daha fazla şeffaflık sağlanarak üçüncü-taraf işlemlerinde kurallar sıkılaştırılmıştır.

- Şeffaflık gereklerinin iyileştirilmesi: Kurumsal yönetim kodları iyileştirilmiş, kendi adına işlem ve ücretlendirmede daha düzgün kurallar oluşturulmuş, finansal raporlama ve denetim geliştirilmiştir.

- Kamu yaptırımlarının güçlendirilmesi: Gözetim otoritelerine daha fazla güç verilmiş, piyasa kötü kullanımına karşı yaptırımlar getirilmiş ve finansal raporlama denetimi konusunda kurallar getirilmiştir.

Avrupa Birliği reformları, ülkeler arasında, şirketler hukuku ve kurumsal yönetim uygulamalarını uyumlaştırma ve bütünleştirme üzerinde yoğunlaşmıştır (European Commission, 2003). Avrupa Birliğinin kurumsal yönetim hakkında düzenleme ve direktifleri 2000'lerin başında hızlı bir biçimde artmıştır. Başlıcaları, Şeffaflık Direktifi (Transparency Directive), Piyasa Kötü Kullanım Direktifi (Market Abuse

Directive) , Prospektüs Direktifi (Prospectus Directive), ve Uluslararası Muhasebe Standartları (International Accounting Standards, IAS) ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (International Financial Reporting Standards, IFRS)³ gibi standartların uygulanması konusunda düzenlemeler olmuştur. Bu düzenlemelerin bir kısmı büyük ABD ve Avrupa skandalları ile ilgili olsa da, çoğu tam olarak entegre edilmiş Avrupa sermaye piyasasına ulaşma hedefiyle ortaya konulan Mali Hizmetler Aksiyon Planının (Financial Services Action Plan) bir parçası olarak uygulanmıştır.

1990'lı yıllarda Güney Kore, Tayland, Endonezya, Malezya, Singapur ve Hong Kong gibi ülkelerin yer aldığı Güneydoğu Asya'daki gelişmekte olan piyasalarda ortaya çıkan yüksek büyüme hızları, 1997 yılında kriz ortamının oluşmasıyla duraklayan ve tersine sermaye akışına dönüşmüş, anılan ülkelerin ekonomileri ciddi zararlarla karşılaşmışlardır. Güneydoğu Asya'da yaşanan krizde, şirketlerin ellerindeki kaynakları verimsiz bir şekilde kullanmaları ve bunun yatırımcılar tarafından izlenememesi krizin boyutlarını büyütürken, gelişmekte olan piyasalarda yatırımcıların korunmasızlıklarını ve zayıf kurumsal yönetim uygulamalarını gündeme taşımıştır.

Kurumsal ortamın bozukluğu, 1998 yılında Rusya'da yaşanan krizin nedenleri arasında, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve politik yapının yanında belirtilen unsurlardan biridir. 1992 – 1994 yılları arasında, hızlı bir özelleştirme programını yürüten Rus hükümetinin uygulamaları, mülkiyet haklarının çoğunlukla kurum içi çalışanlar ve yöneticilerde toplanması ile sonuçlanmış ise de, bu çalışanların, sahip oldukları kurumlarda serbest piyasa koşullarında verimliliği artırıcı yeniden yapılandırma faaliyetleri için istek ve sermayeleri yetersiz olmuştur. Yasal düzenlemelerdeki boşluk ve etik zafiyeti özelleştirilen kurumlara ait varlıkların devamlı şekilde kötüye kullanımını kolaylaştırmıştır (Becht, Bolton ve Röel, 2002).

³ International Financial Reporting Standards (IFRS), dünya çapında kabul gören raporlama standartlarını geliştiren, kamu yararına hizmet veren bir özel sektör kuruluşu olan ve merkezi İngiltere'nin Londra şehrinde bulunan IFRS Foundation tarafından geliştirilmektedir. IASB (International Accounting Standards Board), IFRS Foundation'ın standartları belirleyen organıdır.

Yaşanan uluslararası finansal krizlerde, söz konusu ülke ve şirketlerin kurumsal yönetim düzenlemelerinin yetersiz olduğunun gözlenmesi, bu kavramın önemini arttırmıştır. Kurumsal yönetim düzeyinin yetersizliği, Güney Amerika'da yaşanan finansal krizlerde hızlı sermaye çıkışlarına engel olunamamasının nedenleri arasında sayılmaktadır.

Dünya piyasalarında artan entegrasyon şirketlerin birleşme ve satın alımlarında işlem hacmi ve parasal tutarları da artırmıştır. 1980'li yıllarda ABD'nde ve 1990'lı yıllarda Avrupa'da deneyimlenen saldırgan ele geçirme dalgası, yeni kurumsal yapılar ortaya çıkarmış, ele geçirilen şirketlerde çoğunlukla başka ülke vatandaşlarına ait fonların yönetildiği bir ortam oluşturmuştur. Bu ortam, ulusal ve uluslararası düzeyde şirket birleşme ve satın almalarında kurumsal yönetimin önemini arttırmıştır. Şirketlerde kontrol el değiştirirken riskler de artmakta, şirket birleşmeleri ve satın alımları sürecinde yöneticiler ve hissedarlar, ilgi duydukları şirketin pazarlık ve kontrol devrinde, finansal performans ölçüleri kadar iyi yönetime de dikkat etmektedir

1.2.6. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Kurumsal Yönetim mekanizmaları içsel ve dışsal olarak ikiye ayrılmaktadır. Yasal düzenlemeler, ürün ve faktör piyasaları, sermaye piyasaları, özellikle şirket kontrolüne yönelik (satın alma ve birleşme piyasası) özellikleri ile birlikte dışsal mekanizmaları; şirket içi kontrol olarak sınıflandırılan yönetim kurulu üyeliği ve hisse sahipliği ya da kısaca sahiplik içsel mekanizmaları oluşturur.

Kurumsal yönetimi etkileyen birinci kuvvet yasal ve politik çerçeve ile mevzuattır. Ülke içindeki hissedar koruması firmadan firmaya değişebilir, çünkü yatırımcı korunmasına ilişkin yasalar bağlayıcı olmadığı gibi, seçim hakkı da tanıyor olabilir. Ayrıca firmalar, bağımsız yönetim kurulu üyesi, daha fazla şeffaflık, azınlık haklarını gözetmek gibi bazı kurumsal yönetim uygulamalarını gönüllü olarak uygulayarak yatırımcılarına farklı seviyede korunma sunabilir. (Mulherin, 2005: 4)

Boubakria ve diğeri (2005) 32 gelişmekte olan ülkede merkezleri bulunan 230 firma örneğini, özelleştirmenin hangi şartlarda başarılı olduğu ve çalıştığı yönünden incelemişler, karlılıkta, verimlilikte, yatırım ve üretimde belgedikleri önemli artışla gözlenen performansın makroekonomik reformlar, çevre, kurumsal yönetimin etkinliği ölçüsünde değişim kaydettiğini göstermişlerdir.

Kevin ve diğeri (2009) ise gelişmekte olan piyasalarda firma düzeyindeki kurumsal yönetimin özsermaye maliyeti üzerindeki etkilerini inceledikleri çalışmalarında, bu sonuç ile yatırımcıların ülke düzeyindeki yasal korumalardan nasıl etkilendiği üzerinde durdular. Araştırmacılar firma düzeyindeki kurumsal yönetimin bu piyasalarda öz sermaye maliyeti üzerinde anlamlı negatif etkisi olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, bu kurumsal yönetim etkisinin göreceli olarak zayıf yasal koruma sağlayan ülkelerde daha fark edilir olduğunu söylemişlerdir. Dolayısıyla, gelişmekte olan piyasalarda, firma düzeyindeki kurumsal yönetimin ve ülke düzeyinde hissedar korumasının öz sermaye maliyetinin azaltılmasında birbirleri için yedek oluşturabileceği kanaatine ulaşmışlardır.

Kurumsal yönetimi etkileyen ikinci kuvvet ürün ve faktör piyasalarında karşılaşılan rekabettir. Bu rekabetçi kuvvetler, fabrika büyüklüğü ve yatırımın lokasyonu gibi yalnızca üretim kararlarına rehberlik etmez aynı zamanda yönetici-çalışan piyasasına ilişkin içinde bulunduğu üretim faaliyetlerinin genişliğine de etki yapar. (Mulherin, 2005: 6)

Sermaye piyasaları üçüncü kurumsal yönetim mekanizması setini içerir. Bu mekanizmanın bir bileşeni şirket devralma, satın alma ya da birleşmelerin yaşandığı şirketlerin kontrolüne yönelik genel olarak satın alma piyasasıdır. Bir şirketin başka bir şirket tarafından satın alınması olasılığı, hedefteki şirketin görevdeki yöneticileri için şirketi hissedarlar çıkarına yürütmek yönünden, pek sevimli olmasa da, önemli bir itici güçtür. Benzer bakışla, şirket yönetiminin hissedarlar çıkarına hareket etmekte başarısız olduğu durumlarda şirket muhtemelen satın almaya veya genel kurullarda toplanan vekâletler ile üstünlük kurma amacıyla yapılan vekâlet yarışlarına maruz kalacaktır. Bu konuda, geçmişlerinde kendileri kötü satın alma

kararı vermiş olan şirketler de, büyük olasılıkla bir satın almanın hedefi haline gelir. Muhlerin (2005), kötü performans gösteren şirketlerin sıklıkla vekâlet yarışının hedefi haline geldiklerini ve bu tür şirketlerin üst düzey yöneticilerinin de, bu yarışın sonuçlanmasını izleyen zamanlarda çoğunlukla değiştirildiklerini belirtmektedir.

Sermaye piyasalarının yönetim üzerindeki etkisine ilişkin bir diğer yönü, borçlanma ve özsermaye piyasalarıdır. Şirket borcu, şirketin kendisine borç verenlere düzenli ödemeler yapmasını gerektirerek veya daha fazla sermaye çekmek ve şirketi düzenli dönemsel getiri elde etmeye sevk ederek şirket performansını denetler. Düzenli temettü ödemeleri de benzer biçimde yorumlanabilir. Eğer temettü ödemeleri esas olarak içerdekilerin serbest nakit akışlarını dağıtmak için istekliliklerini gösteren bir sinyal ise ve bu anlamda iyi yönetişimin bir ölçüsü olarak hizmet ederse, o zaman firmaların neden temettü ödediklerini yanıtlamaya da yardımcı olabilir.

Genellikle hayat döngüsünde genç ve büyüyen safhada olan şirketlerin yatırım fırsatları gelirlerini aşar, dolayısıyla serbest nakit akışı vekâlet problemi yaratmaz. Fakat nakit akışları, önlerindeki karlı yatırım fırsatlarını aşan olgun şirketler, bu tür problemlere sahip olabilir. Zira onlar için temettü ödemek bir çeşit zorunluluktur. En çok temettü artışları fazla nakit girişi olan ve az karlı yatırım fırsatları olan şirketlerde hisse fiyatlarını yükseltir. Bu tür temettü artışları iyi kurumsal yönetimin sinyali olabilir (Morck ve Yeung, 2005: 9). Muhlerin'e (2005: 7) göre borç ve temettü, benzer koşullarda kurumsal yönetim araçları gibi hizmet etseler de, bu süreçte oynadıkları roller çoğunlukla şirketlerin ait olduğu sektörlerin varlık yapısının karakteristiğine göre değişiklik gösterir.

Söz konusu mekanizmalardan şirketlerin üzerinde etkili olan güçlerin dördüncüsü hissedarların sahiplik özelliği ile ve yönetim kurulu üyeleri varlığından ve yapısından kaynaklanan iç kontrol mekanizmalarıdır. (Mulherin, 2005: 7) hissedar sahipliğinin ima ettiği hususun şirket varlıkları üzerindeki bakiye talebin şirket yöneticileri için önemli bir yönlendirici araç olarak kabul edilmesinin söz konusu olması olduğunu belirtir. Ancak hissedarlık ve kontrol herhangi bir şirkette nadiren tamamıyla bir

birinden ayrılır. Genellikle, kontrol edenler kontrol ettikleri şirketin hisse senetlerinin bir kısmına sahiplerken, bazı hissedarlar da sahip oldukları payların büyüklüğüne göre şirketi etkin biçimde kontrol edebilmektedir. Dolayısıyla sahiplik yapısı, kurumsal yönetimin önemli bir özelliğidir. Sahiplik ve kontrol ne kadar örtüşüyorsa birbirinin üstüne ne kadar çok geçiyorsa, çıkar çatışmalarında azalmaya, dolayısıyla şirket değerinde artışa neden olması beklenmektedir. Fakat sahiplik, kontrol ve şirket değeri bundan çok daha karmaşıktır. Yönetimin ve şirket sahipliğinin veya bunların birbirinde içselleşmesinin firma değeri üzerindeki nihai etkisini, her iki tarafın çıkarlarını uyumlaştırma ve yönetimin kendini sağlama alma arasındaki ödünleşme (trade-off) eğilimi belirler (TÜSİAD, 2002). Zira yönetim ve şirket sahipliği ayrı ellerde toplanabileceği gibi, özellikle kontrol gücünü ellerinde tutan şirket sahipleri, yönetimi içerisinde akrabalık ilişkilerinin de bulunduğu bir yapıyla biçimlendirerek ayrışmanın yalnız görüntüde oluşmasını sağlayabilirler. Bu durumda uyumlaştırma mekanizmalarının analizi daha da karmaşık bir hal alır.

Bununla birlikte küçük hissedarların firma kararlarını etkileme olasılığı bu süreçte düşük teşviklere sahip oldukları için zayıftır. Ayrıca “beleşçi” problemi de bu tür hissedarların hareketlerinin koordine edilmesini güçleştirmektedir. Fakat önemli hisse senedi pozisyonu olan hissedarların, yöneticileri izlemek ve etkilemek için kaynaklarını harcama konusunda daha fazla teşvikleri bulunduğu kabul edilmektedir (TÜSİAD, 2002).

Diğer hissedarların yararlanmaları konusunda blok hisse tutanların davranışları, yöneticilerin davranışları gibi kuşkuyla yer vermeyen biçimde olmaz. Zira blok halinde hisse tutanlar, büyük olasılıkla, yöneticileri, firma değerinin artmasını sağlayacak kararları almaya zorlayabilirler. Dolayısıyla, blok hisse tutanların davranışlarından diğer hissedarlar da faydalanır. Ancak, blok halinde hisse tutanların yalnız kendilerine yönelik faydaları da söz konusu olabilir. Bunlar şirketlerdeki daha güçlü kişilere ulaşabilir, bu sayede firma kaynaklarına daha fazla erişim şansları olur. Ancak firma kaynaklarını kendi çıkarı için kullanımını arttırdıkça firma değerinde düşüş olacaktır bu da diğer hissedarlara olumsuz yansıtacaktır.

Yaygın biçimde ortaklı olan şirketlerin hissedarlarınca şirket yönetimine müdahale imkânının kısıtlı olmasının toplum ve ekonomi üzerinde önemli etkileri bulunduğu dikkate alındığında halka açık şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının ve bu şirketlerde yönetim kurulunun rolünün süreç içinde daha fazla önem kazanmasının nedeni kolay anlaşılabilir.

Yönetim kurulunun esas görevi hissedar değerini maksimum etmeyi gözeterek, özelde genel müdürü, genelde ise şirket üst yönetimini işe almak, görevine son vermek, izlemek ve üst yönetime ödenecek ücreti belirlemektir. Kuramsal olarak yönetim kurulu etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olsa da, pratikte bu biraz tartışmalıdır. Amerika Birleşik Devletleri'nde yönetim kurulu üyelerinin kendileri piyasa düzenleyici tarafından izlenmesi gereken içerden öğrenenler arasında değerlendirilir. Bazı durumlarda içeriden öğrenenler yönetim kurulundaki çoğunluğu oluştururlar. Genel müdürün aynı zamanda kurul başkanı olmasa da kurul üyesi olmasına sık rastlandığı gibi yönetim kurulunun yeni üyesinin kim olacağı konusunda, şirket üst yönetiminin söyleyeceklerinin ilk öneri hakkı gibi benimsendiği de gerçektir.

Hissedar çıkarlarını kollamak amacıyla profesyonel yöneticileri izleme ve onları faaliyetlerinde yönlendirme işlevini yerine getiren şirket yönetim kurullarının, şirket faaliyetlerine rehberlik eden tepe yönetim organı olarak, nasıl bir yapıda oluşturulduğu, üyelerinin özellikleri, üye sayısı, faaliyetlerini nasıl yürüttüğü, çalışma esasları, nasıl karar aldığı, kamuya hangi bilgileri ne zaman ve nasıl açıklaması gerektiği, şirket yöneticileri ve menfaat sahipleri ile ilişkileri kurumsal yönetim uygulamalarında ön planda yer almaktadır.

Araştırmalarda incelenen temel yönetim kurulu özellikleri, kurul kompozisyonu ve yönetimin nasıl ücretlendirileceğidir. Kurul kompozisyonu özellikleri yönetim kurulunun büyüklüğü ile yapısını kapsar ve yönetim kurulunu oluşturan üye sayısı, bu üyeler arasında dışarıdan atananların sayısı, üyeler arasında icracı/icracı olmayan veya bağımsız üyeler sayısı ile genel müdür ve yönetim kurulu başkanının aynı

kişinin olması oluşturur. Yönetici ücretlendirmesi araştırmaları yöneticilerin çıkarlarını ne ölçüde şirket hissedarları ile uyumlaştırdığı bazında incelenmektedir.

Bu konuda ilginç bir husus yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün farklı olmasının kurumsal yönetim iyi uygulamaları yönünden arzu edilir olmasına karşın bu görevlerin aynı kişide toplanmasının yönetim kurulu ile genel müdür çatışmasının uyuşma ile halledilmesine yol açtığı yönünden yorumlanmaya değer olduğudur. Ancak bu kapsamda, çatışmanın içselleştirilerek gizlendiği, yönetim kurulunun şirket yönetimi üzerinde gözetim faaliyetinin etkinliğinin zayıflatılmasına yol açtığı görüşü daha yaygın olarak kabul edilmektedir.

Yönetim kurulu üyelerinin kişisel deneyim ve uzmanlıkları şirket faaliyetlerinin gerektirdiği tüm alanları kapsama yönünden uygun olmayabilir. Komiteler, yönetim kurulunun sadece ilgilenmesi gereken konulara odaklanmasını sağlamakta, ön araştırmaların kurul seviyesinin altında bir yapılanma tarafından gerçekleştirilmesini mümkün kılmaktadır. Şirket yönetim kurullarında oluşturulan başlıca komiteler, “İcra Komitesi”, “Denetim Komitesi”, “Ücret Komitesi”, “Atama Komitesi”dir. Farklı problemlere özgü komiteler de oluşturulabilir. Görev alanı açıkça belirlenmesi gereken yönetim kurulu komitelerine, üyeler kişisel deneyimlerine göre atanmaktadır. Yönetim kuruluna düzenli olarak yapılacak raporlama, sorumluluk alanlarında şirket yöneticileri ve şirket dışı uzmanlarla iletişim kurma olanakları, bu komitelerin etkinliğini artıracaktır. Kurumsal yönetim ilkelerine uygun faaliyette bulunan şirketlerde, komiteler, yönetim kurulunun çalışmasına yardımcı olmakta, yetki ve sorumluluk ise yönetim kurulunda bulunmaktadır. Nihai kararlar yönetim kurulu tarafından alınırken, komiteler, kendi yetki ve sorumlulukları dâhilinde, yönetim kuruluna tavsiyede bulunmaktadır.

“İcra Komitesi”, talep edilen hallerde yönetim kurulu adına hareket etmekte ve alınması gereken kararları almaktadır; aynı zamanda, özellikle acil bir durumda, tüm kurul adına karar verme yetkisine sahip olan tek komite olup, açıkça belirlenmiş bazı hallerde rutin konularla ilgili olarak karar almaya yetkili kılınmaktadır.

Hissedarlara güvence sağlamak amacıyla oluşturulan denetim komiteleri, aslında şeffaflık uygulamalarının da önemli bir unsurudur. 1978 yılından beri New York Menkul Kıymetler Borsası, kote olan tüm şirketlerin bir denetim komitesi oluşturmasını zorunlu tutmaktadır. Ülkemizde de yönetim kurullarında en yaygın olarak bulunan komitedir. Gelişmiş ülkelerde yaşanan tecrübeler, denetim komitelerinin varlık gereğini ve değerlerini kanıtladıkları yönündedir. İngiltere’de yayımlanan Cadbury Raporu’nun tavsiyesi bütün şirketlerin bir denetim komitesi oluşturmasıdır (Cadbury, 1997). Komite, icra sorumluluğu bulunmayan finansal tabloları yorumlayacak düzeyde yetkin ve bağımsız üyelerden oluşmalıdır. Komite üyeleri için tarafsızlık ve dürüstlük, taşınmaları gereken önemli kişisel özelliklerdir. Sorumluluklarını ifa edebilmeleri için ihtiyaç duydukları tüm kaynaklara erişim olanakları bulunmalıdır. İç ve dış denetimin en üst düzeyde her yönüyle organizasyonu da bu komitenin sorumluluğundadır.

Şirket yöneticilerine sağlanan maddi imkânlar son dönemde en fazla göze çarpan kurumsal yönetim konusu olmuştur. Geçekleştirilen güçlü performans ödüllendirilmeli, bununla birlikte yapının, gelecekte de benzer sonuçlara ulaşılmasını teşvik edici olması dikkate alınmalıdır. Son yıllarda, kamuoyunun şirket üst yöneticilerine yapılan ödemeleri yakından izlemesi, şirket yöneticilerine yapılan ödemeler ile şirket karlılığı arasında ilişkinin ortaya konması gereğini doğurmuştur. Amerika’daki pek çok hissedar ve düzenleyici kuruluş, şirket üst yöneticilerine sağlanan parasal hakların aşırı olduğu yönünde bir sorgulama yaparken, bir taraftan da etkin bir üst yöneticiyi kaybetme riskini azaltmak zorundadır. Sunulacak maddi haklar tasarlanırken, performans, rakipler, hissedar ve kamuoyunun düşüncelerinin gözetilmesi gerekmektedir. Sağlanan imkânların performans ile ilişkisi yöneticiler ve hissedarlarca kolaylıkla anlaşılabilir olduğunda ve üst yöneticiler ile diğer çalışanlara sağlanan imkânlar makul bir uyum gösterdiğinde, çalışanların bir bütün olarak şirket başarısına olan katkılarının artması beklenebilir.

“Atama ve Kurumsal Yönetim Komitesi”, yönetim kurulunda görev alabilecek yetkin kişilerin tespit edilmesi, adayların işe alım için genel kurulun onayına sunulması ve kurumsal yönetim ilke ve uygulamalarının geliştirilmesinden

sorumludur. Bağımsız üyelerden oluşacak bir komite, yönetim kurulu adaylarının seçimi için yönetim kurulunda olmayan, yetenek, beceri ve deneyimin belirlenmesinde önemli rol oynayabilir.

Shleifer ve Vishney (1997) kurumsal yönetimin çoğunlukla büyük yatırımcılar tarafından uygulandığı iddiasındadır. Büyük yatırımcılar yasal sisteme dayansalar bile çıkarlarını korumak için küçük yatırımcılar kadar bu hakka ihtiyaç duymazlar; itici kuvvetleri ellerinde tuttıkları güçtür. Büyük pay sahipliği, ilişki bankacılığı (relationship banking) ve hatta satın almalar, büyük yatırımcıların güçlerini uygulama örnekleri olarak görülebilir. İlişki bankacılığı asimetrik bilgi (assymetric information) sorununun çözülmesinde doğrudan bir rol oynamaktadır. Bu şekilde bir bakış, dikkatleri, bir gelenek haline gelmiş olan, ticari bankacılığın finansman sağlama işlevine odaklanmanın ötesine taşımaktadır. İlişkiler, yatırım bankacılığında da, banka dışı finansal araçların faaliyetlerinde de, yatırım sermayesi fonu (private equity)⁴ ve borçlanma piyasalarında da etkindir. Diğer taraftan Shleifer ve Vishney (1997) büyük yatırımcıların vekâlet maliyetlerini nasıl azalttıklarını incelemişler, yoğunlaşmış sahipliğin de bir takım sakıncaları olduğunu söylemişlerdir. Özellikle büyük pay sahiplerinin şirketin diğer hissedarlarını ve genelde diğer paydaşlarını potansiyel olarak etkisiz kılma güçleri söz konusudur. Schleifer ve Vishney (1997) vekâlet problemini ele alırken, borç yönetimi ve özsermaye yönetimini alternatif yaklaşımlar olarak incelemişlerdir.

⁴ Kaldıraçlı satınalma (leveraged buyout), girişim sermayesi (venture capital), melek yatırımcılığı (angel investing), ara finansman (mezzanine financing) gibi çoğunlukla borsalarda işlem görmeyen firmalara yatırım yapmaya verilen genel isim ve bu işi yapan firmaların ismi. Ancak bazı Türkçe kaynaklarda girişim sermayesi “private equity” için kullanılırken, risk sermayesi de “venture capital” için kullanılmaktadır.

1.3. 2008 Yılında Yaşanan Global Kriz ve Sonrası Kurumsal Yönetim

2008’de başlayan ve etkilerinin hala ülke ekonomilerinde dahi gözlemlendiği global kriz kısa sürede akademik veya profesyonel sayısız sorgulamaya neden olmuştur. Çin’in ulusal parası yuani düşük tutarak, artırdığı döviz rezervinin Batılı ekonomilere ucuz borçlanma biçiminde akması ile ABD’de düşen faiz oranları emlak balonu veya likidite balonunu büyütülmüştür. Yatırımcıların kar arayışlarında, düşük faiz ve bol likidite ortamından cesaret alarak riskli varlıklara yönelmesi, fiyatları talep yönünde baskı altına almasına rağmen eşik altı (sub-prime) krediler geri dönmeyince piyasalar beklenmedik yıkıcı sonuçla karşılaşmıştır. Paranın bolladığı bu ortamda, düşük gelirli olan eşik altı krediler vasıtası ile ödeyemeyecekleri borçların altına finans kuruluşlarınca sokulmuş oldukları anlaşılmaktadır. Bir taraftan ucuz para dünya genelinde kaldıraçlı satın almaları yaygınlaştırırken, bankalar sahip oldukları mevduattan daha fazla borçlanmışlardır. Yüksek getirili yatırım çılgınlığı bankaları, mortgage alanında menkul kıymet varlıkları üretmeye ve bunları yatırımcıları satmaya yöneltmiştir.

Ancak bankalara olan güven azalınca hatta çökünce, borcun kime ait olduğu, borcun nereden, hangi kaynaklardan tahsil edileceği, kimler tarafından ödeneceği bulunamamıştır. Zira sonuçta oluşan domino etkisinin nedeni olarak görülen, kredi temerrüt swapları (credit default swaps) veya teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations, CDO’s) gibi türev araçlar vasıtasıyla, yükümlülüklerin, hesaplandığı iddia edilen farklı risk yapılarına göre yeniden paketlenerek ana borcun risk ve teminat yapısından uzaklaştırılması söz konusudur. Bu durum, gelişmiş kapitalist ülkelerde ve dolayısıyla dünyada serbest piyasanın sonu mu sorusuyla birlikte, serbest piyasalara müdahalelerin yolunu açmıştır. ABD’de Fed, piyasalar çöktükçe faiz indirimini kullanarak balonun iyice şişmesine sebep olduğu iddia edilmiştir. Diğer taraftan piyasaların güvenini sağlayabilmek için çok daha büyük faiz indirimlerinin gerektiği ileri sürülmüştür. Clinton döneminde ABD hükümeti, ticari ve yatırım bankacılığının ayrılmasını sağlayan Glass-Steagal

yasasının iptaline onay vermiştir. Fannie Mae ve Freddie Mac'te planlanan reformlar da yapılmamıştır. G.W. Bush'un yönettiği Irak harekâtı ABD ekonomisini olumsuz etkilemiş, ABD ekonomisinde borçlar hızla artmıştır. ABD, İngiltere ve İzlanda gibi ülkelerde finans sektöründeki aşırılıkları dizginlemekte düzenleyici kurumlar (ABD'de FED, İngiltere'de FSA) başarılı olamamıştır. Finans merkezleri arasındaki rekabet de düzenleyici kurumların etkisini sınırlı kılmıştır. Düzenleyici kurumlar nitelikli yatırımcılara verilen kredilerin kalitesi konusundaki kararları Standard & Poors ve Moody's gibi kuruluşlara bırakmışlar; ancak piyasaları izleyenler tarafından riskli kredilere yüksek notlar verildiği iddia edilmiştir. İngiltere'nin finans sektöründeki ana düzenleyici kuruluşu Northern Rock'ın batmasını engelleyememiştir. Birçok bankacının kısa vadeli piyasa spekülasyonlarıyla milyonlarca dolar kazandığı kamuoyunda konuşulur olmuştur. Alım satım yapan kuruluşların yönetim kurullarındaki patronlarının, alımsatımda görevli personelinin dolayısıyla şirketlerinin bir nevi kumar oynamalarına göz yumduğu düşünülmüştür. Alımsatımcılar, banka patronları ve denetleyiciler suçlanırken bir taraftan da, tüketicileri, kimsenin değişken faizler nedeniyle çok yüksek faizlerle ev almaya, tanınmış tatil bölgelerinde lüks tatil yapmaya ya da lüks ürünler almaya zorlamadığı öne sürülmüştür.

Piyasa ekonomisinin ateşli savunucularından Thatcher, başbakan olarak görev yaptığı seksenli yıllarda, İngiltere'de mortgage piyasası üzerindeki sınırlamaları hafifletip, insanların ev sahibi olma tutkusunu körüklemiştir. Aslında ABD'de belli bir biçimde halkı konut sahibi yapma arzusu hükümetlerde on yıllardır mevcut olmuştur. Politik ve ekonomik iktidarı elinde bulunduranların verdikleri yanlış kararlar sistematik risk tehlikesini daha da büyütüştür. İngiltere tarihindeki en büyük emlak patlaması hazine bakanı Gordon Brown döneminde gerçekleştiği ileri sürülmektedir. Ancak artan bütçe açığının da etkisiyle yanlış kararlar alınmış olduğunu, Tony Blair'in de bunları seyrettiği söylenmiştir. Düzenlenmiş bir formatta hazırlanacak, varlıkların piyasa değerlerinden izleneceği ve kamuya duyurulacak kâr-zarar hesabına dayalı muhasebe sisteminin şirketlerin finansal yapısına açıklık getirmesi amaçlanmıştı. Ancak bankaların sahip oldukları çoğu varlığı için bir piyasa olmaması bankaları yoğun bir şekilde zarar yazmaya itmiştir. Bu durum finansal

kuruluşlara duyulan güveni azaltmıştır. Basel 2 banka sermayesi kuralları bankaların yeterli miktarda likiditeye sahip olmaları konusunda gerekli ve istenen etkiyi yaratamamıştır. Hatta Northern Rock gibi finansal kuruluşlar sermayeye ilişkin koşulları karşılamışlarsa da bu tasarruf sahiplerinin paniğini önlemeye yetmemiştir.

Tablo- 1: Global Krizde Finansal Çöküş Yaşayan Şirket Örnekleri

Şirket	Sektör	Temerrüt tarihi	Varlıklar (ABD Doları)	Açıklama
Lehman Brothers	finans	15.09.2008	691.000.000.000	Wall Street'teki en büyük dördüncü yatırım bankası konumundaki Lehman Brothers Holdings Inc'in çöküşüyle finansal ekonomik kriz başladı ve tüm dünyayı sarstı. 2008 yılında finansal olarak zor duruma düşene kadar, yatırım bankacılığı, hisse senedi ve sabit getirili satış, araştırma ve ticaret, yatırım yönetimi, özel sermaye ve özel bankacılık ve küresel finansal hizmetler veren dev bir şirketti. Banka, İngiliz bankası Barclays'a satıldı.
Washington Mutual	finans	26.09.2008	327.900.000.000	Batma korkusu nedeniyle müşterilerin mevduat çekilişi sonucu, hükümet bankanın varlıklarına el koydu, JPMorgan'a 1.9 milyar dolara satıldı.
General Motors	otomotiv	01.06.2009	91.000.000.000	
CIT	finans	01.11.2009	71.000.000.000	Borç batağına saplanarak finansal çöküşe girdi, banka olmak için onay aldı ve CIT Bank oldu.
Chrysler LLC	otomotiv	30.04.2009	39.000.000.000	Varlıklarının büyük bölümünün İtalyan Fiat'a satışı onaylandı.
Thornburg Mortgage	konut kredisi	01.05.2009	36.500.000.000	1993 yılında kurulan şirket, finansal krizden kurtulamayarak iflastan korunma başvurusu yaptı, anahtar üniteleri satma kararı aldı.
IndyMac Bancorp	finans	31.07.2008	32.700.000.000	Mevduat çekilişi nedeniyle likidite krizi sonucu, tasarruf sigortası fonu el koydu.
General Growth Properties Inc	gayrimenkul yatırım	16.04.2009	29.500.000.000	ABD'nin halka açık gayrimenkul yatırım şirketi alacaklılarıyla anlaşma sağlayamadığı için iflase sürüklendi.
Lyondell Chemical Company	petrokimya	06.01.2009	29.300.000.000	Borçlarını yeniden yapılandırmayı başaramayınca iflastan korunma başvurusu yaptı.

Şirket sekreteri özel bir şirkette ya da kamu teşkilatında yönetici pozisyonu veya daha üstüne tekabül eden üst düzey bir pozisyonudur. ABD'de kurum sekreteri (corporate secretary) olarak bilinmektedir. Corporate Secretaries International

Association (CSIA), 2010 yılının Mart ayında kurularak, kurumsal yönetimin ön cephesinde yer alan profesyonellerin ulusal örgütlerden katılımları ile oluşturulmuş uluslar-arası bir organizasyon olarak Cenevre’de tescil edilmiş bir birliktir.⁵ CSIA küresel kriz sonrası kurumsal yönetime ilişkin bazı hususları gündeme getirmiştir. Şirket sekreteri şirketin, özellikle şirket işlerinde yasalara ve mevzuata uyumun sağlanması ve yönetim kurulu kararlarının uygulanmasının temin edilmesi konularında, verimli idaresinden sorumludur.

Tablo- 2: CSIA’nın (Corporate Secretaries International Association) Kurumsal Yönetim Hakkında Kriz Sonrası Gündeme Getirdiği Hususlar

1. İyi kurumsal yönetim, kodlara uyum hakkında değil, yöneten organın etkinliği hakkındadır.
2. Yönetim kurulu başkanının liderliğini teyid edin.
3. İcracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin gerekli beceri, deneyim ve cesarete sahip olduklarını kontrol edin.
4. İcracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin nitelik ve niceliklerine bakın
5. İcracı olmayan yönetim kurulu üyelerinin rol ve katkılarını gözden geçirin
6. Bütün yönetim kurulu üyelerinin şirket hakkında (faaliyette bulunduğu piyasalar, sunulan ürün ve hizmetlerin nitelikleri, finansman yapısı ve olanakları vb konularda) yeterli bilgi sahibi olduğundan emin olun.
7. Yönetim kurulunun icradan sorumlu yönetim ile ilişkisinin sağlam bir ilişki olduğunu teyid edin.
8. Kurul üyelerinin ihtiyaç duydukları bütün bilgilere erişimleri olduğundan emin olun.
9. Kurulun şirket stratejisini oluşturmaktan sorumlu olduğunu değerlendirin.
10. Riskin yönetiminin kurul sorumluluğu olduğunu tanıyın.
11. Kurul performansını izleyin ve iyileştirmek için fırsatları kollayın.
12. Hissedarlarla, özellikle kurumsal yatırımcı hissedarlarla ilişkileri gözden geçirin.
13. Şirketin yönetim kurulu üyelerine ait olmadığını vurgulayın.
14. Yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme paketlerinin makul olduğunu görün ve gösterin.
15. Şirket dış denetçileri ile ilişkileri gözden geçirin.
16. Şirket ile düzenleyici otoriteler arasındaki ilişkileri bir bütün olarak değerlendirin.
17. Şirket ve etkilediği topluluklar arasındaki ilişkileri yönetim kurulu düzeyindeki politikalar yönünden gözden geçirin.
18. Şirketin etik davranışlara karşı tutumunu belirleyin.
19. Şirket sekreterliği fonksiyonunun değer kattığına emin olun.
20. Şirket sekreterliği fonksiyonunun nasıl geliştirilebileceğini düşünün.

⁵ http://www.csiaorg.com/pdf/research_paper.pdf

1.3.1. Global Kriz ve OECD

2008’de Amerika’dan başlayarak tüm ekonomileri etkisi altına alan global ekonomik kriz dünyaya hala kurumsal yönetim konusunda alınacak dersler olduğunu göstermiştir. Firma yöneticilerinin, politikacıların, düzenleyicilerin, hissedarların kurumsal yönetime daha fazla dikkat etmeleri gerektiğini, her şey yolunda giderken, hisse senedi fiyatlarındaki yükselmenin mutlaka iyi kurumsal yönetimin işareti olmayabileceğini, hatta gerçekte tersi olabileceğini ortaya çıkarmıştır.

Global kriz sonrası OECD üye ülkelerdeki finansal krizlerle alakalı zayıflıklara yönelik eylem planı başlatmıştır. Programın önemli bir kısmı anahtar pozisyondaki paydaşların katılımını ve önerilerini sağlamaktı. OECD, 18 Mart’da Paris’te yapılan paydaş toplantısından sonra başlayan, 30 Nisan 2009’da sonra eren “online” kamuoyu yoklaması düzenlemiştir. Bu kamuoyu yoklamasında OECD’ye, risk yönetimi hakkında bir makale ile birlikte farklı ülkelerden 22 geri bildirim iletilmiştir. Bireyler tarafından gönderilen, mutlaka OECD veya üye ülkelerin görüşlerini yansıtmak durumunda olmayan bu iletiler, OECD’nin daha sonra yayınladığı öneri paketine girmiştir.

Hala en acil ele alınması gereken konuların kurumsal risk yönetiminin, yönetici ücretleri ve ikramiyelerin, yönetim kurulunun performansının ve hissedarların daha proaktif olmalarının olduğu gözlenmektedir.

Birçok ülkede şirket yöneticilerine ödenen ücretler konusunda kamuoyu duyarlılığı oluşmuştur. Ücret ve performans arasında zayıf bir bağ olması kötü yönetimin açık bir tezahürü olduğunu düşündürmektedir. Ücretlendirme uygulamalarının krize götüren riskleri artıran bir unsur olduğu kanaati oluşmuştur. Fakat bunun yalnız CEO ya da kurul üyeleri düzeyinde ele alınması yetersiz bir yaklaşımdır; zira alımsatım personeline ve portföy yöneticilerine firmalarda ödenen primlerin nasıl tasarlandığı da önemlidir. Personele sağlanan ve şirketin uzun vadede sürdürülebilirliği ile

uyumlu olmayan, kısa vadeli teşvikler, firmaları kötü sona götüren yönetilemez risklerin oluşmasına neden olmuştur.

Yönetim kurulları, farklı ücretlendirme modelleri arasından tercih yaparken, kendilerine modelin makul risk alımı ve firmanın uzun dönemli hedefleri ile uyumlu olup olmadığını sormak durumundadır. Performansa göre ücretlendirme daha iyi yönetilmeli ve daha şeffaf olmalıdır. Ayrıca yöneticiler ve diğer içerdekilerin performans tabanlı ücretlendirme şartlarında, yönetim kurulunun nesnel ve bağımsız karar almasını engelleyecek kadar etkili oldukları ortaya çıkmıştır. Özellikle, tek bir firmanın göreceli performansından çok, hisse fiyatının genel ölçüm olarak kullanıldığı durumlarda performans ve ücretlendirme ile bağ kurmak zor olmaktadır. Özellikle yöneticiler için emeklilik planlarının da bulunduğu ücretlendirme anlaşmaları, hissedarların bunlara ilişkin gelecekte oluşabilecek risk ve maliyetleri değerlendirmelerini zorlaştırmaktadır.

Kriz sürecinde, şirket yöneticilerinin çoğunun şirket bilançolarındaki finansal araçların risklerini anlamadıkları ya da paydaşlara yeterince iletemedikleri ortaya çıkmıştır. Zira bilanço içinde (on-balance sheet) veya dışında (off-balance sheet) başka bir ifadeyle nazım hesaplarda gösterilen finansal araçların ilan edilenden nicelik olarak daha yüksek veya nitelik olarak daha farklı risk yapılarının olduğu görülmüştür. Oysa birçok firma, hazırladıkları finansal raporları kendi bünyelerinde bağımsız bir başka bölümün kontrolünden geçirmişlerdir. Finansal tablolarda yapılan bu iç kontrollere rağmen finansal araçların risklerinin yöneticilerin çoğu için yeterince açık olmadığı dolayısıyla doğru bilgiyle değerlendirilmediği anlaşılmaktadır. Risk yönetimi kurumsal bir perspektifle ele alınarak kurum stratejisi ve risk iştahı ile karşılaştırılması söylenmektedir. Kurul üyelerinin risk yönetiminde bütün gerekli bilgiyi alabilmeleri için şirketlerin özel Risk Yöneticisi istihdam etmeleri tavsiye edilmektedir. Bu kişinin CEO üzerinden değil doğrudan Yönetim Kurulu Üyelerine rapor etmesi önerilmektedir. Araştırmalarda, denetim komitesi üyelerinin %60'ı raporlamanın mevcut düzeyinden tatmin olmadıklarını söylemişlerdir.

Ancak kaliteli rapor talep edip etmedikleri ve eğer kaliteli rapor alsalar da anlamlı biçimde anlayıp yorumlayabilecekleri bir soru işareti olarak kalmaktadır. Her şirket için olmasa da özellikle finansal hizmet sektöründeki firmalarda iyi bir risk yönetimi anlayışının kurul üyelerinde bulunması şarttır. Bu nedenle OECD, ortaya koyduğu “fit and proper person”⁶ testinin risk yönetimi gibi teknik ve profesyonel uzmanlık içerecek şekilde genişletilmesini önermektedir.

OECD prensipleri performans ve şeffaflık konusunda belirli sonuçlar elde etmeye odaklanmıştır. Bunun farklı ülkelerde ve şirketlerde nasıl yapılacağı değişmekle birlikte üye ülkeler yasa ve düzenlemelerle resmi çerçeve içinde uygulamayı tercih etmişlerdir. OECD, yakın gelecekte, ülkelerin gerçekte kurumsal yönetim standartlarını nasıl benimsedikleri konusunda bir karşılaştırma grubu gözden geçirme mekanizması oluşturmayı planlamaktadır. Bu şekilde yalnızca farkındalığı artırmak değil aynı zamanda iyi örnekleri işaret ederek iyileştirme için yeni fikirler ortaya çıkması hedeflenmektedir.

Özel sektörün önemli kısmı yeniden güvenilirlik sağlamak için kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmenin önemini bir kez daha görmüştür. OECD, kurumsal yönetim ve finansal krizler konusunda internet üzerinden farklı deneyim ve uzmanlıktaki insanların girdi ve öneri getirebileceği global fikir alış verişi başlatmıştır.

“Steering Group”un ücretlendirme, risk yönetimi, yönetim kurulu uygulamaları ve hissedar haklarının kullanımı hakkında analizleri (OECD, 2009) kapsamında, OECD prensiplerinin revizyonu yönünden acil bir durum bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Genel olarak prensipler önemli endişeleri yeterince dikkate almaktadır; acil olanın halen üzerinde anlaşılan standartların etkin uygulanmasını teşvik etmek ve desteklemek olduğudur. “Steering Group” finansal krizlerle yakından ilgili olduğunu tespit ettiği hususları dört ana başlıkta toplamıştır.

⁶ Uygun ve doğru kişi

OECD'nin oluşturacağı karşılaştırma gruplarını gözden geçirme mekanizması, şeffaflığı, tutarlılığı ve öğrenmeyi dikkate almayı hedeflemekte ayrıca kurumsal yönetim kalitesini etkileyebilecek olan önemli piyasa ve politika gelişmelerine işaret etmeyi amaçlamaktadır. Bu gözden geçirmelerin amacı yeni zorluklar karşısında farkındalığı artırmak ve ülke uygulama ve deneyimlerinin sonuçlarının paylaşılacağı bir ortam oluşturmaktır. (OECD, 2009)

1.3.1.1. Ücretlendirme Sürecinin Yönetimine İlişkin OECD'nin Kriz Sonrası Yaptığı Tespitler

OECD kriz sonrasında ücretlendirme sürecinin yönetimine ilişkin tespitlerde bulunmuş, ücretlendirme/teşvik sistemlerinin yönetiminin çoğunlukla başarısızlığa uğradığını belirtmiştir. Çünkü ücrete ilişkin müzakereler ve kararlar “arm's length” (emsallere uygunluk) ilkesine uygun yürütülmemektedir. Yöneticiler performans bazlı ücretlendirmenin düzeyi ve şartları üzerinde çok fazla etkiye sahiptir; dolayısıyla yönetim kurulları nesnel ve bağımsız yargı oluşturmakta yetersiz kalmaktadır.

- Pek çok durumda performans ve ücretlendirme arasında bağlantı zayıf olmakta ya da bir bağ kurmak zor olmaktadır. Örneğin, şirket hisse fiyatının tek ölçü olarak kullanılması, şirkete özgü performansın endüstriye veya piyasa ortalamasına kıyaslanmasında “benchmark” (referans, ölçüt) oluşturmasına izin vermemektedir (OECD, 2009 a).

Ücretlendirme planları, genellikle, şartları ve sonuçları gizleyen bir biçimde çok karmaşık veya muğlâktır. Ayrıca aşırı risk alma faaliyetini teşvik edici niteliktedir zira bu planlar, sınırlı “downside risk” (olumsuz, negatif veya dezavantajlı sonuçları olan risk) içermeleri dolayısıyla riske yönelik asimetrik özellik taşımaktadır.

- Şeffaflık ihtiyaçları açıklamaktan öteye geçirilmelidir. Şirketler performansla ilişkin ücretlendirme programlarının belli başlı özelliklerini kısa, öz ve teknik olmayan

terimlerle açıklayabilmelidir. Bu açıklama programın toplam maliyetini, performans kriterlerini ve ücretlendirmenin alınan risklere göre nasıl ayarlanabildiğini de içermelidir.

- Uzun dönem performansı ve performans hedefine ulaşıldıkça üst yönetimi ödüllendiren ücretlendirme/teşvik sistemleri hedeflenmelidir.
- Ücretlendirme/teşvik sistemlerinin yapısının tanımlanması ve bunların şirketlerin şartlarına göre uyarlanması bir takım esneklikler gerektirmektedir. Ücretlendirme paketlerinin değişken ve sabit bileşenleri üzerinde hassasiyetle durulmalı, aşırı sayıda sabit bileşene yer verilmemelidir.
- Ücretlendirme politikaları açık bir kurumsal süreç sonrasında oluşturulmalı ve sürece dahil olan, danışmanlar, risk yöneticileri dahil tarafların rolleri açıkça tanımlanmalı ve ayrıştırılmalıdır. İcracı olmayan bağımsız yönetim kurulu üyelerine bu süreçte önemli bir rol vermek, iyi bir kurumsal yönetim uygulaması olacaktır.
- Farkındalığı arttırmak için ücretlendirme politikaları iyi bir kurumsal yönetim uygulaması olarak genel kurulun onayına sunulmalıdır.

1.3.1.2. Risk Yönetiminin Etkin Uygulanmasına İlişkin OECD'nin Kriz Sonrası Yaptığı Tespitler

OECD kriz sonrasında Risk yönetiminin etkin uygulanmasına ilişkin tespitlerde bulunmuş ve finansal krizin en büyük şoklarından birinin risk yönetimi uygulanmasındaki yaygın başarısızlık olduğunu vurgulamıştır. Pekçok durumda risk işletme bazında yönetilmemiştir ve kurumsal stratejiye göre ayarlanmamıştır. Risk yöneticileri yönetimden çoğunlukla ayrı tutulmuş ve kurum stratejisinin uygulanmasının vazgeçilmez bir parçası olarak görülmemiştir. Hepsinden önemlisi yönetim kurulları bazı durumlarda şirketin karşı karşıya olduğu riski ihmal etmişlerdir.

- Finansal ve finansal olmayan şirketler yönetilmesi gereken operasyonel, stratejik ve piyasa riskleri gibi benzer risklerle yüzyüze gelirler. Fakat finansal şirketler için riskin oynaklığı riskin yönetilmesi için nezdlerinde daha fazla çabayı gerektirir. Bankalar için likidite riski özellik arzeder zira kısa vadeli borçlanarak uzun vadeli borç vererek yaptıkları vade dönüştürme ve likidite riskinin oluşturduğu sistemik risk yüksek düzeydeki yasal gözetimin temelini oluşturur.

Risk yönetimi iş hayatının ve girişimciliğin itici gücü olan risklerin ortadan kaldırılması değil, risklerin anlaşılması, yönetilmesi ve gerektiğinde iletilmesidir.

Etkin risk yönetimi her bir iş biriminin bireysel olarak ele alınması değil şirket çapında yaklaşım gerektirmektedir. Yönetim kurulu risk yönetimi yapısının kurulmasına ve gözetimine dahil olmalıdır. Yönetim kurulu kurumsal strateji ile risk iştahı ve risk yönetiminin uyumlaştırılması konusunda rehberlik etmelidir. Bu amaçla risk yönetimi ve kontrol fonksiyonlarının kar merkezlerinden bağımsız olması gerekir. Risk yönetimi süreci ve risk değerlendirmesi sonuçları gerektiği gibi açıklanmalıdır. Ticari sırlar açığa vurulmadan yönetim kurulu, şirketin önemli risk faktörlerini, piyasalara şeffaf ve anlaşılır biçimde iletebilmelidir. Mevcut kurumsal yönetim standartlarında ya da kodlarında risk yönetimi istisnalar dışında yeterince ya da hiç kapsamamaktadır. Kurumsal yönetim standartlarını belirleyenler, farkındalık veya uygulamayı iyileştirmek için, kodlara risk yönetimini dahil etmeleri ya da kodların bu konuda iyileştirilmeleri hususunda teşvik edilmelidir.

1.3.1.3. Yönetim Kurulu Uygulamalarına İlişkin OECD'nin Kriz Sonrası Yaptığı Tespitler

OECD kriz sonrasında yönetim kurulu uygulamalarına ilişkin tespitlerde bulunmuştur; yasa ve kurullarla yönetim kurulu performansını artırmak zor ve belki de imkânsız olduğundan, bu konuda, özel sektöre, gönüllü standartlar uygulayarak yönetim kurulu uygulamalarını iyileştirmede önemli görevler düştüğünü söylemiştir.

Hedef nesnel ve bağımsız kararlar verecek ehil yönetim kurulları oluşturmaktır. İçsel olarak bağımsızlık ve ehliyet arasında bir çatışma olmamasına karşın, biçimsel bağımsızlık kurul üyeliği için bazen gerekli fakat asla yeterli olamayan bir koşul olduğu unutulmamalıdır. Düzenli olarak bağımsız uzmanlarca yapılacak yönetim kurulu değerlendirme süreci, kurulun etkinliği ve verimliliğinin izlenmesi için yapısal bir araç olarak kullanılmalıdır. Kurul üyelerinin hissedarlarca aday gösterilmesi ve atanması şirketin hissedar yapısına özgü özellikleri dikkate alan araçlarla hızlandırılmalıdır. CEO ve yönetim kurulu başkanının ayrımı iyi kurumsal uygulama olmakla birlikte, bu tür şirketlerde CEO emeklilikten sonra yönetim kurulunun ya da denetim kurulunun başkanı olmamalıdır. Yönetim kurulu üyelerinin yükümlülükleri ve görevlerinin açıklanmasında şeffaflık sağlanması konusunda hala etkin düzenlemelerin bulunmadığı görülmüştür.

1.3.1.4. Hissedar Haklarının Kullanımına İlişkin OECD'nin Kriz Sonrası Yaptığı Tespitler

OECD kriz sonrasında hissedar haklarının kullanımına ilişkin tespitlerde bulunmuş, bazı hissedarların ve bazı yöneticilerin geçmiş dönemdeki “boğa” piyasasında çıkarlarının “uyumlu” olmasının sürdürülebilir olmadığını ve önemli ölçüde kısa vadeli tutum ve davranışlarla ilişkilendirildiğini iddia etmiştir.

• Bu dönemde tüm hissedarlar proaktif olmaktan çok tepkisel davranmışlardır ve nadir olarak yönetim kurullarını bir fark yaratacak şekilde yönlendirmişler ya da bu kurullara meydan okumuşlardır.

• Şirketlerin hissedarları ile yapıcı ilişkiler kurmak için hala yapacakları çok şey bulunmaktadır ve bunun kendi çıkarlarına olduğunu unutmamaları gerekmektedir.

• Kurumsal yatırımcıların şirket sermayelerindeki payları artmaya devam etmektedir fakat oy kullanma davranışları önemli çıkar çatışmalarının bulunduğu işaret etmektedir. Çoğu kurumsal yatırımcı hala aktif ve bilgilendirilmiş rol oynamaktan

uzak görünmekte, oy kullanmaya zorlandıklarında tepkilerinin tamamen mekanik olduğu gözlenmektedir.

- Kurumsal yatırımcılar ve diğerlerinin, şirket kontrolünü ele geçirme niyeti olmamaları şartıyla, toplantı öncesi konsültasyon yaparak ve ortak öneriler vererek genel kurul toplantılarında ortak hareket etmeleri engellenmemelidir.
- Oylamaya karşı engeller düşük oylama katılımını tam olarak açıklamasa da, açıkçası sınır ötesi oy kullanımlarında, (örneğin; “share blocking”, hisseleri için oy kullanmak isteyen yatırımcıları genel kurul toplantılarından önce belli bir dönem için alım satım yapmalarını engelleyen mekanizma) hala önemlidir. Hem düzenleyiciler tarafından hem de oy zincirinde yer alan tüm kurumlar tarafından (ihraççılar, menkul kıymet saklama kuruluşları vb.) kalan engelleri ortadan kaldırmak için ve esnek oy verme mekanizmalarının, elektronik oy verme gibi kullanımının teşviki için önlemler alınmalıdır. Kurumsal hissedarların önemi arttıkça, vekâletlere ve potansiyel çıkar çatışmalarına daha fazla önem verilmelidir.

1.4. Önemli Şirket Skandalları ve Kurumsal Yönetim

ABD’deki kurumsal yönetimde karşılaşılan temel problemin dağınık küçük hissedarlar ile güçlü ve kontrolü elinde bulunduran yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasının hafifletilmesi olduğu söylenir (Enriques ve Volpin, 2007: 1). ABD’de bu konuda önemli bir müdahale New York Hisse Senedi Borsası tarafından Mayıs 2002’de önerilen reform paketi olmuştur. Sarsılmaz gözükken Enron 2001’de çökünce, piyasa tarafından dünyaya emsal teşkil edecek şekilde cezalandırılmamak için, kurumsal yönetim en iyi uygulama kurallarına (code of best practices) ve temel ilkelerine dev şirketler tarafından bile titizlikle uyulmasının ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Haziran 2002’de patlayan Worldcom dolandırıcılığında rakamın, Enron’un gösterdiği yüksek kârdan altı kat daha büyük olduğu ifade edilmiştir. Daha sonra yaşanan gelişmeler denetim şirketi Andersen’in kendi denetim raporlarını güvenilmez olarak açıklamasıyla sonuçlanmıştır (Godbole, 2002: 1-2).

Bu konudaki gelişmelere sonunda ABD kongresi 2002’de Sarbanes Oxley ile yanıt vermiştir. Fakat bu düzenlemelerin de, piyasaların kendini yeni sisteme uyarlaması, uyumun maliyeti ve kapsanan alanın büyüklüğü gibi faktörler nedeni ile ilk aşamada şirket yolsuzluklarını önlemede katkısının çok fazla olmadığı yönünde sonuçlara ulaşan çalışmalar da mevcuttur (Ribstein, 2002).

Şirket skandallarıyla yaşanan gelişmeler ABD’deki kurumsal yönetim sistemlerinde ciddi kusurlar olup olmadığı konusunda soru işaretleri doğurmuştur. Medyada yer alan sonu gelmeyen skandal mağduru şirketlerin listesi artmış, Adelphia, Enron ve Tyco’yu da içeren, şirket unvanlarının ilk harfleri neredeyse bütün alfabeyi kapsayan onlarca şirketi içermiştir. Şirketlerin üst düzey yöneticileri yasal kovuşturmalar için tutuklu veya tutuksuz olarak mahkemelere sevk edilmiştir. Şirket yönetim kurullarının, şirket yöneticilerinin gözetimine ilişkin görevlerini yaparken çok pasif kaldıkları iddia edilmiştir. Bu tür yönetim zayıflıklarını gidermek için, ABD kongresi, yönetim kurulu bağımsızlığını artırmak ve böylece kurumsal sorumluluğu iyileştirmek amacıyla, Sarbanes-Oxley yasasını 2002’de kabul etmiştir. New York Borsası kote edilen firmaların performanslarını iyileştirmeyi hedefleyen yeni standartlar geliştirmiştir. Yönetim kurulu başkanı ve CEO’nun pozisyonlarının ayrılması ve yönetim kurulunda yer alan üyelerin sayısal büyüklüğünün azaltılması yönünde çağrılar yapılmıştır (Mulherin, 2005).

Kurumsal Yönetim konusunda dünyada en fazla dikkat çeken düzenleme, ABD ekonomisinin büyüklüğü nedeni ile Sarbanes Oxley kanunu olmuştur. Enron, World.com ve diğerlerinin yolsuzluk ve iflasları, kurumsal yönetimin yasal olarak düzenlenmesi tartışmalarını hızlandırmış, bu faaliyetler sermaye piyasalarına güvenin tekrar sağlanması açısından gerekli görülmüştür. Zira ne etkin piyasalar ne de yöneticilerle yapılan sözleşmeler yaşanan olumsuz gelişmeleri önleyememiştir (Ribstein, 2002).

ABD ve İngiltere dışında Kıta Avrupa’sında ve diğer ülkelerde, genellikle büyük şirketlerin kontrol gücü olan sahipleri vardır ve bunlar çoğunlukla birkaç nesildir

varlıklı ailelerdir. Piramit kontrol yapıları⁷, çapraz hisse sahipliği, süper oy gücü hakları gibi özellikler, bu ailelerin, şirketlere doğrudan hisse paylarına denk gelecek sermaye yatırımı yapmadan da şirketlerini kontrol etmelerini sağlar (Morck, Wolfenzon ve Yeung, 2005: 1).

Dolayısıyla, Kıta Avrupa'sında kurumsal yönetim temel sorunu dünyanın birçok yerinde olduğu gibi ABD'dekine göre farklılık gösterir. Buralarda borsaya kote olmuş şirketler arasında çok sayıda yatırımcı tarafından yaygın bir şekilde sahip olunan çok az şirket vardır. Tipik olarak bu borsalardaki firmaların, genellikle bir aile ya da kişi olarak beliren baskın bir hissedarı bulunur ve bu hissedar oyların çoğunluğunu kontrol eder (Enriques ve Volpin, 2007: 1).

1.5. Denetim ve Kurumsal Yönetim

Dünyada genel olarak ve Türkiye'de, bağımsız dış denetim borsaya kote olmuş şirketler için zorunludur. Türkiye'de bu denetçilerin SPK'dan sertifika almaları gerekir. İç denetimin ise çerçevesi ülkemizde Türk Ticaret Kanunu'nda tanımlanmıştır, fakat hükümleri açıklamaya muhtaçtır. Dünyada uygulanan kurumsal yönetim uygulamaları yönetim kurulu üyeleri arasından birkaç üyenin kurulacak denetim komitesinde görevlendirilmelerini öngörür. Bu üyelerin icracı olmayan üyeler olması gerekir ancak daha iyisi bu üyelerin bağımsız üyeler olmasıdır. SPK tarafından Kasım 2002 tarihinde çıkartılan bir düzenleme, borsa kotasyonunda bulunan şirketlerin icracı olmayan en az iki yönetim kurulu üyesinin denetim komitesi olarak görev yapacağını ve şirketin muhasebe sistemini denetleyeceğini öngörmektedir.

1.6. İnternet Ağı ve Kurumsal Yönetim

Ağ sayfaları şirket açıklamalarının geniş bir kitle açısından erişilebilir olmasını sağlamaktadır. Ağ sayfaları yalnız yıllık raporlar içermekle kalmamakta, aynı

⁷ Piramit yapılar bir şirketin kontrolünü zincirleme şirketler aracılığı ile sağlayan yapılardır

zamanda yasal dosyalar, sosyal ve çevreyle ilgili raporlar, işletmeyle ilgili tartışmalar ve şirketlerin üst düzey yönetici ve müdürlerinin profilleri gibi bilgileri de içermektedir. Genel kurul tutanaklarını hatta yönetim kurulu kararlarını iyi kurumsal yönetim uygulaması amacıyla ağ sayfalarına koyan şirketler bulunmaktadır. Uluslararası yatırımcılar açısından, açıklamanın dili de önemli olduğundan, şirketlerin ağ sayfalarında, ikinci dil olarak İngilizce'nin kullanılması uygun olarak değerlendirilmektedir.

1.7. Firma Değeri ve Kurumsal Yönetim

Ekonomi veya finasta, değer bir malın veya nesnenin takas edilebileceği fiyatı belirtir. Bu tezde odaklanılan kurumsal yönetim uygulamalarının bir şirketin piyasa değeri üzerindeki etkisidir. Şirket değerlemesinin amacı, piyasada varlıkların değeri konusunda tam bilgiye sahip istekli alıcıların ve satıcıların, herhangi bir zorlama olmadan, söz konusu varlık için piyasada takdir ettikleri alım-satım için uygun ve makul piyasa değerinin tespitidir. Finansal piyasalarda bir şirketin değerinin belirlenmesinde farklı metodlar kullanılmaktadır. (Bishop ve diğerleri, 2004 ve Bose, 2004).

Finans literatüründe firma değeri ve değer en fazlaştırılması çok tartışılan konulardan biridir. Finans, firma yöneticilerinin, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerinin değerini maksimize etmeye çalıştıkları modellere itibar eder. Bununla birlikte, yöneticiler tarafından işletme değerinin maksimizasyonunun, beraberinde vekâlet maliyetlerinin de artmasına neden olmasından kaynaklanan alternatif açıklamalar da mevcuttur. Vekâlet maliyetlerine neden olan pek çok unsur arasında başlıcaları, sözleşme maliyetleri (contracting costs), sahipliğin ve kontrolün ayrılması (separation of ownership and control) ve yöneticilerin hissedar değeri maksimizasyonundan başka farklı hedeflerinin olması, şeklinde belirtilmektedir. Hissedarların ve yöneticilerin işletme değerini maksimize etmeyi ya da vekâlet maliyetlerindeki artışları ne ölçüde kabul edebilecekleri önemlidir. Zira hissedarların yöneticilerle vekâlet veren-vekil ilişkilerinde yalnız kendi çıkarlarını gözetin

davranışlara yönelmesi şirket üzerinde vekâlet maliyetlerini arttıracaktır. Başka bir ifadeyle vekâlet maliyeti bir taraftan içsel olarak, vekilin işlerini kendi çıkarlarına uygun yürütmesi ile oluşurken, diğer yandan vekâlet verenin bu durumu önlemek için girdiği girişimlerden de doğmaktadır. Örneğin bir yönetici ile yapılacak, ilişkiler ve sorumluluklar konusunda tarafları bağlayan ve hissedar haklarını mükemmel biçimde koruyan bir sözleşme hazırlamanın maliyeti hiç de az olmayacaktır. Dolayısıyla bu tür davranışların şirketin piyasa değerini azaltmakta olduğu da söylenebilir.

Şirketin değerinin hesaplanmasının yatırımcının ya da kullanıcının amacına yönelik ve elindeki bilgilerin sınırlılığı ya da kapsamlılığına göre pek çok alternatif ifadesi mümkündür. Bir şirketin kurumsal yönetim uygulamalarının bu hesaplamalara giren değişkenleri etkileyerek, hesaplanan şirket değeri üzerinde etkisinin olması beklenmektedir. Şirket değerinin hesaplanması konusunda kullanıcının elinde tam ya da tama yakın bilginin olması önemlidir. Eğer böyle bir durum söz konusu değilse bazı vekil değişkenler yoluyla hesaplanmanın yapılması şirketin değerinin diğer şirketlere göre ya da şirketin piyasada oluşmuş fiyatına göre karşılaştırma veya sıralama yapan bir yöntem haline gelmektedir. Çoğu zaman şirketlere içeriden erişimi olmayan kullanıcılar için piyasa fiyatına ulaşmayı sağlayacak tam bilginin elde edilmesi söz konusu olmamaktadır, bu yalnız içeridekilerin avantajı olarak kalmaktadır.

“İndirgenmiş (İskontolu) Nakit Akımları” ya da “Net Bugünkü Değer” yöntemi çerçevesinde, işletmenin gelecekte (bu süre 5 yıl olarak kabul edilmesi yaygındır) asıl faaliyetleri ile yaratacağı net nakit girişlerinin toplamı hesaplandıktan sonra, bulunan bu değere, işletme için zaman boyutunun kısıtlı olmaması bir "Sürekli Değer" (Kalan Değer, Residual Value) ilavesini gerektirir. Bulunan bütün değerler de, belli bir faiz haddi ile iskonto edilerek, "Bugünkü Değer" (Present Value) bulunur. Bugünkü değer bulunmasında kullanılan faiz oranı ya da iskonto oranı, ülke ve yatırım riskini ihtiva etme iddiasında uluslararası kabul gören bir oran olmalıdır.

Geçmiş yıllar nakit akımları incelenerek, genel varsayımlar ile senaryoların varsayımları belirlendikten sonra nakit akımlarını etkileyen kalemlere ilişkin nakit akımlarının tahmini yapılır. İskonto oranı tahmin edilir ve kalan değer (residual value) bulunur.

İskonto oranı,

$$WACC = R_E * E/V + (1 - T) R_D * D/V$$

Formülü ile hesaplanmaktadır. Formülde,

WACC : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (iskonto oranı)

R_E : Özsermaye maliyeti

E/V : Özsermayenin toplam kaynaklara oranı

T : Vergi oranı

R_D : Borçlanma maliyeti

D/V : Borçların toplam kaynaklara oranıdır.

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli incelendiğinde, özsermaye maliyeti,

$$R_E = R_f + \beta * (R_m - R_f) + e$$

formülü ile hesaplanır (Ross, Westerfield, Jaffe; 1996).

Formülde,

R_f : Risksiz faiz oranıdır.

R_m : Piyasa portföyünün getirisidir.

β : Beta katsayısı, bir menkul kıymetin sistematik riskinin ölçüsüdür. Bir başka deyişle, menkul kıymetin performansının, piyasanın ortalama performansı ile olan ilişkisidir.

e : Hata terimidir.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının özsermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti üzerinde olumlu etkileri olacağı ve gelecekteki nakit akışlarının büyüklüğünü de dolaylı yoldan etkileyecek bir mekanizmayı içerisinde barındırdığını düşünmek gerekmektedir. Kurumsal yönetim ile ilgili literatürde, özellikle bir örneklem ile çalışılıyorsa firma değerinin bu şekilde hesaplanmasına rastlanmamaktadır. Bunun yerine firma değerine ilişkin karşılaştırmalı fikir verecek, değere ilişkin vekil değişkenlerin hesaplanması yoluna gidilmektedir. Bunlardan bir tanesi Fiyat/Defter Değeri (F/DD) oranı, diğeri de Tobin's Q'dur.

1.7.1. Piyasa Fiyatı/Defter Değeri Oranı

Hisse senedinin piyasa değerinin özsermayeye bölünmesiyle bulunan orandır. Piyasa değerinin işletmenin özvarlığının kaç katı olduğunu göstermektedir. Bu değer finansal varlığın mevcut bir piyasada alım satımının yapıldığını varsaymaktadır.

Bu oran finansal piyasalarda bir şirketi değerlemek için kullanılmaktadır. Oran özsermayenin piyasa değerini defter değeri ile karşılaştırmaktadır. Değişken aynı zamanda bir hisse senedini sürekli tutmanın getirisi olarak değerlendirilmektedir. Oranın yüksek çıkması şirketin yatırılan sermayeye göre daha fazla getiri üretecek durumda olduğunu göstermektedir. Tersine düşük bir oran şirketin sağlıklı yapısını ve gelecekte hissedarları için yüksek getiriler üreterek değer yaratma yeteneği olmadığını göstermektedir (Peirson ve diğerleri, 2000).

Yatırımcılarca bu oranın düşük çıkması, piyasada oluşmuş fiyat ile şirket değeri arasındaki asimetri yönünden olumlu sayılmaktadır. Oranın düşük veya yüksek olduğuna karar vermek için sektörün ortalaması ile karşılaştırılması gerekmektedir. Hizmet ve aracılık gibi bazı sektörler düşük sermayeye ihtiyaç gösterdiklerinden, bu işletmelerin F/DD oranı yüksek olmaktadır. Böyle işletmelerin değerlendirilmesinde bu oran fazlaca dikkate alınmamaktadır.

1.7.2. Tobin's Q

Tobin's Q ise kurumsal yönetim çalışmalarında gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalarda bir şirketi değerlemek için yaygın biçimde kullanılmaktadır. Bu değişken aynı zamanda bir şirketin mali gücünü göstermekte ve şirketin mali piyasalardaki performansının ölçümü için bir vekil olarak kullanılmaktadır. Tobin's Q, varlıkların (özsermaye ve borç) piyasa değerinin varlıkların yerine koyma değerine bölünmesi ile hesaplanır (Bhagat ve Jefferis, 1994; Gompers, Ishii ve Metrick, 2003; Beiner ve Schmid, 2005).

Aslında bu yöntem, piyasa değeri / defter değeri yaklaşımına benzemekle birlikte, ondan farkı varlıkların defter değeri yerine "yerine koyma değerini" kullanmasıdır. Diğer bir ifadeyle "Q", işletmenin piyasa değerinin, mevcut varlıkların yerine koyma maliyetine oranıdır.

Tobin's Q, denge durumunda hisse senedi piyasasındaki bütün şirketlerin toplam piyasa değerinin, toplam aktiflerin yerine koyma maliyeti civarında olması gerektiğini ifade etmektedir. Q oranı bir şirketin piyasa değerinin şirketin varlıklarının yerine koyma değerine bölünmesi suretiyle bulunur. Şirketin sermaye varlıklarının (duran varlıklarının) piyasa değerinin, yerine koyma maliyetlerine bölünmesiyle hesaplanan Tobin's Q, örneğin konut piyasasında var olan konutların fiyatlarının, bu konutlara eş özelliklerde yeni konutlar inşa edilmesi maliyeti ile mukayesesi olarak düşünülebilir. Sonuç olarak bütün bir ekonomide, denge durumunda toplam varlıkların piyasa değerinin, o varlıkları yerine koyma maliyeti civarında olması gerektiği söylenebilir.

Düşük bir Q (0 ve 1 arasında) şirketin varlıklarının yerine koyma maliyetinin şirket hisse değerinin üzerinde olduğunu göstermektedir. Bu durum hisselerin olması gerekenden daha az bir fiyatla değerlendirildiği anlamına da gelebilmektedir. Bunun tersine, yüksek bir Q (1'den büyük) firma hisse senedinin varlıklarının yerine koyma maliyetinden daha yüksek olduğunu belirtmektedir, bu da zımni olarak hisse

senedinin aşırı değeriylemiş olduğunu ifade etmektedir. Bu hisse senedi değeri ölçütü Tobin'in modelinde yatırım kararlarının arkasındaki sürükleyici dürtüdür.

Borç Tobin's Q'nun önemli bir bileşeni olmakla birlikte ancak gelişmiş piyasalarda düzgün biçimde değeriendirilebilir çünkü banka borçlanması göreceli olarak azdır. Fakat gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerde banka borcu daha yüksektir ki bu durum formülün şirket değeriinin dışarıdan tespitinde kullanılmasını zorlaştırmaktadır. Bu özellik formülün çalışmalarda kullanılmasında bir takım kolaylaştırmalar yapılmasını gerektirmektedir.

Firmanın pazar değeri, firmanın sahip olduğu varlık ve borçların pazar değeri toplamından farklı bir değeri yansıtmamaktadır. Firmanın pazar değeriinin belirlenmesinde eğer hisse senetleri borsada işlem görüyorsa, bu hisse senetlerinin piyasa değeri toplamı firmanın değeri olarak hesaplanabilir. Benzer bir biçimde değeri belirlenmeye çalışılan işletmenin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değeri toplamı da (İskontolu Net Nakit Akımı Yöntemi), ilgili işletmenin değeri belirlemede kullanılan bir diğeri yöntemi oluşturmaktadır. Bu konuda yaygın olarak uygulanan bir diğeri yöntem ise birden fazla göstereyi bir arada değeriendirmeye yönelik piyasa çarpanlarının (Fiyat/Kazanç Oranları vb.) kullanılmasıdır. Bu yöntemler bazen tek tek, bazen belli bir kombinasyon içinde birlikte kullanılmaktadır.

2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim

2.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Boyutları

2.1.1. Türk Ticaret Kanunu ve Kurumsal Yönetim

Türk Ticaret Kanunu’nda (TTK) kurumsal yönetim uygulamaları açısından önemli olan pek çok madde bulunmaktadır; özellikle genel kurul ve yönetim kurulu hakkındaki maddelerin incelenmesi gerekmektedir. TTK’da anonim şirket, bir unvana sahip, sermayesi belli ve paylara bölünmüş olan ve borçlarından dolayı yalnız sahip oldukları ile sorumlu bulunan şirket olarak tanımlanır. Ortakların sorumluluğu, sermaye payları ile sınırlıdır (TTK Madde 269). Ana sözleşme ile bazı tür hisse senetlerine kar payı dağıtılması ve diğer hususlarda imtiyaz hakları tanımlanabilir (TTK Madde 401).

Pay sahipleri; yönetim kurulu gibi organların tayini, hesapların onaylanması ve karın dağıtılması gibi şirket işleri ile ilgili haklarını genel kurul toplantılarında kullanırlar. Kar ve zarar hesabı, bilanço, yıllık rapor ve net karın nasıl dağıtılacağı hususundaki teklifler, anonim şirket murakıpları tarafından verilecek raporla birlikte olağan genel kurul toplantısından en az on beş gün önce şirketin merkez ve şubelerinde pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulur (TTK Madde 360). Bunlardan kar ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık rapor, toplantıdan itibaren bir yıl süreyle pay sahiplerinin incelemesine açık kalır. Her pay sahibi masrafı şirkete ait olmak üzere kar ve zarar hesabıyla bilançonun bir suretini isteyebilir (TTK madde 362).

Pay sahipleri, şüpheli gördükleri noktalara murakıpların dikkatini çekmeye ve açıklama istemeye yetkilidirler. Şirketin ticari defterleriyle ilgili yazılı belgelerin incelenmesi yalnız genel kurulun açık bir izni veya yönetim kurulunun kararıyla mümkündür. Ancak incelenmesine izin verilen yasal defter ve belgelerden öğrenilecek sırlar dışında, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye yetkili değildir (TTK Madde 363).

Genel kurullar TTK'da veya ana sözleşmede aksine hüküm bulunan haller hariç olmak üzere şirket sermayesinin en az dörtte birini temsil eden pay sahiplerinin katılımı ile toplanırlar. İlk toplantıda bu oran oluşmadığı takdirde tekrar toplantıya davet edilirler. İkinci toplantıda hazır bulunan pay sahipleri, temsil ettikleri sermayenin miktarı ne olursa olsun, müzakere yapmaya ve karar vermeye yetkilidir (TTK Madde 372).

Genel kurullar olağan veya olağanüstü olarak toplanırlar. Olağan toplantı her hesap dönemi sonundan itibaren, başka bir deyişle normal olarak izleyen yılda, üç ay içinde ve en az yılda bir defa olur (TTK Madde 364). Yılda birkaç kere kazançlarını dağıtan anonim şirketlerde her kar dağıtımını için, genel kurulun toplantıya çağırılması gerekir.

TTK'ya göre (Madde 312) anonim şirketlerin ana sözleşmesi ile tayin edilmiş veya genel kurulda seçilmiş en az üç kişiden oluşan bir yönetim kurulu bulunur. Yönetim kurulu pay sahibi üye ortaklardan teşekkül eder. Ancak pay sahibi olmayan kimseler üye seçildikleri takdirde bunlar pay sahibi sıfatını kazandıktan sonra görev alabilirler. Pay sahibi olan hükmi bir şahıs yönetim kurulu üyesi olamaz. Fakat hükmi şahsın temsilcisi olan gerçek kişiler yönetim kuruluna üye seçilebilirler (TTK Madde 312). Yönetim kurulu üyeleri en çok üç yıllık süre için seçilirler. Ana sözleşmede aksine hüküm yoksa tekrar seçilmeleri mümkündür (TTK Madde 314). Anonim şirket yönetim kurulu tarafından idare ve temsil edilir (TTK Madde 317). Yönetim kurulu üyeleri toplantılarda, şirketi temsile ve şirket işlerini görmekle görevli kişilerden işlerin gidişi veya belli bazı işler hakkında izahat istemek hakkına sahiptir. Yönetim kurulu yasal defter ve diğer belgelerin kendisine gösterilmesine de karar verebilir (TTK Madde 331).

Türk Ticaret Kanunu, hissedarların bilgi edinme hakkıyla ilgili açık olmayan hükümlere sahiptir. Hissedarların mali bilanço, denetleme raporunu ve genel kuruldan önce öngörülen temettü politika beyanını alma hakkı vardır; fakat şirket kayıtlarını denetleme, şirketin işleriyle ilgili bilgi isteme hakkı, yönetim kurulunun rızasına veya genel kurulun onayına tabidir. Belki de bu nedenle Türk şirketleri

genellikle daha iyi bir kamuyu aydınlatma politikasını gönüllü olarak uygulamakta tereddüt etmekte ve bunun rakiplerine rekabetçi bilgiler vereceğinden korkmaktadır. Türk Ticaret Kanunu'nda bir biçimde tanımlanmış “ticari sır” kavramına, özel bir açıklama getirilmeksizin sık sık atıfta bulunulur. Şirket yönetim kurulları şeffaflıktan kaçınmak için bahane olarak bu kavramı kötüye kullanabilmektedir. Yeni hazırlanmakta olan Ticaret Kanunu'nun bu konudaki eksiklikleri giderebileceği düşünülmektedir. Mevcut TTK'daki kurumsal yönetim konusunda diğer pek çok husus da, günümüz teknolojik olanaklarına ve SPK gibi kurumların düzenlemelerine ve hatta doğrudan şirket uygulamalarına göre, bunların gerisinde kaldığı izlenimi vermektedir.

2.1.2. Kurumsal Yönetim ve SPK İlkeleri

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 04.07.2003 tarih ve 35/835 sayılı kararıyla kabul edilen ve 2003 yılı Temmuz ayında ilk olarak kamuya açıklanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, 2005 yılında da revize edilerek yayınlanmıştır. İlkelerde Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve bu iki örgütün özel sektör temsilcilerinin katılımı ile birlikte oluşturduğu Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) öncü çalışmaları temel alınmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu'nun uzmanlarından oluşan komite, birçok akademisyen, özel sektör temsilcisi, kamu kuruluşları ile çeşitli meslek örgütlerinin görüş ve önerilerini dikkate alarak ülke koşullarına uyarlanmış ilkeleri belirlenmiştir.

SPK'nın belirlediği ilkelerde yer alan ana prensipler “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensipleridir. Ancak bu prensiplerin bazılarının yanında (T) harfi bulunmakta olup, bu şekilde işaretlenmiş prensipler tavsiye niteliğindedir. Diğer bir ifade ile tavsiye niteliğindeki prensiplere uyulmadığı takdirde herhangi bir açıklama yapılmasına gerek bulunmamaktadır. SPK, tavsiye niteliğindeki bu prensiplerin de, orta ve uzun vadede, “uygula, uygulamıyorsan açıkla” kapsamında değerlendirilmesinin söz konusu olabileceğini belirtmektedir.

“SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri”nde (2005) yer verilen kurumsal yönetimin ana başlıkları, “Pay Sahipleri”, “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık”, “Menfaat Sahipleri”, “Yönetim Kurulu” olarak dört grupta toplanmıştır.

Pay sahipleri bölümü, pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması, bilgi alma ve inceleme hakkı (örneğin: bağımsız denetçi atama), genel kurula katılım hakkı, oy hakkı (örneğin: imtiyazlar), azınlık hakları (örneğin: birikimli oy hakkı), kâr payı hakkı, payların devri ve pay sahiplerine “eşit muamele” ilkesini kapsar.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümü, kamuyu aydınlatma araçları ve esasları, şirket ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanması, kamunun aydınlatılmasında periyodik mali tablo ve raporlar, bağımsız denetimin işlevi, ticari sır kavramı ve içerden öğrenenlerin ticareti, kamuya açıklanması gereken önemli olay ve gelişmeleri içerir.

Menfaat sahipleri bölümü, menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası, menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, şirket malvarlığının korunması, şirketin insan kaynakları politikası, müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler, etik kurallar, sosyal sorumluluk konularını içermektedir.

Yönetim kurulu, yönetim kurulunun temel fonksiyonları, yönetim kurulunun faaliyet esasları ile görev ve sorumlulukları, yönetim kurulunun oluşumu ve seçimi, yönetim kuruluna sağlanan mali haklar, yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayısı, yapı ve bağımsızlığı, yöneticiler başlıklarında toplanmaktadır.

SPK'nın 10.12.2004 tarih ve 48/1588 sayılı toplantı kararı gereğince, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören şirketlerin, 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlamak üzere, faaliyet raporlarında ve varsa İnternet sitelerinde söz konusu Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumuyla ilgili beyanlarına yer vermeleri uygun görülmüştür.

SPK ilkelerine göre oluşturulacak “Kurumsal Yönetim ve Denetim Komiteleri”nin icranın dışında tutulması önemlidir. Yönetim kurulu üyeleri arasından oluşturulacak bu iki komite kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması açısından özellik arz etmektedir. TÜSİAD’ın görüşü, bu komiteleri oluşturan üyelerin icracı olmayan ve/veya konularında mesleki yeterliliği olan bağımsız üyelerden oluşmasının uygun olduğu yönündedir. Bu komitelerin esas işlevinin, yönetim kurulu adına sistemin işleyip işlemediğinin gözetimini yapmak, olumsuz bir durumda gerekli aksiyonların alınması konusunda tavsiyelerde bulunmak olması gerektiği ifade edilmektedir. Esas olarak “Kurumsal Yönetim Komitesi” politika oluşturma fonksiyonunu yerine getirmelidir. Çünkü yönetim kuruluna ya da yöneticilere verilecek ücretler için şirketin ücret politikasına uygun teklifler hazırlanması veya yöneticilerin performans değerlemesinin yapılması gibi fonksiyonlar daha operasyonel faaliyetlerdir (TÜSİAD, 2010). Denetimden sorumlu komite, SPK ilkelerine göre, muhasebe sistemi, finansal bilgilerin kamuya açıklanması, bağımsız denetim ve iç kontrol sisteminin işleyişi ve etkinliğinden sorumlu bulunmaktadır. Denetimden sorumlu komitenin kurulması, hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için 01.01.2003 tarihinden sonra sona eren döneme ilişkin yıllık ve bundan sonra gelecek ilk ara döneme ilişkin mali tabloların yayımlanmasından itibaren gerekmektedir. Bu komitenin üyelerinin, genel müdür veya icra komitesi üyesi (CEO/CFO vb.) gibi icrada doğrudan işlevleri bulunmayan ve yönetim konularında Murahhaslık sıfatı taşımayan yönetim kurulu üyeleri arasından oluşturulmasının önemli olduğu ifade edilmektedir. Üyelerin taşınması gereken bu niteliklerin, komitenin iki üyeden oluşması halinde her ikisinde, ikiden fazla üyesinin bulunması halinde üyelerin çoğunluğunda bulunması zorunludur. Denetimden sorumlu komiteye SPK İlkelerine (IV/5.6.4) göre verilen şirketin muhasebe sisteminin, finansal bilgilerin kamuya açıklanmasının, bağımsız denetiminin ve şirketin iç kontrol sisteminin işleyişinin ve etkinliğinin gözetimi görevi, TÜSİAD’a (2010) göre finansal bilgilerin doğru hazırlanmasında önemli bir güvence oluşturmaktadır. SPK İlkeleri (IV/5.6.3), denetimden sorumlu komitenin, her türlü iç ve bağımsız denetimin, yeterli ve şeffaf bir şekilde yapılması için gerekli tedbirleri almasını gerektirmektedir. Bununla beraber, SPK İlkeleri (IV/5.6.5) ise şirketin hizmet alacağı bağımsız denetim kuruluşunun seçimi ve bu kuruluştan alınacak hizmetlerin, denetimden sorumlu

komitenin ön onayından geçmesini gerektirmektedir. Bu hizmet alımının daha sonra şirket yönetim kuruluna sunulması söz konusudur. Bağımsız denetim kuruluşunun seçimi için teklif götürülmeden önce, denetimden sorumlu komite bağımsız denetim kuruluşunun bağımsızlığını zedeleyebilecek bir husus bulunup bulunmadığını belirten bir rapor hazırlamalıdır. TÜSİAD, SPK ilkelerinin bağımsız denetim kuruluşunun bağımsızlığının sağlanması konusunda denetim komitesine etkin olabileceği ve yeterli düzeyde yetki ve sorumluluk verdiği görüşündedir. Denetim komitesinin şirket içi usulsüzlüklerin bağımsız şekilde soruşturulmasını temin etmesi gerektiği, ayrıca gerekiyorsa bu konuda ihbar mekanizması gibi gerekli sistemlerin bulunmasını sağlamak yükümlülüğünde olduğu ifade edilmektedir (TÜSİAD, 2010).

SPK ilkelerinin bir kısmında uygulamada yaşanan zorluklar, bazı ilkelere uyum konusunda gerek ülkemizde gerekse uluslararası platformda devam eden tartışmalar, bazı ilkelerin ise piyasanın ve şirketin mevcut yapısı ile tam olarak örtüşmemesi gibi nedenlerle bütünüyle uyumluluk henüz sağlanamamıştır. Bazı ilkeler ise uygulamada yerine getirilmekle birlikte henüz şirket ana sözleşmelerine yansıtılmamıştır. İyi kurumsal yönetim uygulamaları hususunda istekli şirketlerin konu ile ilgili gelişmeleri yakından takip ederek, uyum sağlanmamış ilkelere tam uyumun en uygun zamanda yapılmasına yönelik sürekli geliştirme çalışmaları gözlenmektedir.

Genel olarak gözlenen, kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yürütülen kapsamlı çalışmalar ve henüz uyum sağlanamayan ilkeler aşağıda açıklanmıştır.

Pek çok şirkette kurumsal yönetim komitesi bulunmamaktadır. Bulunanların pek azında da komitenin tam olarak etkin olduğu gözlenmemektedir. Şirketlerin kurumsal yönetim faaliyetlerinin sürdürülmesinde yönetim kurullarında en üst organ olacak bu yapılanmanın gerçekleştirilmemesinin olumsuzluğuna karşın, bundan bağımsız olarak, olumlu bir husus TTK'da asgari iki haftalık bir sürenin kabul edilmesine rağmen SPK önerisine uygun olarak bazı şirketlerin, ana sözleşmelerine genel kurul ilanlarının üç hafta önceden yapılmasına ilişkin madde koymalarıdır. Genel Kurul'a medya ve menfaat sahiplerinin davet edilmesi, toplantıda Yönetim

Kurulu üyesi, denetçi, finansal raporlamadan sorumlu bölüm başkanının hazır bulunmasına ve Yönetim Kurulu'nun görev ve sorumluluklarını sağlıklı olarak yerine getirebilmesi için yeterli sayıda komite kurulmasına yönelik hükümlerin bir kısım şirketlerce ana sözleşmeye ilave edilmesi de yürütülen olumlu çalışmalardır. Bu tür çalışmalar sonucunda çalışmaları yapan bazı halka açık şirketlerin ana sözleşmelerinin 2009 yılında yapılan olağan genel kurul toplantıları sırasında değiştirildiği gözlenmektedir.

Özel durumların kamuya açıklanmasının esaslarının belirlenmesine yönelik düzenlemelere uyumu güçlendirmek amacıyla, bazı şirketlerin "İçsel Bilgilere Erişimi Olanlar Listesi" hazırlayarak, listedeki kişileri, içsel bilgilerin kamuya açıklanana kadar gizliliğinin sağlanması ve uygunsuz kullanımının önlenmesi konularındaki yükümlülükleri hakkında bilgilendirdikleri belirlenmiştir.

Bir kısım şirketlerce, ilkelere tam uyum açısından gerekli revizyonlar gerçekleştirilmektedir. Örneğin, genel kurul süreçlerine, ilkelere bu hususta yer alan yönetim kurulu üye adayları hakkında bilgi verilmesi, en az 3 hafta önce gündemin ve ilgili bilgilendirme dokümanlarının ilanı, imtiyazlı paylar hakkında bilgi verilmesi, yöneticilerin toplantıda hazır bulunması, medya ve menfaat sahiplerinin toplantıya davet edilmesi, oylamalarda el kaldırma suretiyle açık oylamanın kullanılması ve bu prosedürün ortaklara önceden duyurulması, vekâletname örneklerinin ilanı konularında uyulması gereken esasları ekleyerek, söz konusu ilkelere uygulanmasını sağlamaktadır.

Şirketlerde nama yazılı hisselerden Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde aracı kuruluşlar altındaki yatırımcı hesaplarında saklamada bulunan hissedarlardan genel kurul toplantısına katılmak isteyenler, MKK'nın "genel kurul blokaj" işlemlerini düzenleyen hükümleri çerçevesinde Genel Kurul Blokaj Listesindeki kayıtları dikkate alınarak toplantıda yer almaktadır. MKK nezdinde kendilerini blokaj listesine kayıt ettirmeyen hissedarların toplantıya katılmalarına yasal olarak olanak bulunmadığı gözlenmektedir. MKK genel kurul blokaj listesi genellikle genel kurul toplantısından önceki ikinci günün akşamına kadar düzenlenmektedir.

Şirketlerde oy hakkının kullanılmasını zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılması, tüm pay sahiplerine eşit, kolay ve uygun şekilde oy kullanımı imkânı sağlanması gerekmektedir. Şirketlerde oy hakkına sahip olan pay sahibi, bu hakkını kendisi kullanacağı gibi pay sahibi olmayan üçüncü bir şahıs vasıtasıyla da kullanabilir. Bir kısım şirketlerin ana sözleşmelerinde imtiyazlı paylar için, pay sahibi olmayan kişinin temsilci olarak vekâleten oy kullanmasını engelleyen hüküm bulunmakta; örneğin halka açık olmayan gruptan hisse sahipleri kendilerini yalnız aynı grup hissedarları vasıtasıyla temsil ettirebilmektedir. Buna karşın genel kurullarını sadece yerel bir gazetede yayınlatan, hissedarlarına ileri tarihli bildirim yapmayan, özellikle küçük hissedarların toplantılara katılmasında zorluk çıkaran ya da maddi kaynaklarını kullanmasına neden olan, toplantı yerini son anda değiştiren ya da hissedarların büyük çoğunluğu için uygun olmayan yerlerde toplantı düzenleyen, oy verme prosedürü karmaşık olan ve vekâleten oy kullanma ile ilgili yerinde düzenlemeler yapmayan şirketler genel kurul haklarının kullanılmasının sağlanmasında yetersiz kalmaktadır.

Şirketlerin sermaye ve yönetim yapısında değişiklik meydana getiren birleşme ve bölünmeye ilişkin kararlar genel kurul tarafından verilmektedir. Ancak, mal varlığı alımı, satımı gibi önemli nitelikteki kararlar ise şirket ana sözleşmesi çerçevesinde yönetim kurulu tarafından alınmaktadır. Ana sözleşmelerde şirket faaliyetleri için büyük önem taşıyan yeni şirketlere iştirak veya mevcut iştiraklerin elden çıkarılmasına ilişkin yönetim kurulu kararları için ise ağırlaştırılmış oy oranlarının konulduğu gözlenmektedir. SPK ilkelerinde ise tüm bu işlemlerin genel kurul kararları ile gerçekleştirilmesi öngörülmekteyse de, şirketler kurumsal yönetim uyum raporlarında böyle bir uygulamanın faaliyetlerini yavaşlatacağını belirtmektedir. Şirketlerin sermaye ve malvarlığında değişiklik meydana getiren bölünme, önemli tutarda malvarlığı alımı, satımı, kiralınması vb önemli nitelikteki kararların genel kurulda alınması konusunda ana sözleşmelerde hüküm bulunmamaktadır. SPK ise bunu iyi kurumsal yönetim uygulaması olarak belirtmektedir. Bu tür hükümler şirket ana sözleşmelerinde yönetim kurulunun görevleri arasında sayılmaktadır. Bu konuda da şirketler, bu kararların genel kurul tarafından alınması konusunda ana

sözleşmelerine hüküm konulmasından; şirket yönetiminde etkinliği azaltacağı, rekabet gücünü olumsuz yönde etkileyerek önemli fırsatların kaçırılmasına sebebiyet vereceği ve dolayısıyla da şirketin menfaat sahiplerinin yararına sonuçlar doğurmayacağı iddiasıyla, belki de haklı olarak kaçınmaktadır.

Şirketlerin ana sözleşmelerinde pay sahiplerine faaliyet dönemleri için özel denetçi atama hakkı verilmemiş olduğu gözlenmektedir. SPK ilkelerinde ise bu durum öngörülmektedir. Bununla birlikte yasal mevzuat uyarınca, pay sahipleri bazı somut olayların incelenmesine yönelik olarak genel kuruldan özel denetçi atanmasını talep etme hakkına sahip bulunmaktadır. Azınlık pay sahiplerinin, yasal mevzuat ile düzenlenen, genel kuruldan özel denetçi atanmasını talep etme hakları uyarınca sermayenin en az onda birine sahip hissedarların, genel kuruldan kanunda öngörülen halleri incelemek için özel denetçi atanmasını isteyebilecek olmalarına karşın, hissedarların genel kurullardan özel denetçi tayini talebinde bulduklarına incelenen genel kurul toplantı tutanaklarında ve kurumsal yönetim uyum raporlarında rastlanılmamaktadır.

Şirketlerin pay sahipliği haklarının kullanılmasında mevzuata, esas sözleşmeye ve diğer şirket içi düzenlemelere uyulması ve bu hakların kullanılmasını sağlayacak önlemlerin alınması gerekir. Pay sahipliği birimini oluşturmamış, hissedarlık yapısını ve önemli değişiklikleri kamuya açıklamayan, gizli ortakları bulunan şirketler pek saygın görülmeyeceklerdir. SPK ilkelerinde kurulması öngörülen, pay sahipleriyle ilişkiler birimi yalnız ortakların sorunları ile ilgili olmayıp Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) ve Takasbank gibi kurumlar nezdinde şirketlerin temsili ve irtibatının da sağlandığı bir bölüm olarak kurulmalıdır. Şirketlerde bu bölümün diğer faaliyet konuları arasında, yönetim kurulu ve genel kurul toplantılarına ilişkin kayıtların tutulması, SPK Seri: VIII No: 54 tebliği gereğince gerekli özel durum açıklamalarının İMKB'ye yapılması ve şirketin bilgilendirme politikası dahil kamuyu aydınlatma ile ilgili tüm süreçlerin takibinin yer aldığı tespit edilmiştir. Ancak bir kısım şirketler bu birimin faaliyetlerini başka isim altında da yürütebilmektedir. Şirket pay sahipleri,

şirketle ilgili bilgileri zamanında, tam ve gerçeği yansıtacak biçimde elde edebilmeli ve bunlara kolayca ulaşabilmelidir.

SPK ilkelerine göre şirket sözleşmesinde payların devrinde herhangi bir kısıtlamanın yer almaması gerekir. Çoğunlukla hamiline yazılı hisselerin herhangi bir kayıt ve şarta tabi olmaksızın devredilebildiği görülmektedir. Ancak, nama yazılı hisse senetlerinin üçüncü şahıslara devri ile ilgili olarak hissenin ait olduğu grubun hissedarlarının, satış teklifi tarihinden itibaren belirli bir süre içerisinde kullanmaları gereken önalım haklarının olabildiği gözlenmektedir. İncelenen bazı şirket ana sözleşmelerine göre, bu sebeple, bu tür bir gruba ait hisselerinin tamamını veya bir kısmını üçüncü şahıslara devretmek isteyen hissedar, devretmek istediği hisseleri önce grubundaki diğer hissedarlara hisseleri oranında, fiyat ve diğer satış şartlarını da bildirerek yazılı olarak teklif etmek mecburiyetinde bırakılmaktadır. Teklif yapan hissedarlardan herhangi biri almayı red ettiği takdirde, söz konusu hisseler diğer hissedarlara hisseleri oranında teklif edilmekte ve bu yöntem satışa çıkan hisselerin tümü satılıncaya kadar veya satın alınmaları red edilinceye kadar aynı şekilde uygulanmaktadır. Bu uygulama sonunda satın alınması red edilmiş hisseler kalır ise, devretmek isteyen hissedar, bu hisseleri ilk teklifinde yer alan fiyat ve diğer satış şartlarından daha iyi şartlarda olmamak kaydıyla dilediği üçüncü şahıslara satmakta serbest olmaktadır.

Son olarak, SPK'nın ilkelerinde önerdiği birikimli oy uygulamasının hiçbir şirket tarafından kabul edilmediği, ortaklarına böyle bir hak tanımadığı görülmüştür. Azınlık hissedarları birikimli oy kullanma yönteminin kendilerine sağlayacağı faydalardan yararlanmalıdır. Ancak bu konuda ülkemizdeki şirket uygulamaları yetersizdir. Genel kurul bir şirketin ana yönetim organıdır. Dolayısıyla genel kurula katılma ve kurulda oy kullanma hakkı, hissedarlar için vazgeçilmezdir. Genel kurullar, küçük hissedarlar için fikirlerini açıklamak ve denetim haklarını kullanmak için tek fırsattır. Azınlık ortaklar, birikimli oy uygulamasıyla genel kurullarda etkinliğini artırabilir. Azınlık payları için önemli olan bu hususun yokluğu, bir kısım şirketler tarafından, yönetim kurullarında yer alan bağımsız üyelerin varlığının bu uygulamaya gerek bırakmadığı ileri sürülerek açıklanmaya çalışılmaktadır.

SPK ilkelerine göre şirketin kamuya açıklanmış belirli ve tutarlı bir kâr payı politikasının olması, bu politikanın genel kurullar öncesi pay sahiplerine faaliyet raporu, izahname ve sirkülerler vasıtası ile duyurulması lazımdır. Kâr paylarının zamanında ödenmesi önemlidir. Bu hususta şirketlerin kar dağıtım politikalarını belirlerken, bir kısım şirketlerin TTK veya SPK'nın karın dağıtılması ile ilgili düzenlemeleri ile yetindikleri, bir kısım şirketlerin ise bu düzenlemelerden bağımsız ve bunların üzerinde açık ve net politikalar belirledikleri gözlenmektedir.

2.1.3. TÜSİAD ve Kurumsal Yönetim

TÜSİAD, 2000 yılında, Türkiye'de en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının artırılması, dolayısıyla şeffaflık, adillik, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde şirketlerin rekabet avantajı sağlamasını hedefleyerek Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu'nu bu alanda farkındalık yaratılması amacıyla liderlik rolünü üstlenen Çalışma Grubu, 2003 yılında Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin kuruluşuna da öncülük etmiştir. Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu OECD'nin "Kurumsal Yönetim İlkeleri" ve "Kamu İşletmeleri için Kurumsal Yönetim Rehberi"ni Türkçeye çevirerek uluslararası alandaki gelişmeleri yansıtmıştır. Çalışma Grubu ayrıca, aile şirketleri için "Sermayesi Halka Kapalı Şirketler için Kurumsal Yönetim Prensipleri"ni hazırlamıştır.

TÜSİAD ortaya koyduğu "Yönetim Kurulu Prensipleri"nde, entegre bir kurumsal yönetim, kontrol ve raporlama, kalite ve bağımsızlık, hedefe ulaştırabilecek nitelik, etkinlik ve sayıda yönetim kurulu üyesi seçimi ve bunun için izlenecek süreç, yönetim kurulu başkanı ve icra kurulu başkanı ayrılığı, yönetim kurulu toplantıları için tanımlanmış prosedür, performans ve sağlanan menfaatler için yazılı politikalar ve şeffaflık, yönetim kurulu içinde oluşturulan komitelerin etkin kullanımı, paydaşlar ile iletişim konuları öne çıkmıştır (TÜSİAD, 2010).

Şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin mali haklarını (ücret, prim, ikramiye, hisse, emeklilik planları, hisse opsiyonları vb.) genel ilkeler ile düzenleyen yazılı “Üst Düzey Yöneticilerin Ücret ve Mali Hakları Politikası” olmalıdır. Şirketlerin hedefleri ile ilişkili ve uyumlu “Mali Haklar Politikası”, şirketlerin risk yönetim politikası ile de uyumlu olmalı ve hedeflere ulaşmayı desteklemelidir. Bu konuda politika değişiklikleri genel kurulda pay sahiplerinin bilgisine, ayrıca UFRS düzenlemeleri ile tanımlandığı ölçüde finansal tablo dip notlarında ve faaliyet raporunda sunulmalıdır. Ücret Belirleme Komitesi veya İnsan Kaynakları Komitesi gibi bu konuya daha yakın bir komite kurulmamış olması halinde Kurumsal Yönetim Komitesi, “Mali Haklar Politikası”nın oluşturulmasında, performans kriterlerinin belirlenmesinde, performansın ölçülmesinde, aday belirlemede ve kariyer planlarının yapılmasında görevlendirilebilir. Mali menfaatlerde şeffaflık sağlanmalı, kısa vadeli faydalar, işten ayrılma sonrası faydalar, işten ayrılma tazminatı, hisse bazlı faydalar vb sınıflandırılarak kamuya açıklanmalıdır. Hakların değişken kısmı gerçekleşen performans parametrelerine dayalı olmalıdır. Mali haklar ile ilgili politikalar ve değişken ücretler, günün koşullarına ve rekabet durumuna göre farklılaşan stratejik konulardır. Bu politikalar ve uygulamaları hakkında genel kurulu bilgilendirmek yeterli olup, onay, izin gibi kavramlar yerine “şeffaflık” ve “hesap verebilirlik” dikkate alınmalıdır (TÜSİAD, 2010).

Franks⁸ kurumsal yönetim ve eylemci hissedarlar ilişkisini incelerken eylemci hissedarların etkin kurumsal yönetim için zorlayıcı olacakları görüşünü ileri sürmektedir. Eylemci hissedarların kurumsal yönetimin önemli bazı unsurlarının gelişmesinde yadsınamaz rolleri olduğu söylenmektedir. Bu unsurlar, hissedarların ve diğer tarafların çıkarlarına hizmet edecek kararlar alan, kanunların ve mevzuatın lafzına ve ruhuna saygı gösteren bir yönetim kurulunun oluşturulması, hissedarların şirket işlerinde bilgilendirilmiş ve aktif hissedarlar olarak faaliyette bulunmaları,

⁸ Julian Franks, 2009, Corporate Governance and Shareholder Activism, TÜSİAD sunumu.

http://www.tusiad.org/_rsc/shared/file/TUSIADCorporateGovernanceandShareholderActivism.pdf

etkin satın alma piyasalarının oluşmasına katkıda bulunulması ve azınlığın korunması şeklinde sıralanabilir.

Eylemci hissedarlar “Gelenekçi Eylemciler” (Emeklilik fonları, sigorta şirketleri) ve “Yeni Eylemciler” (Saldırgan bağlamında “Odaklanmış Fonlar” ve “Korunma Fonları”) olarak iki sınıfta incelenebilir. Gelenekçi eylemciler, şirketin kendisine yönelik satınalma girişimlerine karşı geliştirebileceği savunmaların veya direnişin ortadan kaldırılması, yöneticilerin ücretlendirilmesi, yönetim kurulu başkanının ve icra kurulu başkanının rollerinin ayrılması ile kurumsal sosyal sorumluluk konularında katkılar vermektedir. Yeni eylemcilerin ise, özellikle şirketi parçalama yoluyla yeniden yapılandırma, nakit temettü ödeme, yönetimi değiştirme, planlanmış başka bir şirketi satın alma faaliyetini durdurma, şirketi en yüksek fiyatı verene satma konularında önemli sonuçlar aldıkları gözlenmektedir. “Yeni” hissedar eylemciliğinde, en fazla getiri kurumsal yeniden yapılandırma ile ilişkilendirilmekte, bir alt sınıf olarak odaklanmış “özel eylemcilik”, varlığıyla etkin olmakta ve büyük getiriler üretebilmekte, bu şekilde özel eylemcilik sık ve karlı getiriler anlamına gelirken, bütün hissedarlara da önemli getiriler sunmaktadır.

2.1.4. Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim

13 Ocak 2011 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi tarafından kabul edilen ve 14 Şubat 2011 tarihinde resmi gazetede yayımlanan YTTK’nun belirli maddeleri kapsamına göre 1 Temmuz 2012 ve 1 Ocak 2013 tarihlerinden itibaren yürürlüğe girecektir. Yeni kanun, kurumsal yönetim anlamında, Cadbury Raporu’ndan bu yana kat edilen tüm aşamaları takip eden, OECD İlkeleri’nin ruhunu halka açık anonim ortaklıklardan çok daha geniş bir alana yayan, SPK ilkelerini bağlayıcı hukuk kurallarına dönüştüren bir anlayışın ürünü olma iddiasındadır. YTTK’nun, birçok Avrupa ülkesinin kurumsal yönetim düzenlemelerinin çok ilerisinde bir kurumsal yönetim düzeyini getirdiği düşünülmektedir. OECD KY ilkeleri ile SPK’nın kurumsal yönetim ilkeleri, tüm anonim ortaklıklar açısından büyük ölçüde yeni

kanunda yer almaktadır. Bu ilkeler, icracı yönetici ile icra yetkilerini taşımayan yöneticinin ayrılması, şirketin finansal yapısının şeffaflaştırılması ve sıkı kurallara tabi tutulması, pay sahipliği haklarının etkinliğinin artırılması, finansal tablolarının uzman tarafından denetimi ve olumlu veya sınırlı olumlu denetçi raporunun alınmaması halinde şirkette mali nitelikteki kararların alınmaması, pay sahipliği değerinin en çoklaştırılması gibi unsurlarla kanunda yer almıştır. YTTK Türkiye'deki tüm ticari ve ekonomik ilişkileri kapsamına aldığından, yabancı şirketlerin Türkiye'deki faaliyetleri de yeni kanuna tabidir. Kurumsal yönetim, halka açık anonim ortakların ötesinde, tüm anonim ortaklıklara uygulanacak; kurumsal yönetimin bazı mekanizmaları, limited ortaklıkları da olumlu biçimde etkileyecektir. Şirketin kurumsal yönetimine yönelik düzenlemeler, dolaylı olarak şirketin piyasa değerini artıracaktır. Denetimden geçen finansal tablolar, şirketin güvenilirliğine; sermayenin korunmasına yönelik mekanizmaların, özvarlığın korunmasına, şirketin yatırımlarının karlılığına dolaylı olarak olumlu katkısının olması beklenebilir.

Ancak kanunun hangi teorik çerçeveye yaslandığı konusunda fikir veren husus, kanunu hazırlayan komisyonun başkanı Tekinalp'ın (2010), *“Kesin olarak sermayedar ile yöneticiyi ayırdık. Yönetici sermayedarın menfaatlerini gözetmekle mükellef bir vekil değildir. Ünlü “Agency Teorisi”ni benimsemedik. Gelecekteki pay sahipleri, alacaklılar, işçiler ve kamu dahil olmak üzere tüm menfaat sahipleri açısından gördük”*⁹ biçiminde kanunun içeriğine yönelik olarak belirttiği görüşüdür.

Kurumsal yönetimin adil olma, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri, kanunda ağırlıklı bir biçimde yansıtılmaktadır. Eşitlik ilkesinin kanunda yer bulması, azınlık haklarının ve bireysel pay sahibi haklarının özel güvencelere kavuşturulması, pay sahipliği değerinin yükselmesine hizmet edebilecek faktörlerdir. Yönetim kurulunun eşitlik ilkesine aykırı kararlarının geçersiz sayılacağı, artık kanunda açıkça düzenlenmektedir. Pay sahibinin inceleme ve bilgi alma hakları da, son derece geniş bir kapsama kavuşmaktadır.

⁹ Prof. Dr. Ünal Tekinalp Türk Ticaret Kanunu tasarı komisyon başkanı, 2010 TÜSİAD Yönetim Kurulunda yaptığı konuşma

2.1.4.1. YTTK’da Ortaklara, Ortaklık Yapısı ve Ortakların Kontrol Haklarının Kullanımlarına İlişkin Düzenlemeler

YTTK’da anonim şirketin (“AŞ”) tek pay sahibiyle ve limited şirketin (“LŞ”) tek ortakla kurulması imkânı tanınmıştır (YTTK Madde 338). Tek pay sahibi veya tek ortak, Genel Kurul’un bütün yetkilerini kullanabilir ve tüm kararları alabilir. Yönetim kurulunun en az üç üyeden oluşacağına ilişkin mevcut hüküm terk edilerek bir üyeli yönetim kuruluna olanak tanınmıştır. Bunun sebebi, bir taraftan, sistemde tek paysahipli anonim şirkete yer verilerek birçok Avrupa Birliği (AB) ülkesinin aynı kuralı uygulamakta olması dolayısıyla AB hukuku ile uyum sağlanması, diğer taraftan da, küçük anonim şirketler¹⁰ ile ana şirketlerde¹¹, daha kolay yönetme

¹⁰ YTTK’ya göre küçük ve orta ölçekli şirketler belirlenirken, şahıs şirketleri için 1522, sermaye şirketleri hakkında ise 1523 üncü maddelerde öngörülen ölçütler uygulanır. MADDE 1522- (1) Küçük ve orta büyüklükteki işletmeleri tanımlayan ölçütler, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ve Türkiye Muhasebe Standartları Kurulunun görüşleri alınarak, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yönetmelikle düzenlenir. Yönetmelik, Resmî Gazetede yayımlanır. Bu ölçütler, bu Kanunun ticari defterler ile finansal tablolara ve raporlamaya ilişkin olanlar başta olmak üzere, ilgili tüm hükümlerine uygulanır.

Ölçeklerine göre sermaye şirketleri:

MADDE 1523- (1) Bu Kanunun 1522 nci maddesine istinaden belirlenen küçük ve orta ölçekli işletme ölçütleri, sermaye şirketleri için de geçerlidir. Bu ölçütlerin üzerindeki sermaye şirketleri ise büyük sermaye şirketi sayılır.

(2) Küçük ve orta ölçekli olsalar dahi, aşağıdaki şirketler büyük sermaye şirketi sayılırlar:

a) Borçlanma araçları veya özkaynağa dayalı finansal araçları kamuya açık bir piyasada (yerel ve bölgesel piyasalar da dâhil olmak üzere, yerli veya yabancı bir sermaye piyasasında veya tezgâh üstü piyasada) işlem gören veya bu tür bir piyasada işlem görmek üzere söz konusu araçları ihraç edilme aşamasında bulunan sermaye şirketleri.

b) Esas faaliyet konularından biri, varlıkları güvenilir kişi sıfatıyla geniş bir kitle adına muhafaza etmek olan bankalar, yatırım bankaları, sigorta şirketleri, emeklilik şirketleri ve benzerleri.

(3) Birinci fıkraya göre belirlenen büyüklük ölçütleri, bilanço günü itibarıyla, birbirini izleyen iki faaliyet döneminde aşılmışsa veya bu ölçütlerin altında kalınmışsa şirketin büyüklük yönünden konumu değişir.

yöntemlerinin uygulanmasına olanak tanınmasıdır (YTTK Madde 359 Gerekçe). Bu suretle tek ortaklı Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ) sınırsız sorumluluktan kurtulmaktadır. Ayrıca yabancı sermaye ülkeye sadece kendisine ait bir şirketle gelmek istediğinde yanına ortak almak zorunda kalmayacaktır. Bunun dışında birden fazla ortakla kurulan şirketlerin daha sonra tek ortağa düşmesi halinde de söz konusu şirket fesih tehlikesi ile karşılaşmayacaktır. YTTK, ana şirket ile yavru şirketler arasındaki ilişkileri de düzenleyerek, grup şirketleri dışında kalan ortakların ve alacaklıların, bağlı şirketlerin yöneticilerinin korunması, şeffaflık, menfaatlerde denge sağlanması hususlarında Türk hukukunda ilk defa düzenleme yapmıştır. Kanun, anasözleşmenin içeriğini daha kapsamlı kurullarla düzenlemekte, anasözleşmenin kanundan ancak kanunun açıkça izin verdiği konularda ayrılmasına olanak tanımaktadır.

Genel Kurul'da kitlesel pay sahipleri, "kurumsal temsil" kurumu ile temsil edilebilecektir (YTTK Madde 428). Kurumsal temsilciler, pay sahibi olan veya olmayan bir kişinin pay sahiplerine başvurarak Genel Kurul'da temsil yetkisinin kendisine verilmesini isteyen kişi veya kişilerdir. Kurumsal temsilci, her kategoride AŞ için geçerli olmakla beraber özellikle halka açık şirketlerde küçük ortakların örgütlenmesine imkân sağlamaktadır. Genel Kurullar ses ve görüntü olarak on-line yayınlanabilecek ve Genel Kurullarda on-line oy kullanılacaktır. Bu konu, pay senetleri borsada işlem gören AŞ'lerde, elektronik ortamda Genel Kurul ve oy kullanılması imkânlarının yaratılmasıyla ilgili Tüzük yayınlanınca zorunlu hale gelecektir.

(4) Tür değiştirme hâlinde ve yeni kuruluş şeklindeki birleşmelerde, şirketin konumu, tür değiştirmenin veya birleşmenin gerçekleşmesinden sonraki ilk bilanço gününde, birinci ve ikinci fıkralarda yer alan şartlara göre belirlenir.

(5) İşçi sendikalarının ve diğer kanunlarda öngörölmüş bulunan yetkililerin ve kişilerin bu konuda bilgi alma hakları saklıdır.

¹¹ Ana şirket, bir şirket grubunda kontrol hakkı veren paya sahip ya da fiilen bir şirket grubunu kontrol eden şirkettir.

Yeni sistemde vekâlet verilerek, eskisi gibi, yönetim kurulunda temsil caiz olmayıp, buna karşılık genel kurulda temsil serbesttir. Yeni kanunla, mevcut temsil sistemlerine (bireysel temsilci veya tevdi temsilcisi yoluyla temsil) ek olarak modern temsil sistemleri (organın temsilcisi, bağımsız temsilci ve kurumsal temsilci) öngörülmektedir (YTTK Madde 428).

YTTK, pay sahipleri arasında şirketteki kontrol haklarının kullanımına ilişkin olarak yapılan pay sahipleri sözleşmesini, yine birer borç sözleşmesi olarak düzenlenebilmesini hususunu korumaktadır.

2.1.4.2. YTTK’da Şeffaflığa ve Denetime İlişkin Düzenlemeler

Yeni Kanun şeffaflığın sağlanmasında şirketin internet sitesine büyük önem vermektedir. Buna göre her sermaye şirketi bir internet sitesi açmaya, hâlihazırda böyle bir sitesi varsa belli bir bölümünü kamuyu bilgilendirme hizmetlerine tahsis etmeye zorunludur. Bu siteye, şirketçe yapılması gerekli tüm ilanlar, yıllık faaliyet raporları, finansal tablolar, denetleme raporları gibi, sermaye piyasasındaki oyuncuları ve kamunun aydınlatılmasını ilgilendiren tüm bilgilerin konulması ve güncellenmesi gerekmektedir. Aksi durum cezai ve hukuki yaptırımlar doğurmaktadır.¹²

Yönetim Kurulu üyelerinin pay sahibi olmaları zorunluluğu ortadan kaldırılmıştır. Böylece hem az ortaklı anonim şirketlerde çok üyeli yönetim kurulu oluşturulmasına olanak tanınmış, hem de yapay hile-i şer’iye olan çözümlere başvurulmadan, uzman ve profesyonel yönetim kurullarının kurulabilmesinin yolu açılmıştır (YTTK Madde 359 Gereğe). Tüzel kişilere de Yönetim Kurulu üyesi olma yolu açılmıştır. Pay

¹² Ü. Tekinalp “Diyelim ki, genel kurulu toplantıya çağıracağız. Toplantı ilanını, gündemini ve belgelerini anonim ortaklığın internet sitesinde de erişime hazır bulunduracağız. Koymadınız. Bu durumda sizin genel kurulda aldığınız kararlar iptal edilebilir kararlardır. Başka bir iptal edilebilirlik aramaya gerek yok. Yani hukuki formülü şudur: Konulması lazım gelen içerik eğer konulmamış ise, bizatihi bu bir hukuka aykırılıktır.” 2010 TÜSİAD Yönetim Kurulunda yaptığı konuşma.

sahipleri gruplarına, pay gruplarına ve azınlığa Yönetim Kurulu'nda temsil edilme hakkı tanınmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak iç denetim mekanizması getirilmiştir. Bu amaçla, finans yönetimine, finans denetimine, finansal planlamaya ve risk yönetimine ilişkin hükümler konulmuştur. Yönetim Kurulu'nun birden fazla kişiden oluşması halinde üyelerinin en az dörtte birinin yüksek öğrenim görmüş olması koşulu aranmaktadır. Tek üyeli Yönetim Kurulu'nda bu zorunluluk yoktur. Yönetim Kurulları elektronik ortamda toplantı yapabilecek, bu ortamda karar alınabilecek ve kararlar elektronik imza ile tespit edilebilecektir.

YTTK, mevcut kanunda şirketlerin zorunlu organları arasında sayılan ve konuyla ilgili uzmanlığı bulunması gerekmeyen denetçi (murakıp) vasıtasıyla yapılan denetim yerine, bağımsız denetim şirketleri veya Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler tarafından yapılacak dış denetim getirilmektedir (YTTK Madde 400). Yapılacak denetim, finansal tabloları ve/veya konsolide finansal tabloları ve yıllık raporları da içerecek şekilde düzenlenmiştir (YTTK Madde 397, 398). YTTK'ya göre, küçük ve orta ölçekli şirketlerin denetimini en az bir Serbest Muhasebeci Mali Müşavir veya Yeminli Mali Müşavir yapacak, büyük ölçekli şirketlerin denetimi ise bağımsız denetim kuruluşları tarafından yapılacaktır (YTTK Madde 400). Denetim, Uluslararası Denetim Standartları'na göre yapılacaktır (YTTK Madde 397). Denetçinin bağımsızlığı ve uzmanlığı, yeni kanunun uygulanmasında önemli bir güvencedir. Yeni Kanun ile işlem denetçileri düzenlemesi getirilmiş¹³; bu denetçilerin şirketin kuruluş, sermaye artırımı ve azaltılması, birleşme, bölünme, tür değiştirme, menkul değer ihracı gibi işlemlerini denetleyecekleri belirtilmiştir.

¹³ İşlem denetçiliği, bağımsız dış denetçilik gibi mali müşavirlik mesleğine mensup olanlarca yerine getirilebilecek olup, şirket kuruluşları, şirket sermaye artırımı veya azaltılması, şirket birleşmeleri, şirket bölünmeleri, şirketin tür değiştirmesi, şirketlerin menkul kıymet ihracı vb. şirket işlem ve kararlarının mevzuata uygunluğunun denetlenmesidir. YTTK'da açıkça belirtilmiş bir "işlem denetçisi" tanımı yoktur. İşlem denetçisi, denetlemeyi bizzat yapan denetleme elemanını değil genel olarak denetleme kuruluşunu ifade etmektedir. YTTK, 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe gireceğinden, işlem denetimi ancak bu tarihten sonra zorunlu hale gelecektir.

Yeni Kanun ayrıca, herhangi bir pay sahibinin özel denetim istemesini mümkün kılmaktadır (YTTK Madde 438). Genel Kurul, pay sahibinin özel denetim istemini kabul ederse mahkeme özel denetçi atayacaktır. Özel denetim istemi her paysahibine tanınmış bireysel bir haktır. Paysahibinin bu hakkı, genel kurulun iradesini bağlayan bir öneri hakkı değildir. Oylanması zorunlu olmakla birlikte genel kurul öneriyi reddedebilir. Ancak, genel kurulun talebi reddetmesinin önemli bir sonucu vardır: Red kararına bağlı olarak azınlıkta olanlar, mahkemeden özel denetçi atanmasını talep edebilir; yani genel kurulun reddi ortaya azınlık hakkını çıkarır. Sistem, genel kurulun red kararıyla talebin etkisiz kalmasına olanak bırakılmayacak tarzda oluşturulmuştur. Ayrıca, taleple birlikte denetim mekanizmasının harekete geçmesi sağlanmıştır. Gerçekten bir paysahibi özel denetim talebinde bulunmuşsa, genel kurulun bu talebi reddetmesi mekanizmayı durdurmadığı gibi, genel kurul talebi kabul edip, istediği kişiyi özel denetçi seçerek denetimin istediği gibi yapılmasını sağlayamayacaktır. Her iki halde de, özel denetçiyi mahkeme seçecek, özel denetim gerçekleşecektir (YTTK Madde 438 Gerekçe).

Bağımsız denetçi, finansal tabloları ve yıllık faaliyet raporundaki finansal bilgileri inceleyerek rapor verecek; bu raporun olumsuz görüş veya kaçınma yazısı barındırması halinde genel kurul mali konularda karar alma yeteneğini yitirecektir. Bir bağımsız denetleme kuruluşunun, şirketin denetlenmesi için görevlendirdiği denetçi yedi yıl arka arkaya o şirket için denetleme raporu vermişse, o denetçi en az iki yıl için değiştirilecektir.

Yönetim kurulunun devredilemez ve vazgeçilemez sorumluluklarından bir tanesi muhasebe, finans denetimi ve şirket yönetiminin gerektirdiği ölçüde, finansal planlama için gerekli düzenin kurulmasıdır (YTTK Madde 375) Finansal denetim düzeninin kurulması, şirketin iş ve işlemlerinin denetlenmesine ilişkin bir "iç-denetim" sisteminin ve bunu yapacak bölümün gösterilmesidir. Şirket hangi büyüklükte olursa olsun, şirkette, muhasebeden tamamen bağımsız, uzmanlardan oluşan, etkin bir iç-denetim örgütüne gereksinim vardır. Bir anonim şirketin denetimi sadece bir bağımsız dış denetim kuruluşuna bırakılamaz (YTTK Madde 375 Gerekçe). Bağımsız denetçinin denetiminden geçmemiş finansal tablolar ile yönetim

kurulunun yıllık faaliyet raporu, düzenlenmemiş sayılacaktır. Denetçi sonuçta görüşünü üç yazıdan birini vererek açıklar: (1) Olumlu görüş yazısı, (2) Sınırlı olumlu görüş yazısı, (3) Olumsuz görüş yazısı. Bu üç yazı dışında bir yazı verilmesi veya herhangi bir yazı verilmemesi mümkün değildir (YTTK Madde 403 Gerekçe). Denetçinin raporunda, olumsuz görüş veya görüş verilmesinden kaçınılan durumlarda, Genel Kurul, söz konusu finansal tablolara dayanarak, açıklanan kar veya zarar ile doğrudan veya dolaylı bir şekilde ilgili olan bir karar alamayacaktır. Bu durumda Genel Kurul, yeni bir yönetim kurulu seçecek, seçilen Yönetim Kurulu altı ay içinde, kanuna, esas sözleşmeye ve standartlara uygun finansal tablolar hazırlatarak denetçi raporu ile birlikte Genel Kurul'a sunacaktır (YTTK Madde 403). Denetleme raporunun asgarî içeriği de kanunla belirlenmiştir. Hükümlerde "finansal tablolar" denilmesinin sebebi denetlemeyi yıl sonu finansal tablolarına özgülememektir (YTTK Madde 398 Gerekçe).

Yönetim kurulunun dilediği zaman denetçiyi görevden alması ortamı kaldırılmış, denetçi güvencesi getirilmiştir. Denetçi ancak bir mahkeme kararıyla görevden alınabilir. Mahkeme de bu kararı haklı sebebin varlığında, özellikle tarafsızlığı bozan herhangi bir olgu veya davranışın gerçekleşmesi durumunda verebilir. "Haklı sebep"le önce mesleki yetersizlik, itibar kaybı vs. gibi denetçinin kişiliğinden kaynaklanan ve denetçinin çalışma tarzı, şirkete zaman ayıramaması, bilgi sızdırması, taraf tutması kastedilmiştir. Görüş ayrılıkları haklı sebep olarak, ancak somut olay destekliyse kabul edilebilir (YTTK Madde 398 Gerekçe) .

Türkiye Denetim Standartları, kamu tüzel kişiliği haiz "Türkiye Denetim Standartları Kurulu" kuruluncaya kadar, TÜRMÖB (Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği) ile ilişkili bir kurul tarafından "Uluslararası Denetim Standartları" ile uyumlu olarak belirlenecektir. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından gerçekleştirilecek denetçilerin denetimi, kamu adına denetleyici tüzel kişiliği haiz bir üst kurum faaliyete geçince, bu kurum tarafından yürütülecektir.

Anonim ve limited şirketlerin muhasebe düzeni UFRS'ye uyumlu Türkiye muhasebe standartlarına göre tutulacaktır. Finansal tablolar Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) tarafından yayımlanan ve Uluslar-arası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ile tam uyumlu olan Türkiye Muhasebe Standartları'na (TMS) uygun olarak düzenlenmek zorundadır. Bu çerçevede ayrıca konsolide mali tabloların hazırlanması zorunluluğu da getirilmiş bulunmaktadır. TMS, 1 Ocak 2013 tarihinden itibaren uygulanmak zorundadır. Şeffaflık, hem yönetsel, hem de finansal açıdan birçok düzenlemeyle sağlanmaktadır. Şeffaflık ilkesinin en temel güvencesi, muhasebe düzeninin bütünüyle değiştirilmesidir. Anonim ve limited şirketlerin muhasebe düzeni, artık IFRS'ye uyarlanmış Türkiye muhasebe standartları uyarınca tutulacak; vergi muhasebesi kavramı tamamen terk edilecektir. Şirketin finansal tablolarının ve yıllık faaliyet raporundaki finansal bilgilerinin "standartlara" ve gerçeğe uygunluğu bağımsız denetçi tarafından sınanacaktır. Şeffaflığa ilişkin önlemler arasında, belirli işlemlerin ayrıca işlem denetimine tabi olması ve sermayenin korunmasına ilişkin etkin önlemler getirilmesi sayılabilir.

Yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, şirketin, ilgili yıla ait faaliyetlerinin akışı ile her yönüyle finansal durumunu, doğru, eksiksiz, gerçeğe uygun ve dürüst bir şekilde yansıtmak durumundadır. Yıllık faaliyet raporunda finansal durum, finansal tablolara göre değerlendirilerek, karşılaştırılması muhtemel risklere ve yönetim kurulunun bu konulardaki değerlendirmesine de yer verilir. Ayrıca, faaliyet yılının sona ermesinden sonra şirkette meydana gelen ve özel önem taşıyan olaylar, şirketin araştırma ve geliştirme çalışmaları ve yönetim kurulu ile üst düzey yöneticilere sağlanan ücret, prim, ikramiye gibi faydalar, ödenekler, yolculuk, konaklama ve temsil giderleri, ayni ve nakdi imkânlar, sigortalar ve benzeri teminatlar yıllık faaliyet raporunda açıklanır. Yıllık faaliyet raporunun zorunlu asgari içeriği ayrıntılı olarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından bir yönetmelikle düzenlenecektir.

YTTK, birleşme, bölünme ve tür değiştirmeye ilişkin oldukça ayrıntılı düzenlemelere yer vermiş, ortaklar ve pay sahiplerinin ve diğer ilgililerin menfaatlerini gözeterek şekilde kaleme alınmıştır. Kanunda bölünmenin ve birleşmenin türleri

tanımlanmıştır. Buna ilişkin hükümler Türk Hukukunu AB üyesi ülkelerin hukuksal düzenlemeleriyle bütünleştirmiştir.

2.1.4.3. YTTK'da Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi İle Yönetime İlişkin Düzenlemeler

YTTK şirketlere, mevcut durumda sahip oldukları yönetim yapısını, koruyabilmelerini fakat isterlerse yeni kanunun öngördüğü biçimleri seçmeleri opsiyonunu getirmektedir. Önemli değişikliklerden biri yönetim kurulu üyesinin pay sahibi olması zorunluluğunun kaldırılmasıdır. Ek olarak tüzel kişi ortak, yönetim kurulu üyesi olabilecektir (YTTK Madde 359). Bu sayede tüzel kişinin yönetim kurulu üyesi olarak sorumlu tutulmasının yolu açılarak şirkete, pay sahiplerine ve alacaklılara güvence verilmiştir. Yeni kanunla, tüzel kişinin temsilcisinin üye seçilmesi ile üyenin (temsilcinin) tüzel kişi ile arasındaki bağın kesildiği ve tüzel kişinin, temsilcisinin eylem ve kararlarından sorumlu tutulamayacağı şeklindeki yaklaşım reddedilmiş olmaktadır. Bir tüzel kişinin yönetim kurulunda birden çok temsilciye sahip ve birden çok oy hakkına sahip olmasına ilişkin, menfaatler dengesini bozan uygulama da sonlandırılmıştır. Çünkü her üye gibi tüzel kişi de yönetim kurulunda bir oy hakkına sahip olacaktır. (YTTK Madde 359 Gerekçe). Yönetim kurulu tek bir yöneticiden oluşabilecektir (YTTK Madde 359 Gerekçe). Yönetim, yetkilerini olduğu gibi üçüncü kişilere örneğin bir icra kuruluna devredilebilecek, yönetim kurulu arzu ederse gözetim makamı konumuna yerleşebilecektir (YTTK Madde 367). En az bir üye için vatandaşlık ve yerleşim yeri şartı getirilmiştir. Temsile yetkili üyelerden en az birinin Türkiye'de yerleşim yerinin bulunması ve Türk vatandaşı olması şartı; işlem kolaylığını sağlamak, hukukî ve cezaî sorumluluğa ilişkin hükümlere uygulanabilirlik kazandırmak ve şirketin, pay sahiplerinin ve alacaklıların menfaatlerini korumak içindir (YTTK Madde 359 Gerekçe). Yönetim kurulu üyelerinin yarısı ile tüzel kişi adına tescil ve ilân edilecek kişinin yüksek öğrenim görmüş olması şartı getirilmiştir. Bu suretle yönetim kurulunun nicelik yönünden düzeyi yükseltilmiş ve profesyonel üyelerin seçimine

zemin hazırlanarak kurumsal yönetim ilkeleriyle uyum sağlanmıştır (YTTK Madde 359 Gerekçe).

YTTK Madde 360 belirli pay ve pay sahibi gruplarına ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınmasını düzenlemektedir. Temsil edilme hakkı ancak esas sözleşmede öngörülerek bahsedilebilir. Bu madde, yönetim kurulunda temsil edilme hakkını hem pay sahibi gruplarına, hem azınlığa, hem de pay gruplarına tanımıştır. Kârda, oyda, tasfiye payında veya diğer herhangi bir malvarlığı hakkında imtiyazlı olan bir pay grubuna yönetim kurulunda temsil hakkı tanınabilir. Söz konusu hak, imtiyaz gibi her paya değil, belirli pay sahipleri grupları ile belirli pay gruplarına ve azınlığa bir bütün olarak tanınmaktadır. Böylelikle bu hükümde 478 inci maddeye bir istisna getirilmiştir. Bu istisna, Yargıtayın otuz yılı aşkın süreden beri uygulanan yerleşik içtihadı “grup imtiyazı”nın tanınması yönündedir. Teori ile bağdaştırılması güç olan bu istisna, ilkesel kararlar ve öğreti ile kendini kabul ettiren bir hukuk haline gelmiştir (YTTK Madde 360 Gerekçe).

Yönetim kurulu üyeleri arasından oluşturulacak denetim komitesi, yeni kanunda zorunlu tutulmamıştır. Ancak, bağımsız denetimin şirket üzerindeki etkileri dikkate alındığında, şirketin iç denetim mekanizmalarının, şirket yönetiminin, yeni kanunun kurumsal yönetim konusunda getirdiklerine uyumunu sağlayabilecek güvenceyi verebilmesi gerekmektedir.

Yönetim kurulunda yetersayıları itibariyle karar alınması kolaylaştırılmıştır, ancak ortakların isteğine göre anasözleşmeyle bu yetersayılar eski sistemde olduğu gibi artırılabilir (YTTK Madde 390). Yönetime katılmada belirli pay gruplarının belirli sayıda yöneticiyle yönetim kurulunda temsili biçimindeki mevcut imtiyaz mekanizması, yeni kanunda açıkça düzenlenmiştir. Bunun dışında mevcut sistemde geçerli olan dolaştırma yoluyla karar uygulaması, yeni sistemde açık bir kuralla düzenlenmiştir. Yeni kanun, telekonferans yoluyla yönetim kurulu toplantısı yapılmasına da imkân tanımaktadır.

Yeni kanun, bağımsız üyeliği zorunlu tutmamakta; ancak bağımsız üye atanmasını, şirketin kurumsal yönetim yeterliliği bakımından olumlu bir faktör olarak değerlendirmektedir.

Yeni kanun, şirketin iyi yönetimi doğrultusunda yönetim örgütünü şeffaflaştırmakta, yönetim kararlarının alınmasını kolaylaştırmakta, profesyonel yöneticinin bilgi alma ve kontrolü dışındaki zararlardan sorumlu tutulmama, hususlarını da düzenlemektedir (YTTK Madde 392). Kanunda, şirketlerde kurulacak yönetsel ve finansal sistemler detaylı biçimde düzenlenmekte, bütün yönetim örgütünü, yöneticilerin mevkileri ve yetkileri itibarıyla ortaya koyan yönetsel yapı, isteğe bağlı olarak kurulabilecek iç denetim komitesi, uluslararası muhasebe standartlarının uygulanması ve bağımsız denetçinin devreye girmesi konusunda ayrıntılandırılmaktadır. Başka bir deyişle yönetim örgütlenmesi ve yetki dağılımları, teşkilat yönetmeliği ile somutlaştırılacak ve kamuya duyurulacaktır. Böylece, şirketin yönetim örgütüne ilişkin teşkilat yönetmeliği ile, anonim ortaklıkta kimlerin yönetim yetkisine sahip olduğu, kimin kime karşı sorumlu bulunduğu ve sonuçta şirket içinde işletilecek hukuki mekanizmalarda şirketin ve menfaat sahiplerinin kimden hangi konuda hesap soracağı düzenlenmektedir.

Kanunda, profesyonel, bilinçli ve donanımlı olması gereken yöneticilerin sorumlulukları, şirketler topluluğunda hâkim şirketin hâkimiyetini ve güveni kötüye kullanması sorumluluğu yeniden düzenlenmektedir. “Hiç kimse, kendi kontrolü dışındaki zararlardan sorumlu tutulamaz” hususu, sorumluluk konusunda önemli bir kuraldır. Tedbirli yönetici ölçüsü, yönetim kurulu üyesinin kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak "işadamı kararı" (business judgement rule) verilebileceğini kabul eder ve riskin bundan doğduğu hallerde üyenin sorumlu tutulmaması esasına dayanır. Genel kabul gören kural uyarınca, duruma uygun araştırmalar yapıp, ilgililerden bilgiler alınıp yönetim kurulunda karar verilmişse, gelişmeler tamamen aksi yönde olup şirket zarar etmiş olsa bile özensizlikten söz edilemez (YTTK Madde 369 Gerekçe).

YTTK Madde 361 ile yönetim kurulu üyelerinin şirkete verecekleri zararların güvencesi olarak, isteğe bağlı zarar sigortası getirilmiştir. Batıda yaygın olan bu sigortanın, zararların karşılanmasından çok, profesyonel, sorumluluk bilincine sahip ve görevin gereklerine uygun yetenekleri haiz kişilerden oluşan yönetim kurullarının oluşmasında etken rol oynaması beklenmektedir. Ancak bu kadar büyük bir riski Türk sigorta endüstrisinin taşıyabilmesi mümkün görülmemektedir. Bütün riskin yurtdışına reasüre edilmesi ise üzerinde düşünülmesi gereken bir diğer noktadır (YTTK Madde 361 Gerekçe).

Kanun, yöneticilerin başta sabit ücretler, huzur hakkı, ikramiyeler gibi hakları kapsayan mali haklarının ödenmesinin güvence altına alınmasını hedefleyen kurallara yer vermekte, kanunda açıkça düzenlenmemekle birlikte, yöneticiye tanınan mali hakların yöneticinin performansı ve şirketin finansal durumuyla orantılı olması fikri ima edilmektedir (YTTK Madde 394). Yeni kanuna göre yönetim kurulu üyelerine ve diğer üst düzey yöneticilere yapılan her türlü ödeme şirket ağ sayfasında duyurulacaktır.

Çevrim içi (on-line) sistem kapalı anonim şirketler için önerilmemiş, bu şirketler yönünden bir ihtiyaç da gösterilmemiştir (YTTK Madde 359 Gerekçe)

Yeni kanun, Türk şirketlerinin yurt dışındaki faaliyetlerini düzenlememektedir. İstisnası olmakla birlikte, “Hükümranlık Hakları” olarak tanımlanan, her ülkenin kanunlarının kendi sınırları içinde uygulanması ilkesi bu sonucu doğurmaktadır. Bir Türk şirketinin, yabancı ülkedeki şirketin kontrolüne sahip olduğu hal bu istisnaya bir örnek teşkil etmektedir. Yeni kanuna göre Türk şirket “hâkim şirket”, onun yabancı ülkedeki iştiraki ise “yavru ya da bağlı” şirket sayılmaktadır. Ayrıca her iki şirket, yeni kanuna göre bir şirketler topluluğunu oluşturmakta ve ilgili hükümler uyarınca çarpıcı sonuçlar da ortaya çıkmaktadır. Bu sonuçlardan en önemlisi, Türk şirketin hâkim şirket olarak yabancı şirket üzerindeki hâkimiyetini kötüye kullanmamakla yükümlü olmasıdır. Hakimiyeti kötüye kullanma, hâkim şirketin yavru şirket nezdinde aldığı kararlarla, (örneğin yavru şirketin bazı varlıklarını başka yavru şirketlere devretmek, yavru şirketi başka yavru şirketlere finansman sağlamaya

yöneltmek, yavru şirketin gelişimini etkileyecek olumsuz kararlar almak) yavru şirketi zarara uğratmasıdır.

Bu tür zararlar, yavru şirkete telafi amacıyla yapılacak ödemeler veya aynı bilanço yılı içinde bilançoya eklenecek bir alacak kalemi ile telafi edilebilir; bu takdirde bir sorun ortaya çıkmamaktadır. Buna karşılık, zarar bu şekilde telafi edilmezse, yavru şirketin ortakları, ortaya çıkan zarar için hâkim şirketi ve onun bu zarara yol açan yöneticilerini dava edebilecek; bu tür bir davada mahkeme, hâkim şirketi, davacının hisselerini satın almaya mahkûm edebilecektir.

2.1.4.4. Diğer Hususlar

Risklere işaret, bağımsız denetimin ve denetim raporunun görevi değildir. Görev finansal tablolardan risklerin anlaşılıp anlaşılmadığının, özellikle yıllık finansal raporlarda risklere işaret edilip edilmediğinin ve risk yönetimi mekanizmasının işleyip işlemediğinin incelenmesidir (YTTK Madde 398 Gerekçe). Yeni kanun, risk yönetimi açısından da kurallar getirmektedir. Pay senetleri borsada işlem gören şirketlerde, risklerin erken teşhisi komitesinin kurulması zorunludur. Diğer halka açık anonim ortaklıklarda ve kapalı anonim ortaklıklarda da, bağımsız denetçinin talebi üzerine şirket, bu komiteyi kurmak ve işletmekle yükümlüdür (YTTK Madde 378).

Denetim firmalarını denetlemek üzere, Kamu Gözetim Kurumu'nun (KGK) kurulması hedeflenmektedir. Bir idari otorite niteliğinde olacak olan KGK ile ilgili yasa taslağı, Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM) komisyonlarındadır. ABD'de Enron, Worldcom, AB'de ise Parmalat gibi bağımsız denetçilerin de suçlandığı finansal skandallar, bağımsız denetimle ilgili kuralların değişmesine ve sıkı önlemler alınmasına yol açmıştır. Söz konusu önlemlerden dünya çapında yankı uyandıranı ABD tarafından kanunlaştırılan Sarbanes Oxley Yasası (Sarbanes Oxley Act-SOA)'dır. Ayrıca birçok ülkede yatırımcılarla birlikte kamuyu korumaya yönelik çalışmalar da hız kazanmıştır. ABD'de SOA ile oluşturulan Halka Açık Şirketler

Muhasebe Gözetim Kurulu (Public Company Accounting Oversight Board- PCAOB), 1978 yılından beri Amerikan Yeminli Muhasebeci ve Mali Müşavirler Enstitüsü (American Institute of Certified Public Accountants- AICPA) tarafından uygulanan denetçilerin denetimi (Peer Review) programlarının önemli ölçüde yerini almıştır. PCAOB'un denetim firmalarını kaydetme ve denetleme fonksiyonu dışında denetim standartları belirleme gibi önemli bir sorumluluğu daha bulunmaktadır. ABD'den sonra AB Komisyonu ile, Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (International Federation of Accountants- IFAC), Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization of Securities Commissions- IOSCO) gibi uluslararası nitelikli kuruluşlar da PCAOB benzeri bir modeli benimsemişler ve üyelerine önermişlerdir. Türkiye'de denetim firmalarının denetimi veya gözetimi SPK, BDDK, Hazine Müsteşarlığı gibi düzenleyici kurumlar; denetçilerin denetimleri ise TÜRMOB ve Maliye Bakanlığı'na gerçekleştirilmektedir. AB Komisyonu ise SOA'nın PCAOB ile getirdiğine benzer bir modelin, hem üye ülkeler bazında hem de AB düzeyinde, oluşturulması yönünde çalışmalar yürütmektedir. AB'de yaşanan söz konusu gelişmelerin yanı sıra Türkiye'nin çeşitli kuruluşları aracılığıyla üye olduğu IOSCO, IFAC gibi kuruluşlar da üyelerinin PCAOB benzeri bir yapılanmaya gitmelerini teşvik etmektedir.

2.1.5. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi niceliksel (quantitative) değil niteliksel (qualitative) esasların öne çıktığı bir derecelendirme türüdür. Ülkemizde, derecelendirme sürecinde kullanılacak olan ağırlıklar SPK tarafından düzenlenmiştir.

Kurumsal yönetim derecelendirmesi, kurumların hissedar haklarına verdikleri önemin, kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin, menfaat sahipleri ile ilişkilerinin ve yönetim kurullarının genel kredibilitesi hakkında bir görüştür. Bu görüş, yukarıdaki konular bağlamında, şirketin kendi çıkarları ve mal varlığına, hissedarlarına, menfaat sahiplerine, kamuya ve çevresine karşı taşıdığı riskleri tartar.

Derecelendirme görüşü sonuç olarak, 1-10 arasında, virgülden sonra iki basamaklı bir not ile ifade edilir. Derecelendirme notu, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde belirtilen her bir dört alt başlık (Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri, Yönetim Kurulu) için ve bunların ağırlıklandırılmış toplamı olarak genel şirket notu halinde tahsis edilir.

Toplam derecelendirme notunu belirlemede her bir alt başlık için SPK direktifleri doğrultusunda aşağıdaki ağırlıklar; pay sahipleri bölümü için %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık için %35, menfaat sahipleri bölümü için %15, yönetim kurulu bölümü için %25 biçiminde uygulanır.

Derecelendirme notlarının anlamları ise aşağıdaki gibidir:

- 9-10: İkelere en yüksek düzeyde uyum, riskler asgariye indirilmiş
- 7-8: İkelere önemli ölçüde uyum, minimal riskler, minimal iyileştirmeler gereği
- 6: İkelere orta derecede uyum, bir dizi iyileştirme gereği
- 4-5: İkelere asgari derecede uyum, artan riskler, önemli iyileştirmeler gereği
- <4: Yüksek risk

Derecelendirme süreci ile birlikte kurumsal yönetimin, İMKB kurumsal yönetim endeksinin oluşturulması, teşvikler üzerinde kişisel kararlar yerine kolektif ve profesyonel aklın kullanılmasına vurgu yapılması, yabancı yatırımcıya güven verilmesi, denetim zafiyetlerinin giderilebilme olasılığının belirlenmesi, marka değerinin artması, kredi notunun artması, kredi maliyetlerinin azalması, etkili bir reklam ve iletişim aracı olarak kullanılması, müşteri, çalışan ve tedarikçi memnuniyeti ve performans artışı sağlanması, hisse senedi ve tahvil fiyatlarına olumlu yansımaları ve oynaklığı (volatility) düşürmesi konularında fayda sağlaması beklenmektedir.

Yasal olarak da hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin faaliyet raporlarında ve internet sitelerinde kurumsal yönetim uyum raporuna yer vermeleri "uygula ve açıkla" ilkesi gereği Sermaye Piyasası Kurulu tarafından zorunlu kılınmıştır (SPK

2005). Ancak derecelendirme bir bakıma bu raporların bağımsız bir göz tarafından değerlendirilmesi anlamını da taşır.

İMKB bünyesinde oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksine (XKURY) dahil olmak için Derecelendirme Tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun en az 6 olması zorunluluğu getirilmiştir. Daha sonra yapılan düzenlemeyle en az not seviyesi 7'ye yükseltilmiştir.

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, hisse senetleri İMKB pazarlarında işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir.

Endekste bulunma şartlarına göre, derecelendirme notunun derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talebi nedeniyle verilmesi ve yıllık olarak yenilenmesi veya teyit edilmesi şarttır. Birden fazla derecelendirme kuruluşundan alınan derecelendirme notlarından en son bildirilen derecelendirme notu dikkate alınmaktadır. Bu derecelendirme kuruluşlarından herhangi birisinin derecelendirme sözleşmesi herhangi bir nedenle sona erdiğinde veya derecelendirme kuruluşunun SPK tarafından "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarılması halinde diğer derecelendirme kuruluşu tarafından verilen not dikkate alınmaktadır.

Asgari derecelendirme notu şartını sağlayan şirketlerin hisse senetleri, derecelendirme notunun KAP'a bildirildiği günü takip eden iş gününde endekse alınmaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir. Eylül 2011 itibariyle endekste 32 şirket bulunmaktadır, 30 Eylül 2011 endeks değeri 52.576,67'dir. 32 şirketin, 2'si 2011 yılında ilk defa endekse girmiştir. 2010 yılında endekse ilk defa giren şirket sayısı 6'dır. En fazla sayıda ilk defa endekse giriş 2009 yılında

gerçekleşmiş olup, bu şirketlerin sayısı 12'dir. 2008 yılında 5 şirket endekse ilk defa dâhil edilmiş olup, kalan 7 şirket 2007 yılından itibaren endekste yer almaktadır.¹⁴

¹⁴ Endekste bulunan, kurumsal yönetim derecelendirme notu almış şirketler, aldığı not, notu aldığı yıl ve daha fazla bilgi için Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin (TKYD) ağ sayfasına bakınız: <http://www.tkyd.org/tr/derecelendirme.asp> (son giriş 10.10.2011).

3. İMKB’de Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisinin Modellenmesine İlişkin Bir Uygulama

3.1. Literatür İncelemesi

Ertuğrul ve Hedge (2009) ABD’deki üç önemli derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kurumsal yönetim notlarını incelemişler ve özet skorların genel olarak gelecekteki firma performansını tahmin etmede zayıf olduklarını belirlemişlerdir.

Etürk ve diğerleri (2004) ABD ve İngiltere’de kurumsal yönetim uygulamalarına finans dışında politik ekonomi gözü ile bakmış, özellikle CEO ve benzeri yönetici ücretlendirmelerinin, firma değerinden kaynaklanmadığı piyasaların boğa ya da ayı piyasası olması ile ilgili olduğunu ileri süren, CEO ücretlerinin, hissedarlarla çıkarların uyumlaştırılmasından bağımsız olduğuna ilişkin bir bakış getirmişlerdir.

La Porta ve diğerlerinin (1998) çalışmasında, pay sahiplerinin hakları birincil inceleme noktasını oluşturmaktadır. Her paya eşit oy verilmesi ve oy hakkı kullanımının kolaylığı ilk iki önemli göstergedir. Bir başka gösterge, azınlıkların korunması ve olağanüstü kurul toplanabilmesi için gerekli oy yüzdesidir. Bu oran ne kadar düşükse, o ülkenin kurumsal yönetim konusunda o kadar etkin olduğu kabul edilmektedir. Bu oran ABD’de yüzde 1 iken, Türkiye’de yüzde 10, Meksika’da yüzde 33’tür. Diğer bir gösterge, kar payı dağıtılmasının zorunlu olup olmadığıdır. Bu konu ile ilgili son gösterge ise, hissedarların belirli bir işlem yapmak için ortaklığın yöneticilerini yasal olarak zorlama imkânlarının bulunup bulunmamasını ifade etmektedir. Çağrıda bulunma yükümlülüğü, birleşme ve devralmalarda küçük hissedarların paylarının satın alınması yükümlülüğü gibi yükümlülükler de bu konu kapsamındadır. Söz konusu göstergeler baz alındığında, pay sahiplerini en fazla koruyan ülkelerin başta A.B.D ve İngiliz kaynaklı hukuk sisteminin geçerli olduğu ülkeler olduğu ifade edilmiştir (La Porta ve diğerleri, 1998) .

Garay ve González (2005) ise, Klapper ve Love'un (2004) kullandığına benzer standart ve daha genel bir anket kullanmış, içsellik sorununu ise açıkta bırakmıştır. Garay ve González'in (2008) başka bir çalışmada ulaştığı sonuçlar kurumsal yönetimin Venezüella'da firma değeri üzerinde güçlü bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Firmalar kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirerek sermaye maliyetlerini azaltabilir ve piyasa değerlerini artırabilir. Hipotezin bu bulgu ile desteklenmesi, La Porta ve diğerlerinin (2002) ortaya koyduğu kuramsal modelle uyumlu olduğunu ortaya koymaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki olumlu etkileri yatırımcıların, kontrol gücüne sahip hissedarların firmaların nakit akışlarına el koyma yönünde daha az araca sahip olduklarına ilişkin daha yüksek güven duymaları ile açıklanır. Yüksek yatırımcı güveni, yatırımcıları, firmaya daha düşük maliyetle daha fazla sermaye sağlamaya istekli hale getirir ki bu da firma değerinin yükselmesi şeklinde yansır.

Klapper ve diğerleri (2006) dört doğu Avrupa ülkesi için 220 firma ile birikimli oy verme ve posta ile vekâletle oy kullanma başlıklı kurumsal yönetim koşullarının kullanımlarındaki farklılıkları incelemişlerdir. Blok hisseye sahip azınlıkların birikimli oy kullanımına daha fazla olasılıkla izin verdiklerini görmüşlerdir. Diğer taraftan söz konusu kurumsal yönetim koşullarının kullanımı ile yurtdışı yerleşik pay sahipliği arasında ilişki bulamamışlardır; zira gelişmiş ülkelerden gelerek, olgunlaşmamış piyasası olan ülkelerin şirketlerine iştirak eden yabancı sermayenin, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının hayata geçirilmesini zorlayıcı bir işlevinin olması beklenir. Ayrıca yazarlar birikimli oy kullanımının azınlık haklarının korunması açısından önemli olduğunu vurgulamışlardır.

Brookman ve Thistle (2009) CEO'nun sözleşmesinin sona erdirilmesi riski ile, bunun belirleyicileri ve firma değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yaşam

çözümlemesi¹⁵ (survival analysis) tekniğini kullanarak, sona erdirme riskinin CEO'nun kıdemiyle birlikte hafifçe azalmadan önce yaklaşık 13 yıl boyunca yükseldiğini bulmuşlardır; başka bir ifade ile CEO'nun göreve atanmasından sonraki 13 yıl boyunca, görevine son verilmesi olasılığının her yıl bir önceki yıla göre arttığını, ancak 13 yıldan sonra bu olasılığın bir miktar düştüğünü belirlemişlerdir. Çalışmada incelenen CEO'ların %82'si, görevlerinde on üç yıldan daha az süre kalabilmişler, diğer bir anlatımla, görevlerindeki kıdemleri 13 yıldan daha az olmuştur. Ayrıca kıdemin, performans ve ücretlendirme ile aynı yönde ve yönetim kurulunun gözetimi ile ters yönde ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Diğer taraftan, sona erdirme riskindeki değişimlerin firma değeri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını belirlemişlerdir. Ancak bir bütün olarak ele alındığında, çalışmanın sonuçları kurumsal yönetimin çok sayıda firma için iyi yönde işlediği görüşü ile uyumludur.

Xiaochi Lin ve diğerleri (2009) Çin'de banka sahipliğinin firma değerini artırıp artırmadığına ilişkin çalışmalarında, şirket hisselerinin doğrudan banka sahipliğinde olmasının gelişmiş piyasalardaki borç alan firmalar yararına olduğu inancını, geliştirmekte olan piyasalar açısından incelemişlerdir. Geliştirmekte olan piyasalarda, özellikle zayıf kurumsal yönetim söz konusu olduğunda, şirket hissedarları arasında bir bankanın bulunmasının, şirketin borçlanmalarında şirket lehine bir fayda sağlayıp sağlamadığına ilişkin olarak çok az şey bilinmektedir. Bu nedenle bu çalışma, banka ortaklığı ilişkisinin, borç bulma ve benzeri konularda görece maliyet ve faydalarının, düşük kurumsallaşma ve zayıf kurumsal yönetim nedeniyle daha az doğrudan hale geldiği geliştirmekte olan piyasalarda nasıl çalıştığının anlaşılması açısından önem taşımaktadır. Önde gelen geliştirmekte olan piyasalardan biri olan Çin'deki banka sermaye sahipliği ve borsaya kote firmaların yönetim kurulu yapısına ilişkin yeni veri kullanılarak araştırmacılar aşağıdaki bulgulara ulaşmışlardır:

a) Bankalar borsaya kote olmuş firmalarda dikkate değer pay sahibidirler.

¹⁵ Yaşam çözümlemesi, sağkalım analizi ya da hayatta kalma analizi, biyolojik organizmalarda ölüm ve mekanik sistemlerde başarısızlık ile ilgilenen bir istatistik dalıdır. Bu konu mühendislikte güvenilirlik teorisi veya güvenilirlik analizi, iktisat ve sosyolojide ise süre analizi veya süre modellenmesi olarak da adlandırılır.

- b) Bankalar yönetim kurulu üyelerini tuttıkları özsermaye sayesinde atamaktadırlar.
- c) Banka sahipliği firmaların banka fonlarına erişimini desteklemektedir.
- d) Öndegelen hissedarları banka olan firmalarda göreceli olarak kötü faaliyet performansı gözlenmiştir.

Çalışmada yapılan yukarıdaki tespitler, alternatif performans ölçümleri, sektörler ve örnekleme dönemleri itibariyle güçlü istatistiksel sonuçlar vermiştir. Yazarların analizine göre, bankanın pay sahibi olmasından kaynaklanan etkin olmayan yatırımlar kötü (düşük) performansın sorumlusudur. Araştırmacıların sonuçları, bankaların firma sermayelerinde pay sahibi olmalarının değerine ilişkin tartışmalara yeni bir boyut kazandırmakta ve özgün kurumsallaşma geçmişlerinden dolayı, bankacılığın ve kurumsal finansın gelişmekte olan piyasalarda, gelişmiş piyasalara nazaran nasıl farklı davrandığını vurgulamaktadır (Xiaochi Lin ve diğerleri, 2009).

Larcker ve diğerlerinin (2005) çalışmasında yönetici karar alma ve örgütsel performansın çeşitli ölçümleri ile geniş çapta kurumsal yönetim göstergeleri kullanılarak ilişkileri incelenmiştir. 2106 şirket için 39 kurumsal yönetim yapısal ölçütü ele alınmış (yönetim kurulunun özellikleri, hisse sahipliği, kurumsal sahiplik, aktif hisse sahipliği, şirket tahvili karşılığında borç verenlerin varlığı, yönetici ücretlendirme karması, satın almaya karşı değişkenler) ve bunlar ana bileşenler analizi (principal components analysis) yöntemi ile 14 yönetim değişkenine indirgenmiştir. Bu 14 değişkenin Tobin's Q ve anormal getiriler ile bir dereceye kadar ilişkili olduklarını bulmuşlardır (Larcker ve diğerleri, 2005).

Jiraporn ve diğerleri (2009) yönetim kurulu ve yönetim kurulu üyelerinden oluşan komitelere ilişkin yaptıkları çalışmada, şirket dışı üyelerin birden fazla yönetim kurulu üyeliğinde bulunmalarının, üyenin gözetim görevlerini etkin biçimde yerine getirme yeteneğini tehlikeye düşürüp düşürmediğini incelemiştir. 1400'den fazla firma verisi analiz edilerek, araştırmacılar, daha fazla dışarıdan yönetim kurulu üyeliği bulunan bireylerin daha az yönetim kurulu komitelerinde görev aldıklarını raporlamışlardır. Fakat ilişkinin, doğrusal olmadığı, U-biçimli olduğu ve yazarların

hem “meşguliyet” hem de “ün-reputasyon” hipotezlerini desteklediği gözlenmektedir. Araştırmacılar bunlara ilave olarak, daha fazla dış yönetim kurulu üyelik sandalyesine sahip olmanın ücretlendirme ve denetim komitelerinde üyelik olasılığını azalttığını tespit etmişlerdir. Bulgular yönetim kurulu komite yapılarının değerle ilişkisini doğrular niteliktedir (Jiraporn ve diğerleri, 2009).

Kim ve Lim (2010) Kore’de 1998 yılında gerçekleştirilen kurumsal yönetim reformu hakkında yaptıkları çalışmada, reformlardan sonra bağımsız yönetim kurulu üyeleri ile Kore firmalarının değerleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Öncelikle çalışma, firma değeri ile devlet tecrübesi bulunan bağımsız dış üyelerin oranı arasında tutarlı pozitif ilişki bulmakta; fakat firma değeri ile muhasebeci ya da mali müşavir olan bağımsız dış üyelerin oranı arasında negatif ilişki bulunmaktadır. Aynı çalışmada, ayrıca bağımsız dış üyelerin akademik unvanlarının veya yaşlarının çeşitliliğinin firma değeri üzerinde tutarlı pozitif etkileri olduğu tespit edilmektedir. Bu sonuç yalnızca sayısının değil aynı zamanda bağımsız dış üyelerin niteliğinin de Kore firmalarının değerlerini etkilediğini ortaya koymaktadır (Kim ve Lim, 2010).

Fon yönetimi şirketleri ile fon hissedarları arasındaki vekâlet çatışması ile ilgili olarak, Ferris ve Yan (2009) yatırım fonu sektörüne ilişkin yaptıkları çalışmada, yatırım fonu ve fon ailelerinin¹⁶ (mutual fund family) 1992-2004 arası için geniş kapsamlı bir örneklemini kullanarak, yatırım fonu yönetim şirketlerinin örgütlenme biçimlerinin, yatırım fonları içerisindeki vekâlet maliyetine etkisini incelemişlerdir. Araştırmacılar, her şey eşitken,

- (1) kamu fon aileleri tarafından yönetilen fonların, özel fon aileleri tarafından yönetilen fonlara göre daha yüksek ücretler belirlediğini,

¹⁶ Yatırım fonu ailesi aynı sponsoru paylaşan yatırım fonları grubudur. Sponsor fonu yaratandır. Bir fon ailesinde her bir fonun kendine özgü yatırım portföyü bulunur ve çoğunda her bir fonun yöneticisi farklıdır. Örneğin bir fon ailesi, hisse senedi, tahvil veya gayrimenkul portföylerine sahip üç ayrı fondan oluşabilir. Tek tek fonların yatırımcı profili farklıdır. Fakat bir yatırımcı, bir fon ailesine yatırım yaptığında, o fon ailesinin içerisinde masrafsız olarak veya düşük bir masraf karşılığında portföyünü tek tek fonlara arzladığı biçimde dağıtabilir, dağılımı değiştirebilir, fon ailesinden konsolide bir hesap özeti alabilir.

(2) kamu fon ailelerinin, özel fon ailelerine göre daha fazla fon elde ettiklerini,

(3) kamu fon ailelerine ait fonların özel fon ailelerine nazaran daha düşük performans gösterdiklerini bulmuşlardır.

Bu farklılıklar genel olarak kamu fon aileleri tarafından yönetilen yatırım fonlarının vekâlet maliyetlerinin daha yüksek olduğunu göstermektedir. Sonuçlar, fon yönetim şirketi ile fon hissedarları arasındaki vekâlet çatışmasının, daha kısa döneme odaklanmalarından dolayı, kamu fon yönetim şirketleri açısından daha şiddetli olduğuna ilişkin görüş ile uyumludur.

Kurumsal yönetim uygulamaları açısından önemli olan bir husus da genel olarak ücretlendirme, ama özellikle yönetim kurulu üyelerinin ve CEO'lara sağlanan ücret ve benzeri menfaatlerdir. Temel olarak burada bahsedilen performansa dayanan ödemedir ancak ödemenin hangi performans ölçütüne bağlanacağı bir tartışma konusu olmaktadır. Örneğin, kar, gelir, toplam satış gibi başlıklar incelenmektedir. J.Lee (2009) tarafından yapılan çalışmada finansal performansında iyileşme kaydeden fakat farklı yönetim kurulu yapıları bulunan firmalarda CEO'ların performans bazlı ücretlendirmeleri incelenmiştir. Makale bu tür ödemelerin, Avustralya ve Singapur firmaları arasında karşılaştırmasını yaparak, finansal performansla ve yönetim kurulu yapısıyla nasıl ilişkilendiğini analiz etmiştir. Sonuçlar performansa dayalı ödemelerin her iki ülkede de performanstaki değişimle ilintili olduğunu göstermektedir. Fakat her iki ülkede CEO performans bazlı ödemelerin oranı ile yönetim kurulu yapısı arasında bir ilişki olduğu gözlenmemektedir. Her iki ülkedeki küçük firmalardan ziyade daha büyük firmaların performansa dayalı ödemeleri daha fazla kullandıkları görülmektedir. Bir başka çarpıcı sonuç ise satış gelirinin her iki ülkede CEO performans ödemesinin belirlenmesi için bir kıstas olarak kullanıldığının tespitidir.

Kurumsal yönetime ilişkin bir başka önemli husus da, bazı evrensel kriterler varmış gibi gözükse de bu kriterlerin içlerinin dolduruluş biçiminin iktisadi ve toplumsal kültüre, yasal düzenlemelere, hatta firmanın iktisadi faaliyet tipine göre de değişeceği hususudur. Başka bir deyişle bir ülke ekonomisindeki kurumsal yönetim

faaliyetleri başka bir ülke uygulamasında, en iyi uygulama açısından aynılık göstermeyebilir. Mersland ve Strøm (2009), bağımsız derecelendirme kuruluşlarından toplayarak oluşturdukları dünya çapında Mikro Finans Kuruluşlarına ilişkin veri kümesini kullanarak, firma performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi Mikro Finans Kuruluşları (MFK) açısından incelemişlerdir. Rassal etkili panel-data tahminleme yöntemi kullanarak, araştırmacılar, yönetim kurulu ve CEO, firma sahiplik türü, müşteri-firma ilişkisi, rekabet ve yasal düzenleme özelliklerinin MFK'nın finansal performansı ve yoksul müşterilere ulaşma üzerindeki etkisini irdelemişlerdir. Araştırmacılar finansal performansın uluslar arası müdürlerden ziyade yerel yöneticilerle, bir iç denetçi ve kadın CEO ile iyileştiğini bulmuşlardır. Müşteri sayısı CEO/yönetim kurulu başkanının farklı kişiler olması ile artmaktadır. Müşteri erişiminin grupları kredilendirme yerine bireylerin kredilendirmesinde daha düşük olduğu görülmüştür. Kar amacı gütmeyen organizasyonlar ile hissedar firmalarının finansal performansları ve müşterilere erişimleri arasında bir fark bulmamışlar ve banka yasal düzenlemelerinin bir etkisinin olmadığını görmüşlerdir (Mersland ve Strøm, 2009) .

Carline ve diğerlerinin (2009) yaptığı çalışmada kurumsal yönetimin faaliyet performansı değişimleri ile ilişkisi incelenmiştir. Araştırmacılar, satın alma ve birleşmelerde, satın alan firmaların bazı kurumsal yönetim özelliklerinin (yönetim kurulu sahipliği, yönetim kurulu büyüklüğü ve blok hisse kontrolü) birleşmenin ardından faaliyet performansındaki değişim üzerinde ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca, pay sahipliğinin kurumsal tercihlerin sonuçları üzerindeki etkisini değerlendirirken, yönetim kurulu içindeki sahiplik payına bağlı dağılımının önemli olduğunu fakat şimdiye dek ihmal edilen bir faktör olduğunu göstermişlerdir.

Çalışmaların bir kısmında firma düzeyindeki farklı kurumsal yönetim mekanizmaları geçmiş çalışmalar dikkate alınarak kuramsal olarak incelenmiş, genel değerlendirme yapılmıştır (Shleifer ve Vishny, 1997; Maher ve Andersson, 2000). Gompers ve diğerleri (2003) satın almalara karşı savunma koşullarındaki farklılıkları kullanarak ABD'nde firmalar için kurumsal yönetim endeksi hesaplamışlar ve güçlü hissedar

haklarına sahip firmaların daha iyi faaliyet performansına ve yüksek piyasa değerine sahip olduklarını bulmuşlardır. Black (2001) Rus firmalarının kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ile ilgili büyüklükler ile güçlü biçimde ilişkili olduğunu bulmuştur (Black ve diğerleri, 2006b). Benzer biçimde Black ve diğerleri (2006a) Kore firmalarında kurumsal yönetimin firma performansı ile güçlü biçimde ilişkili olduğunu bulmuştur. Klapper ve Love (2004) 14 gelişmekte olan piyasada firma düzeyi kurumsal yönetim sıralamalarını kullanmış ve kurumsal yönetim endeksinin firma performansı ve değeriyle ilişkili olduğunu bulmuştur. Bu makalelerin pek çoğu kurumsal yönetim ile firma performansı ve şirket değerine odaklanmıştır. Fakat hangi tipteki firmaların hangi özel kurumsal yönetim koşullarını daha yüksek olasılıkla uygulayacaklarını araştırmamışlardır. Bunun bir istisnası Doidge ve diğerlerinin çalışmasıdır (2005); çalışmalarında firma düzeyindeki kurumsal yönetim skorlarının ülke ve firma özellikleri ile korelasyonlarını incelemiştir. Özellikle gelişmiş ülkelerde yönetim skorlarının firma özelliklerinden çok ülke etmenlerine bağlı olduğunu bulmuşlardır.

Chen ve diğerleri (2009) gelişmekte olan piyasalarda firma düzeyinde kurumsal yönetimin özsermaye maliyeti üzerindeki etkisini ve bu etkinin yatırımcıların ülke düzeyinde yasal olarak korunmalarına göre nasıl değişiklik gösterdiğini incelemiştir. Araştırmacılar firma düzeyindeki kurumsal yönetimin bu piyasalarda özsermaye maliyeti üzerinde anlamlı negatif etkisi olduğunu bulmuşlardır. Ek olarak, söz konusu kurumsal yönetim etkisinin görece olarak zayıf yasal koruma sağlayan ülkelerde daha fazla gözlemlendiğini tespit ettiler. Dolayısıyla, gelişmekte olan piyasalarda özsermaye maliyetinin azaltılmasında, firma düzeyindeki kurumsal yönetim ve ülke düzeyindeki hissedar koruması birbirinin alternatifi gibi görülmektedir. Araştırmacıların ulaştıkları sonuçlar kurumsal yatırımcıların iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan firmalardaki hisse payları için, özellikle firmalar yatırımcıların yasal korunmasının zayıf olduğu ülkelerde bulunuyorsa, daha yüksek bir prim ödemeye istekli olduğunu söyleyen McKinsey araştırmaları ile tutarlı olduğu yönündedir.

Kullanılan metodolojiler, firma değeri için esas alınan değişkenler farklılık göstermektedir. Garay ve Gonzalez (2008) iyi kurumsal yönetim uygulamalarının Venezüella'da borsa kotasyonundaki firmaların değeri ile aralarında pozitif bir ilişki olduğunu araştıran makalelerinde, oluşturdukları KYE'ne (Kurumsal Yönetim Endeksi) ilişkin sorularının her birinin detaylı bir analizini yapmış, Venezüella piyasasına doğrudan ilgili olmayan tüm soruları elemişlerdir. Ayrıca soruları şirketlere göndermek yerine kendileri yanıtlamış, bu şekilde kendi kendine seçim (self-selection) ve kendi kendini raporlama (self-reported) hatalarından çalışmayı uzak tuttuklarını ileri sürmüşlerdir. Son olarak kurumsal yönetim ile ilgili bu tür ampirik analizlerde, kurumsal yönetim ve firma değeri ilişkisinin akış yönündeki ikilem olarak ele alınabilecek ve sıkça rastlanan içsellik (endogeneity) sorununu, doğrudan ele almışlardır. Daha detaylı bir anlatımla, modellerde bağımsız değişken olarak firma değeri ölçütü kullanılmakta, bağımlı değişken ise farklı biçimlerde oluşturulabilen KYE olmaktadır. Dolayısıyla KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Ancak ilişki yalnız bu yönde, diğer bir ifadeyle KYE'den firma değerine doğru, olmayabilir; firma değerine etki eden faktörlerin KYE puanına etki etmesi de söz konusudur. Örneğin inceleme konusu bir şirketin büyük bir şirket olması (ki aktif büyüklüğü bunun bir göstergesi olarak alınabilir) durumunda, büyük ölçekli bu firmanın kurumsallaşmasının daha güçlü olması, iyi kurumsal yönetim uygulamalarına yönetim sürecinde daha fazla yer veriyor olması beklenir. Aktif büyüklüğü firma değerine dolaylı olarak katkıda bulunan bir faktör olarak değerlendirildiğinde, bu durum, diğerlerine göre değerli firmaların KYE puanının daha yüksek çıkması sonucunu verecektir. Modellerde, belirtilen içsellik sorununun çözümü için, bazı çalışmalarda İki Aşamalı En Küçük Kareler ya da Üç Aşamalı En Küçük Kareler yöntemleri (2SLS ya da 3SLS İngilizcedeki ilk harfleri nedeniyle) kullanılmaktadır. Ancak bu durumda da çalışmalarda uygun bir araçsal değişken (instrumental variable) bulunması sorunu yaşanmaktadır hatta bu konuda başarısız olunmaktadır.

Garay ve Gonzalez (2008) Kurumsal Yönetime ilişkin 17 soru oluşturmuşlar, bilgi açıklama (5 soru), yönetim kurulu kompozisyonu ve performansı (5 soru), etik ve çıkar çatışmaları (3 soru), hissedar haklarını (4 soru) dikkate alarak, 2004 yılında

Karakas borsasında kote 46 şirket için alt endeksler oluşturmuşlardır. Endeksin oluşumunda her bir soruya “evet” ya da “hayır” cevabı verilmiş, her bir evet cevabı için 1 eklenmiş, her bir “hayır” cevabı için 0 eklenmiştir. Araştırmacılar, gönüllü uygulanan kurumsal yönetim ilkeleri sonucunda belirlenen yüksek bir KYE'nin görelî olarak düşük yatırımcı korunması olan bir piyasaya firmaların yatırımcı çekmek için bir gösterge olabileceğini düşünmüşlerdir.

Türk kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliği üzerine çalışmalar da yaygın olmamakla birlikte mevcuttur. Durukan ve diğeri (2009) çalışmalarında Genel Müdür (CEO) devir hızını kurumsal yönetim etkinlik ölçüsü olarak almışlar ve logit analizinde bağımlı değişken olarak kullanmışlardır. Şirket performans ölçütlerini bağımsız değişken olarak kullanırken, şirket büyüklüğünü ise kontrol değişkeni olarak kullanmışlardır. Veriler için İMKB'deki şirketler esas alınmıştır. Çalışma sonucunda Türk kurumsal yönetim sisteminin etkin olmadığını söyleyemeyeceğini, fakat bunun etkin olduğu anlamına da gelmediğini, daha çok banka bazlı kurumsal yönetimin baskın olduğunu belirtmişlerdir (Durukan ve diğeri 2009).

Aksu ve Köseadağ (2006) çalışmalarında Standard & Poor's (S&P) ile işbirliği yaparak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) işlem gören en büyük ve en likit 52 firmayı, yıllık finansal raporlarında ve ağ sayfalarında kamuya açıklanan bilgilere bakarak değerlendirmişlerdir. Bu kaynaklarda, üç ana kategoriden oluşan (mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve bilgi ifşası, genel kurul/yönetim yapısı ve işleyişi) ve en iyi Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme ilkelerine uygun 106 niteliğin bulunup bulunmadığını ölçmüşlerdir. Araştırmacılar UFRS ve kurumsal yönetim uygulamalarının finansal tablolar ve dipnotların şeffaflığına pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Çalışma sonuçlarına göre 52 İMKB firmasının şeffaflık notları oldukça düşük çıkmıştır. En düşük puanlı Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme kategorisi Genel Kurul ve Yönetim yapısı ve işleyişi olmuştur. Bununla birlikte Türkiye'nin ortalama Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme notunu 10 üstünden 5 olarak hesaplamışlardır.

Türel (2010) çalışmasında, zamanında yapılan finansal raporlamayı iyi işleyen bir sermaye piyasası için gerekli girdilerden bir tanesi olarak ele almıştır. Çalışma ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören mali sektör dışında kalan 211 şirketin finansal raporlama zamanı ile ilgili ampirik araştırmanın sonuçları ortaya konulmuştur. Analiz sonuçlarına göre solo finansal tablo hazırlayan işletmelerin %59'u, konsolide finansal tablo hazırlayan işletmelerin ise %66'sı finansal tablolarını yasal olarak yayınlamaları gereken süreden önce yayınlamaktadırlar. Solo finansal tablo hazırlayan işletmelerin %28'i, konsolide finansal tablo hazırlayan işletmelerin ise %16'sının finansal tablolarını, yayınlamaları gereken yasal süreden sonra yayınladıkları tespit edilmiştir. Regresyon sonuçlarına göre işletmenin dönem sonunda kâr veya zarar açıklamasının, denetim raporunda yer alan denetim görüşü, denetçi şirketin dört büyüklerden biri olup olmaması ve işletmenin bulunduğu sektörün finansal tabloların yayınlanma zamanı üzerinde etkisi olduğu belirlenmiştir. Analiz sonuçları dikkate alındığında kâr açıklayan, olumlu denetim görüşü alan ve imalat sektöründe yer alan işletmelerin finansal tablolarını daha erken yayınladıkları, dört büyük denetim firması tarafından denetlenen işletmelerin ise finansal tablolarını daha geç yayınladıkları tespit edilmiştir. Sonuçlar şirketlerin zarar raporlaması gerektiği ya da denetim raporunda şartlı görüş (qualified opinion) verildiği durumlarda finansal tabloların gecikmeyle yayınlandığı görüşüne güçlü bir destek sağlamaktadır.

Arslantaş ve Fındıklı (2010) araştırmalarında, 2009 yılının üçüncü çeyreğinde İMKB-50 endeksinde yer alan şirketlerin yönetim kurulu yapılanmalarını incelenmişlerdir. Gerekli bilgiler şirketlere ait internet sitelerinden toplanmış, ulaşılan veriler tanımlayıcı analizler aracılığıyla anlamlandırılmıştır. Şirketlerde yönetim kurulu üye sayılarının düşük olduğu, yönetim kurulu başkanı ve icra kurulu başkanının farklı kişiler olduğu, yönetim kurullarında icrada görevli olmayan üye sayısının yüksek olduğu, bağımsız üye sayısının yeterli olmadığı, yönetim kurulu alt komitelerinin yaygın olmadığı, komite başkanlarının önemli oranda bağımsız olmadığı, komite üyelerinin çoğunluğunun icrada görevli olduğu ve yönetim kurulu üyelerinin genellikle birden fazla komitede görev aldığı görülmüştür.

Dağlı ve diğerleri (2010) 2007 Eylöl – 2009 Kasım dönemi Türkiye’deki kurumsal yönetim endeksini risk-getiri açısından değerlendirmişlerdir. Çalışmada, portföy performans değerlendirmesinde Sharpe, Treynor ve Jensen performans endekslerine yer verilmiş ve her bir performans endeksine göre çalışma kapsamında yer alan endekslerin araştırma dönemi itibariyle performans durumları ortaya konmuştur. Bu çalışmadaki kurumsal yönetim endeksi kapsamında yer alan işletmelerin yatırımcılarına ek bir gelir sağlamadığı gibi yatırımcıların hisse senedine yatırım yapmayarak risksiz finansal araçlara yatırım yapmaları durumunda daha kazançlı çıkacaklarından dolayı potansiyel kar kaybına neden olduğu sonucuna varmışlardır. Yazarlar bu sonuca ulaşılmasında yaşanmakta olan küresel finansal krizin etkili olduğu kanaatini belirtmişlerdir (Dağlı, Ayaydın ve Eyüboğlu, 2010).

Topçu (2007) yüksek lisans tez çalışmasında, Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlere özgü hazırlanan anketi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 100 Endeksinde yer alan şirketlerin yönetim kurulu üyelerine, finansal raporlama ve muhasebeden sorumlu genel müdür yardımcılara, yatırımcı ilişkileri birimlerinde çalışan yönetici ve yetkilileri ile diğer üst yöneticilerine uygulamıştır. Ankette kurumsal yönetim uygulamaları ve firma değeri ilişkisi 6 ana bölümde sorulan sorular ile araştırılmıştır. Bu bölümler hissedar hakları ve şeffaflık, mali şeffaflık, yönetim kurulu yapısı ve sorumlulukları, paydaş hakları, yönetimin hak ve menfaatleri, kurumsal yönetim uygulamaları ve şirket performansı ilişkisi üzerine görüşler bölümleridir. Alınan cevaplar analiz edilmiş ve bu şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları konusunda geldikleri nokta ile kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ile ilişkisi aranmıştır. Çalışmada, şirketlerde yönetim kurulunun yapısı ve sorumlulukları ile ilgili kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerinde etkisi olduğu saptanmıştır. Diğer ana başlıklar ile firma değeri arasında ise herhangi bir ilişki saptanamamıştır. Ancak bu şekilde veri sağlamanın, firmalara büyük üstünlük sağladığı, bu durumun da, kendi kendini raporlama (self-reported) ve kendi kendini seçim (self-selection) gibi çeşitli istatistiksel olarak hatalı ya da taraflı (biased) süreçlere neden olabileceğini düşündürmektedir.

Yıldırım (2007) doktora tez çalışmasında şirketlerin hukuki, ekonomik ve sosyal unsurlarla şekillenen sermaye sahipliği (mülkiyet) ve kontrol yapıları incelenerek, şirketlerin finansal performanslarına etkilerinin saptanması amaçlanmıştır. Bu amaca yönelik olarak, kurumsal yönetim uygulamalarının analizinde literatürde kullanılan sermaye sahiplik (mülkiyet) yapısına ilişkin değişkenler ile kontrol yapısını analiz etmek için geliştirilen değişkenler kullanılmıştır ve İMKB 100 endeksinde imalat sanayinde faaliyette bulunan 44 şirketin finansal performansları üzerine etkileri araştırılmıştır. Bu amaçla, sermaye sahipliği ve kontrol yapısına ilişkin değişkenler ile finansal performans değişkenleri ilişkilendirilmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans değişkenleri üzerindeki etkilerinin saptanabilmesi amacıyla sermaye sahipliği ve kontrol yapısı temelinde regresyon modelleri oluşturularak hipotezler test edilmiştir. Sonuç olarak örneklemedeki şirketler incelendiğinde mülkiyet ve kontrol yapısı değişkenlerinde en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, toplam kontrol oranı, genel kurula katılım oranı ve genel kurula hâkimiyet oranı değişkenlerinin muhasebe tabanlı aktif karlılığı, satışların karlılığı ve öz sermayenin karlılığı gibi finansal performans göstergeleri ile negatif ilişki içerisinde oldukları görülürken; piyasa değeri ve Tobin's Q değeri ile pozitif ilişki içerisinde olduklarını gözlemiştir. Bağımsız değişken olarak addedilen mülkiyet ve kontrol değişkenlerinden sadece halka açıklık oranı ile aktif karlılığı, satışların karlılığı ve öz sermayenin karlılığı gibi finansal performans değişkenlerinin pozitif yönlü ilişki içerisinde buldukları görülürken; piyasa değeri ve Tobin's Q değeri gibi piyasa tabanlı değişkenlerle negatif yönlü ilişki içerisinde buldukları görülmektedir. Yani bu bağımsız değişkenlerdeki artış, aktiflerin karlılığı, satışların karlılığı ve öz sermayenin karlılığını azaltan faktörler olurken; piyasa değerini ve Tobin's Q değerini artıran unsurlar olmaktadır.

3.2. Araştırmanın Amacı

Türkiye büyük ekonomisi, artan ve genç nüfusu ile küresel sermayenin tek başına ya da yerel sermaye ile birlikte yapacağı yeni yatırımları için önemli bir gelişmekte olan piyasadır. Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirme derecelerinin, sermayelerine karlı yatırım alanları arayanların yatırım kararları üzerinde etkili olacağı kabul edilebilir bir husustur. Şirket uygulamaları açısından geniş bir alanı çerçeve içine alan kurumsal yönetim konusunda yasal düzenlemelerin ve kamusal otoritelerin eylemlerinin etkilerinin, gelecekteki yıllarda süreç içerisinde daha yaygın ve derin olarak inceleneceği ve değerlendirileceği muhakkaktır. Bu araştırmanın amacı hisseleri İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ve firma performansı üzerindeki etkilerinin değerlendirilmesidir.

3.3. Hipotez

Kurumsal yönetim ve firma değeri konusunda yapılmış pek çok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalar önce gelişmiş ülkeler için, sonra da gelişmekte olan ülkeler için yapılmıştır. Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları ve düzenleyici otoritelerce getirilen kurallara halka açık şirketlerin uyumu konusunda yapılmış araştırmalar mevcuttur. Fakat kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine etkilerini değerlendirmeye yönelik araştırmaların varsa da az sayıda olduğu, daha çok tanımsal araştırma modellerinin kullanıldığı, metodoloji ve veri toplama yönünden de belirli sınırlarının bulunduğu görülmüştür. Bu çalışmanın bulgularının hissedarlar, yatırımcılar, yöneticiler, bu konuda araştırma yapan kişi veya kurumların amaçlarına uygunluk açısından katkıda bulunacağı görüşü edinilmiştir. Ek olarak bu çalışmanın ülkemizde kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine etkilerini tespiti hususunda yapılacak çalışmalara da yol gösterecek nitelikleri içerdiği düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim ile ilgili ampirik çalışmalarda kurumsal yönetim uygulamalarının niteliğini ölçmek için, bir derecelendirme şirketinin verdiği notların kullanılmasının

dışında, temel olarak iki tür yöntem esas alınmaktadır. Bunlardan biri, bir veya birkaç kurumsal yönetim kriterini kullanarak bir kurumsal yönetim derecesi saptamaktır, diğeri ise kapsamlı kriterlerden sonra bir endeks oluşturulmasıdır. Çalışmamızda, kapsamlı kriterlere dayanılarak bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulması tercih edilmiş; bu suretle elde edilen firma kurumsal yönetim endeksi ile firma değeri arasındaki ilişki sorgulanmıştır. Çalışmanın temel hipotezi “*H: Kurumsal yönetim ve şirketlerin firma değerleri arasında bir ilişki vardır*” şeklindedir. Tez sonunda ilişkinin varlığı/yokluğu ile yönü ve büyüklüğü hakkında istatistiksel olarak anlamlı (significant) ve güçlü (robust) bir sonuca ulaşılması hedeflenmektedir.

3.4. Yöntem

Kurumsal yönetim prensiplerinin ülkemizdeki sermaye şirketlerince uygulamalarının geçmişi ve uygulamalarını muhtelif vasıtalarla kamuya açıklamaları çok eski değildir. Bu durum yıllar itibariyle veri derlenmesinde ve hacimli bir örneklem oluşturulmasında kısıt yaratmaktadır.

İMKB tarafından yayınlanan firmalara ilişkin veri tabanından, özellikle Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ortamından başta finansal veriler olmak üzere birçok veri elde edilebilmektedir. Verilerin incelenmesi, Sermaye Piyasası Kurumu’na (SPK) şirketlerin yıllara ilişkin kurumsal yönetim uygulamalarını içeren bildirimleri esas alınarak verilerin toplanması suretiyle gerçekleştirilmiştir. Ayrıca firmaların ana sözleşmeleri, genel kurul toplantı tutanakları, yıllık faaliyet raporları ve denetlenmiş mali tablo ve notlarından elde edilen verilerden de yararlanılmıştır. Toplanan veriler tabloya derc edilerek, elde edilen verilerin değerlendirilmesinde kullanılacak yöntemlere ilişkin olarak benimsenen çoklu regresyon modelleri, tek ve çok değişkenli zaman serileri analizlerinin literatürdeki uygulamaları ilgili bölümlerde açıklanmıştır. Yöntem kullanılırken özellikle akademik çalışmalarda güvenilen istatistik ve ekonometri programlarından yararlanılmıştır.

Ayrıca ana kütleyi İMKB 100 endeksine dahil şirketlerin oluşturması ve bu şirketlerin tamamının verilerinin kurumsal yönetim uyum raporları, ana sözleşmeleri, genel kurul tutanakları gibi birden fazla kaynaktan toplanma zorunluluğu çalışmanın zaman sınırı açısından da kısıt yaratmaktadır

Örneklem hacminin azlığı ve yıllar bazında sınırlı kalınması araştırmanın dış geçerlilik açısından da güçlü olmayabileceğini düşündürebilir.

Araştırma, regresyon modeli ile ortaya konulmaya çalışılan ilişkisel bir araştırma modeli ile tasarlanmıştır. Çalışmaya dahil edilen şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini firmalarında ne dereceye kadar uyguladıklarına yönelik sonuçlar ve bunlardan oluşturulan endeks ile bu uygulamaların firma değerine etkileri belirlenmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmada SPK'nın kurumsal yönetim ilkeleri ve şirketlerin açıkladığı bilgiler dikkate alınarak İMKB'deki örneklem için endeks oluşturulması analiz yönteminde bir adım olarak planlanmıştır. Her bir alt endeks KYE içine eşit olarak dahil edilmektedir. Ancak burada bazı araştırmacılarca da belirtilen bir husus ifade edilmelidir ki ağırlıklar konusunda literatürde kullanılan metodolojilerden anlaşılacağı üzere kuramsal bir temel bulunmamaktadır.

İMKB'de borsaya kote şirketlerden İMKB 100 endeksinde bulunanlar, araştırmamızın ana kümesini oluşturmaktadır. Ana kümenin büyüklüğü ile zaman ve diğer kısıtlar nedeniyle, çalışmanın, bilgisi edinilen firmalar ile sınırlı tutulması durumunda kalınmıştır.

Anakütle olarak alınan İMKB 100 şirketleri içinden, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar dışarıda bırakılmış, ayrıca farklı sektörlerde yatırımları bulunan holding şirketleri de örneklem dışında bırakılmıştır. Bankalar ve finansal kuruluşlar tabi oldukları özel düzenlemeler ve farklı kurumsal yapıları ile sektörel özelliklerinden kaynaklanan, kurumsal yönetim uygulamalarının farklılığı nedeniyle örnekleme dahil

edilmemişlerdir. Holdinglerin de örneklem dışında bırakılması kurumsal olarak bir imalat şirketinden farklı biçimde yapılanmalarından dolayısıyla kurumsal yönetim uygulamalarının kendilerine özgü olmasından kaynaklanmaktadır. Örneklem grubunun belirlenmesinde “kolayda örnekleme”¹⁷ (convenience sampling) yöntemi kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan veriler şirket ağ sayfalarından ve İMKB ağ sayfalarından toplanmıştır. Toplanan verilerden İMKB şirketlerinden 35 adedine ait veriler kullanılabilir düzeyde görülmüştür, zira bir kısmında veriler güvenli bir biçimde tamamlanamamıştır. Analizler başlangıçta bu firmalar üzerinden yapılmıştır.

Çalışmada şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları düzeyini karşılaştırmak ve başka ülke ortalamaları ile KYE ortalamalarını kıyaslamak için tanımlayıcı analizler kullanılmış, soruların tek tek analizinde frekans dağılımı, ortalama, kümülâtif frekans dağılımı, medyan, mod gibi istatistiklerden yararlanılmıştır. Ayrıca, şirket değerleri, kurumsal yönetim endeksleri ve kontrol değişkenleri arasında ikili korelasyonlar ölçümlenmiştir. Diğer taraftan, şirket değeri ile kurumsal yönetim endeks puanları, kontrol değişkenleri ile birlikte çoklu regresyona tabi tutularak birlikte bir değişimin olup olmadığı, seçilen bağımsız değişkenlerin firma değeri üzerinde etkisi olup olmadığı gözlenmiştir. Anlamlılık düzeyine ilişkin, %10 olasılık istatistiksel olarak zayıf düzeyde anlamlılık, %5 olasılık istatistiksel olarak anlamlılık, %1 olasılık ise istatistiksel olarak güçlü düzeyde anlamlılık eşikleri olarak belirlenmiştir.

Endeksin hesaplanması için derlenen bilgilerin kurumsal yönetimin hangi unsurlarını kapsadığı hususu Tablo 4’de verilmektedir. Veri setinin oluşturulmasında ikincil kaynaklar kullanılmıştır. Bunlar, şirket ağ sayfalarında yayımlanan kurumsal yönetim uyum raporları başta olmak üzere İMKB tarafından kamuyu bilgilendirme amaçlı olarak yayınlanan şirket yıllıklarından, şirketler tarafından yayınlanan yıllık

¹⁷ Kolayda örnekleme (kolaylık örnekleme, kolaylıklı örnekleme ya da uygun örnekleme veya uygunluk örnekleme), örnekleme araştırmacıya bırakan ve olasılık kriterleri olmayan (non-probability sampling) örnekleme yöntemlerinden biridir.

faaliyet raporlarından, şirketlere ait genel kurul toplantı tutanakları ve hazirun cetvellerinden, şirket ana sözleşmelerinden, bağımsız denetim raporlarından ve İMKB'nin ağ sayfasındaki finansal tablolardan oluşmaktadır. Çalışmada kullanılan kriterlerin bir kısmı literatürde benzer çalışmalarda daha önce kullanılmış kriterler olup, bunların ülkemiz düzenlemeleri açısından da çalışmada kullanılmasının önemli ve yerinde olduğu düşünülmüştür. Diğerleri SPK düzenlemelerine ve ülkemiz kurumsal yönetim uygulamalarına dayanılarak bu çalışma için eklenmiştir. Verilerin ham hali derlendikten sonra, endeks hesaplamasına uygun biçimde yerleştirilmesi ve bazı eksik bilgilerin giderilmesi gerekmiştir. Firma bazında verilerin düzgün olarak elde edilebildiği yılların 2008 ve sonrası olduğu görülmüş daha önceki yıllarda yeterli ve kaliteli veriye ulaşılamayacağı kanaati edinilmiştir. 2008 ve 2009 verilerinde geçmiş yıllar verilerinde olduğu gibi firma bazında eksikliklere rastlanmıştır. Firma faaliyet raporunda, kurumsal yönetim durum raporunda, ya da şirket ana sözleşmelerinde kesin olarak tespit edilememiş bilgiler aşama aşama tamamlanmıştır. Bunlar birbirinin alternatifi olabilecek kaynaklardan (örneğin genel kurul toplantı tutanakları, bağımsız denetim raporu, kamuya açıklama bildirimleri) çift kontrol yapılmak suretiyle temin edilmiştir. Eksik verili firmalar çalışma kapsamından çıkarılmıştır. Tez için kullanılan 2009 verileri de firmalar tarafından açıklandıkça süreç içinde toplanmıştır. Ayrıca çoğunluk firmalar için elde edilebileceği anlaşıldıkça, ilave kurumsal yönetim kalitesine ilişkin başlık ve veriler de eklenmiştir. Regresyonun modellenmesinde 2009 yılı verileri kullanılmıştır. Zira herhangi bir zorlayıcı unsur olmadığından ve firmaların uygulama konusunda iyi niyetlerine bağlı olduğundan firma bazında 2009 yılında 2008 yılına göre kurumsal yönetim uygulamalarında değişiklik bulunmayabilmektedir.

Sonuç olarak çalışmamızda “Şeffaflık Alt-endeksi” için 16 kriter, “Yönetim Kurulu Kompozisyonu ve Performansı Alt-endeksi” (Yönetim Kurulu Alt-endeksi) için 33 kriter, “Hissedar Hakları Alt-endeksi” için 21 kriter oluşturulmuştur. Dolayısıyla toplam Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) kriter sayısı 70 maddeden meydana gelmiştir.

Kamuya açık bilgilerden derlenen şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin ham veriler daha sonra kurumsal yönetim endeksinin hesaplandığı tabloya, şirket kaynaklarından alınan yeni bilgilerle şirket verilerindeki eksiklikler giderilerek, ilgili kritere ilişkin kurumsal yönetim uygulamasının şirkette mevcut olduğuna ilişkin olumlu yanıtlar “Evet” (1) ya da olumsuz yanıtlar “Hayır” (0) olarak aktarılmıştır.

KYE oluşturulurken her bir “Evet” (1) ve “Hayır” (0) yanıtı alt-endeks bazında toplanarak alt-endeks kriterlerine ilişkin şirketin toplam puanı (başka bir ifadeyle alt endekse ilişkin kurumsal yönetim uygulamalarının mevcut olup olmadığına verilen “Evet” yanıtlarının toplamı) tespit edilmiştir. Daha sonra alt-endeks bazındaki toplam puan, alt endekste yer alan kriter sayısına bölünmüştür; müteakiben bulunan sonuç 100 ile çarpılarak bu şekilde ilk olarak alt endekse ilişkin endeks puanı oluşturulmuştur. Daha sonra, her bir şirket için, her üç alt endekse ilişkin ayrı ayrı tespit edilen “Şeffaflık”, “Yönetim Kurulu” ve “Hissedar Hakları”na ait alt-endeks puanları, toplanıp “üç” rakamına bölünerek, şirketin KYE puanı tespit edilmiştir.

Kurumsal Yönetim Endeksi dışındaki diğer verilerin toplanmasında şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarından ve bunların yayınlandığı Kamuyu Aydınlatma Platformundan (KAP) yararlanılmıştır. KAP’da bildirim sorguları¹⁸ bölümünde bulunan 2009 yılına ait yıllık mali tablo bilgileri şirket bazında derlenmiştir.

Araştırmada şirket değerinin temsilcilerinden birisi olarak kullanılan Fiyat/Defter değerinin (F/DD) hesaplanmasında, İMKB’de oluşan 31 Aralık 2009 yıl sonu borsa fiyatı şirket hissesinin fiyatı olarak alınmıştır. Şirketlerin 31 Aralık 2009 tarihli yıl sonu bilançolarında yer alan toplam varlıklardan, kısa vadeli yükümlülükler ile uzun vadeli yükümlülüklerin toplamı çıkarılarak özsermayenin defter değerine ulaşılmış

¹⁸ <http://www.kap.gov.tr/yay/ek/index.aspx>

ve bu büyüklük ödenmiş sermayeye¹⁹ bölünerek hisse başına defter değeri bulunmuştur. Borsa fiyatının bulunan bu rakama bölünmesi suretiyle fiyat/defter değeri hesaplanmıştır.

$$F/DD = BF / \{ [TV - (KVY + UVY)] / \text{ÖdS} \} \quad (1)$$

Burada,

F/DD: Fiyat / Defter Değeri

BF: Hisse Senedinin Borsa Fiyatı

TV: Toplam Varlıklar

KVY: Kısa Vadeli Yükümlülükler

UVY: Uzun Vadeli Yükümlülükler

ÖdS: Ödenmiş Sermaye

değerlerini ifade etmektedir.

Araştırmada şirket değerinin bir diğer temsilcisi olarak kullanılan Tobin's Q oranı, şirketlerin toplam varlıklarının 2009 yılı sonu itibariyle piyasa değerlerinin, bilanço değerlerine bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Toplam varlıklar piyasa değerinin hesaplanması ise, Tobin's Q'nun hesaplanmasında literatürde kullanılan yöntemlerden biri olan, şirketlerin 31 Aralık 2009 tarihli yıl sonu bilançolarında yer alan toplam varlıklar rakamından, bilançoda yer alan özsermaye²⁰ rakamı çıkarıldıktan sonra, özsermayenin piyasa değerinin eklenmesi yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Toplam varlıklardan bilançoda yer alan özsermaye rakamının çıkarılmasından amaçlanan, elde edilen rakamın, yabancı kaynakların (başka bir ifadeyle kısa ve uzun vadeli borçların) piyasa değerinin temsilcisi olarak kullanılmasıdır. Özsermayenin piyasa değeri ise şirketlerin 31 Aralık 2009 tarihli bilançolarında yer alan ödenmiş sermaye rakamının, şirket hisse senedinin borsa

¹⁹ Ödenmiş sermaye, hisse senedi sayısı temsilcisi olarak kullanılmıştır. Zira 1 hissenin nominal bedeli 1 TL.dir.

²⁰ Şirket bilançolarında yazıldığı şekli "özkaynaklar"dır.

fiyatıyla çarpılması suretiyle bulunmuştur²¹. Şirket toplam varlıklarının piyasa değeri, şirketin borç verenlerine ve hissedarlarına olan toplam yükümlülüklerinin piyasa değerine eşit olması gerektiğinden, şirketin borçlarının ve özsermayelerinin piyasa değeri toplamı, şirket varlıklarının piyasa değeri olarak alınmıştır.

$$TQ = TVPD / TV \quad (2)$$

Burada,

TQ: Tobin's Q

TVPD: Toplam Varlıkların Piyasa Değeri

TV: Toplam Varlıkların Defter Değeri

büyükliklerini ifade etmektedir. Toplam Varlıkların Piyasa Değeri ise aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$TVPD = TV - \text{ÖS} + \text{ÖSPD} \quad (3)$$

Eşitlikte,

TVPD: Toplam Varlıkların Piyasa Değeri

TV: Toplam Varlıkların Defter Değeri

ÖS: Özsermayenin Defter Değeri

ÖSPD: Özsermayenin Piyasa Değeri

büyüklikleri için kullanılmaktadır. Özsermayenin Piyasa Değeri ise aşağıda gösterilen formülle hesaplanmıştır.

$$\text{ÖSPD} = \text{ÖdS} \times \text{BF} \quad (4)$$

Burada,

ÖSPD: Özsermayenin Piyasa Değeri

ÖdS: Ödenmiş Sermaye

²¹ Bakınız 19 no'lu dipnot. Ödenmiş sermaye, hisse senedi sayısı temsilcisi olarak kullanılmıştır. Zira 1 hissenin nominal bedeli 1 TL'dir.

BF: Borsa Fiyatı
büyüklüklerini ifade etmektedir. (3) ve (4), (2)’deki eşitliğe yerleştirildiğinde aşağıdaki eşitlik elde edilir.

$$TQ = [TV - \text{ÖS} + (\text{ÖdS} \times BF)] / TV \quad (5)$$

Formülde,

TQ: Tobin’s Q

TV: Toplam Varlıkların Defter Değeri

ÖS: Özsermayenin Defter Değeri

ÖdS: Ödenmiş Sermaye

BF: Borsa Fiyatı

büyüklüklerini göstermektedir.

Aktif Getiri Oranının hesaplanmasında, şirketlerin 1.1.2009-31.12.2009 dönemi gelir tablolarından döneme ait “faaliyet karı/zararı”²² satırındaki rakam alınmış, bu rakam bilançodaki 31.12.2009 yıl sonu toplam varlıklar rakamına bölünmüştür.

$$AGO = FK / TV \quad (6)$$

Burada,

AGO: Aktif Getiri Oranı

FK: Faaliyet Karı

TV: Toplam Varlıklar Defter Değeri

²² Esas faaliyet dışı finansal gelir ve giderler, sürdürülen faaliyetlere ilişkin dönem vergi gelir/ gideri, sürdürülen faaliyetlere ilişkin ertelenmiş vergi gelir/gideri hariçtir. Ayrıca durdurulan faaliyetlere ilişkin sonuçlar ve aşağıda belirtilen “Diğer Kapsamlı Gelir” kalemine ait hesaplar dahil edilmemiştir: Finansal Varlıklar Değer Artış Fonundaki Değişim, Duran Varlıklar Değer Artış Fonundaki Değişim, Finansal Riskten Korunma Fonundaki Değişim, Yabancı Para Çevrim Farklarındaki Değişim, Emeklilik Planlarından Aktüeryal Kazanç ve Kayıplar, Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Ortaklıkların Diğer Kapsamlı Gelirlerinden Paylar, Diğer Kapsamlı Gelir Kalemlerine İlişkin Vergi Gelir/Giderleri.

büyükliklerini ifade etmektedir.

Şirket Büyüklüğünün hesaplanmasında, büyüklüğün temsilcisi olarak şirketlerin toplam varlıklar rakamı kullanılmıştır. Şirketlerin 31 Aralık 2009 tarihli yıl sonu bilançolarında yer alan toplam varlıklar rakamı şirket büyüklüğü verisi olarak toplanmıştır (Ancak literatürde incelenen çalışmaların tamamında toplam varlıklara logaritmik dönüşüm uygulanarak analizlere dahil edilmiştir) .

$$\text{ŞB} = \text{TV} \quad (7)$$

Burada,

ŞB: Şirket Büyüklüğü

TV: Toplam Varlıkların Defter Değeri

ifade etmektedir.

Kaldıraç, şirketlerin 31 Aralık 2009 tarihli yıl sonu bilançolarında yer alan kısa vadeli yükümlülükler ve uzun vadeli yükümlülükler rakamları toplanarak, toplam varlıklar rakamına bölünmek suretiyle hesaplanmıştır.

$$\text{KALD} = (\text{KVY} + \text{UVY}) / \text{TV} \quad (8)$$

Eşitlikte,

KALD: Şirketin Borçlanma Derecesini Gösteren Kaldıraç Oranı

KVY: Kısa Vadeli Yükümlülükler

UVY: Uzun Vadeli Yükümlülükler

TV: Toplam Varlıklar Defter Değeri

büyükliklerini göstermektedir.

3.5. Çalışmanın Bulguları

Kamuya açık bilgilerden derlenen şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin ham veriler daha sonra kurumsal yönetim endeksinin hesaplandığı tabloya, şirket kaynaklarından alınan yeni bilgilerle şirket verilerindeki eksiklikler giderilerek, ilgili kritere ilişkin kurumsal yönetim uygulamasının şirkette mevcut olduğuna ilişkin olumlu yanıtlar “Evet” (1) ya da olumsuz yanıtlar “Hayır” (0) olarak aktarılmıştır.

Literatürde yapılan kurumsal yönetim endeksi oluşturma çalışmalarında önemli zorluklardan biri kurumsal yönetim kriterlerinin geniş bir alanı kapsamayı ve kamuya açık bilgilerin bu konudaki bütün verilere ulaşılmasını mümkün kılmasıdır. Türkiye mevzuatı ve şartlarına uygulanabilirliği ve verilerin açıklanmış bilgilerden toplanabilirliği dikkate alınarak, Leal ve Da-Silva'nın (2005) şeffaflık, yönetim kontrolü, kompozisyonu ve işlevi, etik ve çıkar çatışmaları (yönetim kurulu ve hissedarlar arasında), hissedar hakları alt endekslerinde kapsanan toplam 24 kurumsal yönetim kriterlerinden 12 adedi, ki bunların 11 adedi Garay ve Gonzalez'in (2008) şeffaflık, yönetim kontrolü, kompozisyonu ve işlevi, etik ve çıkar çatışmaları (yönetim kurulu ve hissedarlar arasında), hissedar hakları alt endekslerinde yer alan (toplam 17) kriteri ile aynıdır; Black ve diğerlerinin (2006 a) hissedar hakları, yönetim kurulu yapısı, denetim, şeffaflık alt endekslerinde yer verilmiş toplam 30 kriterden (kriterlerin bazıları var olan bir uygulamanın, şirkette uygulanma derecesinin tespitine ilişkin tekrar sorularından oluşmaktadır) 8 adedi (bunlardan 1'i yukarıdaki çalışmalarla aynıdır) seçilerek (bkz. Tablo- 3), SPK uygulamaları ile de karşılaştırılmış ve Tablo- 4'de yer verilen, hissedar hakları, yönetim kurulu yapısı, şeffaflık alt endekslerinden meydana gelen bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur. Alt endekslerin üçü de, verilen yanıtlar “evet” ise 1 puan, “hayır” ise 0 puan atanan kriterlerin puanlarının toplanması suretiyle, bu konudaki diğer uygulamalarda olduğu gibi eşit ağırlıkla ana endekse dahil edilmiştir. Dikkat edileceği üzere şirket hissedarları dışındaki menfaat sahiplerine ilişkin herhangi bir alt endeks atıfta bulunulan bu türden makalelerdeki çalışmalarda yer almamıştır; bu

tez çalışmasında da bu konudaki verilerin incelenmesine ve değerlendirilmesine yer verilmemiştir.

Tablo- 3: Literatürde Kullanılan Alt-endeks Detaylarından KYE'ne Dahil Edilenler (Birinci sütunda harf ve rakamdan oluşan kodlar Tablo 2'deki Kurumsal Yönetim Endeksi kodlarını göstermektedir.)²³

S-1	Şeffaflık: Şirket'in yıllık faaliyet raporu, ağ sayfası, ya da kamuya yapılan açıklamaları bağlantılı bulunan taraflarla işlemler gibi potansiyel çıkar çatışmalarını gösteriyor (Yıllık faaliyet raporunda bağlı taraflarla işlemler kısmından kontrol edildi)	Leal ve Da-Silva 2005 (1)		
S-2	Şirket sözleşmesinde, yıllık faaliyet raporlarında veya diğer yollarla arzulan kurumsal yönetim uygulamalarını ihlalinde uygulanacak yaptırımlar belirlenmiş (Şirket sözleşmesi herhangi bir yaptırım içeriyor mu kontrol edildi)	Leal ve Da-Silva 2005 (2)	Garay ve Gonzalez 2008 (1)	
S-3	Şirket yasal olarak hazırlaması gereken raporlarını zamanında hazırlıyor (şirketlerin zorunlu raporları her yılın 30 Nisanına kadar yayınladıklarını kontrol edildi)	Leal ve Da-Silva 2005 (3)	Garay ve Gonzalez 2008 (2)	
S-4	Şirket uluslararası muhasebe standartlarını kullanıyor	Leal ve Da-Silva 2005 (4)	Garay ve Gonzalez 2008 (3)	
S-5	Şirket belli başlı global denetim firmalarını kullanıyor (önde gelen firmalar PWC, KPMG, Ernst & Young, Deloitte & Touche)	Leal ve Da-Silva 2005 (5)	Garay ve Gonzalez 2008 (4)	
S-6	Şirket ağ sayfasında veya yıllık faaliyet raporunda yönetim kurulu üyelerine yapılan ödemeler hakkında bilgi veriyor (Yıllık raporlamalarda tek tek üyeler ve CEO için olmasa da yapılan ödemelere ilişkin herhangi bir açıklamaya yer verilip verilmediği kontrol edildi)	Leal ve Da-Silva 2005 (6)	Garay ve Gonzalez 2008 (5)	
S-7	Firma cari yılda yatırımcı ilişkileri faaliyetinde bulunmuştur (Hissedarlar ilişkileri birimi oluşturulmuş)			Black vd. 2006 a (E1)
S-8	Şirket ağ sayfası yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerini içermektedir.			Black vd. 2006 a (E2)
S-9	Şirket ağ sayfasının İngilizce versiyonu vardır; önemli açıklamalar İngilizce de yapılmaktadır			Black vd. 2006 a (E3)
	Yönetim kurulu kompozisyonu ve işlevi			
Y-1	Yönetim Kurulu Başkanı ve CEO farklı kişiler (Yıllık bildirimlerde başkanın ve CEO'nun isimleri kontrol edildi)	Leal ve Da-Silva 2005 (7)	Garay ve Gonzalez 2008 (6)	Black vd. 2006 a (C-3)
Y-2	Şirket atama, kurumsal yönetim, ücretlendirme veya denetim gibi gözetim komitelerinden en az birine sahip (Bu tür komitelerin olup olmadığı şirket sözleşmesinden kontrol edildi.)	Leal ve Da-Silva 2005 (8)	Garay ve Gonzalez 2008 (7)	
Y-4	Yönetim Kurulunun büyüklüğü 5 ve 9 üye arasında mı? (Kurulun büyüklüğü yıllık bildirimlerden tespit edildi.)	Leal ve Da-Silva 2005 (10)	Garay ve Gonzalez 2008 (9)	

²³ Tablonun devamı izleyen sayfadadır.

Y-5	Kurul üyeleri, en iyi uygulamalarda önerildiği gibi ileriki bir yıl için seçiliyor başka bir deyişle her yıl seçimler yenileniyor mu? (Üyelerin süreleri şirket sözleşmelerinden tespit edildi)	Leal ve Da-Silva 2005 (11)	Garay ve Gonzalez 2008 (10)	
Y-6	Şirket 4 veya daha fazla düzenli yönetim kurulu toplantısı yapmaktadır			Black vd. 2006 a (C.6)
Y-7	Denetim komitesi genel kurulda bağımsız denetçiyi önerir.			Black vd. 2006 a (D.4)
	Hissedar hakları			
H-1	Şirket sözleşmesi ya da kontrol edilebilir eylemler bütün hissedarlar için oy verme sürecini yasal olarak gerekenin ötesinde iyileştiriyor	Leal ve Da-Silva 2005 (19)	Garay ve Gonzalez 2008 (14)	
H-2	Yasal olarak gerekenin ötesinde ilave oy hakları ana sözleşmede verilmiş (şirket sözleşmesinde varolanlarla, yasal zorunluluklar karşılaştırıldı)	Leal ve Da-Silva 2005 (20)	Garay ve Gonzalez 2008 (15)	
H-3	Şirket yönetim kurulu üyelerinin seçimlerinde birikimli oy yöntemini kullanıyor			Black vd. 2006 a (A.1)
H-4	Şirket vekâletle, posta ile veya diğer iletişim araçlarıyla oy kullanma olanağı sağlıyor			Black vd. 2006 a (A.2)

3.5.1. Kurumsal Yönetim Endeksine İlişkin Bulgular

Firma seviyesinde kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin gözleme dayalı çalışmaların çoğunda şirketlerin kendileri tarafından doldurulan anket formları kullanılmaktadır. Bu yöntem pek çok sorunu beraberinde getirmektedir. Bunlar arasında, özellikle kurumsal yönetim uygulamaları zayıf olan şirketlerde oluşan düşük yanıt oranı (self selection bias- kendi kendini seçim), ve anket formlarını yanıtlayan şirketlerde ise anket formunun tanımlandığı zamandaki durumlarını olduğu gibi sunmak yerine gelecekte kendilerini görmek istedikleri gibi sunma (self-report bias- kendi kendini raporlama) eğilimi bulunmaktadır. Bu çalışmada anket yönteminden farklı olarak, Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ile Garay ve Gonzalez (2008) çalışmalarında olduğu gibi bir yol izlenerek sorular kamuya açık bilgilerden yararlanılarak çalışma sürecinde yanıtlanmıştır.

Tablo- 4’de KYE tespitinde şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının mevcut olup olmadığına ilişkin kriterlere verilen “olumlu yanıtlar”, aynı başlıklı sütunda gösterilmektedir. Diğer bir ifade ile “olumlu yanıtlar” ilgili kurumsal yönetim kriterini uygulayan örneklemdaki şirket sayısını belirtmektedir. “Aritmetik ortalama” ise kriteri uygulayan şirket sayısının, örneklemdaki toplam şirket sayısına oranını ifade etmektedir. Her bir alt-endeksin karşısında yazan alt-endeks puanı ise her bir şirket için hesaplanan alt-endeks puanının toplanarak örneklemdaki şirket sayısına bölünmesi sonucu elde edilmiştir. Tablonun sonunda yer alan örnekleme dahil edilen şirketlerin KYE puanı ise üç alt-endeks puanının toplanarak üçe bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Bu şekilde elde edilen örneklem KYE puanı, tek tek şirketlerin KYE puanının bulunarak aritmetik ortalamalarının alınması suretiyle örneklem KYE’nin hesaplanması yoluna gidilmesi ile aynı sonucu vermektedir. Zira her bir kriter için “Evet” olumlu yanıtı verilen toplam şirket sayısı, aynı zamanda kritere verilen toplam “Evet” olumlu yanıtı sayısıdır.

Tablo- 4: Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE)²⁴

Aşağıdaki sorular 2009 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 100 endeksinde yer alan her bir 35 şirket için sorulmuştur. Her bir soruya yanıt "Evet" ya da "Hayır"dır. Eğer yanıt "Evet" ise 1 eklenmiştir, eğer yanıt "Hayır" ise 0 eklenmiştir. Bütün yanıtlar kamuya açık bilgilerden derlenmiştir. Temel bilgi kaynakları, mali tablolar, şirket esas sözleşmeleri, genel kurul toplantı tutanakları, kurumsal yönetim uyum raporları, şirket ağ sayfalarında yer alan faaliyet raporlarından oluşmaktadır.

Sorular	Olumlu yanıtlar	Aritmetik ortalama
---------	-----------------	--------------------

ŞEFFAFLIK ALT ENDEKSİ**%73,6**

1	S-1	Şirket'in yıllık faaliyet raporu, ağ sayfası, ya da kamuya yapılan açıklamaları ilişkili bulunan taraflarla işlemler gibi potansiyel çıkar çatışmalarını gösteriyor mu (Yıllık faaliyet raporunda, bağımsız denetim raporunda veya genel kurul tutanağında ilişkili taraflarla işlemler kısmından kontrol edildi)	29	%82,9
2	S-2	Şirket sözleşmesinde, yıllık faaliyet raporlarında veya diğer yollarla arzulanan kurumsal yönetim uygulamalarını ihlalinde uygulanacak yaptırımlar belirlenmiş mi (Şirket sözleşmesi herhangi bir yaptırım içeriyor mu kontrol edildi)	0	%0,0
3	S-3	Şirket yasal olarak hazırlaması gereken raporlarını zamanında hazırlıyor (Şirketlerin zorunlu raporları her yılın 30 Nisanına kadar, ya da farklı hesap dönemi varsa uygun sürede, yayınladıkları kontrol edildi)	32	%91,4
4	S-4	Şirket uluslararası muhasebe standartlarını kullanıyor	32	%91,4
5	S-5	Şirket belli başlı global denetim firmalarını kullanıyor (Önde gelen firmalar PWC, KPMG, Ernst & Young, Deloitte & Touche)	21	%60,0
6	S-6	Şirket ağ sayfasında veya yıllık faaliyet raporunda yönetim kurulu üyelerine yapılan ödemeler hakkında bilgi vermektedir (Yıllık raporlamalarda tek tek üyeler ve CEO için olmasa da yapılan ödemelere ilişkin herhangi bir açıklamaya yer verilip verilmediği kontrol edildi)	23	%65,7
7	S-7	Firma cari yılda yatırımcı ilişkileri faaliyetinde bulunmuştur (Pay Sahipleri ile İlişkiler birimi oluşturmuştur)	33	%94,3
8	S-8	Şirket ağ sayfası yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerini içermektedir.	20	%57,1
9	S-9	Şirket ağ sayfasının İngilizce versiyonu vardır.	32	%91,4
10	S-10	Özel durum açıklamaları ağ sayfasında İngilizce de yapılmaktadır.	13	%37,1
11	S-11	Kamuyu bilgilendirme politikası oluşturulmuş, kamuya duyurulmuştur; bilgilendirme politikasının yürütülmesi ile sorumlu olan kişilerin isimleri ve görevleri açıklanmıştır.	30	%85,7
12	S-12	Yetkili otorite tarafından özel durum açıklamalarının zamanında yapılmaması nedeniyle uygulanan yaptırım bulunmamaktadır.	31	%88,6
13	S-13	Şirket internet sitesi bulunmaktadır, yeterli bilgi (SPK ilkeleri II. Bölüm madde 1.11.5) ihtiva etmektedir.	35	%100,0
14	S-14	Şirketin gerçek kişi nihai hâkim pay sahibi/sahiplerinin dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak suretiyle kamuya açıklanmıştır.	22	%62,9
15	S-15	İçeriden öğrenebilecek durumda olan kişilerin listesi kamuya duyurulmuştur.	29	%82,9
16	S-16	SPK düzenlemeleri uyarınca yapılan özel durum açıklamaları için SPK veya İMKB tarafından ek açıklama istenmemiştir	30	%85,7

YÖNETİM KURULU KOMPOZİSYONU VE PERFORMANSI ALT ENDEKSİ:**%50,0**

17	Y-1	Yönetim Kurulu Başkanı ve icra başkanı CEO aynı kişi değildir. (Yıllık KYUR bildirimlerinde başkanın ve CEO'nun isimleri kontrol edildi)	34	%97,1
----	-----	--	----	-------

²⁴ Tablo izleyen iki sayfada devam etmektedir.

18	Y-2	Şirket atama, kurumsal yönetim, ücretlendirme veya denetim gibi gözetim komitelerinden en az birine sahiptir (Bu tür komitelerin olup olmadığı şirket sözleşmesinden, KYUR'lerinden, ağ sayfalarından kontrol edildi.)	34	%97,1
19	Y-3	Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı olarak yerine getirmek amacıyla denetimden sorumlu komite yanında kurumsal yönetim komitesi veya başkaca komiteler oluşturulmuştur,	21	%60,0
20	Y-4	Yönetim Kurulundaki üye sayısı minimum 5 maksimum 9 üyedir. (Kurulun büyüklüğü yıllık bildirimlerden tespit edildi.)	30	%85,7
21	Y-5	Kurul üyeleri, en iyi uygulamalarda önerildiği gibi ileriki bir yıl için seçilmekte, başka bir deyişle her yıl seçimler yenilenmektedir (Üyelerin süreleri şirket sözleşmelerinden, genel kurul tutanaklarından, faaliyet raporlarından tespit edildi)	15	%42,9
22	Y-6	Şirket 4 veya daha fazla düzenli yönetim kurulu toplantısı yapmaktadır. (KYUR'lerinden, ağ sayfalarından kontrol edildi)	35	%100,0
23	Y-7	Genel kurulda bağımsız denetçiyi Denetim Komitesi önermektedir.	4	%11,4
24	Y-8	İcracı ve icracı olmayan ve/veya bağımsız üye ayrımı yapılmıştır.	27	%77,1
25	Y-9	Yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlası icrada görevli değildir.	22	%62,9
26	Y-10	Yönetim kurulunda bağımsız üye bulunmaktadır.	12	%34,3
27	Y-11	Bağımsız üye sayısı iki veya daha fazladır.	11	%31,4
28	Y-12	Bağımsız üye sayısı yönetim kurulu üye sayısının üçte biri veya daha fazladır.	5	%14,3
29	Y-13	Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık beyanları alınmıştır.	4	%11,4
30	Y-14	Faaliyet dönemi itibarıyla bağımsızlığı ortadan kaldıran bir durum ortaya çıkmamıştır.	7	%20,0
31	Y-15	Yönetim kurulu üyelerinin şirket dışında başka görev alması belirli kurallara bağlanmış veya sınırlandırılmıştır.	8	%22,9
32	Y-16	Şirketin yönetim kurulu üye seçiminde aranan asgari nitelikleri (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri IV. Bölümünün 3.1.1, 3.1.2 ve 3.1.5.) aranmakta, buna ilişkin esasların şirket esas sözleşmesinde yer alıp almakta, söz konusu niteliklere sahip olmayan yönetim kurulu üyeleri için eğitim ve uyum programı uygulanmakta, uyum programında yer verilen konular açıklanmakta, bu konuda kurumsal yönetim komitesinin çalışmaları açıklanmaktadır.	23	%65,7
33	Y-17	Yönetim kurulu, şirketin misyonunu/vizyonunu belirleyerek kamuya açıklamış, şirket misyon/vizyonunun ne olduğu, yönetim kurulu, yöneticiler tarafından oluşturulan stratejik hedefleri onaylamış, yönetim kurulunun şirketin hedeflerine ulaşma derecesini, faaliyetlerini ve geçmiş performansını hangi sıklıkta ve gözden geçirdiği açıklanmıştır.	33	%94,3
34	Y-18	Yönetim kurulunca bir risk yönetim ve iç kontrol mekanizması oluşturulmuş, sistemin işleyişi ve etkinliği hakkında bilgi verilmiştir.	23	%65,7
35	Y-19	Yönetim Kurulu Üyeleri ile Yöneticilerin Yetki ve Sorumluluklarına şirket esas sözleşmesinde açıkça yer verilmiştir.	26	%74,3
36	Y-20	Yönetim kurulu toplantılarının gündeminin belirlenmesi yöntemi, yönetim kurulunun dönem içindeki toplantı sayısı, toplantıya katılım ve toplantıya çağrı yöntemleri ve süreçleri, yönetim kurulu üyelerinin bilgilendirilmesi ve iletişimini sağlamak üzere bir sekretarya kurulmuştur	30	%85,7
37	Y-21	Toplantıda farklı görüş açıklanan konulara ilişkin makul ve ayrıntılı karşı oy gerekçeleri karar zaptına geçirilmiştir ve yazılı olarak şirket denetçilerine iletilmiştir, bağımsız üyelerin farklı görüş açıkladığı konulara ilişkin karşı oy gerekçeleri kamuya açıklanmıştır.	4	%11,4
38	Y-22	Yönetim kurulu üyelerine ağırlıklı oy hakkı ve/veya olumsuz veto hakkının tanınmamıştır	26	%74,3
39	Y-23	Şirket yönetim kurulu üyeleri için dönem içinde şirketle işlem yapma ve rekabet yasağı uygulanmıştır. (Genel kurul tutanaklarından tespit edildi)	9	%25,7
40	Y-24	Yönetim kurulu üyelerinin şirketle işlem yapmaları ve rekabet etmeleri halinde gerekçesi ve bundan dolayı oluşabilecek çıkar çatışmaları hakkında bilgi verilmiştir.	8	%22,9
41	Y-25	Yönetim kurulu tarafından şirket ve çalışanları için etik kurallar oluşturulmuştur, etik kurallar şirket çalışanlarına ve bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanmıştır.	27	%77,1
42	Y-26	Komitelerin başkan ve üyeleri ve nitelikleri, toplanma sıklığı ve ilgili	14	%40,0

		dönemdeki faaliyetleri ile bu faaliyetleri yerine getirirken takip edecekleri prosedür açıklanmıştır. (Şirket esas sözleşmelerinden kontrol edildi)		
43	Y-27	Yönetim kurulunda oluşturulan her bir komite bazında komite başkanları bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmiştir	6	%17,1
44	Y-28	Komitelerin iki üyeden oluşması halinde her ikisi, ikiden fazla üyesinin bulunması halinde üyelerin çoğunluğu, icrada görevli değildir	15	%42,9
45	Y-29	Bir yönetim kurulu üyesi birden fazla komitede görev almamaktadır,	15	%42,9
46	Y-30	Yönetim kurulu üyelerine sağlanan her türlü hak, menfaat ve ücret ile bunların belirlenmesinde kullanılan kriterler belirtilmiştir.	23	%65,7
47	Y-31	Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının tespiti yönetim kurulu üyelerinin performansına dayalıdır ve şirketin performansını yansıtacak bir ödüllendirme uygulanmaktadır.	3	%8,6
48	Y-32	Şirket, herhangi bir yönetim kurulu üyesine ve yöneticilerine borç vermemiştir, kredi kullanmamıştır, verilmiş olan borçların ve kredilerin süresi uzatılmamıştır, şartları iyileştirilmemiştir, üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi adı altında kredi kullanılmamıştır veya lehine kefalet gibi teminatlar verilmemiştir.	23	%65,7
49	Y-33	Denetim komitesinin görevleri ana sözleşmede tanımlanmıştır.	1	%2,9

HİSSEDAR HAKLARI ALT ENDEKSİ

%57,1

50	H-1	Şirket sözleşmesi ya da kontrol edilebilir eylemler bütün hissedarlar için oy verme sürecini yasal olarak gerekenin ötesinde iyileştirmektedir (örneğin toplantıya davetin 21 gün önce yapılması, ana sözleşme, genel kurul toplantı tutanaklarından tespit edildi)	19	%54,3
51	H-2	Yasal olarak gerekenin ötesinde ilave oy hakları ana sözleşmede verilmiştir (şirket sözleşmesinde varolanlarla, yasal zorunluluklar karşılaştırıldı)	0	%0,0
52	H-3	Anasözleşmede birikimli oy kullanma yöntemine yer vermektedir, Şirket yönetim kurulu üyelerinin seçimlerinde birikimli oy yöntemini kullanmaktadır.	0	%0,0
53	H-4	Şirket vekâletle, posta ile veya diğer iletişim araçlarıyla oy kullanma olanağı sağlamaktadır.	35	%100,0
54	H-5	Olağan genel kurula hissedarların yarısından fazla katılım var	28	%80,0
55	H-6	Pay Sahipleri İle İlişkiler Birimi oluşturulmuş, birimin başkanı ve birim personelinin isimleri, iletişim bilgileri, dönem içinde birimin yürüttüğü başlıca faaliyetler, dönem içinde birime yapılan başvuru ve yatırımcılara verilen yanıt sayısı açıklanmış.	33	%94,3
56	H-7	Pay Sahiplerinin Bilgi Edinme Haklarının Kullanımı konusunda pay sahiplerinin şirketten bilgi taleplerine ilişkin sayı ve içerik konusunda kısa bilgi verilmiş, ayrıca pay sahiplerinin bilgi taleplerinin nasıl değerlendirildiği, pay sahipliği haklarının kullanımını etkileyecek gelişmelerle ilgili olarak elektronik ortamın duyuru aracı olarak hangi etkinlikte kullanıldığı, bu gelişmelerin ne şekilde yatırımcılara duyurulduğu açıklanmış.	33	%94,3
57	H-8	Ana sözleşmede özel denetçi atanması talebi bireysel bir hak olarak düzenlenmiştir.	3	%8,6
58	H-9	Genel kurulun nasıl bir katılım ile toplandığı, toplantı nisapları belirtilmiştir	33	%94,3
59	H-10	Menfaat sahipleri ile medya toplantılara katılmıştır	8	%22,9
60	H-11	Bu toplantılara davet şekli açıklanmıştır	35	%100,0
61	H-12	Nama yazılı pay sahiplerinin genel kurula katılımını teminen pay defterine kayıt için bir süre öngörülmemiştir	5	%14,3
62	H-13	Bölünme, önemli tutarda malvarlığı satımı, alımı, kiralanması gibi önemli nitelikteki kararların genel kurul tarafından alınması konusunda ana sözleşmeye hüküm konulmuştur	2	%5,7
63	H-14	Genel kurul tutanaklarının nerelerde sürekli pay sahiplerine açık tutulduğu bilgisi açıklanmıştır	33	%94,3
64	H-15	Oy hakkında imtiyaz bulunmamaktadır	21	%60,0
65	H-16	Azınlık payları yönetimde temsil edilmektedir	3	%8,6

66	H-17	Kara katılım konusunda imtiyaz yoktur. Kar payı dağıtımında her hisse eşittir.	28	%80,0
67	H-18	Kamuya açıkladığı bir kar dağıtım politikası bulunmaktadır, genel kurulda pay sahiplerinin bilgisine sunulmuştur	29	%82,9
68	H-19	Kar dağıtımı yasal süreler içinde gerçekleşmektedir.	35	%100,0
69	H-20	Şirket esas sözleşmesinde pay devrini kısıtlayan hükümler bulunmamaktadır.	19	%54,3
70	H-21	Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına ilişkin bir beyana yer verilmiş, uygulanmayan hususlar, gerekçeleri ve bundan kaynaklanan çıkar çatışmaları açıklanmıştır.	18	%51,4

ORTALAMA KYE ENDEKSİ (üç alt endeks eşit ağırlıklandırılmıştır)

%60,3

“Şeffaflık” alt-endeksi şirketlerin %82’sinin ilişkili taraflarla olan işlemleri ile ilgili bilgi verdiğini, tamamının kurumsal yönetim uygulamaları ihlalinde uygulanacak yaptırımları belirlemediği, %91’inin yıllık finansal raporlarını zamanında hazırladığını, %91’inin uluslar arası muhasebe standartlarını kullandığını, %60’ının finansal raporlarını önde gelen bağımsız denetim firmalarına denetlettiğini, %66’sının yönetim kuruluna yapılan ödemeler hakkında bilgi verdiğini, %94’ünün yatırımcı ilişkileri faaliyetinde bulunduğunu, %57’sinin ağ sayfasında yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerine yer verdiğini, %91’inin ingilizce ağ sayfasının bulunduğunu, %37’sinin özel durum açıklamalarını ingilizce olarak da yayınladığını, %86’sının kamuyu bilgilendirme politikasını oluşturduğunu, %89’unun zamanında yapılmayan özel durum açıklaması nedeniyle yaptırıma maruz kalmadığını, tamamının internet sitesinin bulunduğunu, %63’ünün nihai hakim pay sahiplerini açıkladığını, %83’ünün içeriden öğrenebilecek durumda olan kişileri kamuya duyurduğunu, %86’sının yaptığı özel durum açıklamaları nedeniyle ek açıklama yapmak zorunda kalmadığını göstermektedir (Tablo- 4).

“Yönetim Kurulu Kompozisyonu ve Performansı” alt-endeksi şirketlerin %97’sinin yönetim kurulu başkanının ve icra başkanının aynı kişi olmadığını, %97’sinin yönetim kurulu içerisinde oluşturulmuş en az bir komiteye sahip olduğunu, %60’ının denetimden sorumlu komite yanında başka bir komiteye daha sahip olduğunu, %86’sının üye sayısının 5-9 arasında olduğunu, %43’ünün yönetim kurulunu 1 yıl için seçtiğini, tamamının yılda 4 veya daha fazla kurul toplantısı yaptığını, %11’inin

genel kurulunda bağımsız denetçiyi denetim komitesinin önerdiğini, %77'sinin icracı, icracı olmayan üye ayrımı yaptığını, %63'ünün yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının icrada görevli olmadığını, %34'ünün yönetim kurulunda bağımsız üye bulunduğunu, %31'inin 2'den fazla bağımsız üyesinin bulunduğunu, %14'ünün bağımsız üye sayısının toplam üye sayısının üçte biri veya daha fazlası olduğunu, %11'inin bağımsız üyelerinin bağımsızlık beyanlarını aldığını, %11'inin bağımsız üyelerinin bağımsızlığını ortadan kaldıran bir durumunun ortaya çıkmadığını, %23'ünün yönetim kurulu üyelerinin şirket dışında görev almalarını kurallara bağladığını, %66'sının yönetim kurulu üye seçiminde asgari nitelikleri aradığını, %94'ünün şirket misyon ve vizyonunu belirlediğini, %66'sının risk yönetimi ve iç kontrol mekanizması oluşturduğunu, %74'ünün yönetim kurulu üyelerinin yetki ve sorumluluklarına esas sözleşmede açıkça yer verdiğini, %86'sının yönetim kurulunun işleri için sekreteryaya oluşturduğunu, %11'inin farklı oy gerekçelerini yönetim kurulu toplantı tutanağına geçirdiğini, %74'ünün yönetim kurulu üyelerine ağırlıklı oy veya olumsuz veto hakkı tanımadığını, %26'sının yönetim kurulu üyelerine şirketle işlem yapma ve rekabet yasağı uyguladığını, %23'ünün işlem ve rekabet yasakları ihlal edildiğinde çıkar çatışmaları hakkında bilgi verdiğini, %77'sinin çalışanları için etik kurallar oluşturduğunu, %40'ının komitelerin faaliyetleri ile ilgili prosedür oluşturduğunu, %17'sinin komite başkanlarını bağımsız üyeler arasından seçtiğini, %43'ünün komitelerinin iki üyeden oluşması halinde ikisinin veya üyelerin ikiden fazla olması halinde çoğunluğunun icrada görevli olmadığını, %43'ünün yönetim kurulu üyelerinin birden fazla komitede yer almadığını, %66'sının yönetim kurulu üyelerine sağlanan hak ve menfaatlerin belirlenmesinde kullanılan ilkeleri belirttiğini, %7'sinin yönetim kurulu üyelerinin mali haklarını üyelerin performanslarına dayandırdığını, %66'sının yönetim kurulu üyelerine borç vermediğini, %3'ünün denetim komitesinin görevlerini esas sözleşmede tanımladığını göstermektedir (Tablo- 4).

“Hissedar Hakları” alt-endeksi şirketlerin %54'ünün hissedarlar için oy verme sürecini yasal olarak gerekenin ötesinde iyileştirdiğini, tamamının yasal olarak gerekenin ötesinde oy hakkı vermediğini, tamamının birikimli oy kullanma yöntemine yer vermediğini, tamamının vekâletle oy kullanma olanağı sağladığını,

%80'inin genel kuruluna hissedarların yarısından fazlasının katıldığını, %94'ünün pay sahipleri ile ilişkiler birimi oluşturduğunu, %94'ünün pay sahiplerinin haklarının kullanımı konusunda bilgi verdiğini, %9'unun özel denetçi atanması talebini esas sözleşmede bireysel hak olarak düzenlediğini, %94'ünün genel kurul toplantı katılım nisaplarını belirttiğini, %23'ünün genel kuruluna medya ve menfaat sahiplerinin katıldığını, tamamının genel kurul toplantılarına davet şeklini açıkladığını, %14'ünün nama yazılı pay sahiplerine genel kurula katılmada pay defterine kayıt süresi öngörmediğini, %6'sının önemli tutarda alım satım ve kiralama kararlarını esas sözleşme ile genel kurul yetkisine bıraktığını, %94'ünün genel kurul tutanaklarını pay sahiplerine bildirdiği yerde açık tuttuğunu, %60'ının oy hakkında imtiyaza yer vermediğini, %9'unun yönetiminde azınlık paylarının temsil edildiğini, %80'inin karına katılım konusunda imtiyaz bulunmadığını, %83'ünün kamuya açıkladığı kar dağıtım politikasının bulunduğunu, tamamının kar dağıtımını yasal süreler içinde gerçekleştirdiğini, %54'ünün esas sözleşmesinde pay devrini kısıtlayan hükümler bulunmadığını, %51'inin kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına ilişkin beyanlarının bulunduğunu göstermektedir (Tablo- 4).

Ortalamalar bir bütün olarak değerlendirildiğinde örnelemeye dahil şirketlerin yaklaşık dörtte üçünün ikisinin şeffaflık gereklerine uyum sağladığı, yönetim kurulu ve hissedar hakları konusunda ise yaklaşık yarısının gerekleri yerine getirdiği gözlenmekte, dolayısıyla bu iki konuda daha fazla iyileşme kaydedilmesi gerektiği sonucu çıkarılabileceği düşünülmektedir.

Tablo- 5: Türkiye KYE ve Diğer Gelişmekte Olan Piyasalar Çalışmalarına İlişkin Karşılaştırmalı İstatistikler

Tanım	KYE (Tez)	Garay ve Gonzalez (2008)	Klapper ve Love (2004)	Lefort ve Walker (2005)	Leal ve Carvahal-da- Silva (2005)
Ülke	Türkiye	Venezüella	25 GOP	Şili	Brezilya
Gözlem	35	46	374	181	214
Ortalama	60,25	40,34	54,11	58,86	41,67
Medyan	60,30	40,47	54,97	B	41,67
Standard sapma	10,83	12,11	14,00	B	8,33
Minimum	27,10	16,67	11,77	B	16,67
Maksimum	82,40	71,67	92,77	B	79,17

Kaynak: Tablo Garay ve Gonzales'ten (2008) uyarlanmıştır ve yukarıda belirtilen diğer makaleler
GOP: Gelişmekte Olan Piyasalar; B: belirtilmemiş

Tablo- 5'te, araştırmamızın sonuçları, Venezüella'daki 46 şirketi inceleyen Garay ve Gonzalez (2008), 25 gelişmekte olan piyasadaki 495 şirketi inceleyen Klapper ve Love (2004), Şili'deki 181 şirketi inceleyen Lefort ve Walker (2005) ve Brezilya'daki 214 şirketi inceleyen Leal ve Carvahal-Da-Silva (2005) ile karşılaştırılmaktadır. Tablo- 5 Türkiye ortalamasının, Venezüella ortalamasının 20 yüzdelerlik puan, 25 gelişmekte olan piyasanın 6 yüzdelerlik puan, Şili'nin 1 yüzdelerlik puan ve Brezilya'nın 18 yüzdelerlik puan üzerinde olduğunu göstermektedir. Türkiye ortalamasının yakın olduğu Şili, Güney Amerika'daki ülkeler arasında finansal gelişmişlik ve yatırımcının korunması açısından önde gelen ülkedir (Garay ve Gonzalez 2005: 198).

Tablo- 6: Türkiye KYE ile Venezüella ve Şili’deki Çalışmalar İçin Alt-endeks Karşılaştırmaları

Tanım	Türkiye KYE (Tez)		Garay ve Gonzalez (2008)		Garay ve Gonzalez (2005)		Lefort ve Walker (2005)	
	Sorular	Skor (%)	Sorular	Skor (%)	Sorular	Skor (%)	Sorular	Skor (%)
Etik kurallar	B	B	3	39,9	7	46,0	7	37,6
Yönetim Kurulu	33	50,0	5	54,4	25	56,0	26	64,9
Hissedarlar	21	57,1	4	16,3	24	54,0	20	59,7
Şeffaflık	16	73,6	5	50,8	14	60,8	14	73,4
Genel KYE	70	60,3	17	40,3	70	54,3	67	58,9

Kaynak: Tablo Garay ve Gonzales'ten (2008) uyarlanmıştır ve yukarıda belirtilen diğer makaleler
GOP: Gelişmekte Olan Piyasalar; B: Belirtilmemiş

Tablo 6’da ise her bir alt-endeks için elde edilen sonuçlar özetlenmekte ve Venezüella’da yapılan Garay ve Gonzalez (2008), Garay ve Gonzalez (2005) ve Şili’de yapılan Lefort ve Walker (2005) çalışmalarında elde edilen sonuçlarla karşılaştırılarak sunulmaktadır. Genel olarak bakıldığında Türkiye için hesaplanan endeks Venezüella için Garay ve Gonzalez’de (2008) hesaplanan endeksin 20 puan üzerinde, Şili için Lefort ve Walker’da (2005) hesaplanan endeksin yalnız 1 puan üzerindedir. Garay ve Gonzalez (2008) Venezüella için yaptıkları ikinci çalışmalarında önceki çalışmalarına göre (Garay ve Gonzalez, 2005) daha düşük bir endeks puanı hesaplanmasının açıklamasının şirket yöneticileri tarafından anket formlarının doldurulmasından kaynaklanabilecek olan “kendini seçim” ve “kendini raporlama” taraflılığı sonucu eski çalışmada gerçekleşen abartılı tahmin olabileceğini belirtmişlerdir. Yönetim kurulu alt-endeksi Türkiye hesaplamasında, karşılaştırılan ülkelere göre en düşük sonucu göstermekte, Venezüella’nın 4 yüzdelerlik puan, Şili’nin 14 yüzdelerlik puan altında olduğu gözlenmektedir. Hissedar hakları alt-endeksinde ise Türkiye için hesaplanan skor Şili için hesaplanan skorun yalnız 3 yüzdelerlik puan altında yer almaktadır. Şeffaflık alt-endeksinde ise Türkiye en üst sırada yer almakta

ve Şili için raporlanan skorla arasındaki bindelik farkla yaklaşık aynı sonucun elde edildiği görülmektedir.

Tablo- 7’te ise alt-endeksler arasındaki korelasyon matrisleri verilmektedir. Beklenebileceği gibi bütün alt-endeksler genel KYE ile istatistiksel olarak anlamlı biçimde ilişkilidir. Diğer taraftan, daha düşük düzeyde olmakla birlikte alt-endekslerin arasında da istatistiksel olarak anlamlı korelasyon görülmektedir. Alt-endeksler arasında korelasyon bağlamında ideal olan korelasyon olmaması ya da istatistiksel olarak anlamlı korelasyonun bulunmamasıdır. Zira bu durum alt-endekslerin, istatistiksel olarak, şirketin genel kurumsal yönetim uygulamalarının farklı bir boyutunu ele alma başarısının derecesi hakkında bir fikir verebilmektedir. Ancak böyle bir ilişkinin yokluğunun pratikte sağlanamayabileceği, örneklemden şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmeyi bir bütün olarak ele almaları ile ilgili olabileceği iddia edilebilir. Garay ve Gonzalez (2008), alt-endeksler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulamamıştır, ancak diğer çalışmalarda kıyaslama yapılabilecek korelasyon matrisi yoktur.

Tablo- 7: Alt-endeks Korelasyon Matrisi

	<i>Şeffaflık:</i>	<i>Yönetim kurulu kompozisyonu ve işlevi:</i>	<i>Hissedar hakları:</i>	<i>Toplam KYE</i>
Şeffaflık:	1			
Yönetim kurulu kompozisyonu ve işlevi:	0,61** 0,00	1		
Hissedar hakları:	0,65** 0,00	0,61** 0,00	1	
Toplam KYE	0,84** 0,00	0,91** 0,00	0,83** 0,00	1

N: 35; p-değerleri her bir korelasyon katsayısının altında gösterilmiştir.

** Çift kuyruklu korelasyon 0,01 düzeyinde anlamlıdır.

Bu sonuçlar, Türkiye’de yatırımcının korunmasına ilişkin olarak gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında daha zayıf olan ortamın, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerce yasal gereklerin ötesinde gönüllü olarak benimsendiğinde, telafi edilebilirliğine yönelik bir inceleme için, uygun bir inceleme alanı sunduğunu teyid etmektedir. Göreceli olarak yüksek bir KYE skoru şirketlerin yatırımcı çekmek için kullanabilecekleri bir unsurdur. Bu tür şirketlerin yatırımcılar tarafından daha yüksek bir piyasa değerlemesine tabi tutulup tutulmadıklarını gözlemek bu çalışmada hedeflenmektedir.

3.5.2. KYE’nin Firma Değeri Üzerindeki Etkisini Sorgulamak İçin Oluşturulan Modellere İlişkin Bulgular

Türkiye’de kurumsal yönetimin şirket değeri ile ilişkili olup olmadığına dair bir sonuca ulaşmanın önemli olacağı görülmektedir. Bu hipotezin test edilmesi için regresyon analizleri yapılmıştır.

Hipotezin testi için iki farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Kullanılan bağımlı değişkenlerden biri hisse başına piyasa fiyatının defter değerine bölünmesi suretiyle hesaplanan fiyat/defter değeri (F/DD) oranıdır. F/DD oranı kurumsal yönetim çalışmalarında Garay ve Gonzalez (2008) ve Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) gibi yazarlarca kullanılmıştır.

Kullanılan ikinci değişken Tobin’s Q oranıdır. Kurumsal yönetim çalışmalarının pek çoğunda firma değerine ilişkin olarak bağımlı değişken için “Tobin’s Q”su kullanıldığı gözlenmektedir. Morck, Shleifer ve Vishny, (1988) firmada yönetimin sahipliği ile Tobin’s Q arasındaki ilişkiyi araştırmışlar, 1980 yılına ait yatay kesit olarak aldıkları, Fortune 500 listesinden 370 firmadan oluşan bir örnekleme anlamlı tekdüze fonksiyonlu (monotonik) ilişki saptamışlardır. Yönetim kurulu üyelerinin firmadaki sahiplikleri arttıkça, Tobin’s Q değeri önce artmış, sonra azalmış ve son olarak tekrar hafif bir yükselme kaydetmiştir. Faaliyet geçmişi eski firmalar için, kurucu ailenin bir üyesi tarafından yönetildiğinde, kurucu aile ile ilgisi olmayan bir

yönetici tarafından yönetilmesine göre, Q'nun, daha düşük olduğu yönünde kanıt elde etmişlerdir.

Garay ve Gonzalez (2008) hipotezlerini test etmek için F/DD oranı ve Tobin's Q dahil üç farklı alternatif bağımlı değişken kullanmışlardır. Üçüncü bağımlı değişkenleri nakit temettünün net kara bölümü biçiminde ölçülen temettü ödeme oranıdır (dividend payout ratio (DPR)). La Porta ve diğerleri (2000a) yatırımcıların daha iyi korundukları ülkelerdeki firmaların yatırımcı korumasının daha zayıf olduğu ülkelerdeki firmalara göre daha yüksek temettü ödeme oranı sergilediklerini göstermişlerdir (La Porta ve diğerleri 2000b). Diğer taraftan Black ve diğerleri (2006a) Güney Kore için ve Leal ve Carvahal-Da-Silva (2005) ise Brezilya için bu hipotezi destekler bulgulara ulaşmamışlardır. Bu çalışmada ise ülke karşılaştırması yapılmadığı için bu performans ölçütü kullanılmamıştır.

Tobin's Q oranı firma aktiflerinin piyasa değerinin, aktiflerinin defter değerine bölümünü ifade etmektedir. Firma aktiflerinin piyasa değerinin çalışmalarda farklı hesaplama şekilleri vardır. Farklılıklar borçların piyasa değerinin kamuya açıklanan mali tablolardan elde edilmesi kısıtlılığında çıkmaktadır. Tobin's Q için aktiflerin piyasa değerini hesaplama biçimlerinden biri "aktif defter değeri – özsermaye defter değeri + özsermaye piyasa değeri"dir. Çalışmada bu tanım kullanılmıştır. Bir başka hesaplama ise "uzun vadeli borçlar defter değeri + özsermaye piyasa değeri" biçimindedir. Bir diğer seçenek ise aktiflerin piyasa değerinin "borçların defter değeri + özsermaye piyasa değeri" şeklinde hesaplanmasıdır.

Bu çalışmada kullanılan firma performans/değer ölçütüne ilişkin esas bağımlı değişken Tobin's Q olmaktadır. Zira Tobin's Q kurumsal yönetim literatüründe yaygın olarak kullanılan, neredeyse markalaşmış, değerlendirme ölçütüdür (Morck, Shleifer ve Vishny, 1988; La Porta ve diğerleri, 2002; Gompers ve diğerleri, 2003). Bu çalışma için Tobin's Q'nun hesaplanmasında kullanılan veriler İMKB'nin ağ sayfasından KAP platformundan derlenmiştir.

Bağımsız değişken olarak birçok çalışmada ve Garay ve González'in (2008) de hesapladığı şekilde oluşturulan KYE kullanılmaktadır. KYE, farklı kurumsal yönetim uygulamalarının endekse katılımını sağlayan 70 soru esas alınarak oluşturulmuştur. 70 soru 2009 yılında İMKB 100 endeksinde yer alan 35 şirket için yanıtlanmıştır. Her sorunun yanıtı "Evet" veya "Hayır" olarak verilmiştir. Eğer yanıt "Evet" ise "1" eklenmiş, yanıt "Hayır" ise "0" eklenmiştir. Bütün yanıtlar kamuya açık bulunan bilgiler kullanılarak verilmiştir. 70 soru her bir şirketin mali tabloları, esas sözleşmeleri, genel kurul toplantı tutanakları, yıllık faaliyet raporları ve kurumsal yönetim uyum raporları ile internet ağ sayfaları incelendikten sonra yanıtlanmıştır. Sorular üç alt-endekste gruplanmıştır. "Şeffaflık" (16 soru), "Yönetim Kurulu Kompozisyonu ve İşlevi" (33 soru) ve "Hissedar Hakları" (21 soru) olmak üzere, 70 soru KYE'yi oluşturan alt endekslere dağılmış bulunmaktadır. Her soru kendi toplam soru sayısına oranlanarak puanlanmış, daha sonra her bir alt endeks eşit ağırlıkla KYE içerisine dahil edilmiştir. Burada izlenebilecek bir başka yol, bu konuda yapılan araştırmaların bir kısmında görüldüğü gibi, her bir alt-endeks soruları için doğru yanıtlar toplamının toplam soru sayısına (70) oranlanarak genel KYE'nin oluşturulmasıdır. Ancak bu durumda, her alt-endeks farklı sayıda soru içerdiğinden, KYE içindeki alt-endeksler eşit olarak ağırlıklandırılmamış olmaktadır²⁵. O zaman hesaplama dolayısıyla ima edilmiş ağırlık her bir alt endekse aşağıdaki gibi dağıtılmış olacaktır: Şeffaflık 22,9 (16/70), yönetim kurulu kompozisyonu ve performansı 47,1 (33/70), hissedar hakları 30,0 (21/70). Diğer taraftan alt-endeksler eşit ağırlıkla girseler de alt-endeks soru sayıları farklı olduğundan, örneğin "Şeffaflık" alt-endeksinden 100 puan alınabilmesi için 16 sorunun "Evet" biçiminde yanıtlanması gerekmekte, soru sayısı daha fazla olan "Hissedar Hakları" alt-endeksinden 100 puan alınabilmesi için ise 21 sorunun "Evet" biçiminde yanıtlanması gerekmektedir. Bu nedenle her iki hesaplama sonucunda KYE puanlarında önemli farklar oluşmamaktadır.

²⁵ Kurumsal yönetim endeksini bu şekilde hesaplamamın tanımlayıcı istatistiklerine Tablo- 8'de KYET satırında yer verilmiştir

Kurumsal yönetim ile firma değerini ilişkilendiren çalışmalarda incelenen modellerde bir kısım bağımsız değişkenler, kontrol değişkenleri olarak yerleştirilmektedir. Dolayısıyla modelde KYE dışında bağımlı değişkeni açıklayabilecek olan başka değişkenlere de yer verilmiş olmaktadır. Diğer taraftan bu yöntemle amaçlanan bir husus da dolaylı olarak içselliğin etkisini giderebilmektir. Bu kontrol değişkenleri aktiflerin defter değerinin doğal logaritması olarak ölçülen “Şirket Büyüklüğü” (ŞB, CS company size), faaliyet karının toplam aktiflere bölümü ile hesaplanan “Aktif Getiri Oranı” (AGO, ROA return on assets), ve toplam borcun toplam aktiflere bölümü biçiminde hesaplanan “Kaldıraç”tır (KALD, LEV leverage). Bu kontrol değişkenleri modele bilahare dâhil edilerek modele dâhil edilmeyen değişkenlerden kaynaklanan hata (omitted variable bias), başka bir deyişle modelle sahte bir ilişkinin (spurious regression) kurulmasının önlenmesine çalışılacaktır. Bu çalışmada kontrol değişkenleri de kullanılmakla birlikte modelde içselliğin bulunmadığı varsayılmıştır.

Diğer değişkenler ya da kontrol değişkenleri çalışmada aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır:

- Şirket Büyüklüğü (ŞB): Aktiflerin defter değerinin logaritması [$\ln(\text{toplam varlıklar})$], şirket büyüklüğünün temsilcisi olarak kullanılmıştır. Şirket büyüklüğünün potansiyel olarak hem Tobin’s Q ile hem de kurumsal yönetim ile korelasyonlu olma ihtimali bulunmaktadır. Ancak kurumsal yönetime ilişkin bağımsız değişkenler ile şirket büyüklüğü arasındaki korelasyonun küçük olmasına dikkat edilmektedir (Black vd. 2006-b; Garay ve Gonzalez 2008).
- Kaldıraç (KALD): Borçların Defter Değeri/Aktiflerin Defter Değeri (Black vd. 2006-b)
- Aktif Getiri Oranı (AGO): Faaliyet Karı / Toplam Aktifler (Garay ve Gonzalez 2008).

İstatistiksel testlerin ve regresyon analizlerinin yapılması amacıyla veriler incelendiğinde hesaplanan KYE skorlarına göre 2 şirketin uç değerler (outlier) aldığı

saptanmıştır. Bu nedenle 2009 yılında İMKB 100 endeksinde yer alan şirketlerden özel kurumsal yönetim uygulamaları ve farklı bilanço yapıları bulunan bankalar ve holding şirketler çıkarıldıktan sonra verileri sağlıklı olarak toplanabilen kalan 35 şirketin 2'si uç değerler nedeniyle elenerek, testler ve analizler, nihayetinde kalan 33 şirket verisi üzerinden gerçekleştirilmiştir. Sorgulanan ana model aşağıda verilmiştir.

$$DÖ = \beta_0 + \beta_1 KYE_{it} + \beta_2 AGO_{it} + \beta_3 ŞB_{it} + \beta_4 KALD_{it}$$

Burada,

DÖ: Firma Değeri Ölçütü (F/DD ya da Tobin's Q)

KYE: Kurumsal Yönetim Endeksi

AGO: Aktif Getiri Oranı

ŞB: Şirket Büyüklüğü

KALD: Kaldıraç

büyüklüklerini ifade etmektedir.

Tablo 8'de tanımlayıcı istatistikleri raporlanan değişkenler, toplam soru sayısına bölünerek hesaplanan KYET²⁶ değişkeni hariç analizlerde kullanılmıştır. Panel A'da başlangıçta elde edilen 35 şirketin oluşturduğu örneklemin tamamı gösterilmektedir. Panel B'de ise uç değerler nedeniyle indirgenmiş ve ekonometrik analizin uygulandığı 33 şirketten oluşan örneklem istatistikleri verilmektedir.

Başlangıçtaki tam örnekleme ortalama bir şirketin F/DD 1,51 çarpanına ve 1,21 Tobin's Q'ya sahiptir. Örneklem uç değerli şirket verilerinden arındırıldığında, söz konusu iki değişkenin değeri F/DD için 1,44, TQ için ise 1,18 olmaktadır.

Kurumsal yönetim endeksine bakıldığında, KYE, 35 şirketten oluşan tam örnekleme maksimum 82,40, minimum 27,10 değerleri ile ortalama 60,25 değeri göstermektedir. Uç değerlerden arındırılmış 33 şirketlik örnekleme, bu rakamlar maksimum değer 82,40, minimum değer 46,70 ile ortalama 61,80 olarak

²⁶ 25 numaralı dipnota bakınız.

belirlenmektedir. 2009 yılında İMKB 100 endeksinde bulunan finansal hizmetler ve holding dışındaki şirketlerden oluşturulan örneklem içindeki şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları genel olarak vasat seviyede bulunmaktadır.

Tablo- 8: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler aşağıdaki biçimde tanımlanmıştır: fiyat/defter değeri oranı (F/DD), Tobin's Q (TQ), Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE), aktif getiri oranı (AGO), şirket büyüklüğü (ŞB) ve kaldıraç (KALD). Toplam örneklem 35 şirketten oluşmaktadır ve uç değerler çıkarıldıktan sonra 33 şirkete indirilmiştir. Bütün rakamlar 2009 yılı değerlerini göstermektedir.

Panel A: Tam örneklem					
Değişken	Gözlem	Ortalama	Standard sapma	Minimum	Maksimum
Bağımlı Değişkenler					
F/DD	35	1,51	0,73	0,45	3,83
TQ	35	1,21	0,28	0,75	2,02
Bağımsız Değişkenler					
KYE (%)	35	60,25	10,83	27,10	82,40
KYET (%)	35	57,54	11,86	24,30	81,40
Kontrol Değişkenleri					
AGO	35	0,05	0,06	-0,08	0,23
ŞB	35	20,89	1,30	19,00	23,00
KALD	35	0,48	0,21	0,03	0,91
Panel B: İndirgenmiş örneklem					
Değişken	Gözlem	Ortalama	Standard sapma	Minimum	Maksimum
Bağımlı Değişkenler					
F/DD	33	1,44	0,70	0,45	3,83
TQ	33	1,18	0,24	0,75	1,89
Bağımsız Değişkenler					
KYE (%)	33	61,80	8,81	46,70	82,40
KYET (%)	33	59,12	10,06	44,30	81,40
Kontrol Değişkenleri					
AGO	33	0,04	0,05	-0,08	0,18
ŞB	33	20,94	1,32	19,00	23,00
KALD	33	0,48	0,21	0,03	0,91

Tablo- 9’da çalışmada kullanılan değişkenler için 33 şirket örneğine ilişkin korelasyon matrisleri gösterilmektedir. Panel A’da modelde kullanılacak değişkenlerin ikili korelasyonları sunulmaktadır. KYE, her iki bağımlı değişkenle de pozitif ilişkilidir. Ancak korelasyon F/DD ile 0.20’nin altında ve istatistiksel olarak anlamlı değilken ve TQ ile olan 0,30 korelasyon istatistiksel olarak anlamlıdır ($p < \%10$). KYE ile ŞB (şirket büyüklüğü) arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Bu durum Garay ve Gonzalez (2008) ile Leal ve Carvahal-da-Silva’da (2005) gözlemlendiği gibi daha büyük şirketlerin daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olma eğilimlerinin analizde kullanılan 33 şirket örneği için geçerli olmadığını göstermektedir. Bu durum örnekteki şirketlerin yalnız İMKB 100 şirketleri arasından oluşturulmasından kaynaklanmış da olabilir. Ancak belirtilen çalışmalarda şirket büyüklüğü ile kurumsal yönetim arasında gözlenen ilişki, o çalışmalarda analiz edilen modellerde bağımsız değişkenler (açıklayıcı KYE değişkeni ve kontrol değişkenleri) arasında çoklu korelasyon problemi çıkarmaktadır. Diğer taraftan çoklu regresyon modellerinde kullanılacak bağımsız değişkenlerin arasındaki ikili korelasyondan çok, değişkenlerin bir kısmının kontrol edildiği kısmi korelasyon daha önemlidir. Garay ve Gonzalez’de (2008) kısmi korelasyonlar raporlanmamıştır. Ayrıca tablo- 9’da iki değer ölçütü, F/DD ile TQ arasında %76 olarak hesaplandığı görülen korelasyon %1 seviyesinde anlamlıdır. Kontrol değişkenlerinden yalnız KALD’ın firma değer ölçütlerinden F/DD ile %5 seviyesinde anlamlı ikili korelasyona sahip olduğu görülmektedir.

Panel B’de her iki bağımlı değişken için kontrol değişkenleri AGO, ŞB ve KALD olduğu halde KYE ile kısmi korelasyon matrisi verilmektedir. F/DD ve TQ için KYE ile kısmi korelasyonların pozitif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı olmadıkları gözlenmektedir.

Panel C’de ayrıca performans ölçütleri ile her bir kurumsal yönetim alt-endeksi arasındaki ikili korelasyonlar gösterilmektedir. F/DD ile alt-endeksler şeffaflık, yönetim kurulu ve hissedar hakları arasında pozitif ilişki olmakla birlikte, F/DD’nin her üç alt-endeks ile arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. TQ ile

her üç alt-endeks arasında ilişki pozitifdir. Ancak TQ ile de şeffaflık, yönetim kurulu ve hissedar hakları alt-endeksleri arasında ilişki anlamlı değildir.

Tablo- 9: Korelasyon Matrisi²⁷

Bu tablo çalışmada kullanılan değişkenlerin korelasyon matrislerini göstermektedir. Değişkenler, fiyat/defter değeri (F/DD), Tobin's Q (TQ), kurumsal yönetim endeksi (KYE), aktif getiri oranı (AGO), şirket büyüklüğü (ŞB) ve kaldıraç (KALD) olarak tanımlanmıştır. Panel A ikili pearson korelasyon matrisini; Panel B, kontrol değişkenleri AGO, ŞB, KALD sabitken, bağımsız değişken KYE ile performans ölçütü bağımlı değişkenler F/DD ve TQ ile kısmi korelasyon matrisini; Panel C, her iki performans ölçütü ile her bir alt-endeksin ikili pearson korelasyon matrisini göstermektedir.

Çift kuyruk p değerleri her bir korelasyon katsayısının altında gösterilmektedir. N=33.

PANEL A: İki Değişkenli Pearson Korelasyon Matrisi

	F/DD	TQ	KYE	AGO	ŞB	KALD
F/DD	1,00					
TQ	0,76 0,00	1,00				
KYE	0,18 0,67	0,30 0,09	1,00			
AGO	0,20 0,26	0,12 0,48	0,28 0,11	1,00		
ŞB	0,32 0,06	0,27 0,12	0,09 0,61	0,23 0,18	1,00	
KALD	0,41 0,02	0,05 0,74	-0,07 0,69	0,09 0,60	0,31 0,07	1,00

PANEL B: Kısmi Korelasyon Matrisi

Kontrol Değişkenleri	F/DD	KYE	TQ	KYE
AGO, ŞB, KALD	F/DD 1		TQ 1	
	KYE 0,18 0,32	1	KYE 0,27 0,13	1

s.d. 28

²⁷ Tablo izleyen sayfada devam etmektedir.

PANEL C: Performans değişkenlerinin alt-endeşler ile Pearson korelasyonları

	F/DD	TQ
Şeffaflık	0,07	0,16
	0,69	0,36
Yönetim kurulu	0,18	0,28
	0,31	0,11
Hissedar hakları	0,16	0,24
	0,36	0,16

İki şirketin KYE'leri aykırı veri (outlier) olarak gözlemlendiğinden analizden bu iki şirket çıkartılmış ve 33 şirket verisi ile çalışılmıştır. Değişkenlerden toplam varlıklara (şirket büyüklüğünün temsilcisi olarak) logaritmik dönüşüm uygulanmıştır.

KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisini sorgulamak için firma değerinin temsilcisi olarak seçilen bağımlı değişkenlerin F/DD veya TQ olarak belirlendiğı aşağıdaki modeller oluşturulmuştur.

3.5.2.1. KYE'nin F/DD Üzerindeki Etkisinin İncelendiğı Modeller ve Bulguları

İlk olarak firma değerinin temsilcisi olarak seçilen F/DD ile bağımsız ve kontrol değişkenlerinin firma değeri üzerindeki etkisini sorgulamak için regresyon modelleri oluşturulmuştur.

(F/DD Model 1):
$$F/DD = \beta_0 + \beta_1 KYE$$

Bu modelde KYE'deki yüzde birlik değişikliğin F/DD üzerinde ne kadar yüzdelik değişime neden olduğı incelenmiştir. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. KYE puanının sıfır olması durumunda bile bir firma değerinin mevcut olması makul

olduğundan modellerde “sabit” kullanılmıştır. Sabitin pozitif bir sayı çıkması beklenmektedir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerini yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıdır. KYE'nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayımıyla, bu katsayının işaretinin modelde pozitif çıkması beklenmektedir.

Tablo- 10: Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları

(F/DD Model 1): $F/DD = \beta_0 + \beta_1KYE$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları, F/DD için kurumsal yönetim endeksi (KYE) Tanımlanan kontrol değişkenleri yok, $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken F/DD Model 1					
KYE	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R kare
0,183 (0,307)	0,538 (0,607)	33	0,079	0,034	0,002

Regresyon sonuçları Tablo- 10’da verilen Model 1 tek açıklayıcı değişken olarak KYE’ni içermektedir. KYE’de %1’lik artış F/DD’de %0,183 artışa neden olmaktadır. Bu ilişkinin yönü kurumsal yönetim ile firma değeri arasında beklenene uygundur ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir ($t=0,307$ $p>0,10$).

(F/DD Model 2): $F/DD = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO$

Model 2’de KYE’nin yanı sıra AGO kontrol değişkeni olarak ilave edilmiştir. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının ve AGO’nun sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. Bir mali yıla ilişkin aktif getiri oranının sıfır olması durumunda bile, pozitif firma değeri çıkması mümkündür. Bu nedenle β_0 sabitinin normal koşullarda pozitif çıkması beklenerek modelde sabite yer verilmiştir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerini, AGO sabit tutulduğunda, yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıdır. KYE’nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayımıyla, bu katsayının işaretinin Model

2’de pozitif çıkması beklenmektedir. Bu modelde β_2 , AGO’daki yüzde birlik artışın KYE puanında değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. AGO literatürde, KYE’nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılan bir kontrol değişkenidir. AGO’nun firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir.

Tablo- 11: Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları

(F/DD Model 2): $F/DD = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları F/DD kurumsal yönetim endeksi (KYE) Tanımlanan kontrol değişkenleri aktif getiri oranı (AGO), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken F/DD Model 2						
KYE	AGO	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,138	0,161	0,670	33	0,917	0,058	-0,005
(0,748)	(0,874)	(0,743)				

Regresyon sonuçları Tablo-11’de sunulan 2 no.’lu model, modele KYE dışında AGO kontrol değişkeninin ilave edildiği modeldir. Bu modele de KYE eşitliğe pozitif katsayı (0,138) ile girmekte ancak katsayı istatistiksel olarak anlamlı çıkmamaktadır ($t=0,748$, $p > 0,10$). Kontrol değişkeni AGO da modele istatistiksel olarak anlamlı biçimde girememektedir ($t=0,874$, $p > 0,10$). F istatistiği %10 düzeyinde anlamlı değildir.

(F/DD Model 3): $F/DD = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2\text{ŞB}$

Model 3’te KYE’nin yanı sıra ŞB kontrol değişkeni olarak ilave edilmiştir. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının ve ŞB’nin sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. β_0 sabiti bu durumda ŞB ve KYE değişkenlerinin açıklayamadığı firma değerini ifade edecektir. Dolayısıyla β_0 sabitinin normal koşullarda pozitif çıkması beklenerek modelde sabite yer verilmiştir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerini, ŞB sabit tutulduğunda, yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıdır. KYE’nin firma değeri

üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayımıyla, bu katsayının işaretinin Model 3'te pozitif çıkması beklenmektedir. Modelde yer alan β_2 , ŞB'deki yüzde birlik artışın KYE puanında değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. ŞB literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılan bir kontrol değişkenidir. Büyük şirketlerin genellikle daha çok maddi olmayan varlığa sahip olduğu ve büyüme fırsatlarına daha açık oldukları, dolayısıyla önlerinde bulunan büyüme fırsatlarının yüksek firma değeri ile ilişkili olduğu görüşüyle ŞB'nin firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir (Javed ve Robina, 2007 : 20).

Tablo- 12: Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları

$$(F/DD \text{ Model 3}): \quad F/DD = \beta_0 + \beta_1 KYE + \beta_2 \text{ŞB}$$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları F/DD için kurumsal yönetim endeksi (KYE) Tanımlanan kontrol değişkenleri), şirket büyüklüğü (ŞB), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken F/DD Model 3						
KYE	ŞB	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,155	0,314	-2,842	33	2,265	0,131	0,073
(0,907)	(1,835)	(-1,400)				

Regresyon sonuçları Tablo 12'de gösterilen 3 no.'lu model, modele KYE dışında ŞB kontrol değişkeninin ilave edildiği modeldir. Bu modele de KYE eşitliğe pozitif katsayı (0,155) ile girmekte ancak katsayı istatistiksel olarak anlamlı çıkmamaktadır ($t=0,907$, $p>0,10$). Kontrol değişkeni ŞB de modele istatistiksel olarak anlamlı biçimde girememektedir ($t=1,835$, $p>0,10$). F istatistiği %10 düzeyinde anlamlı değildir.

$$(F/DD \text{ Model 4}): \quad F/DD = \beta_0 + \beta_1 KYE + \beta_2 KALD$$

Model 4'te KYE ile birlikte KALD kontrol değişkeni olarak modele sokulmuştur. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının ve KALD'nin sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, β_0 sabiti, KYE ve

KALD değişkenlerinin açıklayamadığı firma değerini ifade edecektir. Dolayısıyla β_0 sabitinin normal koşullarda pozitif çıkması beklenerek modelde sabite yer verilmiştir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerini, KALD sabit tutulduğunda, yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıdır. KYE'nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayımıyla, bu katsayının işaretinin Model 4'te pozitif çıkması beklenmektedir. Bu modelde β_2 , KALD'daki yüzde birlik artışın KYE puanında değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. KALD, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında, literatürde sıklıkla kullanılan bir kontrol değişkenidir. Standart sermaye yapısı teorisinde belirtildiği gibi, kaldıraç faiz vergi kalkını etkisinden dolayı firma değerini artırdığından, kaldıraç derecesi önemli bir etken olarak düşünülmüştür. KALD'ın firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir.

Tablo- 13: Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları

(F/DD Model 4): $F/DD = \beta_0 + \beta_1 KYE + \beta_2 KALD$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları F/DD için kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri kaldıraç (KALD), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken F/DD Model 4						
KYE	KALD	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,213	0,426**	-0,276	33	4,097**	0,215	0,162
(1,315)	(2,628)	(-0,318)				

Regresyon sonuçları Tablo- 13'te verilen 4 no.'lu model, modele KYE dışında KALD kontrol değişkeninin ilave edildiği modeldir. Bu modele de KYE eşitliğe pozitif katsayı (0,213) ile girmekte ancak katsayı istatistiksel olarak anlamlı çıkmamaktadır ($t=1,315$, $p > 0,10$). Kontrol değişkeni KALD ise modele 0,426 katsayı ile istatistiksel olarak anlamlı biçimde girmektedir ($t=2,888$, $p < 0,05$). Modelin açıklayıcılığının göstergesi R² 0,215'tir. F istatistiği %5 düzeyinde anlamlıdır. Düzeltilmiş R² 0,162 çıkmaktadır. KALD'ın F/DD değeri üzerinde pozitif etkisinin olduğu gözlenmektedir.

(F/DD Model 5):
$$F/DD = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO + \beta_3\text{ŞB} + \beta_4KALD$$

Model 5'te KYE'nin F/DD üzerindeki etkisinin araştırılmasında, KYE dışında, daha önce modellere tek tek sokulan kontrol değişkenleri AGO, ŞB ve KALD birlikte modele dahil edilmişlerdir. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının ve AGO, ŞB ve KALD'nin sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, β_0 sabiti, KYE ile AGO, ŞB ve KALD kontrol değişkenlerinin açıklayamadığı firma değerini ifade edecektir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerini, AGO, ŞB ve KALD sabit tutulduğunda, yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıdır. KYE'nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayımıyla, bu katsayının işaretinin Model 5'te pozitif çıkması beklenmektedir. Bu modelde β_2 , AGO'daki yüzde birlik artışın KYE puanında ve ŞB ile KALD'da değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. AGO literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılan bir kontrol değişkenidir. AGO'nun firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir. Bu modelde β_3 , ŞB'deki yüzde birlik artışın KYE puanında ve AGO ile KALD'da değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. ŞB literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılan bir kontrol değişkenidir. ŞB'nin firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir. Bu modelde β_4 , KALD'daki yüzde birlik artışın KYE puanında ve AGO ile ŞB'de değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. KALD literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılan bir kontrol değişkenidir. KALD'nin firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir.

Tablo- 14: Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları

(F/DD Model 5): $F/DD = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO + \beta_3\text{ŞB} + \beta_4KALD$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları F/DD kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri aktif getiri oranı (AGO), şirket büyüklüğü (ŞB), ve kaldıraç (KALD), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken F/DD Model 5								
KYE	AGO	ŞB	KALD	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzt. R ²
0,171	0,075	0,182	0,359**	-2,048	33	2,382*	0,254	0,147
(0,999)	(0,430)	(1,031)	(2,077)	(-1,006)				

Regresyon sonuçları Tablo- 14'te verilen Model 5'te ise bütün değişkenler tahminde yer almaktadır. KYE katsayısı (0,171) gene pozitifdir ve istatistiksel olarak anlamlı değildir ($t=0,999$ $p > 0,10$). Model 5'te kontrol değişkenlerinden AGO ($t=0,430$ $p > 0,10$) ile ŞB ($t=1,031$ $p > 0,10$) istatistiksel olarak anlamlı çıkmamakta fakat KALD ise ($t=2,077$ $p < 0,05$) modele pozitif katsayı ile istatistiksel olarak anlamlı biçimde girmektedir. KALD'daki %1 artış F/DD'de % 0,359 artışa neden olmaktadır. Modelin açıklayıcılık oranı R² 0,254 olarak çıkmakta, düzeltilmiş R² ise 0,147 olarak hesaplanmaktadır. F test sayısı istatistiksel olarak %10 düzeyinde anlamlıdır ($F=2,382$ $p < 0,10$)

(F/DD Model Geriye Doğru Eleme):

$F/DD = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO + \beta_3\text{ŞB} + \beta_4KALD$

Firma değerinin temsilcisi olarak F/DD'nin seçildiği modellerin sonuncusu olarak yukarıda belirtilen bütün değişkenler (KYE, AGO, ŞB, KALD) geriye doğru eleme regresyona (backward elimination regression) tabi tutulmuşlardır.

Tablo- 15: Fiyat/Defter Değeri (F/DD) Regresyonları(F/DD Model Geriye Doğru Eleme): $F/DD = \beta_0 + \beta_4 KALD$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları F/DD için kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri, aktif getiri oranı (AGO), şirket büyüklüğü (ŞB) ve kaldıraç (KALD), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken F/DD Geriye Doğru Eleme						
KALD	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²	
0,411**	0,807***	33	6,316**	0,169	0,142	
(2,513)	(2,881)					

Sonuçları Tablo- 15’te gösterilen, başlangıçta KYE ve bütün kontrol değişkenlerinin birlikte modele sokulduğu geriye doğru eleme regresyon yönteminde yalnız kontrol değişkeni KALD açıklayıcı değişken olarak istatistiksel olarak anlamlı biçimde modelde kalmaktadır ($t=2,513$ $p < 0,05$) ($R^2=0,169$ Düzeltilmiş $R^2=0,142$ $F=6,316$ $p < 0,05$).

3.5.2.2. KYE’nin TQ Üzerindeki Etkisinin İncelendiği Modeller ve Bulguları

İkinci olarak firma değerinin temsilcisi olarak seçilen bağımlı değişken TQ ile bağımsız ve kontrol değişkenlerinin firma değeri üzerindeki etkilerini sorgulamak için regresyon modelleri oluşturulmuştur.

(TQ Model 1): $TQ = \beta_0 + \beta_1 KYE$

Bu modelde KYE’deki yüzde birlik değişikliğin TQ üzerinde ne kadar yüzdelik değişime neden olduğu incelenmiştir. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. KYE puanının sıfır olması durumunda bile bir firma değerinin mevcut olması makul olduğundan modellerde “sabit” kullanılmıştır. Sabitin pozitif bir sayı çıkması beklenmektedir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerini

yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıdır. KYE'nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayımıyla, bu katsayının işaretinin modelde pozitif çıkması beklenmektedir.

Tablo- 16: Tobin's Q (TQ) Regresyonları

(TQ Model 1): $TQ = \beta_0 + \beta_1 KYE$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları Tobin's Q için kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri yok, $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken Tobin's Q Model 1					
KYE	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,300*	0,659	33	3,072*	0,090	0,061
(1,753)	(2,184)				

Tablo- 16'da regresyon sonuçları verilen Model 1'de KYE'deki %1 artış TQ'da %0,30'luk bir artışa neden olan, tek açıklayıcı değişken olarak raporlanmıştır. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak düşük düzeyde anlamlıdır ($t=1,753$, $p < 0,10$). Modelin açıklayıcılığı R^2 0,09 olarak hesaplanmıştır ($F= 3,072$ $p < \%10$).

(TQ Model 2): $TQ = \beta_0 + \beta_1 KYE + \beta_2 AGO$

TQ'ya ilişkin Model 2'ye KYE ile birlikte AGO kontrol değişkeni olarak sokulmuştur. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının ve AGO'nun sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. Bir mali yıla ilişkin aktif getiri oranının sıfır olması durumunda bile, pozitif firma değeri çıkması mümkündür. Bu nedenle β_0 sabitinin normal koşullarda pozitif çıkması beklenerek modelde sabite yer verilmiştir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerinde, AGO'da % farklılık olmadığında, yüzde kaç değişime neden olacağını gösteren katsayıdır. KYE'nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayılarak, β_1 'in işaretinin bu modelde de pozitif çıkması beklenmektedir. Bu modelde β_2 , AGO'daki yüzde birlik artışın, KYE puanında % değişim olmadığında,

firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. Kontrol değişkeni olarak AGO literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılmaktadır. AGO'nun firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir.

Tablo- 17: Tobin's Q (TQ) Regresyonları

(TQ Model 2): $TQ = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları Tobin's Q için kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri aktif getiri oranı (AGO), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken Tobin's Q Model 2						
KYE	AGO	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,287 (1,584)	0,047 (0,258)	0,673 (2,164)**	33	1,523	0,092	0,032

TQ'ya ilişkin olarak regresyon sonuçları Tablo- 17'de sunulan Model 2'de, KYE'nin yanı sıra kontrol değişkeni olarak modele dahil edilen AGO'nun katsayıları beklenene uygun olarak pozitif işaretli olmakla beraber istatistiksel olarak anlamlı değillerdir. KYE'nin katsayısı 0,287 (t=1,584, $p > 0,10$) çıkmakta, KYE'de %1 artış, AGO'da % değişim yokken, TQ'da %0,287 artışa neden olmakta; AGO'nun katsayısı ise 0,047 (t=0,258, $p > 0,10$) çıkmakta, AGO'da %1 artış, KYE'de % değişim yokken, TQ'da %0,047 artışa neden olmaktadır.

(TQ Model 3): $TQ = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2\text{ŞB}$

TQ'ya ilişkin Model 3'te kontrol değişkeni olarak ŞB, KYE ile birlikte modelde yer almıştır. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının ve ŞB'nin sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını göstermektedir. β_0 sabiti bu durumda ŞB ve KYE değişkenlerinin açıklayamadığı firma değeri olarak yorumlanacaktır. Bu nedenle β_0 sabitinin normal koşullarda pozitif çıkması beklenerek modelde sabite yer verilmiştir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerini, ŞB sabit tutulduğunda, yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıyı göstermektedir.

KYE'nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayılmakta ve bu katsayının işaretinin Model 3'te pozitif olması beklenmektedir. Bu modelde β_2 , ŞB'deki yüzde birlik artışın, KYE puanında % değişim yokken, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. Kontrol değişkeni olarak ŞB, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında, literatürde sıklıkla kullanılmaktadır. Büyük şirketler genellikle daha çok maddi olmayan varlığa sahip olmakta ve bu durum önlerine daha fazla büyüme fırsatı çıkarmaktadır. Dolayısıyla önlerinde bulunan büyüme fırsatlarının yüksek firma değeri ile ilişkili olduğu görüşüyle ŞB'nin firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir (Javed ve Robina, 2007).

Tablo- 18: Tobin's Q (TQ) Regresyonları

(TQ Model 3): $TQ = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2ŞB$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları Tobin's Q için kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri, şirket büyüklüğü (ŞB), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken Tobin's Q Model 3						
KYE	ŞB	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,278	0,245	-0,269	33	2,643*	0,150	0,093
(1,645)	(1,451)	(0,382)				

TQ'ya ilişkin olarak regresyon sonuçları Tablo- 18'de sunulan Model 3'te, KYE'nin yanı sıra kontrol değişkeni olarak modele dahil edilen ŞB'nin katsayıları beklenene uygun olarak pozitif işaretli ve ancak katsayıları istatistiksel olarak anlamlı değildir. KYE'deki %1 artış, ŞB sabit tutulduğunda, TQ'da %0,278 artışa neden olmakta fakat bu etki %10 seviyesinde anlamlı çıkmamaktadır ($t=1,645$ $p > 0,10$). ŞB'deki %1 artış, KYE sabit tutulduğunda, TQ'da %0,245 artışa neden olmakta ancak bu etki %10 seviyesinde anlamlı sonuç vermemektedir ($t=1,451$ $p > 0,10$).

(TQ Model 4): $TQ = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2KALD$

TQ'ya ilişkin Model 4'te KALD kontrol değişkeni olarak KYE'nin yanında modele ilave edilmiştir. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanının ve KALD'ın sıfır olması

durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle, β_0 sabiti, modeldeki KYE ve KALD değişkenlerinin açıklayamadığı firma değerini ifade edecektir. Dolayısıyla β_0 sabitinin normal koşullarda pozitif çıkması beklenmektedir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin, KALD'da % değişim olmadığında, şirket değerini yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıdır. KYE'nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayımıyla, bu katsayının işaretinin Model 4'te pozitif çıkması beklenmektedir. Bu modelde β_2 , KALD'daki yüzde birlik artışın, KYE'de % değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. KALD literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılan bir kontrol değişkenidir. Standart sermaye yapısı teorisinde belirtildiği gibi, kaldırıcın faiz vergi kalkını etkisinden dolayı firma değerini artırması beklenmekte olup, kaldırıcı derecesi önemli bir etken olarak düşünülmüştür. KALD'ın firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir.

Tablo- 19: Tobin's Q (TQ) Regresyonları

(TQ Model 4): $TQ = \beta_0 + \beta_1 KYE + \beta_2 KALD$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları Tobin's Q için kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri kaldırıcı (KALD), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken Tobin's Q Model 4						
KYE	KALD	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,306*	0,081	0,605*	33	1,605	0,097	0,036
(1,759)	(0,464)	(1,849)				

TQ'ya ilişkin olarak regresyon sonuçları Tablo- 19'da sunulan Model 4'te, KYE'nin yanı sıra kontrol değişkeni olarak modele dahil edilen KALD'ın katsayıları, KYE ve KALD için beklenene uygun olarak pozitif işaretli fakat yalnız KYE'nin katsayısı istatistiksel olarak anlamlıdır (t=1,759, $p < 0,10$); KALD için ise katsayı istatistiksel olarak anlamlı değildir (t=0,464 $p > 0,10$). KYE'deki %1 artış, KALD sabit tutulduğunda, TQ'da %0,306 artışa neden olmaktadır. Modelin açıklayıcılığı R²

0,097 (düzeltilmiş $R^2 = 0,036$) çıkmakta, F testi %10 seviyesinde anlamlı sonuç vermemektedir ($F=1,605$ $p>0,10$)

(TQ Model 5):
$$TQ = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO + \beta_3\text{ŞB} + \beta_4KALD$$

Model 5'te KYE'nin TQ üzerindeki etkisinin araştırılmasında, KYE dışında, daha önce modellere tek tek sokulan kontrol değişkenleri AGO, ŞB ve KALD birlikte modele dahil edilmişlerdir. Bu doğrusal modelde β_0 , KYE puanı ile AGO, ŞB ve KALD'in sıfır olması durumunda firma değerinin ne kadar olacağını ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, β_0 sabiti, KYE ile AGO, ŞB ve KALD kontrol değişkenlerinin açıklayamadığı firma değerini ifade edecektir. β_1 , KYE puanındaki yüzde birlik pozitif değişimin şirket değerini, AGO, ŞB ve KALD sabit tutulduğunda, yüzde kaç artıracığını gösteren katsayıdır. KYE'nin firma değeri üzerinde pozitif etkisi olacağı varsayımıyla, bu katsayının işaretinin Model 5'te pozitif çıkması beklenmektedir. Modelde yer alan β_2 , AGO'daki yüzde birlik artışın KYE puanında ve ŞB ile KALD'da değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. AGO bir kontrol değişkeni olarak literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılmaktadır. AGO'nun firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir. ŞB'nin katsayısı olarak modelde bulunan β_3 , ŞB'deki yüzde birlik artışın KYE puanında ve AGO ile KALD'da değişim olmadığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. Kontrol değişkeni olarak ŞB literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılmaktadır. ŞB'nin firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir. Bu modelde β_4 , KALD'daki yüzde birlik artışın, KYE puanı ve AGO ile ŞB sabit kaldığında, firma değerinde yüzde kaç artışa neden olacağını göstermektedir. KALD literatürde, KYE'nin firma değeri üzerindeki etkisinin sorgulanmasında sıklıkla kullanılan bir kontrol değişkenidir. KALD'ın firma değeri üzerindeki etkisinin pozitif çıkması beklenmektedir.

Tablo- 20: Tobin's Q (TQ) Regresyonları

$$(TQ \text{ Model 5}): TQ = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO + \beta_3\text{\$B} + \beta_4KALD$$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları Tobin's Q için kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri aktif getiri oranı (AGO), şirket büyüklüğü (\\$B), ve kaldıraç (KALD), p<.10

*p<.10, **p<.05, ***p<.01. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken Tobin's Q Model 5								
KYE	AGO	\\$B	KALD	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,281	-0,010	0,247	0,003	-0,279	33	1,235	0,150	0,028
(1,537)	(-0,055)	(1,309)	(0,015)	(-0,365)				

TQ'ya ilişkin olarak regresyon sonuçları Tablo- 20'de gösterilen Model 5'te ise bütün kontrol değişkenleri bulunmaktadır. KYE bu modelde de pozitif işaretini korumakta, KYE'deki %1 artış, AGO, \\$B ve KALD'da % değişim yokken, TQ'da %0,281 artışa neden olmakta, ancak değişken modelde istatistiksel olarak anlamlı çıkmamaktadır (t=1,537 p>0,10). Katsayısı negatif işaretli çıkan kontrol değişkeni AGO için de istatistiksel olarak anlamlı sonuç bulunmamıştır (t=-0,055 p>0,10). AGO'da %1 artışın, KYE, \\$B ve KALD'da % değişim yokken, TQ'da %0,01 azalışa neden olduğu gözlenmektedir. Katsayıları beklendiği gibi pozitif çıkan kontrol değişkenleri \\$B (t=1,309 p>0,10) ve KALD (t=0,003 p>0,10) için de sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir. Modelin açıklayıcılığı R² 0,150 (düzeltilmiş R²= 0,372) çıkmakta, F testi %10 seviyesinde anlamlı sonuç vermemektedir (F=1,235 p>0,10).

$$(TQ \text{ Model Geriye Doğru Eleme}): TQ = \beta_0 + \beta_1KYE + \beta_2AGO + \beta_3\text{\$B} + \beta_4KALD$$

Firma değerinin temsilcisi olarak TQ'nun seçildiği modellerin sonuncusu olarak yukarıda belirtilen bütün değişkenler (KYE, AGO, \\$B, KALD) geriye doğru eleme regresyona (backward elimination regression) tabi tutulmuşlardır.

Tablo- 21: Tobin's Q (TQ) Regresyonları(TQ Model Geriye Doğru Eleme): $TQ = \beta_0 + \beta_1 KYE$

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları Tobin's Q için kurumsal yönetim endeksi (KYE). Tanımlanan kontrol değişkenleri, aktif getiri oranı (AGO), şirket büyüklüğü (ŞB), ve kaldıraç (KALD), $p < 0.10$

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Bağımlı değişken Tobin's Q Geriye Doğru Eleme					
KYE	Sabit	Gözlem	F	R ²	Düzl. R ²
0,300*	0,659**	33	3,072*	0,090	0,061
(1,753)	(2,184)				

Tablo- 21'de sonuçları verilen son regresyon modelinde, başlangıçta KYE ve bütün kontrol değişkenleri modele alınmışken, TQ için geriye doğru eleme regresyon yöntemi uygulandığında yalnız, KYE değişkeni modelde düşük düzeyde anlamlı biçimde kalmış olup kontrol değişkenlerinin hiç biri modele girememiştir (KYE: $t=1,753$ $p < 0,10$). KYE'de %1'lik artış TQ'da %0,30 artışa neden olmaktadır. Modelin açıklayıcılık düzeyi $R^2=0,090$ (düzeltilmiş $R^2= 0,061$) çıkmaktadır; F istatistiği %10 seviyesinde anlamlıdır ($F=3,072$ $p < 0,10$). Bu sonuçlar 1 no.'lu TQ modeli ile aynıdır.

Tablo- 22: Fiyat/Defter Değeri (F/DD) ve Tobin's Q (TQ) Regresyonları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları F/DD ve Tobin's Q için kurumsal yönetim endeksi (KYE) 5 model için. Tanımlanan değişkenler aktif getiri oranı (AGO), şirket büyüklüğü (ŞB), ve kaldıraç (KALD), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Panel A: Bağımlı değişken F/DD

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Geriye Doğru Eleme
KYE	0,183 (1,039)	0,138 (0,748)	0,155 (0,907)	0,213 (1,315)	0,171 (0,999)	
AGO		0,161 (0,874)			0,075 (0,430)	
ŞB			0,314 (1,835)*		0,182 (1,031)	
KALD				0,426** (2,628)	0,359** (2,077)	0,411** (2,513)
Sabit	0,538 (0,607)	0,670 (0,743)	-2,842 (-1,400)	-0,276 (-0,318)	-2,048 (-1,006)	0,807*** (2,881)
Gözlem	33	33	33	33	33	33
F	1,079	0,917	2,265	4,097**	2,382*	6,316**
R ²	0,034	0,058	0,131	0,215	0,254	0,169
Düzl. R kare	0,002	-0,005	0,073	0,162	0,147	0,142

Panel B: Bağımlı değişken Tobin's Q

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Geriye Doğru Eleme
KYE	0,300* (1,753)	0,287 (1,584)	0,278 (1,645)	0,306* (1,759)	0,281 (1,537)	0,300* (1,753)
AGO		0,047 (0,258)			-0,010 (-0,055)	
ŞB			0,245 (1,451)		0,247 (1,309)	
KALD				0,081 (0,464)	0,003 (0,015)	
Sabit	0,659** (2,184)	0,673** (2,164)	-0,269 (-0,382)	0,605* (1,849)	-0,279 (-0,365)	0,659** (2,184)
Gözlem	33	33	33	33	33	33
F	3,072*	1,523	2,643*	1,605	1,235	3,072*
R ²	0,090	0,092	0,150	0,097	0,150	0,090
Düzl. R kare	0,061	0,032	0,093	0,036	0,028	0,061

3.5.2.3. KYE'nin F/DD ve TQ Üzerindeki Etkisinin İncelendiği Bulguların Özetlenmesi ve Birlikte Değerlendirilmesi

Özet olarak, yukarıda F/DD ve TQ'ya ilişkin olarak sıralanan tüm modeller Tablo-22'de birlikte gösterilmektedir. Tablo- 22'deki Panel A, 2009 yılı için fiyat/defter değeri'nin (F/DD), KYE ve kontrol değişkenleri üzerinden basit en küçük kareler yöntemi ile tahmini sunulmaktadır. Model 1 tek açıklayıcı değişken olarak KYE'ni içermektedir. KYE'de %1 artış F/DD'de %0,183 artışa neden olmaktadır. Bu ilişkinin yönü kurumsal yönetim ile firma değeri arasında beklenene uygundur ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir ($t=1,039$ $p>0,10$). 2, 3 ve 4 no.lu modeller, modele KYE dışında birer kontrol değişkeninin ilave edildiği modellerdir. Bu modellere de KYE eşitliğe pozitif katsayı ile girmekte ancak KYE katsayıları istatistiksel olarak anlamlı çıkmamaktadır. 2, 3 ve 4'üncü modellerde kontrol değişkenlerine bakıldığında, kontrol değişkenleri ŞB (Model 3, $t=1,835$ $p<0,10$) ve KALD (Model 4, $t=0,426$, $p<0,05$) istatistiksel olarak anlamlı biçimde ilgili modelde yer almaktadır. Ancak kontrol değişkeni ŞB'nin yer aldığı modelde F testi istatistiksel olarak anlamlı sonuç vermemektedir. Model 5'te ise bütün değişkenler tahminde yer almaktadır. KYE katsayısı yine pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı değildir ($t=0,171$ $p>0,10$). Model 5'te kontrol değişkenlerinden AGO ($t=0,430$ $p>0,10$), ŞB ($t=0,182$ $p>0,10$) istatistiksel olarak anlamlı çıkmamakta fakat KALD ise ($t=2,077$ $p<0,05$) modele istatistiksel olarak anlamlı biçimde girmektedir. Geriye doğru eleme regresyonda ise modele yalnız kontrol değişkeni KALD açıklayıcı değişken olarak istatistiksel olarak anlamlı biçimde dahil olmaktadır ($t=2,513$ $p<0,05$) ($R^2=0,169$ Düzeltilmiş $R^2=0,142$ $F=6,316$ $p<0,05$).

Tablo-22'deki Panel B, KYE ve kontrol değişkenleri için TQ regresyonlarının sonuçlarını göstermektedir. Model 1'de KYE'ndeki %1 artış TQ'da %0,30'luk bir artışa neden olan, tek açıklayıcı değişken olarak raporlanmıştır. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak düşük düzeyde anlamlıdır ($t=1,753$, $p<0,10$). 2, 3 ve 4'üncü modeller tahmine bir kontrol değişkeninin dahil edildiği modellerdir; Model 2 ($t=1,584$ $p>0,10$) ve Model 3 ($t=1,645$ $p>0,10$) KYE için istatistiksel olarak anlamlı bir

katsayı vermese de, Model 4 ($t=1,759$ $p<0,10$) KYE için istatistiksel olarak düşük düzeyde anlamlı sonuç vermektedir. 2, 3 ve 4'üncü modellerin hiç birinde, kontrol değişkeni olarak modele sokulan AGO, ŞB ve KALD ilgili oldukları modellerde istatistiksel olarak anlamlı katsayı almamışlardır. Model 5'te ise bütün kontrol değişkenleri bulunmaktadır. KYE bu modelde de pozitif işaretini korumakta ancak değişken modelde istatistiksel olarak anlamlı çıkmamaktadır. Model 5'te de kontrol değişkenleri istatistiksel olarak anlamlı değildir (AGO $t=-0,055$ $p>0,10$; ŞB $t=0,247$ $p>0,10$; KALD $t=0,003$ $p>0,10$). Geriye doğru eleme regresyon yöntemi uygulandığında KYE ($t=1,753$ $p<0,10$) dışında, AGO, ŞB ve KALD kontrol değişkenleri, modele istatistiksel olarak anlamlı biçimde girmemektedirler. Modelde, KYE'deki %1 artış TQ'da %0,30'luk bir artışa neden olan, tek açıklayıcı değişken olarak belirlenmiştir. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak düşük düzeyde anlamlıdır ($t=1,753$, $p<0,10$). Modelin açıklayıcılığı R^2 0,09 olarak hesaplanmıştır ($F= 3,072$ $p<0,10$). Bu sonuç 1 no.'lu TQ modeli ile aynıdır.

Tablo- 23: Alt-endeksler İçin Regresyon Sonuçları

* $p<0,10$, ** $p<0,05$, *** $p<0,01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir

	Bağımlı değişken F/DD			Bağımlı değişken TQ		
	SEF	YK	HH	SEF	YK	HH
SEF	0,036 (0,210)			0,115 (0,613)		
YK		0,154 (0,904)			0,265 (1,460)	
HH			0,195 (1,175)			0,247 (1,378)
Sabit	-1,498 (-0,706)	-1,582 (-0,821)	-2,363 (-1,132)	-0,060 (-0,075)	-0,018 (-0,024)	-0,323 (-0,407)
Gözlem	33	33	33	33	33	33
F	2,073	2,323*	2,505*	0,696	1,172	1,109
R^2	0,229	0,249	0,264	0,090	0,143	0,137
Düzl. R^2	0,118	0,142	0,158	-0,040	0,021	0,013

Ayrıca F/DD ve TQ bütün kontrol değişkenleri dahil edilerek ve Şeffaflık (SEF), Yönetim Kurulu (YK), Hissedar Hakları (HH) bağımlı değişken olarak alınarak ayrı ayrı her bir alt-endeks üzerinde de regresyona tabi tutulmuştur. Bu modellerde, alt-endekslerin hiç biri için, kurumsal yönetim endeksi istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır (Tablo- 23).

Sonuç olarak regresyon modellerinde, KYE ile firma değeri arasında, TQ ile beklendiği gibi pozitif fakat istatistiksel olarak zayıf anlamlılık, F/DD ile yine pozitif fakat istatistiksel olarak anlamlı olmayan ilişkiler bulunmuştur. Kontrol değişkenlerinden yalnız KALD ile F/DD arasında anlamlı ilişki görülmüş (ŞB için F/DD ile anlamlı ilişki görülmekle birlikte modelin F istatistiği anlamlı değildir), TQ ile hiçbir kontrol değişkeni arasında anlamlı ilişki belirlenmemiştir.

Bu noktada, şirketler için oluşturulan KYE'nin başka bir ifade ile derecelendirme notlarının şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını ne ölçüde doğru kapsadığı sorusu akla gelmektedir. Zira endeksin oluşturulması tamamıyla kamuya açık bilgilerden hareketle gerçekleştirilmiştir. Bir kurumsal yönetim derecelendirme şirketi ise kuşkusuz daha fazla içeriden bilgiye erişme olanağına sahiptir. Bu konuda SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme şirketlerinin verdiği kurumsal derecelendirme notları derlenmiştir. SPK tarafından kurumsal yönetim derecelendirmesi için yetkilendirilen TCR (2 firma), Saha (21 firma, toplam 47 yıl-firma), Kobirate (4 firma), ve JCR Avrasya (1 firma) şirketlerinin ağ sayfalarında SPK ilkeleri doğrultusunda yapılan kurumsal yönetim derecelendirme notları incelenmiştir²⁸. Bu şekilde edinilen 54 derecelendirme notu Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri, Yönetim Kurulu alt notları ile, alt notların SPK kurumsal yönetim ilkelerinde yer verilmiş yüzdelerle ağırlıklarla çarpılmasından sonra, çarpım sonuçları toplanmak suretiyle hesaplanan “ortalama not”tan oluşmaktadır. Notların bir kısmı bankalara, bir kısmı ise finansal kiralama

²⁸ TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. www.turkkredirating.com, Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. www.saharating.com, Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. www.kobirate.com.tr, JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. www.jcravrsyarating.com.

şirketlerine aittir; bazılarının hisseleri İMKB’de işlem görmemektedir. Bunlar ayıklandıktan sonra yalnız Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.’nin verdiği notlar kalmıştır ve 15 firmanın, 2008, 2009, 2010 yıllarına ait 31 adet firma-dönem kaydı elde edilmiştir (EK- 3). Bir firma yalnız bir yıla ait derecelendirme notuna sahip olabildiği gibi, birden çok yılda da derecelendirilmiş firmalar bulunmaktadır.

Tablo- 24: Derecelendirme Şirketinin Verdiği Notların Tanımlayıcı İstatistikleri

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma
Pay Sahipleri Notu	7,69	8,87	8,31	0,38529
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Notu	7,33	9,47	8,84	0,45578
Menfaat Sahipleri Notu	7,51	9,82	9,00	0,57439
Yönetim Kurulu Notu	5,64	7,29	6,57	0,35617
Ortalama Not	7,08	8,65	8,17	0,30437
N= 31				

Tablo- 24’de görüleceği üzere firmaların tamamı ortalama not olarak 7’nin üzerinde değerlendirilmiş olup, ortalama notların ortalaması 8,17 ile “iyi” kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olduklarını belirtmektedir. Pay sahipleri ortalaması 8,3, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ortalaması 8,8, menfaat sahipleri ortalaması 9, yönetim kurulu ortalaması ise 6,5 hesaplanmıştır. Kurumsal yönetim açısından yönetim kuruluna ilişkin uygulamaların en geliştirilmeye muhtaç, menfaat sahiplerine ilişkin uygulamaların ise en gelişmiş durumda değerlendirildiği anlaşılmaktadır. “Yönetim Kurulu”na ilişkin notların genel eğiliminin hesaplanan KYE ile uyumlu olduğu söylenebilir. “Menfaat Sahipleri” ise KYE’nin oluşturulmasında ayrıca dikkate alınmamıştır. Ortalama derecelendirme notunun şirketler için ortalaması 8,17 iken, KYE ile hesaplanan ortalama not 10 üzerinden 6’ya tekabül etmektedir. KYE ile derecelendirme notlarını karşılaştığımızda ortalama olarak notların daha yüksek olduğu ve sapmalarının daha küçük bir aralıkta yer aldığı görülmektedir. Bunun nedeni şirket içi bilgiye erişim olabileceği gibi, her hangi bir kesin iddia ileri sürmeksizin notun doğal olarak bir ücret karşılığında verilmesi ve dolayısıyla kendisini hazır hisseden şirketlerin bu tür bir derecelendirme notu talep etmeleri de olabilir.

Diğer taraftan çalışmada şirketlerin 2009 yılı kurumsal yönetim uygulamalarından hesaplanan KYE, 2009 yılı finansal verileriyle birlikte analize sokulmuştur. Zira şirketlerin benimsediği iyi kurumsal yönetim uygulamalarının, vekâlet çatışmalarını ve maliyetlerini azaltması ve ilgili yılda şirketin yönetiminde etkinliği artırarak şirketin performansında artışa neden olması suretiyle firma değerinde de aynı yıl sonuçlarına yansıyan olumlu etkisinin olması beklenmektedir. Bu şirkete içinden bakan bir yaklaşımdır. Çalışmamızda esas yaklaşım belirtildiği gibi olmakla birlikte, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının, yatırımcının bilgi sahibi olmasına bağlı olarak, gecikme (lag) ile firma değeri üzerinde etkisinin olabileceği de düşünülebilir. Farklı bir ifade ile yatırımcının, şirketin iyi kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin bilgi sahibi olması aynı dönemde gerçekleşmeyebilir; yatırımcının bu yönde edindiği bilgi neticesinde şirketi rakiplerinden daha değerli ve yatırım yapılabilir bulması ve böylece belirli bir gecikme ile yatırım kararlarını etkilemesi beklenebilir. Bu nedenle 2009 yılında gerçekleştirilen kurumsal yönetim uygulamalarının, bir gecikmeyle 2010 yılında firma değeri üzerinde etkisi oluşabilir. Dolayısıyla 2009 yılı kurumsal yönetim uygulamalarının 2010 yılı finansal verileri ile birlikte analize sokulmuş ve firma değeri üzerindeki etkisi, sonuçları Tablo- 25’de sunulan regresyon modelleri ile incelenmiştir.

Tablo- 25: 2010 Yılı Fiyat/Defter Değeri (F/DD) ve Tobin's Q (TQ) Regresyonları

Basit en küçük kareler yöntemi sonuçları F/DD ve Tobin's Q için kurumsal yönetim endeksi (KYE) 5 model için. Tanımlanan değişkenler aktif getiri oranı (AGO), şirket büyüklüğü (ŞB), ve kaldıraç (KALD), $p < .10$

* $p < .10$, ** $p < .05$, *** $p < .01$. t-değerleri her bir tahmin edilen katsayıdan sonra parantez içinde gösterilmiştir.

Panel A: Bağımlı değişken F/DD

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Geriyeye Doğru Eleme
KYE	0,134 (0,753)	0,163 (0,902)	0,124 (0,681)	0,126 (0,738)	0,212 (1,222)	
AGO		0,167 (0,924)			0,366* (1,844)	
ŞB			0,085 (0,467)		-0,214 (-1,054)	
KALD				0,331 (0,738)	0,495** (2,528)	0,335* (1,976)
Sabit	0,920 (0,732)	0,559 (0,423)	-0,376 (-0,123)	0,273 (0,218)	2,442 (0,809)	1,146*** (2,893)
Gözlem	33	33	33	33	33	33
F	0,566	0,709	0,385	2,196	2,012	3,906*
R ²	0,018	0,045	0,025	0,128	0,223	0,112
Düzl. R kare	-0,014	-0,019	-0,040	0,070	0,112	0,083

Panel B: Bağımlı değişken Tobin's Q

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Geriyeye Doğru Eleme
KYE	0,069 (0,387)	0,141 (0,828)	0,081 (0,445)	0,076 (0,436)	0,179 (1,039)	
AGO		0,405** (2,386)			0,459** (2,330)	0,380** (2,288)
ŞB			-0,099 (-0,543)		-0,223 (-1,104)	
KALD				-0,280 (-1,602)	-0,091 (-0,466)	
Sabit	1,151* (2,005)	0,755 (1,348)	1,838 (1,321)	1,399** (2,408)	2,328* (1,711)	1,211*** (11,896)
Gözlem	33	33	33	33	33	33
F	0,150	2,933*	0,221	1,362	2,116	5,233**
R ²	0,005	0,164	0,015	0,083	0,232	0,144
Düzl. R kare	-0,027	0,108	-0,051	0,022	0,122	0,117

Tablo- 25’de gösterildiği üzere, her ne kadar aralarındaki ilişkinin aynı yönde olduğu gözlense de, KYE ne F/DD ile ne de TQ ile hiçbir modelde istatistiksel olarak anlamlı biçimde yer almamıştır. Dolayısıyla kurumsal yönetim uygulamalarının gecikme ile firma değeri üzerinde etkisinin olduğu bu araştırma sonuçlarına göre söylenemez.

SONUÇ

Dünya ticaretinden ve sermaye akımlarından daha fazla pay almak isteyen kurumların, bu hedeflerini gerçekleştirmeleri için faaliyet gösterdikleri ülkedeki makro ekonomik politikalar yeterli olmamaktadır. Sermayenin en fazla faydayı elde edeceği piyasalara/kurumlara akmasının önündeki engellerden birisi zayıf kurumsal yönetim uygulamalarıdır. Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışı, modern halka açık şirketlerin sahipleri (hissedarlar) ile kontrol edenleri (yöneticiler) arasında ayrışma olarak ifade edilebilecek vekâlet problemi ile ilişkilidir. Teoride kurumsal yönetimin firma değeri ile ilişkisi olduğu ifade edilir.

Gelişmiş ekonomilerdeki finansal krizler ve şirket skandallarının nedenleri arasında firma düzeyinde kurumsal yönetim farklılıkları olabileceği hususu farklı medyada tartışılmaya devam etmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki 2001 ve 2002 şirket skandalları Sarbanes-Oxley yasasının çıkarılmasına ve ABD hisse senedi borsalarında yasal düzenleme değişikliklerine yol açmıştır. Bunu, dünyadaki diğer borsalarda benzer düzenlemelerin yapılması izlemiştir.

Kurumsal yönetimi taşıyan iki ayaktan biri belki de en önemlisi hissedar değeri kavramı, diğeri ise paydaş toplum kavramıdır. Kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini artırmak amacıyla, her iki kavrama da günümüz düzenlemelerinde önem verilmektedir. Avrupa Birliği reformları, ülkeler arasında, şirketler hukuku ve kurumsal yönetim uygulamalarını uyumlaştırma ve bütünleştirme üzerinde yoğunlaşmıştır. Doksanlı yılların ikinci yarısında Güneydoğu Asya'da yaşanan krizler de, gelişmekte olan piyasalarda global yatırımcıların korunmasızlıklarını ve zayıf kurumsal yönetim uygulamalarını gündeme taşımıştır. 1998 yılında Rusya'da yaşanan krizin nedenleri arasında, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve politik yapının yanında kurumsal yönetime ilişkin ortamın bozukluğu da gösterilmektedir.

Kurumsal Yönetim mekanizmaları içsel ve dışsal olarak ikiye ayrılmaktadır. Kurumsal yönetimi etkileyen birinci kuvvet yasal ve politik çerçeve ile mevzuattır. İkinci kuvvet ürün ve faktör piyasalarında karşılaşılan rekabettir. Sermaye piyasaları ise üçüncü kurumsal yönetim mekanizması setini içerir. Dördüncüsü hissedarların, aktif ya da pasif hissedar olmaları, çoğunluk ya da azınlık hissedar olmaları, hissedarın banka olması gibi sahiplik özelliği ile yönetim kurulu üyeleri varlığından ve yapısından kaynaklanan iç kontrol mekanizmalarıdır.

Hissedar çıkarlarını korumak ve kollamak amacıyla profesyonel yöneticileri izleme ve onları faaliyetlerinde yönlendirme işlevini yerine getirme görevi şirket yönetim kurullarınıdır. Kurumsal yönetim bağlamında önemli olan yönetim kurulu özellikleri, kurul kompozisyonu ve yönetimin nasıl ücretlendirileceğidir. Bu konuda önemli bir nokta da yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün farklı olmasının kurumsal yönetim iyi uygulamaları yönünden arzu edilir olup olmadığıdır. Bu görevlerin aynı kişide toplanması yönetim kurulu ile genel müdür çatışmasının uyuşma ile halledilmesine yol açtığı iddia edilebilir. Ancak bu durum, çatışmayı içselleştirip gizleyerek, yönetim kurulunun şirket yönetimi üzerinde gözetim faaliyetinin etkinliğinin zayıflamasına yol açmaktadır.

Şirket yönetim kurullarının görevlerini daha etkin biçimde yerine getirmeleri için kurul üyeleri arasından, icra, denetim, ücret, atama komiteleri oluşturulmaktadır. Oluşturulan bu komitelerin de yetkinliği ve üyelerinin bağımsızlıkları önem arz etmektedir.

2008 yılında ABD'den başlayarak dünyayı etkisi altına alan global kriz hala kurumsal yönetim konusunda alınacak dersler olduğunu göstermiştir. Firma yöneticilerinin, politikacıların, düzenleyicilerin, hissedarların kurumsal yönetime daha fazla dikkat etmeleri gerektiğini, her şey yolunda giderken, hisse senedi fiyatlarındaki yükselmenin mutlaka iyi kurumsal yönetimin işareti olmayabileceğini, hatta gerçekte tersi olabileceğini ortaya çıkarmıştır.

Global kriz sonrası OECD, üye ülkelerdeki finansal krizlerle alakalı zayıflıklara yönelik eylem planı başlatmıştır. Programın önemli bir kısmı anahtar pozisyondaki paydaşların katılımını ve önerilerini sağlamaktır. Hala en acil ele alınması gereken konuların kurumsal risk yönetiminin, yönetici ücretleri ve ikramiyelerin, yönetim kurulunun performansının ve hissedarların daha proaktif olmalarının olduğu gözlenmektedir. OECD'nin global kriz sonrası yaptığı bu çalışmalar şirketlerde iyi kurumsal yönetim uygulamalarının sadece mevcut olmasının istenen sonucun yaratılması bakımından yeterli olmayabileceğini, bu uygulamaların “nasıl uygulandıklarının” da izlenmesinin gerekli olduğunu gözler önüne sermektedir.

Türk Ticaret Kanunu'nda (TTK) kurumsal yönetim uygulamaları açısından önemli olan pek çok madde bulunmaktadır; özellikle genel kurul ve yönetim kurulu hakkındaki maddelerin incelenmesi gerekmektedir. Ancak söz konusu maddelerin etkin kurumsal yönetim uygulamaları açısından yeterli olmadığı görülmektedir.

Diğer taraftan SPK'nın belirlediği ilkelerde yer alan ana prensipler “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensipleridir. Ancak bu prensiplerin bazılarının yanında (T) harfi bulunmakta olup, bu şekilde işaretlenmiş prensipler tavsiye niteliğindedir. Diğer bir ifade ile tavsiye niteliğindeki prensiplere uyulmadığı takdirde herhangi bir açıklama yapılmasına gerek bulunmamaktadır. SPK, tavsiye niteliğindeki bu prensiplerin de, orta ve uzun vadede, “uygula, uygulamıyorsan açıkla” kapsamında değerlendirilmesinin söz konusu olabileceğini belirtmektedir.

Yeni Türk Ticaret Kanununun uygulamaya girmesi ile kurumsal yönetim uygulamaları kanun seviyesinde bir güce erişmiş olmaktadır. Bu da şimdiye kadar SPK tarafından uygulanan “uygula, uygulamıyorsan açıkla” yaklaşımının ötesinde bir düzeyi ifade etmektedir.

Bu çalışma kurumsal yönetim ile firma değeri arasında ilişkiyi inceleyen araştırma sürecine (Yermack (1996), Gompers, Ishii, ve Metrick (2003), Cremers ve Nair (2005), Bebchuk, Cohen, ve Ferrel (2004), Klapper ve Love (2004), Garay ve Gonzalez (2005), Lefort ve Walker (2005), Leal ve Carvahal-da-Silva (2005), Garay

ve Gonzalez (2008)) katkıda bulunmaktadır. Bu çalışmaların pek çoğunda yönetim biçim ve yapılarının daha iyi performans ve daha yüksek şirket değeri ile ilişkili oldukları bulgulanmıştır. Ancak zaman zaman söz konusu çalışmalardaki sonuçların yorumlanması, yönetim yapısının özellikle yasal gözetim süreçlerine bağlı olarak şirketler tarafından seçilen bir değişken olması nedeniyle zorluklar arz etmektedir. Bu tür içsel ilişkinin kontrol edilmesi ancak şirketlerin özellikleri ve kurumsal yönetim yapıları hakkında ilave varsayımlar gerektirmekte, bu da tahminde taraflılığa ve azalmış istatistiksel güce neden olmaktadır. Bu çalışmada kurumsal yönetim ile şirket özellikleri arasında içsel bir ilişkinin olmadığı varsayılmıştır.

Türkiye’de kurumsal yönetimin firma değeri üzerindeki etkisini araştırmaya yönelik bu çalışmada, İMKB 100 endeksinde yer alan firmalardan oluşan örnek kütleden öncelikle 2009 yılına ait bilgiler toplanarak “Kurumsal Yönetim Endeksi” (KYE) oluşturulmuş daha sonra bu veriler yatay kesit verileriyle ilişki analizine sokulmuştur. “Panel-data” oluşumunu sağlamak üzere birden fazla yıla ilişkin olarak bilgi derlenmesi gerekmektedir. Söz konusu eylem ise geniş kapsamlı bir kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasında bu çalışma için önemli bir zaman kısıtı yaratmakta olduğundan panel-data oluşturulamamıştır. Diğer taraftan kurumsal yönetim uygulamalarının ülkemizde göreceli olarak yeni olması, her bir alt sektör için kurumsal yönetim belirleyicilerinin verilerine uzun yıllar için ulaşılmasında güçlük yaratmaktadır. Kurumsal yönetim alt endekslerindeki her bir soruya yanıt “evet” ya da “hayır”dır. Eğer yanıt “evet” ise KYE puanına 1 eklenmekte “hayır” ise 0 eklenmektedir. Bütün yanıtlar kamuya açık bilgilerden derlenmiştir. Sorular her şirketin mali tabloları, sözleşmeleri genel kurul ve yönetim kurulu kararları ve faaliyet raporları incelendikten sonra cevaplanmıştır. Endeksin oluşturulmasındaki sıkıntılardan biri kurumsal yönetim uygulamalarının ülkemizde yeni olması sebebiyle, yıllara yayılmış firma bazında istikrarlı veri elde edilememesinden kaynaklanmaktadır ve bu şekilde bir “panel-data”nın elde edilmesi mümkün görülmemektedir. Dolayısıyla 2008 ve 2009 yılları verileri üzerinden çalışılmasının uygun olduğu kanaati edinilmiştir. Bununla birlikte, sağlıklı olarak tek bir yılın verilerinin elde edilmesi durumunda dahi, literatürde tek yıl temel alınarak yapılan çalışmalar da yaygın olarak bulunmakta olduğu için uygulamayı tek yıllı sınırlı

tutmanın uygun olacağı düşünülmüştür. Araştırma için veriler hazırlanırken, 2008 ve 2009 yılları arasında kurumsal yönetim uygulamaları açısından firma bazında çok değişiklik olmadığı hatta çoğu firmalar için hiç fark olmadığı gözlenmiştir. Verilerin yıllar itibariyle sahip olduğu bu özellik, her iki yılın ayrı ayrı incelenmesinin uygun olabileceğini düşündürmekteyse de, bu durumda bir yılda ilişkinin varlığı diğer yılda ise ilişkinin yokluğu gibi çelişkili sonuçlara da ulaştırabileceği görülmüştür. Diğer taraftan uygulamada havuzlanmış veriler (pooled-data), başka bir ifade ile farklı senelere ait farklı yatay kesit veriler ile genelleştirilmiş en küçük kareler metodu (generalized least squares regression) kullanılarak yapılan çalışma da mevcuttur (Yıldırım, 2007). Ancak, derecelendirme şirketleri tarafından az sayıda kurumsal yönetim derecelendirmesi yapılmış olduğundan, bu yöntemin araştırmaya giren veri sayısını yüksek tutmak ve örneklem sayısından taviz vermemek amacıyla yapıldığı anlaşılmaktadır. Genel olarak ilişkinin araştırmacıdan bağımsız olarak üçüncü taraflarca oluşturulan KYE'nin kullanılması suretiyle incelenmesinde, bu şekilde oluşturulan verilerde ilişki aranan değişkenler arasında, güçlü korelasyonların gözlemlenmemesi nedeniyle, havuzlanmış veriler üzerinden regresyon uygulaması yapılmamıştır.

Çalışmada kurumsal yönetim endeksi öncelikle alt-endeksler oluşturularak hesaplanmıştır. Oluşturulan alt endeksler, kurumsal yönetim uygulamalarının hangi alanlarda daha iyi olduğunu, hangi alanlarda ise uygulamaların geliştirilmesi gerektiğini yakından göstermektedir.

“Şeffaflık” alt-endeksine ilişkin incelemelerde, şirketlerin, yıllık finansal raporlarını zamanında hazırlama, uluslar arası muhasebe standartlarını kullanma, yatırımcı ilişkileri faaliyetinde bulunma, İngilizce ağ sayfalarının olması ve internet sitelerinin bulunması hususlarında çok iyi; ilişkili taraflarla olan işlemleri ile ilgili bilgi verme, kamuyu bilgilendirme politikasını oluşturma, zamanında yapılmayan özel durum açıklaması nedeniyle yaptırma maruz kalmama, içeriden öğrenebilecek durumda olan kişileri kamuya duyurma ve özel durum açıklamaları nedeniyle ek açıklama yapmak zorunda kalmama konularında iyi konumda oldukları belirlenmiştir. Ancak, finansal tablolarını önde gelen bağımsız denetim firmalarına denetletme, yönetim

kuruluna yapılan ödemeler hakkında bilgi verme, ağ sayfasında yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerine yer verme ve nihai hakim pay sahiplerini açıklama hususlarında orta düzeyde buldukları anlaşılmıştır. Şirketler, özel durum açıklamalarını İngilizce olarak da yayınlama konusunda zayıf ve kurumsal yönetim uygulamaları ihlalinde uygulanacak yaptırımları belirleme hususunda ise çok zayıf olarak değerlendirilmiştir.

“Yönetim Kurulu Kompozisyonu ve Performansı” alt-endeksinde yer alan kriterler için şirketlerin; yönetim kurulu başkanının ve icra başkanının aynı kişi olmaması, yönetim kurulu içerisinde oluşturulmuş en az bir komiteye sahip olmaları, yılda 4 veya daha fazla kurul toplantısı yapmaları ve şirket misyon ve vizyonunun belirlenmesi hususlarında çok iyi durumda oldukları; icracı, icracı olmayan üye ayırımının yapılması, yönetim kurulu üyelerinin yetki ve sorumluluklarına esas sözleşmede açıkça yer verilmesi, üye sayısının 5-9 arasında olması, yönetim kurulunun işleri için sekreteryaya oluşturulması, yönetim kurulu üyelerine ağırlıklı oy veya olumsuz veto hakkı tanınmaması ve çalışanlar için etik kurallar oluşturulması konularındaki kurumsal yönetim uygulamalarının iyi düzeyde olduğu görülmüştür. Bununla beraber, denetimden sorumlu komite yanında başka bir komiteye daha sahip olunması, yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının icrada görevli olmaması, yönetim kurulu üye seçiminde asgari niteliklerin aranması, risk yönetimi ve iç kontrol mekanizmasının oluşturulması, yönetim kurulu üyelerine sağlanan hak ve menfaatlerin belirlenmesinde kullanılan ilkelerin belirtilmesi ve yönetim kurulu üyelerine borç verilmemesi hususlarındaki kurumsal yönetim uygulamalarının orta seviyede bulunduğu kaydedilmiştir. Öte yandan şirketlerin, yönetim kurulunun 1 yıl için seçilmesi, yönetim kurulunda bağımsız üye bulundurulması, 2’den fazla bağımsız üyenin bulunması, komitelerin faaliyetleri ile ilgili prosedür oluşturulması, komite başkanlarının bağımsız üyeler arasından seçilmesi, komitelerin iki üyeden oluşması halinde ikisinin veya üyelerin ikiden fazla olması halinde çoğunluğunun icrada görevli olmaması, yönetim kurulu üyelerinin birden fazla komitede yer almaması konularındaki uygulamalarının zayıf olduğu; genel kurulunda bağımsız denetçiyi denetim komitesinin önermesi, bağımsız üye sayısının toplam üye sayısının üçte biri veya daha fazlası olması, bağımsız üyelerin bağımsızlık beyanlarının

alınması, bağımsız üyelerinin bağımsızlığını ortadan kaldıran durumların mevcudiyeti, yönetim kurulu üyelerinin şirket dışında görev almalarının kurallara bağlanması, farklı oy gerekçelerinin yönetim kurulu toplantı tutanağına geçirilmesi, yönetim kurulu üyelerine şirketle işlem yapma ve rekabet yasağı uygulanması, işlem ve rekabet yasakları ihlal edildiğinde çıkar çatışmaları hakkında bilgi verilmesi, yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının üyelerin performanslarına dayandırılması, denetim komitesinin görevlerinin esas sözleşmede tanımlanması konularında ise çok zayıf seviyede uygulamalarının bulunduğu anlaşılmıştır.

“Hissedar Hakları” alt-endeksi ile ilgili incelemelerde şirketlerin; vekâletle oy kullanma olanağının sağlanması, pay sahipleri ile ilişkiler biriminin oluşturulması, pay sahiplerinin haklarının kullanımı konusunda bilgi verilmesi, genel kurul toplantı katılım nisaplarının belirtilmesi, genel kurul toplantılarına davet şeklinin açıklanması, genel kurul tutanaklarının pay sahiplerine bildirilen yerde açık tutulması ve kar dağıtımının yasal süreler içinde gerçekleştirilmesi ile ilgili uygulamalarının çok iyi; genel kurula hissedarların yarısından fazlasının katılması, karına katılım konusunda imtiyaz bulunmaması ve kamuya açıkladığı bir kar dağıtım politikasının mevcut olması konularında ise iyi durumda olduğu görülmüştür. Diğer taraftan, hissedarlar için oy verme sürecini yasal olarak gerekenin ötesinde iyileştirme, oy hakkında imtiyaza yer vermeme, esas sözleşmede pay devrini kısıtlayan hükümlere yer vermeme ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına ilişkin beyanlarının mevcudiyeti konularında şirketlerin uygulamalarının orta seviyede bulunduğu belirlenmiştir. Ancak incelemeler şirketlerin, yasal olarak gerekenin ötesinde oy hakkı verme, birikimli oy kullanma yöntemine yer verme, özel denetçi atanması talebini esas sözleşmede bireysel hak olarak düzenleme, genel kuruluna medya ve menfaat sahiplerinin iştirakini sağlama, nama yazılı pay sahiplerine genel kurula katılmada pay defterine kayıt süresi öngörme, önemli tutarda alım satım ve kiralama kararlarını esas sözleşme ile genel kurul yetkisine bırakma ve yönetiminde azınlık paylarının temsiline olanak sağlama konularında çok zayıf düzenlemelere sahip olduklarını göstermektedir.

Alt-endeksler birer bütün olarak değerlendirildiğinde şirketlerin yaklaşık dörtte üçünün şeffaflık gereklerine uyum sağladığı, yönetim kurulu ve hissedar hakları konusunda ise yaklaşık yarısının gerekleri yerine getirdiği gözlenmektedir. Dolayısıyla bu tespitler, şirketlerde yönetim kurulu ve hissedar hakları konusunda daha fazla iyileşme kaydedilmesi gerektiğini göstermektedir.

Kurumsal yönetim ile firma değerini ilişkilendiren çalışmalarda incelenen modellerde bir kısım bağımsız değişkenler, kontrol değişkenleri olarak yerleştirilmektedir. Dolayısıyla modelde KYE dışında bağımlı değişkeni açıklayabilecek olan başka değişkenlere de yer verilmiş olmaktadır. Diğer taraftan bu yöntemle amaçlanan bir husus da dolaylı olarak içselliğin etkisini giderebilmektir.

Bu kontrol değişkenleri aktiflerin defter değerinin doğal logaritması olarak ölçülen “Şirket Büyüklüğü” (ŞB, CS company size), faaliyet karının toplam aktiflere bölümü ile hesaplanan “Aktif Getiri Oranı” (AGO, ROA return on assets) ve toplam borcun toplam aktiflere bölümü biçiminde hesaplanan “Kaldıraçtır” (KALD, LEV leverage). Bu kontrol değişkenleri modele bilahare dâhil edilerek modele dâhil edilmeyen değişkenlerden kaynaklanan (omitted variable bias) hata, başka bir deyişle modelle sahte (spurious regression) bir ilişkinin kurulmasının önlenmesine çalışılmıştır. Bu çalışmada kontrol değişkenleri de kullanılmakla birlikte modelde içselliğin bulunmadığı varsayılmıştır.

Kullanılan bağımlı değişkenlerden biri hisse başına piyasa fiyatının defter değerine bölünmesi suretiyle hesaplanan fiyat/defter değeri (F/DD) oranıdır. Kullanılan ikinci değişken firma aktiflerinin piyasa değerinin, aktiflerinin defter değerine bölünmesiyle bulunan Tobin’s Q (TQ) oranıdır. Kurumsal yönetim çalışmalarının pek çoğunda firma değerine ilişkin olarak bağımlı değişken için “Tobin’s Q”su kullanıldığı gözlenmektedir. Sonuç olarak regresyon modellerinde, KYE ile firma değeri arasında, TQ ile beklendiği gibi pozitif fakat istatistiksel olarak zayıf anlamlılık, F/DD ile yine pozitif fakat istatistiksel olarak anlamlı olmayan ilişkiler bulunmuştur.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının, vekâlet çatışmalarını ve maliyetlerini azaltması ve ilgili yılda şirketin yönetiminde etkinliği artırarak şirketin performansında artışa neden olması suretiyle firma değerinde de aynı yıl sonuçlarına yansıyan olumlu etkisinin olması beklenmektedir. Çalışmamızda esas yaklaşım belirtildiği gibi olmakla birlikte, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının, yatırımcının bilgi sahibi olmasına bağlı olarak, gecikme ile firma değeri üzerinde etkisinin olabileceği düşünülmüştür. Bundan hareketle, ayrıca kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki gecikmeli etkisi, çalışmada hesaplanan 2009 yılı KYE ile 2010 yılı finansal veriler birlikte analize sokularak incelenmiş, gecikmeli bir ilişki tespit edilmemiştir.

Tez kapsamında oluşturulan kurumsal yönetim endeksi ile şirket değeri değişkenleri arasında ilişkilerin bu çalışmada ortaya konulamamasının birçok nedeni olabilir. İncelenen şirketlerin İMKB 100 endeksine dâhil olanlardan seçilmesi, bu şirketler için kurumsal yönetimin şirket değerlerinin farklı algılanmasına bu bağlamda şirketlerin farklılaşmasına katkıda bulunmadığı anlamına gelebilir. Oysa, İMKB’de işlem gören bütün şirketler arasından oluşturulacak bir örneklem bu konuda farklı sonuç verebilirdi.

Şirket borcu, firma değerinin bir göstergesi olarak hesaplanan Tobin’s Q oranının önemli bir bileşenidir. Gelişmiş piyasalarda şirket borçları, borçların piyasa değerinin hesaplanması açısından, daha doğru biçimde değerlendirilebilir. Zira bu piyasalarda, şirket bilançolarında taşınan banka borcu gibi kurumsal borçlar göreceli olarak daha azdır. Gelişmekte olan piyasalardaki kurumsal borçların çokluğu şirket değeri için gösterge olarak formülün uygulanmasında sağlıklı sonuç elde edilmemesine neden olabilmektedir. Bu da ülkemizde böyle bir piyasanın olmaması nedeniyle, firma değeri ile kurumsal yönetim arasında beklenen ilişkinin bu çalışmada güçlü bir biçimde ortaya konulamamasına neden olmuş olabilir.

Diğer taraftan yalnız bir yılın inceleme için seçilmesi de aslında var olan bir ilişkinin ortaya konulamaması sonucunu beraberinde getirmiş olabilir. Kurumsal yönetim uygulamalarının daha uzun bir zamana yayılmış perspektifte panel data oluşturularak

incelenmesi, ilişkinin aranmasında ve bulgulanmasında daha olumlu sonuçlar verebilir. Kurumsal yönetim uygulamalarının yeni olması panel veri oluşturmayı gelecekte daha mümkün kılmaktadır, bu yönde çalışmalar için veri tabanı oluşturmak çalışmaların zaman açısından ekonomik olarak gerçekleştirilmesini mümkün kılacaktır.

Endeksin bütünü oluşturulan alt endekslerin hangi ağırlıkta endekse gireceklerinin de sonuçlar üzerinde etki yaratmış olabileceği düşünülmektedir. Eşit ağırlıkla ya da çalışmada kullanılan farklı bir ağırlıkla endekse girmeleri sonuçları değiştirip değiştirmeyeceği ya da hangi yönde değiştireceği açık değildir. Bu konuda alt endekslerin eşit ağırlıkla dahil edildiği bir inceleme yapılmışsa da bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasında mevcut güçlü bir ilişki gözlenmemiştir.

Kuramsal olarak kurumsal yönetim ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da uygulamada çelişkili sonuçların bulgular olduğu çalışmalar literatürde bulunmaktadır. Bu çalışmada da elde edilen bulgular güçlü bir ilişki olduğunu destekler nitelikte değildir.

Bir ilişki gösterilse de bunun hangi yönde olduğunu ortaya koymak güçlük arz etmektedir. Özellikle bu çalışmada kullanıldığı gibi büyük ölçekli firmalarda, şirketin büyük ölçekli olmasının kurumsal yönetim uygulamalarının varlığı ve genişliği ile derinliğini etkilediği düşünülmektedir. Literatürde içsellik olarak adlandırılan bu sorun, araçsal değişkenler ile halledilmesi gereken bir sorundur, fakat araçsal değişken oluşturulması literatürde başarılı sonuçlar vermemiştir.

KAYNAKÇA

- ADAMS, R. 2008 "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey", **NBER Working Papers**, 14486, National Bureau of Economic Research, Inc.
- HERMALIN, B.E.
WEISBACH, M.S.:
- ANDERSON, E.W. 2004 "Customer Satisfaction and Shareholder Value", **Journal of Marketing**, 68:4, 172-185, Online publication date: 1-Nov-2004.
- FORNELL, C.
MAZVANCHERYL, S.K.:
- AKSU, M.H. KÖSEDAĞ, 2006 "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi", 1st International and 7th National Conference of Accountancy in Turkey: Corporate Governance and Auditing, Antalya, April 20-24, 2005.
- ARSLAN, M. 2009 "Dünyada ve Türkiye’de İş Etiği ve Etik Yönetimi", TÜSİAD, <http://www.tusiad.org/rsc/shared/file/Tusiad-isetigiraporupdf.pdf>
- BERKMAN, Ü.:
- ARSLANTAŞ, C. 2010 "İMKB-50’de Yer Alan Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapılanmaları", **İstanbul Üniversitesi □ İşletme Fakültesi Dergisi**, 39, 2, 258-275.
- AFACAN FINDIKLI, M.:
- BABENKO, I.: 2009 "Share Repurchases and Pay-Performance Sensitivity of Employee Compensation Contracts", **The Journal of Finance**, 64:1, 117-150.

- BAI, C-E. LIU, Q. LU, J. 2004 “Corporate Governance and Market Valuation in China”, **Journal of Comparative Economics**, Volume 32, Issue 4, December, Pages 599-616.
- SONG, F.M. ZHANG, J.:
- BECHT, M. BOLTON, P. 2002 “Corporate Governance and Control”, **ECGI Working Paper Series in Finance**, Working Paper No:02/200230, Bruxelles,
- RÖELL, A.:
- BERLE, A.A. MEANS, 1932 **The Modern Corporation and Private Property**, New York: Macmillan, (Republished:1968, **The Modern Corporation and Private Property**, Larcourt, Brace & World Inc., New York).
- G.C.:
- BERTRAND, M. 2003 “Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences”, **Journal of Political Economy**, 111:5, 1043-1075 Online publication date: 1-Oct-2003.
- MULLAINATHAN, S.:
- BLACK, B.: 2001 “The corporate governance behavior and market value of Russian firms”, **Emerging Markets Review**, 2: 89–108.
- BLACK, B.S. JANG, H. 2006a “Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence from Korea”, **Journal of Law, Economics and Organization**, 22: 366–413.
- KIM, W.:
- BLACK, B.S. LOVE, I. 2006b “Corporate Governance Indices and Firms’ Market Values: Time Series Evidence from Russia”, **Emerging Markets Review**, Volume 7, Issue 4, December, Pages 361-379
- RACHINSKY, A.:
- BONAZZI, L. ISLAM, 2007 “Agency Theory and Corporate Governance: A Study of the Effectiveness of Board in Their monitoring of the CEO”, **Journal of Modelling in Management**, 2:1, 7-23.
- S.M.N.:

- BOUBAKRIA, N. 2005 “Liberalization, Corporate Governance and The Performance of Privatized Firms in Developing Countries”, **Journal of Corporate Finance**, 11, 767– 790.
- COSSETB, J-C.
GUEDHAMIC, O.:
- BROOKMAN, J. 2009 “CEO Tenure, The Risk of Termination and Firm Value”, **Journal of Corporate Finance**, 15 : 2009 331–344.
- THISTLE, P.D.:
- CARLİN, B.I. GERVAIS, 2009 “Work Ethic, Employment Contracts, and Firm Value”, **The Journal of Finance**, 64:2, 785-821.
- S.:
- CARLINE, N.F. LINN, 2009 “Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and The Role of Corporate Governance”, **Journal of Banking & Finance**, Volume 33, Issue 10, October 2009, Pages 1829-1841.
- S.C. YADAV, P.K.:
- CARTER, D.A. 2003 “Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value”, **The Financial Review**, Volume 38, Number 1, February, pp. 33-53: 21.
- SIMKINS, B.J.
SIMPSON, W.G.:
- CHAHINE, S. : 2008 “Activity-based Diversification, Corporate Governance, and The Mmarket Valuation of Commercial Banks in the Gulf Commercial Council”, **Journal of Management & Governance**, 11:4, 353-382.
- CHATTERJEE, S. 2003 “Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing”, **Strategic Management Journal**, 24:1, 87-96, Online publication date: 1-Feb-2003.
- HARRISON, J.S.
BERGH, D.D.:
- CHEN, K.C.W. CHEN, Z. 2009 “Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and The Cost of Equity Capital”, **Journal of Corporate Finance**, 15 : 2009 273–289.
- WEI J.K.C.:

- CHENG, S. EVANS, J. 2008 "Board Size and Firm Performance: The Moderating Effects of The Market for Corporate Control", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Springer, vol. 31: 2, pages 121-145, August.
- CHEUNG, Y.L 2007 "Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market", **Journal of International Financial Management & Accounting**, 18:2, 86-122, Online publication date: 1-Jul-2007.
- CHHAOCHHARIA, V. 2007 "Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules", **The Journal of Finance**, Volume 62, Number 4, August , pp. 1789-1825: 37.
- CHI, J.(D.): 2006 "Understanding the Endogeneity Between Firm Value and Shareholder Rights", **Financial Management**, 34:4, 65-76.
- CHIANG, M.H. LIN, J.H.: 2007 "The Relationship between Corporate Governance and Firm Productivity: Evidence from Taiwan's Manufacturing Firms", **Corporate Governance: An International Review**, 15:5, 768-779.
- CREMERS, K.J.M. 2005 "Governance Mechanisms and Equity Prices", **Journal of Finance**, 60, 2859–2894.
- DAMODARAN, A.: 2007 "Information Transparency and Valuation: Can You Value What You Cannot See?", **Managerial Finance**, 33:11, 877-892, Online publication date: 1-Feb-2007.
- DAĞLI, H. AYAYDIN, 2010 "Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı 48, Ekim, s.18-31.
- DENIS, D.K.: 2001 "Twenty-five Years of Corporate Governance Research ... and Counting", **Review of Financial Economics**, Volume 10, Issue 3, 191-212.

- DENIS, D.K. 2003 “International Corporate Governance”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 38, No. 1 : Mar., 1-36.
- MCCONNELL, J.J.:
- DEY, A.: 2008 “Corporate Governance and Agency Conflicts”, **Journal of Accounting Research, Journal of Accounting Research**, Volume 46, Issue 5, s. 1143–1181, December.
- DOIDGE, C. KAROLYI, 2007 “Why Do Countries Matter So Much for Corporate Governance?”, **Journal of Financial Economics**, Volume 86, Issue 1, October, Pages 1-39.
- G.A. STULZ, R.M.:
- DURUKAN, M.B. 2009 “The Effectiveness of the Turkish Corporate Governance System: CEO Changes and Performance Measures”, May 15, 2009, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1405251>.
- ÖZKAN, S. DALKILIC, A.F.:
- EISENHARDT, K.M.: 1989 “Agency Theory: An Assessment And Review”, **Academy of Management- The Academy of Management Review**, Jan ; 14, 1; pg. 57-74.
- ERTUGRUL, M. HEGDE 2009 “Corporate Governance Ratings and Firm Performance”, **Financial Management**, Spring, pages 139 – 160.
- S.:
- ERTURK, I. FROUD, J. 2004 “Corporate Governance and Disappointment”, **Review of International Political Economy**, Vol. 11, No. 4, Global Regulation, Oct., pp. 677-713.
- JOHAL, S. WILLIAMS, K.:
- EUROPEAN 2003 “Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union—A Plan to Move Forward”
COMMISSION:
- http://ec.europa.eu/internal_market/company/news/index_en.htm
- FAMA, E.: 1980 “Agency Problems and The Theory of The Firm”, **Journal of Political Economy**, 88, 288-307.

- FAMA, E. JENSEN, M.: 1983 “Separation of Ownership and Control”, **Journal of Law and Economics**, 26, 301-325.
- FERRIS, S.P. YAN, X.S.: 2009 “Agency Costs, Governance, and Organizational Forms: Evidence from The Mutual Fund Industry”, **Journal of Banking & Finance**, 33 : 2009 619–626.
- GARAY, U. GONZALEZ, M.: 2008 “Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela”, **Corporate Governance**, Volume 16, Number 3, May.
- GARAY, U. GONZÁLEZ, M.: 2005 “CEO and Director Turnover in Venezuela”, **Inter-American Development Bank Working Paper**, #517.
- GOMPERS, P. ISHII, J. METRICK, A.: 2003 “Corporate Governance and Equity Prices”, **Quarterly Journal of Economics**, 118, 107–155.
- GUJARATI, D.: 2003 **Basic Econometrics**, 4. Ed., USA, MC-Graw-Hill Inc.
- HARTZELL, J.C. KALLBERG, J.G. LIU, C.H.: 2008 “The Role of Corporate Governance in Initial Public Offerings: Evidence from Real Estate Investment Trusts”, **The Journal of Law and Economics**, 51:3, 539-562, Online publication date: 1-Aug-2008.
- HERMALIN, B.E.: 2008 “Firm Value and Corporate Governance: Does the Former Determine the Latter?”, **Center for Responsible Business-Working Paper Series**, Paper 43. <http://repositories.cdlib.org/crb/wps/43> .
- HOVEY, M. LI, L. NAUGHTON, T.: 2003 “The Relationship Between Valuation and Ownership of Listed Firms in China”, **Corporate Governance**, 11:2, 112-122. Online publication date: 1-May-2003.

- HU, Y. IZUMIDA, S.: 2008 “Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data”, **Corporate Governance: An International Review**, 16:4, 342-358.
- IVASCHENKO, I. 2008 “Corporate Governance Reforms in the EU: Do They Matter and How?”, **IMF Working Paper**, 08/91.
- JANDÍK, T. RENNIE, 2008 “The Evolution of Corporate Governance and Firm Performance in Transition Economies: The Case of Sellier and Bellot in the Czech Republic”, **European Financial Management**, 14:4, 747-791, Online publication date: 1-Oct-2008.
- JAVED, A.Y. IQBAL, R.: 2007 "The Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange," **PIDE-Working Papers**, 2007:14, Pakistan Institute of Development Economics.
- JENKINSON, T. 2001 "The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance," **Journal of Corporate Finance**, Elsevier, vol. 7: 4, pages 397-446, December.
- JENSEN, M. 1976 “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 3, 305-360.
- MECKLING, W.:
- JENSEN, M. ROEBACK, 1983 “The Market for Corporate Control: Empirical Evidence”, **Journal of Financial Economics**, 11, 5-50.
- R.:
- JIRAPORN, P. SINGH, 2009 “Ineffective Corporate Governance: Director Busyness and Board Committee Memberships”, **Journal of Banking & Finance** 33 819–828.
- M. LEE, C.I.:

- KANAGARETNAM, K. 2007 “Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry around Quarterly Earnings Announcements?”, **Journal of Accounting and Public Policy**, Volume 26, Issue 4, July-August, Pages 497-522.
- LOBO, G.J. WHALEN, D.J.:
- KAPOPOULOS, P. 2009 “Does Corporate Ownership Structure Matter for Economic Growth? A Cross-country Analysis”, **Managerial and Decision Economics**, 30:3, 155-172.
- LAZARETOU, S.:
- KASERER, C. 2008 “Insider Ownership and Corporate Performance: Evidence from Germany”, **Review of Managerial Science**, 2:1, 1-35.
- MOLDENHAUER, B.:
- KEVIN, C.W. CHEN, 2009 “Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and The Cost of Equity Capital”, **Journal of Corporate Finance**, Volume 15, Issue 3, June Pages 273-289.
- ZHIHONG CHEN, K.C. WEI, J.:
- KIM, H. LIM, C.: 2010 “Diversity, Outside Directors and Firm Valuation: Korean Evidence”, **Journal of Business Research**, Volume 63, Issue 3, March 2010, Pages 284-291.
- KINKKI, S.: 2008 “Minority Protection and Dividend Policy in Finland”, **European Financial Management**, 14:3, 470-502.
- KLAPPER, L. LAEVEN, 2006 “Corporate Governance Provisions and Firm Ownership:Firm-level Evidence from Eastern Europe”, **Journal of International Money and Finance**, 25, 429-444.
- L. LOVE, I.:
- KLAPPER, L.F. LOVE, 2004 “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, **Journal of Corporate Finance**, Volume 10, Issue 5, November, 703-728.
- I.:
- LA PORTA, R. LO’PEZ- 1997 “Legal Determinants of External Finance”, **Journal of Finance** 52, 1131– 1150.
- DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R.:

- LA PORTA, R. LO'PEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R.W.: 1998 "Law and Finance" **Journal of Political Economy** 106, 1113–1150.
- LA PORTA, R. LO'PEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R.W.: 2000a "Investor Protection and Corporate Governance", **Journal of Financial Economics**, 58, 3– 27.
- LA PORTA, R. LO'PEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R.W.: 2000b "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", **Journal of Finance**, Volume LV, No:1, February.
- LA PORTA, R. LO'PEZ-DE-SILANES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R.W.: 2002 "Investment Protection and Corporate Valuation", **Journal of Finance**, Vol LVII, No:3, June.
- LARCKER, DAVID F. RICHARDSON, SCOTT A. TUNA, A. IREM: 2005 "How Important is Corporate Governance?", Working Paper Series: May, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=595821>
- LEAL, R. CARVALHAL-DA-SILVA, A.: 2005 "Corporate Governance and Value in Brazil and in Chile", **RES Working Papers**, 3208, Inter-American Development Bank, Research Department.
- LEE, J.: 2009 "Executive Performance-based Remuneration, Performance Change and Board Structures", **The International Journal of Accounting**, Volume 44, Issue 2, June 2009, Pages 138-162.
- LEE, K.W. LEV, B. YEO, G.H.H.: 2008 "Executive Pay Dispersion, Corporate Governance, and Firm Performance", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 30:3, 315-338.
- LEFORT, F. WALKER, E.: 2005 "The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile," **RES Working Papers 3210**, Inter-American Development Bank, Research Department.

- LEMMON, M. L. LINS, K. V.: 2003 “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis”, **The Journal of Finance**, Vol. 58, No. 4 : Aug., pp. 1445-1468.
- LIN, X. ZHANG, Y. ZHU, N.: 2009 “Does Bank Ownership Increase Firm Value? Evidence from China”, **Journal of International Money and Finance**, 28 720–737.
- MAHER, M. ANDERSSON, T.: 2000 “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth”, February, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=218490> .
- MERSLAN, R. STRØM, R.Ø.: 2009 “Performance and Governance in Microfinance Institutions”, **Journal of Banking & Finance**, 33 : 2009, 662–669.
- MOON, D. TANDON, K.: 2007 “The Influence of Growth Opportunities on the Relationship between Equity Ownership and Leverage”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 29:4, 339-351.
- MORCK, R. SHLEIFER, A. VISHNY, R.W.: 1988 “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, **Journal of Financial Economics**, Volume 20, January-March 1988, Pages 293-315.
- MORCK, R. NAKAMURA, M. SHIVDASANI, A.: 2000 “Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan”, **The Journal of Business**, 73:4, 539-567, Online publication date: 1-Oct-2000.
- MOREY, M. GOTTESMAN, A. BAKER, E. GODRIDGE, B.: 2009 “Does Better Corporate Governance Result in Higher Valuations in Emerging Markets? Another Examination Using A New Data Set”, **Journal of Banking & Finance**, Volume 33, Issue 2, February, Pages 254-262.
- MURA, R. : 2007 “Firm Performance: Do Non-Executive Directors Have Minds of their Own? Evidence from UK Panel Data”, **Financial Management** 36:3, 81-112.

NIU, F.:	2008	“Dual-Class Equity Structure, Nonaudit Fees and the Information Content of Earnings”, Corporate Governance: An International Review , 16:2, 90-100.
RIBSTEIN, L.E.:	2002	“Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002”, Journal of Corporation Law , Vol. 28, No. 1, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=332681 .
OECD:	2007	"Methodology for Assesing the Implementation of OECD Principles of Corporate Governance ".
OECD:	2009a	“Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages”.
OECD:	2009b	“Public Consultation on Corporate Governance and the Financial Crisis”, www.oecd.org/daf/corporateaffairs/consultation .
OECD:	2010	“Corporate Governance and The Financial Crisis Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles”, Directorate for Financial and Enterprise Affairs OECD Steering Group on Corporate Governance.
OECD:	1999	“OECD Principles of Corporate Governance" Rev. 2004.
ROSS, WESTERFIELD, JAFFE:	2002	Corporate Finance , McGraw Hill, 6.bs.
ROSSI, S. VOLPIN, P.F.:	2004	“Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions”, Journal of Financial Economics , Volume 74, Issue 2, November, Pages 277-304.
SHERMAN, H.:	2004	"Corporate Governance Ratings", Corporate Governance An International Review , Vol. 12, 5-7.

- SHLEIFER, A. VISHNY, R.W.: 1997 “A Survey of Corporate Governance”, **The Journal of Finance**, Vol. 52, No. 2 : Jun., pp. 737-783.
- SINGH, M. MATHUR, I. GLEASON, K.C.: 2004 “Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large U.S. Firms”, **The Financial Review** 39:4, 489-526, Online publication date: 1-Dec-2004.
- SPK: 2005 "Kurumsal Yönetim İkeleri" SPK Ankara.
- SPK: 2004 "Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları" SPK, İstanbul.
- SPK: 2003 "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar", SPK, Ankara.
- TIROLE, J.: 2001 “Corporate Governance”, **Econometrica**, Vol. 69, No. 1 : Jan., pp. 1-35.
- TOPÇU, A. : 2007 “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerinde Etkileri”, Yıldız Üniversitesi **Yüksek Lisans Tezi**, Kasım 2007.
- TÜREL, A.: 2010 “Timeliness of Financial Reporting in Emerging Capital Markets: Evidence from Turkey”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, 39, 2, 227-240.
- TÜSİAD: 2002 “Kurumsal Yönetim En İyi uygulama Kodu, Yönetim Kurulu Yapısı ve İşleyişi”, Yayın No. TÜSİAD-T/2002-12/336.
- TÜSİAD: 2005 “Sermaye Piyasaları için Örnek Sirket Yapısı”, TÜSİAD Yayınları T/2005-06/403, İstanbul.
- TÜSİAD: 2010 “Borsa Şirketlerinde Yöneticilere Yapılan Ödemeler ve Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği başlıklı çalışma hakkında TÜSİAD görüşü”.

YILDIRIM, M.: 2007 “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerinde Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi **Doktora Tezi.**

İnternet:

İMKB: <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx>

KAP: <http://www.kap.gov.tr/yay/ek/index.aspx>

OECD: <http://www.oecd.org>

SPK: <http://www.spk.gov.tr>

TKYD: <http://www.tkyd.org>

TTK: <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/997.html>

TÜSİAD: <http://www.tusiad.org>

YTTK: <http://www.tbmm.gov.tr/kanunlar/k6102.html>

YTTK Gerekçe: <http://www.kgm.adalet.gov.tr/kanunlasan/2011y/6102ss.pdf>

EKLER

EK-1

ÇALIŞMADA KULLANILAN ŞİRKETLER

Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İnkılap Mah. Siteyolu Sok. No: 5 Anel İş Merkezi 34768 Ümraniye	İSTANBUL	(216) 6362000
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Mehmet Akif Ersoy Mah. 16. Cad. No:16 Ma 06370	ANKARA	(312) 5921000
Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayi A.Ş.	Balıkesir Asfaltı 8. Km Bandırma	BALIKESİR	(266) 7338600
Coca-Cola İçecek AŞ	Eseneşehir Mah. Erzincan Cad. No:36 34776 Ümraniye	İSTANBUL	(216) 5284000
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Kısıklı Cad. Sarkuysan- Ak İş Merkezi S Blok No:4 Altunizade, 34662 Üsküdar	İSTANBUL	(216) 6515300
Dogan Gazetecilik A.S.	Doğan Medya Center 34554 Bağcılar	İSTANBUL	(212) 5056111
Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	Maslak Mahallesi G-45 Ahi Evran Polaris Cad. No:4 Ayazağa Maslak	İSTANBUL	(262) 6769090
Dyo Boya Fabrikaları Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Şehit Fethi Bey Cad. No:120	İZMİR	(232) 3280880
Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Ankara Karayolu, 26. Km. 35170 Kemalpaşa	İZMİR	(232) 8781700
Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	Balmumcu Mah. Bestekar Şevkibey Sok. Enka Han Beşiktaş	İSTANBUL	(212) 3761000
Eregli Demir Çelik Fabrikaları T.A.S.	Eskişehir Devlet Yolu No:12 Söğütözü	ANKARA	(312) 2926640
Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	Akpınar Mahallesi Hasan Basri Caddesi No:2 Sancaktepe	İSTANBUL	(262) 3156930
Goldaş Kuyumculuk Sanayi İthalat İhracat A.Ş.	İhlamur Sokak No:6 34169 Merter İSTANBUL	İSTANBUL	(212) 6374000
Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	Hürriyet Medya Towers 34544 Güneşli	İSTANBUL	(212) 6770810
İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayii ve Ticaret A.Ş.	29 Ekim Cad. No:23 Orta Blok Kat:5 Yenibosna/Bahçelievler	İSTANBUL	(212) 8753562

İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	Şair Eşref Bulvarı No:23 35210 Çankaya	İZMİR	(232) 4415050
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	78170	KARABÜK	(370) 4182001
Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Akçalar Sanayi Bölgesi Akçalar 16225 Nilüfer	BURSA	(224) 4842170
Kartonsan Karton Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Prof. Dr. Bülent Tarcan Sokak No:5 Pak İş Merkezi Gayrettepe 34349	İSTANBUL	(212) 2732000
Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.	Necatibey Cad. No:56/B Demirtepe	ANKARA	(312) 2522929
Martı Otel İşletmeleri A.Ş.	İnönü Cad. Devres Han No:50/4 34437	İSTANBUL	(212) 3348850
Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.	Gümüşsuyu Beyoğlu Aydınevler Mah. Dumlupınar Cad. No:24 A Blok Küçükyalı	İSTANBUL	(216) 4892950
Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	P.K.12 35801 Aliğa	İZMİR	(232) 6161240
Petrol Ofisi A.Ş.	Eski Büyükdere Cad. No:37 34398 Maslak	İSTANBUL	(212) 3291500
Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Mahir İz Cad. No:43 Altunizade/ÜSKÜDAR	İSTANBUL	(216) 5540554
Tat Konserve Sanayi A.Ş.	Istiklal Cad. Nuru Ziya Sk. No.3 80050 Beyoğlu	İSTANBUL	(212) 2523600
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	Büyükdere Cad. No.145/4 Zincirlikuyu Levent	İSTANBUL	(212) 2753390
Trakya Cam Sanayii A.Ş.	İş Kuleleri Kule 3,34330, 4. Levent	İSTANBUL	(212) 3503534
Turcas Petrol A.Ş.	Emirhan Cad No:109 Atakule Kat:5 34349 Dikilitaş	İSTANBUL	(212) 2590000
Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. Körfez	KOCAELİ	(262) 5270600
Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Zorlu Plaza 34310 Avcılar	İSTANBUL	(212) 4220000
Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Zorlu Plaza 34840 Avcılar	İSTANBUL	(212) 4220000
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	Organize Sanayi Bölgesi Pembe Caddesi No:13	BURSA	(224) 2425616

EK- 2

EKONOMETRİK ANALİZ SONUÇLARI

KYE (Kurumsal Yönetim Endeksi)

		16	33	21	70	%	%	%	%	%
	Şirket	sef	yk	hishak	KYE	sef	yk	hishak	KYE (0,33)	KYETop
1	ANELT	12	21	13	46	75,0	63,6	61,9	66,8	65,7
2	ASELS	10	26	10	46	62,5	78,8	47,6	63,0	65,7
3	BANVİT	9	9	9	27	56,3	27,3	42,9	42,1	38,6
4	CCOLA	12	21	12	45	75,0	63,6	57,1	65,3	64,3
5	ÇİMSA	11	12	12	35	68,8	36,4	57,1	54,1	50,0
6	DGZTE	11	21	15	47	68,8	63,6	71,4	67,9	67,1
7	DOAS	12	11	13	36	75,0	33,3	61,9	56,7	51,4
8	DYOBY	13	13	11	37	81,3	39,4	52,4	57,7	52,9
9	EGSER	10	10	11	31	62,5	30,3	52,4	48,4	44,3
10	ENKAI	12	14	12	38	75,0	42,4	57,1	58,2	54,3
11	EREGL	10	12	14	36	62,5	36,4	66,7	55,2	51,4
12	FROTO	13	19	14	46	81,3	57,6	66,7	68,5	65,7
13	GOLDS	11	12	9	32	68,8	36,4	42,9	49,3	45,7
14	HURGZ	14	26	17	57	87,5	78,8	81,0	82,4	81,4
15	IHEVA	11	23	12	46	68,8	69,7	57,1	65,2	65,7
16	İZMDC	12	11	10	33	75,0	33,3	47,6	52,0	47,1
17	KARSN	12	16	12	40	75,0	48,5	57,1	60,2	57,1
18	KARTN	11	13	12	36	68,8	39,4	57,1	55,1	51,4
19	KOZAD	6	5	6	17	37,5	15,2	28,6	27,1	24,3
20	KRDMD	9	12	10	31	56,3	36,4	47,6	46,7	44,3
21	MMART	11	12	13	36	68,8	36,4	61,9	55,7	51,4
22	OTOKAR	12	18	13	43	75,0	54,5	61,9	63,8	61,4
23	PETKİM	14	19	12	45	87,5	57,6	57,1	67,4	64,3
24	PRKTE	14	27	13	54	87,5	81,8	61,9	77,1	77,1
25	PTOFS	13	17	11	41	81,3	51,5	52,4	61,7	58,6
26	SELEC	11	12	9	32	68,8	36,4	42,9	49,3	45,7
27	TATKS	12	11	12	35	75,0	33,3	57,1	55,2	50,0
28	THYAO	12	14	11	37	75,0	42,4	52,4	56,6	52,9
29	TOASO	13	21	12	46	81,3	63,6	57,1	67,3	65,7
30	TRCAS	14	20	14	48	87,5	60,6	66,7	71,6	68,6
31	TRKCM	13	14	12	39	81,3	42,4	57,1	60,3	55,7
32	TUPRS	13	18	12	43	81,3	54,5	57,1	64,3	61,4
33	VESB	13	25	14	52	81,3	75,8	66,7	74,6	74,3
34	VESTEL	14	25	14	53	87,5	75,8	66,7	76,6	75,7
35	ZOREN	12	18	14	44	75,0	54,5	66,7	65,4	62,9

Analizde Kullanılan Şirketlerin Mali Tablo Verileri

Şirket Kodu	Faaliyet karı	bofi	topva	şb	kvyuk	uvyuk	ozka	odser
ANELT	3.224.344	1,75	234.060.507	19	104.764.718	54.981.261	55.714.262	46.000.000
ASELS	156.159.452	11,70	2.484.442.965	22	793.420.165	1.031.158.264	661.354.800	117.612.000
BANVİT	69.755.869	3,60	471.821.137	20	247.084.626	96.210.852	128.525.659	100.023.579
CCOLA	236.481.000	15,00	2.863.582.000	22	1.137.576.000	456.058.000	1.253.449.000	254.371.000
ÇİMSA	138.585.884	7,55	1.199.741.387	21	231.500.036	36.140.583	932.100.768	135.084.442
DGZTE	6.793.714	3,76	329.752.465	20	97.161.078	7.669.281	224.537.858	105.000.000
DOAS	77.571.000	4,84	1.219.008.000	21	548.445.000	137.497.000	531.690.000	110.000.000
DYOBY	7.718.363	1,35	307.689.981	20	94.182.990	144.062.597	69.458.388	100.000.000
EGSER	9.235.675	1,00	193.584.961	19	42.535.000	26.758.612	124.033.777	75.000.000
ENKAI	1.167.158	6,90	10.607.479.000	23	2.093.196.000	2.508.656.000	5.634.939.000	1.821.689.000
EREGL	51.745.902	4,50	11.150.422.547	23	1.620.897.962	3.610.830.559	5.762.058.750	1.600.000.000
FROTO	389.439.359	9,05	2.813.865.833	22	833.074.214	331.147.986	1.649.643.633	350.910.000
GOLDS	14.132.549	0,99	654.355.129	20	470.419.500	8.917.243	174.947.913	80.000.000
HURGZ	-5.909.362	1,87	1.854.003.903	21	462.224.009	474.133.721	797.896.316	552.000.000
IHEVA	2.920.950	1,13	289.085.296	19	56.600.326	8.312.213	193.711.164	191.370.001
İZMDC	-22.042.906	2,26	488.923.649	20	85.964.201	27.557.454	375.398.339	150.000.000
KARSN	-25.889.160	1,44	310.097.750	20	172.641.666	22.732.428	120.654.981	150.000.000
KARTN	11.136.726	75,50	179.924.773	19	13.952.279	4.718.876	161.215.912	2.837.014
KOZAA	135.346.244	4,82	598.285.006	20	115.084.322	62.040.185	324.129.511	194.040.000
KRDMD	-71.990.373	0,76	1.219.471.469	21	248.046.630	182.135.750	789.287.805	878.755.482
MMART	4.873.481	0,84	241.242.881	19	87.939.621	57.294.486	92.208.034	87.120.000
OTOKAR	58.848.701	15,50	600.989.965	20	350.413.420	77.453.581	173.122.964	24.000.000
PETKİM	41.498.598	7,30	2.113.202.978	21	566.076.485	76.863.962	1.470.262.531	204.750.000
PRKTE	32.285.163	2,84	335.670.828	20	25.745.005	4.228.132	305.697.691	148.867.243
PTOFS	611.336.291	5,75	6.933.149.010	23	2.399.694.213	1.518.688.797	2.998.585.863	577.500.000
SELEC	259.875.345	2,48	2.666.949.149	22	1.651.039.628	15.310.419	1.000.593.786	517.500.000
TATKS	33.121.282	3,06	538.344.226	20	239.102.678	100.386.957	168.307.412	136.000.000
THYAO	723.890.442	5,70	8.572.089.427	23	1.949.243.312	3.177.965.889	3.444.880.226	875.000.000
TOASO	279.136.000	4,72	4.367.184.000	22	1.758.341.000	1.186.605.000	1.422.238.000	500.000.000
TRCAS	5.777.773	4,80	517.127.017	20	8.587.904	4.396.686	504.136.956	136.500.000
TRKCM	74.306.811	1,86	1.942.389.158	21	208.831.393	366.723.803	1.324.708.696	580.000.000
TUPRS	1.015.965	29,75	10.223.304.000	23	5.353.550.000	1.090.212.000	3.750.698.000	250.419.000
VESB	169.114.359	3,08	925.657.826	21	278.823.267	57.683.301	589.151.258	190.000.000
VESTEL	374.551.000	2,60	3.796.133.000	22	2.220.908.000	452.625.000	959.683.000	335.456.000
ZOREN	267.678.000	3,12	2.414.370.000	22	721.476.000	1.463.613.000	219.816.000	281.665.000

35 Firma için Bağımlı ve Bağımsız Değişken Verileri

Şirket	Şef	YK	HisHak	kyeE	kyeT	topva	ŞB	ago	kald	f/dd	TQ
ANELT	75.0	63.6	61.9	66.8	65.7	2.34060507E8	19.0	0.01	0.68	1.08	1.11
ASELS	62.5	78.8	47.6	63.0	65.7	2.484442965E9	22.0	0.06	0.73	2.09	1.29
BANVİT	56.3	27.3	42.9	42.1	38.6	4.71821137E8	20.0	0.15	0.73	2.8	1.49
CCOLA	75.0	63.6	57.1	65.3	64.3	2.863582E9	22.0	0.08	0.56	3.0	1.89
ÇİMSA	68.8	36.4	57.1	54.1	50.0	1.199741387E9	21.0	0.12	0.22	1.09	1.07
DGZTE	68.8	63.6	71.4	67.9	67.1	3.29752465E8	20.0	0.02	0.32	1.76	1.52
DOAS	75.0	33.3	61.9	56.7	51.4	1.219008E9	21.0	0.06	0.56	1.0	1.0
DYOBY	81.3	39.4	52.4	57.7	52.9	3.07689981E8	20.0	0.03	0.77	1.94	1.21
EGSER	62.5	30.3	52.4	48.4	44.3	1.93584961E8	19.0	0.05	0.36	0.6	0.75
ENKAI	75.0	42.4	57.1	58.2	54.3	1.0607479E10	23.0	0.0	0.43	2.09	1.65
EREGL	62.5	36.4	66.7	55.2	51.4	1.1150422547E10	23.0	0.0	0.47	1.22	1.13
FROTO	81.3	57.6	66.7	68.5	65.7	2.813865833E9	22.0	0.14	0.41	1.93	1.54
GOLDS	68.8	36.4	42.9	49.3	45.7	6.54355129E8	20.0	0.02	0.73	0.45	0.85
HURGZ	87.5	78.8	81.0	82.4	81.4	1.854003903E9	21.0	-0.0	0.51	1.12	1.13
IHEVA	68.8	69.7	57.1	65.2	65.7	2.89085296E8	19.0	0.01	0.22	0.96	1.08
İZMDC	75.0	33.3	47.6	52.0	47.1	4.88923649E8	20.0	-0.05	0.23	0.9	0.93
KARSN	75.0	48.5	57.1	60.2	57.1	3.1009775E8	20.0	-0.08	0.63	1.88	1.31
KARTN	68.8	39.4	57.1	55.1	51.4	1.79924773E8	19.0	0.06	0.1	1.33	1.29
KOZAA	37.5	15.2	28.6	27.1	24.3	5.98285006E8	20.0	0.23	0.3	2.22	2.02
KRDMD	56.3	36.4	47.6	46.7	44.3	1.219471469E9	21.0	-0.06	0.35	0.84	0.9
MMART	68.8	36.4	61.9	55.7	51.4	2.41242881E8	19.0	0.02	0.6	0.76	0.92
OTOKAR	75.0	54.5	61.9	63.8	61.4	6.00989965E8	20.0	0.1	0.71	2.15	1.33
PETKİM	87.5	57.6	57.1	67.4	64.3	2.113202978E9	21.0	0.02	0.3	1.02	1.01
PRKTE	87.5	81.8	61.9	77.1	77.1	3.35670828E8	20.0	0.1	0.09	1.38	1.35
PTOFS	81.3	51.5	52.4	61.7	58.6	6.93314901E9	23.0	0.09	0.57	1.1	1.05
SELEC	68.8	36.4	42.9	49.3	45.7	2.666949149E9	22.0	0.1	0.62	1.28	1.11
TATKS	75.0	33.3	57.1	55.2	50.0	5.38344226E8	20.0	0.06	0.63	2.09	1.46
THYAO	75.0	42.4	52.4	56.6	52.9	8.572089427E9	23.0	0.08	0.6	1.45	1.18
TOASO	81.3	63.6	57.1	67.3	65.7	4.367184E9	22.0	0.06	0.67	1.66	1.21
TRCAS	87.5	60.6	66.7	71.6	68.6	5.17127017E8	20.0	0.01	0.03	1.3	1.29
TRKCM	81.3	42.4	57.1	60.3	55.7	1.942389158E9	21.0	0.04	0.3	0.79	0.87
TUPRS	81.3	54.5	57.1	64.3	61.4	1.0223304E10	23.0	0.0	0.63	1.97	1.36
VESB	81.3	75.8	66.7	74.6	74.3	9.25657826E8	21.0	0.18	0.36	0.99	1.0
VESTEL	87.5	75.8	66.7	76.6	75.7	3.796133E9	22.0	0.1	0.7	0.78	0.98
ZOREN	75.0	54.5	66.7	65.4	62.9	2.41437E9	22.0	0.11	0.91	3.83	1.27

33 Firma için Bağımlı ve Bağımsız Değişken Verileri

Şirket	Şef	YK	HisHak	kyeE	kyeT	topva	ŞB	ago	kald	f/dd	TQ
ANELT	75.0	63.6	61.9	66.8	65.7	2.34060507E8	19.0	0.01	0.68	1.08	1.11
ASELS	62.5	78.8	47.6	63.0	65.7	2.484442965E9	22.0	0.06	0.73	2.09	1.29
CCOLA	75.0	63.6	57.1	65.3	64.3	2.863582E9	22.0	0.08	0.56	3.0	1.89
ÇİMSA	68.8	36.4	57.1	54.1	50.0	1.199741387E9	21.0	0.12	0.22	1.09	1.07
DGZTE	68.8	63.6	71.4	67.9	67.1	3.29752465E8	20.0	0.02	0.32	1.76	1.52
DOAS	75.0	33.3	61.9	56.7	51.4	1.219008E9	21.0	0.06	0.56	1.0	1.0
DYOBY	81.3	39.4	52.4	57.7	52.9	3.07689981E8	20.0	0.03	0.77	1.94	1.21
EGSER	62.5	30.3	52.4	48.4	44.3	1.93584961E8	19.0	0.05	0.36	0.6	0.75
ENKAI	75.0	42.4	57.1	58.2	54.3	1.0607479E10	23.0	0.0	0.43	2.09	1.65
EREGL	62.5	36.4	66.7	55.2	51.4	1.1150422547E10	23.0	0.0	0.47	1.22	1.13
FROTO	81.3	57.6	66.7	68.5	65.7	2.813865833E9	22.0	0.14	0.41	1.93	1.54
GOLDS	68.8	36.4	42.9	49.3	45.7	6.54355129E8	20.0	0.02	0.73	0.45	0.85
HURGZ	87.5	78.8	81.0	82.4	81.4	1.854003903E9	21.0	-0.0	0.51	1.12	1.13
IHEVA	68.8	69.7	57.1	65.2	65.7	2.89085296E8	19.0	0.01	0.22	0.96	1.08
İZMDC	75.0	33.3	47.6	52.0	47.1	4.88923649E8	20.0	-0.05	0.23	0.9	0.93
KARSN	75.0	48.5	57.1	60.2	57.1	3.1009775E8	20.0	-0.08	0.63	1.88	1.31
KARTN	68.8	39.4	57.1	55.1	51.4	1.79924773E8	19.0	0.06	0.1	1.33	1.29
KRDMD	56.3	36.4	47.6	46.7	44.3	1.219471469E9	21.0	-0.06	0.35	0.84	0.9
MMART	68.8	36.4	61.9	55.7	51.4	2.41242881E8	19.0	0.02	0.6	0.76	0.92
OTOKAR	75.0	54.5	61.9	63.8	61.4	6.00989965E8	20.0	0.1	0.71	2.15	1.33
PETKİM	87.5	57.6	57.1	67.4	64.3	2.113202978E9	21.0	0.02	0.3	1.02	1.01
PRKTE	87.5	81.8	61.9	77.1	77.1	3.35670828E8	20.0	0.1	0.09	1.38	1.35
PTOFS	81.3	51.5	52.4	61.7	58.6	6.93314901E9	23.0	0.09	0.57	1.1	1.05
SELEC	68.8	36.4	42.9	49.3	45.7	2.666949149E9	22.0	0.1	0.62	1.28	1.11
TATKS	75.0	33.3	57.1	55.2	50.0	5.38344226E8	20.0	0.06	0.63	2.09	1.46
THYAO	75.0	42.4	52.4	56.6	52.9	8.572089427E9	23.0	0.08	0.6	1.45	1.18
TOASO	81.3	63.6	57.1	67.3	65.7	4.367184E9	22.0	0.06	0.67	1.66	1.21
TRCAS	87.5	60.6	66.7	71.6	68.6	5.17127017E8	20.0	0.01	0.03	1.3	1.29
TRKCM	81.3	42.4	57.1	60.3	55.7	1.942389158E9	21.0	0.04	0.3	0.79	0.87
TUPRS	81.3	54.5	57.1	64.3	61.4	1.0223304E10	23.0	0.0	0.63	1.97	1.36
VESB	81.3	75.8	66.7	74.6	74.3	9.25657826E8	21.0	0.18	0.36	0.99	1.0
VESTEL	87.5	75.8	66.7	76.6	75.7	3.796133E9	22.0	0.1	0.7	0.78	0.98
ZOREN	75.0	54.5	66.7	65.4	62.9	2.41437E9	22.0	0.11	0.91	3.83	1.27

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		sefaf	ykkois	hishak	kyeE	şb	ago	kald	fddeg	TQ
N		33	33	33	33	33	33	33	33	33
Normal Parameters ^a	Mean	75,2121	51,7879	58,4364	61,8061	20,94	,0467	,4848	1,4494	1,1830
	Std. Deviation	8,18748	1,58602E1	8,19168	8,81547	1,321	,05726	,21999	,70865	,24882
Most Extreme Differences	Absolute	,156	,178	,171	,083	,186	,117	,149	,145	,100
	Positive	,147	,178	,171	,083	,186	,104	,078	,145	,100
	Negative	-,156	-,092	-,162	-,048	-,153	-,117	-,149	-,105	-,060
Kolmogorov-Smirnov Z		,898	1,020	,981	,477	1,067	,670	,855	,833	,572
Asymp. Sig. (2-tailed)		,395	,249	,290	,977	,205	,760	,458	,491	,899
a. Test distribution is Normal.										

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
sefaf	35	37,50	87,50	2575,80	73,5943	10,61821	-1,187	,398	2,616	,778
ykkois	35	15,20	81,80	1751,50	50,0429	17,04772	,244	,398	-,815	,778
hishak	35	28,60	81,00	1999,90	57,1400	9,73182	-,429	,398	1,535	,778
kyeE	35	27,10	82,40	2108,80	60,2514	10,83981	-,579	,398	1,486	,778
kyeT	35	24,30	81,40	2014,10	57,5457	11,86379	-,320	,398	,586	,778
topva	35	2,E8	1,E10	9,E10	2,45E9	3,171E9	1,813	,398	2,259	,778
şb	35	19	23	731	20,89	1,301	,224	,398	-1,070	,778
ago	35	-,08	,23	1,92	,0549	,06573	,380	,398	,566	,778
kald	35	,03	,91	17,03	,4866	,21981	-,322	,398	-,751	,778
fddeg	35	,45	3,83	52,85	1,5100	,73483	1,173	,398	1,667	,778
TQ	35	,75	2,02	42,55	1,2157	,28380	,939	,398	1,072	,778
Valid N (listwise)	35									

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
sefaf	33	56,30	87,50	2482,00	75,2121	8,18748	-,237	,409	-,436	,798
ykkois	33	30,30	81,80	1709,00	51,7879	15,86022	,422	,409	-1,098	,798
hishak	33	42,90	81,00	1928,40	58,4364	8,19168	,305	,409	,711	,798
kyeE	33	46,70	82,40	2039,60	61,8061	8,81547	,343	,409	-,306	,798
kyeT	33	44,30	81,40	1951,20	59,1273	10,06033	,357	,409	-,666	,798
topva	33	2,E8	1,E10	8,E10	2,56E9	3,231E9	1,726	,409	1,921	,798
şb	33	19	23	691	20,94	1,321	,118	,409	-1,118	,798
ago	33	-,08	,18	1,54	,0467	,05726	-,032	,409	,119	,798
kald	33	,03	,91	16,00	,4848	,21999	-,342	,409	-,679	,798
fddeg	33	,45	3,83	47,83	1,4494	,70865	1,434	,409	2,898	,798
TQ	33	,75	1,89	39,04	1,1830	,24882	,739	,409	,761	,798
Valid N (listwise)	33									

Correlations

		fddeg	TQ	kyeE	ago	şb	kald
fddeg	Pearson Correlation	1	,768**	,183	,200	,328	,411*
	Sig. (2-tailed)		,000	,307	,264	,063	,017
	N	33	33	33	33	33	33
TQ	Pearson Correlation	,768**	1	,300	,127	,271	,059
	Sig. (2-tailed)	,000		,090	,480	,128	,743
	N	33	33	33	33	33	33
kyeE	Pearson Correlation	,183	,300	1	,281	,091	-,070
	Sig. (2-tailed)	,307	,090		,114	,616	,698
	N	33	33	33	33	33	33
ago	Pearson Correlation	,200	,127	,281	1	,237	,094
	Sig. (2-tailed)	,264	,480	,114		,185	,601
	N	33	33	33	33	33	33
şb	Pearson Correlation	,328	,271	,091	,237	1	,313
	Sig. (2-tailed)	,063	,128	,616	,185		,076
	N	33	33	33	33	33	33
kald	Pearson Correlation	,411*	,059	-,070	,094	,313	1
	Sig. (2-tailed)	,017	,743	,698	,601	,076	
	N	33	33	33	33	33	33

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

Control Variables			fddeg	kyeE
ago & şb & kald	fdde	Correlation	1,000	,185
	g	Significance (2-tailed)	.	,326
		df	0	28
	kyeE	Correlation	,185	1,000
		Significance (2-tailed)	,326	.
		df	28	0

Correlations

Control Variables			TQ	kyeE
ago & şb & kald	TQ	Correlation	1,000	,279
		Significance (2-tailed)	.	,136
		df	0	28
	kyeE	Correlation	,279	1,000
		Significance (2-tailed)	,136	.
		df	28	0

Correlations

		fddeg	sefaf	ykkois	hishak
fddeg	Pearson Correlation	1	,072	,182	,163
	Sig. (2-tailed)		,691	,311	,366
	N	33	33	33	33
sefaf	Pearson Correlation	,072	1	,486**	,440*
	Sig. (2-tailed)	,691		,004	,010
	N	33	33	33	33
ykkois	Pearson Correlation	,182	,486**	1	,494**
	Sig. (2-tailed)	,311	,004		,004
	N	33	33	33	33

hishak	Pearson Correlation	,163	,440*	,494**	1
	Sig. (2-tailed)	,366	,010	,004	
	N	33	33	33	33

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Correlations

		TQ	sefaf	ykkois	hishak
TQ	Pearson Correlation	1	,162	,287	,246
	Sig. (2-tailed)		,367	,105	,168
	N	33	33	33	33
sefaf	Pearson Correlation	,162	1	,486**	,440*
	Sig. (2-tailed)	,367		,004	,010
	N	33	33	33	33
ykkois	Pearson Correlation	,287	,486**	1	,494**
	Sig. (2-tailed)	,105	,004		,004
	N	33	33	33	33
hishak	Pearson Correlation	,246	,440*	,494**	1
	Sig. (2-tailed)	,168	,010	,004	
	N	33	33	33	33

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Regression F/DD: KYE

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kyeE ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.183 ^a	.034	.002	.70777

a. Predictors: (Constant), kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.541	1	.541	1.079	.307 ^a
	Residual	15.529	31	.501		
	Total	16.070	32			

a. Predictors: (Constant), kyeE

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.538	.886		.607	.548
	kyeE	.015	.014	.183	1.039	.307

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.538	.886		.607	.548
kyeE	.015	.014	.183	1.039	.307

a. Dependent Variable: fddeg

Regression F/DD: KYE AGO

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ago, kyeE ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.240 ^a	.058	-.005	.71049

a. Predictors: (Constant), ago, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.926	2	.463	.917	.411 ^a
	Residual	15.144	30	.505		
	Total	16.070	32			

a. Predictors: (Constant), ago, kyeE

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.670	.902		.743	.464
	kyeE	.011	.015	.138	.748	.460
	ago	1.996	2.285	.161	.874	.389

a. Dependent Variable: fddeg

Regression F/DD: KYE ŞB

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	şb, kyeE ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.362 ^a	.131	.073	.68220

a. Predictors: (Constant), şb, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.108	2	1.054	2.265	.121 ^a
	Residual	13.962	30	.465		
	Total	16.070	32			

a. Predictors: (Constant), şb, kyeE

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.842	2.030		-1.400	.172
	kyeE	.012	.014	.155	.907	.372
	şb	.168	.092	.314	1.835	.076

a. Dependent Variable: fddeg

Regression F/DD: KYE KALD

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.463 ^a	.215	.162	.64865

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.448	2	1.724	4.097	.027 ^a
	Residual	12.622	30	.421		
	Total	16.070	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.276	.869		-.318	.753
	kyeE	.017	.013	.213	1.315	.198
	kald	1.373	.523	.426	2.628	.013

a. Dependent Variable: fddeg

Regression F/DD: KYE, AGO, ŞB, KALD

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE, ago, şb ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.504 ^a	.254	.147	.65439

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, şb

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.080	4	1.020	2.382	.075 ^a
	Residual	11.990	28	.428		
	Total	16.070	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, şb

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.048	2.036		-1.006	.323
	kyeE	.014	.014	.171	.999	.326
	ago	.929	2.161	.075	.430	.670
	şb	.098	.095	.182	1.031	.311
	kald	1.158	.557	.359	2.077	.047

a. Dependent Variable: fddeg

Backward Regression F/DD

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE, ago, şb ^a		Enter
2		ago	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
3		şb	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
4		kyeE	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,504 ^a	,254	,147	,65439
2	,499 ^b	,249	,171	,64513
3	,463 ^c	,215	,162	,64865
4	,411 ^d	,169	,142	,65624

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, şb

b. Predictors: (Constant), kald, kyeE, şb

c. Predictors: (Constant), kald, kyeE

d. Predictors: (Constant), kald

ANOVA^e

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,080	4	1,020	2,382	,075 ^a
	Residual	11,990	28	,428		
	Total	16,070	32			
2	Regression	4,001	3	1,334	3,204	,038 ^b
	Residual	12,069	29	,416		
	Total	16,070	32			
3	Regression	3,448	2	1,724	4,097	,027 ^c
	Residual	12,622	30	,421		
	Total	16,070	32			
4	Regression	2,720	1	2,720	6,316	,017 ^d
	Residual	13,350	31	,431		
	Total	16,070	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, şb

b. Predictors: (Constant), kald, kyeE, şb

c. Predictors: (Constant), kald, kyeE

d. Predictors: (Constant), kald

e. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2,048	2,036		-1,006	,323
	kyeE	,014	,014	,171	,999	,326
	ago	,929	2,161	,075	,430	,670
	şb	,098	,095	,182	1,031	,311
	kald	1,158	,557	,359	2,077	,047

2	(Constant)	-2,276	1,938		-1,174	,250
	kyeE	,015	,013	,191	1,176	,249
	şb	,105	,092	,197	1,153	,258
	kald	1,170	,549	,363	2,132	,042
3	(Constant)	-,276	,869		-,318	,753
	kyeE	,017	,013	,213	1,315	,198
	kald	1,373	,523	,426	2,628	,013
4	(Constant)	,807	,280		2,881	,007
	kald	1,325	,527	,411	2,513	,017

a. Dependent Variable: fddeg

Excluded Variables^d

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics
					Tolerance
2 ago	,075 ^a	,430	,670	,081	,874
3 ago	,110 ^b	,642	,526	,118	,908
şb	,197 ^b	1,153	,258	,209	,889
4 ago	,163 ^c	,989	,330	,178	,991
şb	,221 ^c	1,294	,206	,230	,902
kyeE	,213 ^c	1,315	,198	,233	,995

a. Predictors in the Model: (Constant), kald, kyeE, şb

b. Predictors in the Model: (Constant), kald, kyeE

c. Predictors in the Model: (Constant), kald

d. Dependent Variable: fddeg

Regression TQ: KYE

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.300 ^a	.090	.061	.24113

a. Predictors: (Constant), kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.179	1	.179	3.072	.090 ^a
	Residual	1.802	31	.058		
	Total	1.981	32			

a. Predictors: (Constant), kyeE

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.659	.302		2.184	.037
	kyeE	.008	.005	.300	1.753	.090

a. Dependent Variable: TQ

Regression TQ: KYE AGO

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ago, kyeE ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.304 ^a	.092	.032	.24485

a. Predictors: (Constant), ago, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.183	2	.091	1.523	.234 ^a
	Residual	1.799	30	.060		
	Total	1.981	32			

a. Predictors: (Constant), ago, kyeE

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.673	.311		2.164	.039
	kyeE	.008	.005	.287	1.584	.124
	ago	.203	.787	.047	.258	.798

a. Dependent Variable: TQ

Regression TQ: KYE ŞB

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	şb, kyeE ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.387 ^a	.150	.093	.23694

a. Predictors: (Constant), şb, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.297	2	.148	2.643	.088 ^a
	Residual	1.684	30	.056		
	Total	1.981	32			

a. Predictors: (Constant), şb, kyeE

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.269	.705		-.382	.705
	kyeE	.008	.005	.278	1.645	.110
	şb	.046	.032	.245	1.451	.157

a. Dependent Variable: TQ

Regression TQ: KYE KALD

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.311 ^a	.097	.036	.24424

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.191	2	.096	1.605	.218 ^a
	Residual	1.790	30	.060		
	Total	1.981	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.605	.327		1.849	.074
	kyeE	.009	.005	.306	1.759	.089
	kald	.091	.197	.081	.464	.646

a. Dependent Variable: TQ

Regression TQ: KYE, AGO, ŞB, KALD

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE, ago, şb ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.387 ^a	.150	.028	.24525

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, şb

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.297	4	.074	1.235	.319 ^a
	Residual	1.684	28	.060		
	Total	1.981	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, şb

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.279	.763		-.365	.718
	kyeE	.008	.005	.281	1.537	.136
	ago	-.044	.810	-.010	-.055	.957
	şb	.046	.035	.247	1.309	.201
	kald	.003	.209	.003	.015	.988

a. Dependent Variable: TQ

Backward Regression TQ

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE, ago, şb ^a	.	Enter
2		kald	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
3		ago	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
4		şb	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,387 ^a	,150	,028	,24525
2	,387 ^b	,150	,062	,24098
3	,387 ^c	,150	,093	,23694
4	,300 ^d	,090	,061	,24113

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, şb

b. Predictors: (Constant), kyeE, ago, şb

c. Predictors: (Constant), kyeE, şb

d. Predictors: (Constant), kyeE

ANOVA^e

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,297	4	,074	1,235	,319 ^a
	Residual	1,684	28	,060		
	Total	1,981	32			
2	Regression	,297	3	,099	1,705	,188 ^b
	Residual	1,684	29	,058		
	Total	1,981	32			
3	Regression	,297	2	,148	2,643	,088 ^c
	Residual	1,684	30	,056		
	Total	1,981	32			
4	Regression	,179	1	,179	3,072	,090 ^d
	Residual	1,802	31	,058		
	Total	1,981	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, şb

b. Predictors: (Constant), kyeE, ago, şb

c. Predictors: (Constant), kyeE, şb

d. Predictors: (Constant), kyeE

e. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,279	,763		-,365	,718
	kyeE	,008	,005	,281	1,537	,136
	ago	-,044	,810	-,010	-,055	,957
	şb	,046	,035	,247	1,309	,201
	kald	,003	,209	,003	,015	,988
2	(Constant)	-,280	,744		-,376	,710
	kyeE	,008	,005	,281	1,573	,127
	ago	-,044	,795	-,010	-,055	,957
	şb	,047	,033	,247	1,404	,171
3	(Constant)	-,269	,705		-,382	,705
	kyeE	,008	,005	,278	1,645	,110
	şb	,046	,032	,245	1,451	,157
4	(Constant)	,659	,302		2,184	,037
	kyeE	,008	,005	,300	1,753	,090

a. Dependent Variable: TQ

Excluded Variables^d

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics	
					Tolerance	
2	kald	,003 ^a	,015	,988	,003	,890
3	kald	,002 ^b	,012	,990	,002	,892
	ago	-,010 ^b	-,055	,957	-,010	,876
4	kald	,081 ^c	,464	,646	,084	,995
	ago	,047 ^c	,258	,798	,047	,921
	şb	,245 ^c	1,451	,157	,256	,992

a. Predictors in the Model: (Constant), kyeE, ago, şb

b. Predictors in the Model: (Constant), kyeE, şb

c. Predictors in the Model: (Constant), kyeE

d. Dependent Variable: TQ

BÜTÜN KONTROL DEĞİŞKENLERİ DAHİL ALT ENDEKS REGRESYONLARI

Regression (F/DD, Şeffaflık)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, sefaf, ago, şb ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,478 ^a	,229	,118	,66542

a. Predictors: (Constant), kald, sefaf, ago, şb

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,672	4	,918	2,073	,111 ^a
	Residual	12,398	28	,443		
	Total	16,070	32			

a. Predictors: (Constant), kald, sefaf, ago, şb

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1,498	2,122		-,706	,486
	sefaf	,003	,015	,036	,210	,835
	ago	1,419	2,164	,115	,656	,517
	şb	,101	,097	,188	1,040	,307
	kald	1,108	,567	,344	1,954	,061

a. Dependent Variable: fddeg

Regression (F/DD, Yönetim Kurulu)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, ykkois, ago, şb ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,499 ^a	,249	,142	,65644

a. Predictors: (Constant), kald, ykkois, ago, şb

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,005	4	1,001	2,323	,081 ^a
	Residual	12,065	28	,431		
	Total	16,070	32			

a. Predictors: (Constant), kald, ykkois, ago, şb

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1,582	1,927		-,821	,419
	ykkois	,007	,008	,154	,904	,374
	ago	1,022	2,157	,083	,474	,639
	şb	,099	,095	,185	1,048	,304
	kald	1,127	,557	,350	2,024	,053

a. Dependent Variable: fddeg

Regression (F/DD, Hissedar Hakları)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, ago, hishak, şb ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,513 ^a	,264	,158	,65012

a. Predictors: (Constant), kald, ago, hishak, şb

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,236	4	1,059	2,505	,065 ^a
	Residual	11,834	28	,423		
	Total	16,070	32			

a. Predictors: (Constant), kald, ago, hishak, şb

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2,363	2,087		-1,132	,267
	hishak	,017	,014	,195	1,175	,250
	ago	1,089	2,098	,088	,519	,608
	şb	,105	,094	,197	1,124	,271
	kald	1,173	,554	,364	2,117	,043

a. Dependent Variable: fddeg

Regression (TQ, Şeffaflık)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, sefaf, ago, şb ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,301 ^a	,090	-,040	,25368

a. Predictors: (Constant), kald, sefaf, ago, şb

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,179	4	,045	,696	,601 ^a
	Residual	1,802	28	,064		
	Total	1,981	32			

a. Predictors: (Constant), kald, sefaf, ago, şb

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,060	,809		-,075	,941
	sefaf	,003	,006	,115	,613	,545
	ago	,186	,825	,043	,226	,823
	şb	,047	,037	,249	1,269	,215
	kald	-,019	,216	-,016	-,086	,932

a. Dependent Variable: TQ

Regression (TQ, Yönetim Kurulu)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, ykkois, ago, şb ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,379 ^a	,143	,021	,24619

a. Predictors: (Constant), kald, ykkois, ago, şb

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,284	4	,071	1,172	,344 ^a
	Residual	1,697	28	,061		
	Total	1,981	32			

a. Predictors: (Constant), kald, ykkois, ago, şb

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,018	,723		-,024	,981
	ykkois	,004	,003	,265	1,460	,155
	ago	-,005	,809	-,001	-,006	,995
	şb	,047	,036	,252	1,332	,194
	kald	-,014	,209	-,012	-,065	,948

a. Dependent Variable: TQ

Regression (TQ, Hissedar Hakları)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, ago, hishak, şb ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,370 ^a	,137	,013	,24714

a. Predictors: (Constant), kald, ago, hishak, şb

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,271	4	,068	1,109	,372 ^a
	Residual	1,710	28	,061		
	Total	1,981	32			

a. Predictors: (Constant), kald, ago, hishak, şb

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-,323	,793		-,407	,687
	hishak	,008	,005	,247	1,378	,179
	ago	,104	,797	,024	,130	,898
	şb	,051	,036	,269	1,420	,167
	kald	,002	,211	,002	,009	,993

a. Dependent Variable: TQ

EK-3

KURUMSAL YÖNETİM ŞİRKETİ TARAFINDAN VERİLEN DERCELENDİRME NOTLARI²⁹

Şirket	DerçKur	RapTar	25%	35%	15%	25%	OrtNot
			PaySahip	KamuAySef	MenfSahip	YönKur	
aygaz	saha	01.06.2010	8,81	9,05	9,05	6,93	8,46
arçelik	saha	01.07.2010	8,87	9,22	9,52	6,73	8,55
arçelik	saha	01.07.2009	8,55	8,41	9,52	6,37	8,21
cocacola	saha	01.07.2010	8,00	9,35	9,64	6,85	8,43
çecek	saha	01.08.2009	7,95	9,21	9,21	6,85	8,30
doğan	saha	01.11.2010	8,55	9,47	8,90	6,53	8,42
holding	saha	01.11.2009	8,55	9,21	8,90	6,28	8,26
holding	saha	01.03.2010	8,77	8,95	9,24	6,42	8,32
otokar	saha	01.03.2009	8,81	8,48	9,16	6,31	8,12
otokar	saha	01.03.2008	8,74	8,27	8,63	6,28	7,94
türk	saha	01.12.2009	7,69	8,98	8,72	6,56	8,01
telekom	saha	01.12.2009	8,67	7,87	8,71	6,12	7,76
türk	saha	01.06.2010	8,80	8,96	9,21	6,72	8,40
prysiman	saha	01.06.2009	8,71	8,70	9,13	6,71	8,27
anadolu	saha	01.06.2008	8,61	8,47	8,80	6,64	8,10
efes	saha	01.08.2010	8,40	8,93	7,99	6,43	8,03
anadolu	saha	01.05.2010	8,19	8,93	7,99	6,09	7,89
efes	saha	01.05.2009	8,16	8,72	7,69	6,30	7,82
anadolu	saha	01.05.2008	7,89	7,33	7,51	5,64	7,08
efes	saha	01.12.2009	7,99	8,54	8,51	7,16	8,05
dentaş	saha	01.06.2010	8,68	9,44	8,99	7,29	8,65
ambalaj	saha	01.11.2010	8,00	9,21	9,52	7,05	8,42
ambalaj	saha	01.11.2009	7,73	9,26	9,40	6,62	8,24
ambalaj	saha	01.11.2008	7,76	9,05	9,40	6,57	8,16
logo	saha	01.10.2010	8,48	9,12	9,82	7,10	8,56
yazılım	saha	01.10.2009	8,31	8,98	9,60	6,73	8,34
park	saha						
elektrik	saha						
tofaş	saha						
türk oto	saha						
türk oto	saha						
türk oto	saha						
tüpraş	saha						
tüpraş	saha						

²⁹ Tablonun devamı izleyen sayfadadır.

tüpraş türk traktör	saha	01.10.2008	8,31	8,87	9,28	6,51	8,20
türk traktör	saha	01.08.2010	8,00	9,02	9,52	6,87	8,30
türk traktör	saha	01.08.2009	7,98	8,83	9,40	6,51	8,12
türk traktör	saha	01.08.2008	7,76	8,56	9,15	6,10	7,83
yazıcılar holding	saha	01.11.2010	7,98	8,79	9,17	6,39	8,04

Descriptive Statistics

	N	Minim um	Maxi mum	Mean	Std. Deviation
Pay Sahipleri Notu	31	7,69	8,87	8,312 9	,38529
Kamuyu Aydınlatma ve Seffalık Notu	31	7,33	9,47	8,844 5	,45578
Menfaat Sahipleri Notu	31	7,51	9,82	9,009 0	,57439
Yönetim Kurulu Notu	31	5,64	7,29	6,569 7	,35617
Ortalama Not	31	7,08	8,65	8,170 3	,30437
Valid N (listwise)	31				

Statistics

	Pay Sahipleri Notu	Kamuyu Aydınlatma ve Seffalık Notu	Menfaat Sahipleri Notu	Yönetim Kurulu Notu	Ortalama Not	
N	Valid Missing	31 0	31 0	31 0	31 0	
Mean		8,3129	8,8445	9,0090	6,5697	8,1703
Median		8,3100	8,9500	9,1600	6,5600	8,2100
Std. Deviation		,38529	,45578	,57439	,35617	,30437
Skewness		-,105	-1,475	-1,176	-,191	-1,478
Std. Error of Skewness		,421	,421	,421	,421	,421
Kurtosis		-1,484	3,110	,941	,419	4,274
Std. Error of Kurtosis		,821	,821	,821	,821	,821
Minimum		7,69	7,33	7,51	5,64	7,08
Maximum		8,87	9,47	9,82	7,29	8,65

EK: 4

2010 FİNANSAL VERİLERİYLE ANALİZ

2010 Analizinde Kullanılan Şirketlerin Mali Tablo Verileri

Şirket Kodu	Faaliyet karı	bofi	topva	ŞB	kvyuk	uvyuk	ozka	odser
ANELT	-12.689.075	1,45	323.396.310	20	163.577.189	104.407.557	55.411.564	50.000.000
ASELS	214.620.970	8,24	2.755.918.855	22	604.444.995	1.307.436.854	844.037.006	235.224.000
CCOLA	271.846.000	20,40	3.014.042.000	22	880.600.000	698.407.000	1.435.035.000	254.371.000
ÇİMSA	141.199.284	10,00	1.133.836.800	21	188.281.640	65.747.812	879.807.348	135.084.442
DGZTE	-6.399.131	3,16	312.871.677	20	91.512.378	13.364.200	207.995.099	105.000.000
DOAS	201.780.000	6,62	1.499.369.000	21	667.262.000	94.655.000	737.452.000	220.000.000
DYOBY	14.552.128	1,76	442.220.011	20	270.693.128	101.450.684	70.076.199	100.000.000
EGSER	23.362.171	2,24	198.817.917	19	41.521.064	14.787.982	142.508.871	75.000.000
ENKAI	1.003.446.000	5,76	10.999.305.000	23	1.704.365.000	2.471.043.000	6.823.897.000	2.221.689.000
EREGL	1.121.339.764	5,10	13.540.972.636	23	3.763.668.823	3.086.059.488	6.691.244.325	1.600.000.000
FROTO	610.216.142	13,05	3.335.080.040	22	1.167.504.598	412.531.411	1.755.044.031	350.910.000
GOLDS	5.667.277	1,04	704.078.901	20	474.273.409	7.370.358	222.435.134	120.000.000
HURGZ	-23.598.543	1,82	1.578.926.274	21	390.538.264	415.354.903	773.033.107	552.000.000
IHEVA	2.969.953	1,34	289.388.612	19	51.436.254	6.464.729	231.487.629	191.370.001
İZMDC	14.844.937	3,45	630.400.399	20	215.517.058	23.392.897	391.490.444	150.000.000
KARSN	-28.966.545	1,80	415.502.299	20	242.736.667	61.926.160	110.839.472	195.552.567
KARTN	18.110.929	212,50	192.236.371	19	17.513.706	4.977.511	169.745.154	2.837.014
KRDMD	30.601.713	0,76	1.403.660.608	21	396.992.097	196.227.884	810.440.627	878.755.482
MMART	-1.890.979	1,11	278.886.648	19	85.009.988	26.976.184	166.900.476	87.120.000
OTOKAR	25.641.262	21,40	635.639.291	20	363.282.201	98.855.812	173.501.278	24.000.000
PETKİM	127.141.497	2,38	2.375.893.103	22	681.908.766	93.636.886	1.600.347.451	1.000.000.000
PRKTE	22.749.022	3,93	375.574.488	20	28.757.831	4.255.816	342.560.841	148.867.243
PTOFS	249.026.488	6,60	6.611.301.149	23	1.991.707.560	2.428.047.700	2.191.545.889	577.500.000
SELEC	178.313.824	2,58	4.172.003.216	22	1.641.034.837	20.688.659	1.112.081.109	621.000.000
TATKS	46.150.583	4,30	556.449.270	20	185.317.794	137.926.321	233.205.155	136.000.000
THYAO	482.188.606	5,40	10.648.885.985	23	2.540.819.554	4.360.659.447	3.747.406.984	1.000.000.000
TOASO	388.127.000	7,96	5.284.135.000	22	2.045.947.000	1.532.313.000	1.705.875.000	500.000.000
TRCAS	7.605.697	3,86	561.212.544	20	9.097.222	4.507.109	547.608.213	225.000.000
TRKCM	181.763.762	3,18	2.047.063.248	21	157.543.981	339.086.420	1.550.432.847	603.200.000
TUPRS	1.034.152.000	38,60	13.918.037.000	23	8.847.419.000	1.169.462.000	3.901.156.000	250.419.000
VESB	31.377.000	3,42	968.899.000	21	372.593.000	84.300.000	512.006.000	190.000.000
VESTEL	167.811.000	2,44	3.998.244.000	22	2.409.067.000	447.166.000	1.142.011.000	335.456.000
ZOREN	28.455.000	2,79	2.611.270.000	22	785.499.000	1.668.733.000	157.038.000	281.665.000

33 Firma İçin Bağımlı ve Bağımsız Değişken Verileri (2010 Yılı Analizi)

Şirket	Şef	YK	His Hak	KyeE	KyeT	ŞB	Ago	Kald	f/dd	TQ
ANELT	75.0	63.6	61.9	66.8	65.7	20.0	-0.04	0.83	1.31	1.05
ASELS	62.5	78.8	47.6	63.0	65.7	22.0	0.08	0.69	2.3	1.4
CCOLA	75.0	63.6	57.1	65.3	64.3	22.0	0.09	0.52	3.62	2.25
ÇİMSA	68.8	36.4	57.1	54.1	50.0	21.0	0.12	0.22	1.54	1.42
DGZTE	68.8	63.6	71.4	67.9	67.1	20.0	-0.02	0.34	1.6	1.4
DOAS	75.0	33.3	61.9	56.7	51.4	21.0	0.13	0.51	1.97	1.48
DYOBY	81.3	39.4	52.4	57.7	52.9	20.0	0.03	0.84	2.51	1.24
EGSER	62.5	30.3	52.4	48.4	44.3	19.0	0.12	0.28	1.18	1.13
ENKAI	75.0	42.4	57.1	58.2	54.3	23.0	0.09	0.38	1.88	1.54
EREGL	62.5	36.4	66.7	55.2	51.4	23.0	0.08	0.51	1.22	1.11
FROTO	81.3	57.6	66.7	68.5	65.7	22.0	0.18	0.47	2.61	1.85
GOLDS	68.8	36.4	42.9	49.3	45.7	20.0	0.01	0.68	0.56	0.86
HURGZ	87.5	78.8	81.0	82.4	81.4	21.0	-0.01	0.51	1.3	1.15
IHEVA	68.8	69.7	57.1	65.2	65.7	19.0	0.01	0.2	1.11	1.09
İZMDC	75.0	33.3	47.6	52.0	47.1	20.0	0.02	0.38	1.32	1.2
KARSN	75.0	48.5	57.1	60.2	57.1	20.0	-0.07	0.73	3.18	1.58
KARTN	68.8	39.4	57.1	55.1	51.4	19.0	0.09	0.12	3.55	3.25
KRDMD	56.3	36.4	47.6	46.7	44.3	21.0	0.02	0.42	0.82	0.9
MMART	68.8	36.4	61.9	55.7	51.4	19.0	-0.01	0.4	0.58	0.75
OTOKAR	75.0	54.5	61.9	63.8	61.4	20.0	0.04	0.73	2.96	1.54
PETKİM	87.5	57.6	57.1	67.4	64.3	22.0	0.05	0.33	1.49	1.33
PRKTE	87.5	81.8	61.9	77.1	77.1	20.0	0.06	0.09	1.71	1.65
PTOFS	81.3	51.5	52.4	61.7	58.6	23.0	0.04	0.67	1.74	1.25
SELEC	68.8	36.4	42.9	49.3	45.7	22.0	0.04	0.4	0.64	1.12
TATKS	75.0	33.3	57.1	55.2	50.0	20.0	0.08	0.58	2.51	1.63
THYAO	75.0	42.4	52.4	56.6	52.9	23.0	0.05	0.65	1.44	1.16
TOASO	81.3	63.6	57.1	67.3	65.7	22.0	0.07	0.68	2.33	1.43
TRCAS	87.5	60.6	66.7	71.6	68.6	20.0	0.01	0.02	1.59	1.57
TRKCM	81.3	42.4	57.1	60.3	55.7	21.0	0.09	0.24	1.24	1.18
TUPRS	81.3	54.5	57.1	64.3	61.4	23.0	0.07	0.72	2.48	1.41
VESB	81.3	75.8	66.7	74.6	74.3	21.0	0.03	0.47	1.27	1.14
VESTEL	87.5	75.8	66.7	76.6	75.7	22.0	0.04	0.71	0.72	0.92
ZOREN	75.0	54.5	66.7	65.4	62.9	22.0	0.01	0.94	5.0	1.24

NPar Tests (2010)

Descriptive Statistics (2010)

	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
ŞB	33	21,00	1,299	19	23
ago	33	,0485	,05215	-,07	,18
kald	33	,4927	,23136	,02	,94
topva	33	2,96E9	3,884E9	2,E8	1,E10
fddeg	33	1,8570	,99766	,56	5,00
TQ	33	1,3703	,45226	,75	3,25

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ŞB	ago	kald	topva	fddeg	TQ
N		33	33	33	33	33	33
Normal	Mean	21,00	,0485	,4927	2,96E9	1,8570	1,3703
Parameters ^a	Std. Deviation	1,299	,05215	,23136	3,884E9	,99766	,45226
Most Extreme	Absolute	,204	,092	,115	,238	,153	,177
Differences	Positive	,204	,092	,062	,222	,153	,177
	Negative	-,173	-,079	-,115	-,238	-,097	-,118
Kolmogorov-Smirnov Z		1,169	,527	,662	1,366	,877	1,018
Asymp. Sig. (2-tailed)		,130	,944	,773	,048	,425	,251

a. Test distribution is Normal.

--	--

Regression F/DD KYE (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kyeE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,134 ^a	,018	-,014	1,00448

a. Predictors: (Constant), kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,572	1	,572	,566	,457 ^a
	Residual	31,279	31	1,009		
	Total	31,850	32			

a. Predictors: (Constant), kyeE

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,920	1,257		,732	,470
	kyeE	,015	,020	,134	,753	,457

a. Dependent Variable: fddeg

Regression F/DD KYE AGO (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ago, kyeE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,212 ^a	,045	-,019	1,00687

a. Predictors: (Constant), ago, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,437	2	,718	,709	,500 ^a
	Residual	30,413	30	1,014		
	Total	31,850	32			

a. Predictors: (Constant), ago, kyeE

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,559	1,319		,423	,675
	kyeE	,018	,021	,163	,902	,374
	ago	3,203	3,467	,167	,924	,363

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,559	1,319		,423	,675
	kyeE	,018	,021	,163	,902	,374
	ago	3,203	3,467	,167	,924	,363

a. Dependent Variable: fddeg

Regression F/DD KYE ŞB (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ŞB, kyeE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,158 ^a	,025	-,040	1,01739

a. Predictors: (Constant), ŞB, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,797	2	,399	,385	,684 ^a
	Residual	31,053	30	1,035		
	Total	31,850	32			

a. Predictors: (Constant), ŞB, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,797	2	,399	,385	,684 ^a
	Residual	31,053	30	1,035		
	Total	31,850	32			

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,376	3,053		-,123	,903
	kyeE	,014	,021	,124	,681	,501
	ŞB	,065	,139	,085	,467	,644

a. Dependent Variable: fddeg

Regression F/DD KYE KALD (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,357 ^a	,128	,070	,96233

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4,068	2	2,034	2,196	,129 ^a
	Residual	27,782	30	,926		
	Total	31,850	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,273	1,250		,218	,829
	kyeE	,014	,019	,126	,738	,466
	kald	1,429	,736	,331	1,943	,061

a. Dependent Variable: fddeg

Regression F/DD KYE AGO ŞB KALD (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE, ago, ŞB ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,473 ^a	,223	,112	,93997

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, ŞB

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7,111	4	1,778	2,012	,120 ^a
	Residual	24,739	28	,884		
	Total	31,850	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, ŞB

b. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,442	3,019		,809	,425
	kyeE	,024	,020	,212	1,222	,232
	ago	6,993	3,792	,366	1,844	,076
	ŞB	-,165	,156	-,214	-1,054	,301
	kald	2,134	,844	,495	2,528	,017

a. Dependent Variable: fddeg

Backward Regression F/DD (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE, ago, ŞB ^a		Enter
2		ŞB	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
3		kyeE	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
4		ago	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fddeg

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,473 ^a	,223	,112	,93997
2	,439 ^b	,192	,109	,94178
3	,405 ^c	,164	,108	,94208
4	,335 ^d	,112	,083	,95523

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, ŞB

b. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago

c. Predictors: (Constant), kald, ago

d. Predictors: (Constant), kald

ANOVA^e

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	7,111	4	1,778	2,012	,120 ^a

	Residual	24,739	28	,884		
	Total	31,850	32			
2	Regression	6,129	3	2,043	2,303	,098 ^b
	Residual	25,721	29	,887		
	Total	31,850	32			
3	Regression	5,225	2	2,612	2,943	,068 ^c
	Residual	26,625	30	,888		
	Total	31,850	32			
4	Regression	3,564	1	3,564	3,906	,057 ^d
	Residual	28,286	31	,912		
	Total	31,850	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, ŞB

b. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago

c. Predictors: (Constant), kald, ago

d. Predictors: (Constant), kald

e. Dependent Variable: fddeg

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,442	3,019		,809	,425
	kyeE	,024	,020	,212	1,222	,232
	ago	6,993	3,792	,366	1,844	,076
	ŞB	-,165	,156	-,214	-1,054	,301
	kald	2,134	,844	,495	2,528	,017
2	(Constant)	-,429	1,307		-,329	,745
	kyeE	,019	,019	,171	1,010	,321
	ago	5,101	3,346	,267	1,524	,138
	kald	1,708	,743	,396	2,300	,029
3	(Constant)	,804	,464		1,733	,093

	ago	4,508	3,296	,236	1,368	,181
	kald	1,693	,743	,393	2,280	,030
4	(Constant)	1,146	,396		2,893	,007
	kald	1,442	,730	,335	1,976	,057

a. Dependent Variable: fddeg

Excluded Variables^d

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics	
					Tolerance	
2	ŞB	-,214 ^a	-1,054	,301	-,195	,670
3	ŞB	-,159 ^b	-,795	,433	-,146	,706
	kyeE	,171 ^b	1,010	,321	,184	,969
4	ŞB	-,020 ^c	-,110	,913	-,020	,876
	kyeE	,126 ^c	,738	,466	,133	,999
	ago	,236 ^c	1,368	,181	,242	,939

a. Predictors in the Model: (Constant), kald, kyeE, ago

b. Predictors in the Model: (Constant), kald, ago

c. Predictors in the Model: (Constant), kald

d. Dependent Variable: fddeg

Regression TQ KYE (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kyeE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,069 ^a	,005	-,027	,45839

a. Predictors: (Constant), kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,031	1	,031	,150	,702 ^a
	Residual	6,514	31	,210		
	Total	6,545	32			

a. Predictors: (Constant), kyeE

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,151	,574		2,005	,054
	kyeE	,004	,009	,069	,387	,702

a. Dependent Variable: TQ

Regression TQ KYE AGO (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ago, kyeE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ago, kyeE ^a		. Enter

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,404 ^a	,164	,108	,42719

a. Predictors: (Constant), ago, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,071	2	,535	2,933	,069 ^a
	Residual	5,475	30	,182		
	Total	6,545	32			

a. Predictors: (Constant), ago, kyeE

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,755	,560		1,348	,188
	kyeE	,007	,009	,141	,828	,414
	ago	3,510	1,471	,405	2,386	,024

a. Dependent Variable: TQ

Regression TQ KYE ŞB (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ŞB, kyeE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,120 ^a	,015	-,051	,46369

a. Predictors: (Constant), ŞB, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,095	2	,047	,221	,803 ^a
	Residual	6,450	30	,215		
	Total	6,545	32			

a. Predictors: (Constant), ŞB, kyeE

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,838	1,392		1,321	,197
	kyeE	,004	,009	,081	,445	,659
	ŞB	-,035	,064	-,099	-,543	,591

a. Dependent Variable: TQ

Regression TQ KYE KALD (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,288 ^a	,083	,022	,44724

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,545	2	,272	1,362	,272 ^a
	Residual	6,001	30	,200		
	Total	6,545	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,399	,581		2,408	,022
	kyeE	,004	,009	,076	,436	,666
	kald	-,548	,342	-,280	-1,602	,120

a. Dependent Variable: TQ

Regression TQ KYE AGO ŞB KALD (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE, ago, ŞB ^a		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,482 ^a	,232	,122	,42367

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, ŞB

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,519	4	,380	2,116	,105 ^a
	Residual	5,026	28	,179		
	Total	6,545	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, ŞB

b. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,328	1,361		1,711	,098
	kyeE	,009	,009	,179	1,039	,308
	ago	3,983	1,709	,459	2,330	,027

ŞB	-,078	,070	-,223	-1,104	,279
kald	-,177	,381	-,091	-,466	,645

a. Dependent Variable: TQ

Backward Regression TQ (2010)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kald, kyeE, ago, ŞB ^a		Enter
2		kald	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
3		kyeE	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).
4		ŞB	Backward (criterion: Probability of F-to-remove >= ,100).

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TQ

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,482 ^a	,232	,122	,42367
2	,476 ^b	,226	,146	,41791
3	,439 ^c	,193	,139	,41969
4	,380 ^d	,144	,117	,42502

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, ŞB

b. Predictors: (Constant), kyeE, ago, ŞB

c. Predictors: (Constant), ago, ŞB

d. Predictors: (Constant), ago

ANOVA^e

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,519	4	,380	2,116	,105 ^a
	Residual	5,026	28	,179		
	Total	6,545	32			
2	Regression	1,480	3	,493	2,826	,056 ^b
	Residual	5,065	29	,175		
	Total	6,545	32			
3	Regression	1,261	2	,631	3,580	,040 ^c
	Residual	5,284	30	,176		
	Total	6,545	32			
4	Regression	,945	1	,945	5,233	,029 ^d
	Residual	5,600	31	,181		
	Total	6,545	32			

a. Predictors: (Constant), kald, kyeE, ago, ŞB

b. Predictors: (Constant), kyeE, ago, ŞB

c. Predictors: (Constant), ago, ŞB

d. Predictors: (Constant), ago

e. Dependent Variable: TQ

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,328	1,361		1,711	,098
	kyeE	,009	,009	,179	1,039	,308
	ago	3,983	1,709	,459	2,330	,027
	ŞB	-,078	,070	-,223	-1,104	,279
	kald	-,177	,381	-,091	-,466	,645
2	(Constant)	2,523	1,278		1,975	,058

	kyeE	,010	,009	,189	1,121	,272
	ago	4,315	1,532	,498	2,817	,009
	ŞB	-,093	,061	-,268	-1,532	,136
3	(Constant)	2,871	1,244		2,307	,028
	ago	3,925	1,498	,453	2,620	,014
	ŞB	-,081	,060	-,231	-1,339	,191
4	(Constant)	1,211	,102		11,896	,000
	ago	3,296	1,441	,380	2,288	,029

a. Dependent Variable: TQ

Excluded Variables^d

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics	
					Tolerance	
2	kald	-,091 ^a	-,466	,645	-,088	,724
3	kald	-,116 ^b	-,599	,554	-,111	,735
	kyeE	,189 ^b	1,121	,272	,204	,935
4	kald	-,196 ^c	-1,151	,259	-,206	,939
	kyeE	,141 ^c	,828	,414	,150	,969
	ŞB	-,231 ^c	-1,339	,191	-,237	,902

a. Predictors in the Model: (Constant), kyeE, ago, ŞB

b. Predictors in the Model: (Constant), ago, ŞB

c. Predictors in the Model: (Constant), ago

d. Dependent Variable: TQ

ÖZGEÇMİŞ

1965 yılında İzmit’de doğdum. İlköğrenimimi Samsun Atatürk İlkokulunda, orta öğrenimimi Samsun Anadolu Lisesinde tamamladım. Lisans eğitimimi Orta Doğu Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme bölümünde yaptım. İstanbul Bilgi Üniversitesinde Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansal Ekonomi programında yüksek lisansımı tamamladıktan sonra, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde İşletme anabilim dalında doktora eğitimime başladım.

İş hayatına 1988 yılında T. İş Bankası A.Ş. Teftiş Kurulu Başkanlığında Stajyer Müfettiş Yardımcısı olarak başladım. Ardından Koçbank, Koçbank Nederland, Oyakbank ve Millennium Bank’da muhtelif yöneticilik unvan ve görevlerinde bulundum. Halen Turkrating-İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketinde Kredi Komitesi Üyesi olarak çalışmaktayım.