



T.C.

NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DEKİ KURUMSAL YÖNETİM
UYGULAMALARININ FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ

Yüksek Lisans Tezi

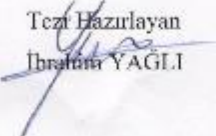
İbrahim YAĞLI

Danışman
Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ

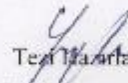
Nevşehir
Ağustos 2016

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Tez Hazırlayan

İbrahim YAGLI

“Türkiye’deki Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Performansına Etkisi” adlı Yüksek Lisans tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.


Tez Danışman
İbrahim YAĞLI


Danışman
Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ


İşletme Ana Bilim Dalı Başkanı
Prof. Dr. Emir ERDEN

Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ danışmanlığında İbrahim YAĞLI tarafından hazırlanan "Türkiye'deki Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Performansına Etkisi" adlı bu çalışma jürimiz tarafından Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı'nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

31.08.2016

JÜRİ

Danışman

Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ

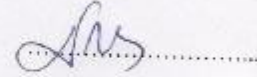
Üye

Prof. Dr. Levent ÇITAK

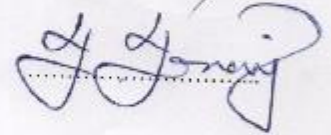
Üye

Doç. Dr. Erhan ERSOY

İMZA







ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 02/09/2016 tarih ve 2016.45.641 sayılı kararı ile onaylanmıştır.

02/09/2016

Doç. Dr. Nese YALÇIN
Enstitü Müdürü



Türkiye’deki Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Performansına Etkisi
İbrahim YAĞLI
Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı, Yüksek Lisans, Ağustos 2016
Danışman: Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ

ÖZET

Son yıllarda dünyanın önde gelen firmalarında patlak veren skandallar ve bu skandalların ardından gelen finansal başarısızlıklar, kurumsal yönetim/yönetişim kavramına her zamankinden daha fazla önem atfedilmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda, öncelikle gelişmiş ve ardından da gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetim ilkeleri hayata geçirilmeye başlanmıştır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin gereklerini yerine getiren firmalar, daha iyi yönetim ve karar verme mekanizmasına sahip olacak, yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilecek, ihtiyaç duyduğu finansman kaynaklarına daha düşük maliyetle ve daha kolay ulaşabilecek, bunun sonucunda da rakiplerine göre daha iyi bir performansa sahip olacaktır. Bu noktadan hareketle çalışmanın temel amacı, kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmektedir.

Çalışmada, payları Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde yer alan 50 firmanın 2007-2015 yılları için hesaplanan performans ölçütleri ile firmalara Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumları doğrultusunda verilen kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılmıştır. Firma performansının ölçümünde, aktif karlılık oranı (ROA), piyasa katma değeri (MVA) ile Tobin’s Q kullanılmıştır. Panel veri analizi sonuçları, firma performansı ile genel kurumsal yönetim derecelendirme notları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya çıkarmıştır. Bununla birlikte, sonuçlar kurumsal yönetim alt başlık derecelendirme notları ile firma performansı arasındaki ilişkinin ise bağımlı değişkene bağlı olarak değiştiğini, ilişkinin negatif veya pozitif olduğu ya da anlamlı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, XKURY, Firma Performansı, Değere Dayalı Performans.

The Effect of Corporate Governance Practices in Turkey on Firm Performance

İbrahim YAĞLI

Nevşehir Hacı Bektaş Veli University, Institute of Social Sciences

Department of Business Administration, M.B.A., August 2016

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Ulaş ÜNLÜ

ABSTRACT

Scandals in world prominent firms and financial failures following these scandals have led attaching more importance to corporate governance than ever. In line with this, corporate governance principles have begun to be implemented primarily in developed countries, thereafter in developing countries.

Firms that implement corporate governance principles well enough are expected to have better management and decision making mechanisms, and are more preferable by investors and can borrow cheaper and easier. As a result, it is going to perform much better and be more valued than its rivals. Therefore, the primary objective of this study is investigating the relation between quality of corporate governance practices in the firm and firm performance.

In accordance with this purpose, performance measures of 50 firms comprising Borsa Istanbul Corporate Governance Index (XKURY) for the period 2007-2015 and corporate governance scores received by these based on their compliance with Capital Markets Board of Turkey Corporate Governance Principles are used. In the study, return on assets (ROA), market value added (MVA) and Tobin's Q are used as performance measures. Panel data analysis results reveal that there is no statistically significant relation between firm performance and general corporate governance scores. On the other hand, the relation between corporate governance sub-scores and firm performance varies depending on the independent variable. Negative, positive or no significant relation is found between firm performance and four sub-scores of corporate governance.

Keywords: Corporate Governance, XKURY, Firm Performance, Value-Based Firm Performance.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK	ii
TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK	iii
KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR VE SİMGELER.....	viii
TABLolar LİSTESİ.....	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM **KURUMSAL YÖNETİM VE TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM** **DERECELENDİRMESİ**

1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı.....	3
1.2. Temsilcilik Sorunu	5
1.2.1. Temsilcilik Sorunu Kavramı.....	5
1.2.2. Temsilcilik Sorunu İle İlgili Teoriler.....	5
1.2.2.2. Vekalet Teorisi (Agency Theory).....	5
1.2.2.2.1. Pay Sahipleri ve Yöneticiler Arasındaki Vekalet Problemi.....	6
1.2.2.2.2. Çoğunluk ve Azınlık Paylar Arasındaki Vekalet Problemi.....	7
1.2.2.2. Temsil Teorisi (Stewardship Theory).....	7
1.2.2.3. Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory).....	8
1.2.2.4. Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory).....	9
1.3. Kurumsal Yönetimin Gelişimi.....	9
1.3.1. İngiltere’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	10
1.3.2. Amerika Birleşik Devletleri’nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	10
1.3.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	11
1.3.4. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	11
1.3.4.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	13
1.3.4.2. Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu.....	16
1.4. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi İlkelerine Uyum Derecelendirmesi.....	20
1.4.1. Firmaları Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Yapmaya Yönelten Nedenler.....	22
1.4.2. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar.....	23
1.4.2.1. SAHA Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.....	24

1.4.2.2. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim A.Ş.....	24
1.4.2.3. JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.....	24
1.5. Kurumsal Yönetimin Faydaları.....	25
1.5.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Üzerindeki Etkileri.....	25
1.5.2. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Ekonomi Üzerindeki Etkileri.....	27

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİYİ ANALİZ EDEN AKADEMİK ÇALIŞMALAR

2.1. Kurumsal Yönetimi Tek Bir Alan İle Ölçen Çalışmalar.....	29
2.1.1. Yönetim Kurulu.....	29
2.1.2. Pay Sahipleri.....	31
2.1.3. Sahiplik Yapısı.....	32
2.1.4. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık.....	34
2.2. Kurumsal Yönetimi Endeks/Derecelendirme Notu İle Analiz Eden Çalışmalar.....	35
2.2.1. Kişisel Endeks/Derecelendirme Notlarını Kullanan Çalışmalar.....	35
2.2.2. Resmi Bir Kurum Tarafından Yayınlanan Endeks/Derecelendirme Notlarını Kullanan Çalışmalar.....	39

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİSİNİN ANALİZİ

3.1. Çalışmanın Amacı.....	43
3.2. Çalışmanın Kısıtları.....	43
3.3. Firma Performansının Ölçümü.....	44
3.3.1. Muhasebe Temelli Performans Ölçütleri.....	44
3.3.2. Değere Dayalı Performans Ölçütleri.....	45
3.4. Çalışmada Kullanılan Performans Ölçütleri.....	45
3.3.2.1. ROA.....	45
3.3.2.2. MVA.....	46
3.3.1.3. Tobin's Q.....	46
3.5. Veri Kümesinin Oluşturulması.....	47
3.6. Yöntem.....	48
3.7. Bulgular.....	51

SONUÇ.....	57
------------	----

KAYNAKÇA.....	60
---------------	----

ÖZ GEÇMİŞ

Kısaltmalar ve Simgeler

BİST	Borsa İstanbul
BİST100	Borsa İstanbul 100 Endeksi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi
EPS	Pay Başına Kazanç
EVA	Ekonomik Katma Değer
IFC	Uluslararası Finans Kurumu
KA	Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık
KY	Kurumsal Yönetim
MS	Menfaat Sahipleri
MVA	Piyasa Katma Değeri
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
ÖİB	Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
PD/DD	Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
PS	Pay Sahipleri
ROA	Aktif Karlılık Oranı
ROIC	Yatırılan Sermayenin Getirisi
REVA	Arındırılmış Ekonomik Katma Değer
CFROI	Yatırımın Nakit Akım Karlılığı
CVA	Nakit Katma Değeri
ROE	Öz Sermaye Karlılık Oranı
ROS	Satışların Karlılığı
SOX	Sarbanes-Oxley Yasası
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Ş&B	Şeffaflık ve Bilgilendirme
TKYD	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TÜSİAD	Türk Sanayici ve İşadamları Derneği
XKURY	BİST Kurumsal Yönetim Endeksi
YK	Yönetim Kurulu

Tablo Listesi

Tablo 1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Ana ve Alt Başlıkları

Tablo 2. Pay Sahipleri Bölümünde Yer Alan Uyulması Zorunlu Maddeler

Tablo 3. Yönetim Kurulu Bölümünde Yer Alan Uyulması Zorunlu Maddeler

Tablo 4. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı

Tablo 5. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notunun Hesaplanması

Tablo 6. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar

Tablo 7. Yönetim Kurulu Değişkenleri

Tablo 8. Kişisel Kurumsal Yönetim Endekslerini/Derecelendirme Notlarını Kullanan Çalışmalar

Tablo 9. Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yayımlanan Kurumsal Yönetim Endekslerini/Derecelendirme Notlarını Kullananlar Çalışmalar

Tablo 10. Çalışmada Kullanılan Performans Ölçütleri

Tablo 11. Kurumsal Yönetim Notlarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 12. Bağımlı Değişkenlere ve Kontrol Değişkenlerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 12. LLC Testi Sonuçları

Tablo 13. Model 1 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Tablo 14. Çalışmada Kullanılan Modeller

Tablo 15. Model 1 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Tablo 16. Model 2 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Tablo 17. Model 3 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Tablo 18. Model 4 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Şekil Listesi

Şekil 1. Payları BİST ve XKURY Endekslerinde İşlem Gören Firmaların Sayısı

GİRİŞ

Geçtiğimiz son 10 yılda, kurumsal yönetim/yönetişim gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde üzerinde oldukça fazla durulan bir kavram haline gelmiştir. Kurumsal yönetime bu denli önem verilmesinin nedeni, dünyanın en mükemmel sermaye piyasası olarak kabul edilen Amerikan Sermaye Piyasası'nda işlem gören ve dünyada sektöründe lider konumda bulunan firmalarda meydana gelen skandallardır. Enron, World.com ve Tyco International gibi firmalarda patlak veren finansal raporlama skandalları ve skandalların ardından gelen finansal sıkıntılar, dikkatleri kurumsal yönetim uygulamalarına yöneltmiştir. Amerikan firmalarında görülen yolsuzlukların, Avrupalı üst düzey yöneticilerin bu gibi sorunların Avrupa'da meydana gelmeyeceğini ileri sürmelerine rağmen, Parmalat ve Vivendi gibi Avrupalı firmalarda da benzer sorunların gün yüzüne çıkması kurumsal yönetim kavramına küresel bir boyut kazandırmıştır (Bloomberg, 2004). Son olarak Amerika'da başlayan ve tüm dünyayı etkileyen 2008 küresel finans krizi konuyu çok daha önemli bir noktaya getirmiş, kurumsal yönetim ile ilgili sorunlarının ivedilikle çözülmesi gerekliliğini gözler önüne sermiştir.

Firmalarda yaşanan sıkıntılar birçok grubu olumsuz etkilemektedir. Şüphesiz, bu sıkıntılardan en çok etkilenecek grupların başında yatırımcılar gelmektedir. Firmaların iflasıyla yatırımcılar, firmaya yapmış oldukları yatırımlarını kaybetme durumu ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Örneğin, Parmalat payları 22 Aralık 2003 tarihinde %97 değer kaybederek, en düşük seviyesini görmüştür (BBC, 2005). Firmaların iflas etmesi sonucunda çalışanlar da işlerinden olmaktadır. Tyco International, yaşanan mali sıkıntılardan dolayı 17.000 çalışanını işten çıkarmak zorunda kalmıştır (Foxnews, 2002). Sorunlar sadece yatırımcıları ve çalışanları etkilemekle sınırlı kalmamakta, yaşanan skandallar, sermaye piyasalarına duyulan güveni azaltmakta ve bunun sonucunda toplumun sermaye piyasaları aracılığıyla kalkınmasını engellemektedir.

Toplum ne zaman yeni bir sorunla veya tehditle karşılaşsa, sorunun tekrarlanmaması için gerekli düzenlemeler hayata geçirilmiştir (Romano, 2004). Kurumsal yönetim ile ilgili yaşanan sorunların tekrarlanmaması için sorunların nedenlerinin araştırılması ve uygun çözümlerin hayata geçirilmesi gerekmektedir. Skandallar incelendiğinde, skandalların arka planında temsilcilik sorununun olduğu görölmektedir. Temsilcilik sorunu, sahiplik ve yönetim mekanizmalarının farklı kişi/grupların elinde bulundurulmasından kaynaklanan bir çıkar çatışması sorunu olarak tanımlanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Kurumsal yönetim de tam bu noktada temsilcilik sorununa bir çözümler olarak ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetim, en basit ifadeyle firma yöneticileri, pay sahipleri ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen mekanizmalardır (Jesover ve Kirkpatrick, 2005).

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının gelişimini ve bugünkü durumunu anlamak, kurumsal yönetim ilkelerine uyum notları ile firma performansı arasında ilişki olup olmadığını tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda çalışma üç bölümden oluşacak şekilde organize edilmiştir. İlk bölümünde kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim derecelendirmesi üzerinde durulacaktır. Bu bölümde, kurumsal yönetim kavramı tanımlanarak, kurumsal yönetimin ortaya çıkışı ve gelişimi ile ilgili bilgi verilecek, daha sonra firmaları kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yaptırmaya iten nedenler, ülkemizde derecelendirme yapmaya yetkili kuruluşlar ile kurumsal yönetim uygulamalarının firmaya ve genel ekonomiye olan olumlu etkileri üzerinde durulacaktır. Bunu takiben, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışan akademik çalışmalara yer verilecektir. Çalışmanın üçüncü bölümü uygulama bölümüdür. Bu bölümde kurumsal yönetim derecelendirme notları ile firma performansı arasındaki ilişki araştırılarak, derecelendirme notlarının firma performansını açıklamadaki yetkinlikleri saptanmaya çalışılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRMESİ

Son yıllarda Enron, World.com, Vivendi, Adelphia, Parmalat ve Ahold gibi dünyanın önde gelen firmalarında finansal raporlama alanında yaşanan sorunlar ve bunun sonucunda meydana gelen finansal sıkıntılar, konu ile ilgili düzenlemeler yapılmasını gerekli kılmıştır. Firma yönetimi ile diğer paydaşlar arasındaki ilişkileri düzenleyen kurumsal yönetim, bu noktada bir çözüm olarak ortaya çıkmıştır.

1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Kurumsal yönetimin, genel kabul görmüş tek bir tanımı bulunmamakla birlikte, kurumsal yönetimin eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri etrafında toplandığı görülmektedir. İlkelerin açıklamaları aşağıdaki gibidir:

- Eşitlik ilkesi, tüm menfaat sahiplerine eşit davranılmasını, doğabilecek çıkar çatışmalarını önlenmesini,
- Şeffaflık ilkesi, firmaya ait kamuya açıklanmaması gereken bilgiler hariç, tüm bilgilerin eksiksiz, doğru, kolay ulaşılabilir, maliyetsiz ya da düşük maliyetle ulaşılabilecek şekilde kamuoyu ile paylaşılmasını,
- Hesap verebilirlik ilkesi, yönetim kurulunun pay sahipleri adına bağımsız bir biçimde tepe yönetimin performansını izlemesini,
- Sorumluluk ilkesi, firma adına yürütülen bütün faaliyetlerin ilgili yasal düzenlemelere ve mevzuatlara uygunluğunu ve bunların denetiminin yapılmasını ifade etmektedir.

Kurumsal yönetim, en basit ifadeyle bir firmanın doğru bir şekilde yönetilmesi ve kontrolü için gerekli tüm prosedürler ve süreçler bütünüdür (OECD, 1999). Kurumsal

yönetim daha geniş bir anlamda ise, bir firmanın yönetim kurulu, pay sahipleri ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen mekanizmalardır.

Shleifer ve Vishny (1997)'e göre ise kurumsal yönetim firmaya fon sağlayanların, yatırımları karşısında getiri elde etme noktasında kendilerini güvende hissetmelerini sağlayacak mekanizmalardır. Çıkar çatışmalarını önlemekte oldukça etkili olan kurumsal yönetim mekanizmaları, içsel ve dışsal birçok faktör tarafından şekillendirilmektedir. Bu nedenle kurumsal yönetim mekanizmalarını içsel kurumsal yönetim mekanizmaları ve dışsal kurumsal yönetim mekanizmaları olarak ikiye ayırmak mümkündür.

Dışsal kurumsal yönetim mekanizmalarına piyasa güçleri tarafından işlerlik kazandırılırken, içsel kurumsal yönetim mekanizmaları firma içerisinde oluşturulmaktadır. Piyasa güçleri, başlıca dışsal kurumsal yönetim mekanizmalarındandır (Denis ve McConnell, 2003). Piyasa güçleri, sahiplik yapısının dağılık olduğu piyasalarda, yönetimin az sayıda kişinin elinde bulunduğu firmaların işlem gördüğü piyasalara göre daha etkilidir. Bir diğer dışsal kurumsal yönetim mekanizması ise yasal düzenlemelerdir. Yasal düzenlemeler, zorunluluk arz ettiğinden, temsilcilik problemlerinin çözümünde oldukça etkilidir (La Porta vd., 2000).

İçsel kurumsal yönetim mekanizmaları ise firma tarafından işlerlik kazandırılan mekanizmalardır. İçsel kurumsal yönetim mekanizmaların başında yönetim kurulu ve sahiplik yapısı gelmektedir (Denis ve McConnell, 2003). Yönetim kurulu, firmadaki en etkili içsel kurumsal yönetim mekanizmasıdır (Jensen, 1993). Bu nedenle birçok araştırmacı tarafından yönetim kurulu yapısının firma performansına etkisi araştırılarak, yönetim kurulunun nasıl olması gerektiği sorusuna cevap aranmıştır (Shivdasani, 1993; Yermack, 1996; Lasfer 2002; Erhardt, Werbel ve Shrader, 2003; Carter, Simkins ve Simpson, 2003; Henry, 2006; Rose, 2007; Jackling ve Johl; 2009). Sahiplik yapısı, diğer ifadeyle bir firmanın sahip olduğu varlıkların finansmanının nasıl sağlandığı da bir diğer içsel kurumsal yönetim mekanizmasıdır.

1.2. TEMSİLCİLİK SORUNUNU

Günümüzde yaşanan gelişmelerin doğal bir sonucu olarak, her türlü iş uzman kişiler tarafından yürütülmektedir. Bu noktada özellikle halka açık firmalarda, alanında uzman kişiler firma sahipleri adına kararlar almakta ve firma yönetimini üstlenmektedirler. Uzmanlaşma olumlu bir durum gibi görünse de zaman zaman yöneticilerin, sahiplerinin çıkarları yerine kendi menfaatlerini gözeteyeceği ve bunun sonucunda firmaların zarar göreceği ifade edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, sahiplik ve yönetim mekanizmalarının birbirinden ayrılması çeşitli sorunları da beraberinde getirmekte ve bu olgu finans literatüründe temsilcilik sorunu olarak isimlendirilmektedir (Jensen ve Meckling, 1976).

1.2.1. Temsilcilik Sorunu Kavramı

Temsilcilik sorunu oldukça eski bir kavram olmakla birlikte, hâlen önemini koruyan ve çözüm üretilmeye çalışan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Temsilcilik sorunu kavramı finans (Jensen ve Meckling, 1976; Fama, 1980), muhasebe (Demski ve Feltham, 1978), pazarlama (Basu, Srinivasan ve Staelin, 1985) vb. gibi farklı alanlarda kullanılmaktadır.

1.2.2. Temsilcilik Sorunu İle İlgili Teoriler

Temsilcilik sorununu açıklamaya çalışan başlıca teoriler; vekâlet teorisi, temsil teorisi, paydaş teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisidir. Aşağıda bu teoriler sırasıyla açıklanacaktır.

1.2.2.1. Vekâlet Teorisi (Agency Theory)

Vekâlet teorisine göre, firma sahipleri asil, yöneticiler ise vekil olarak nitelendirilmektedir. Vekiller, yeterli denetimin olmaması halinde asillerin menfaatleri yerine, kendi menfaatleri için çalışacaklardır. Bu durumun önlenmesi için, firmanın bazı tedbirler alması gerekecek, bu da firma için bir maliyet unsuru yaratacaktır. Bu maliyet, temsilcilik maliyeti olarak adlandırılmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Dağılmış mülkiyet yapısına sahip firmaların temsilcilik maliyetlerine daha fazla maruz kalacakları ifade edilmektedir (Berle ve Means 1932; Jensen ve Mekling, 1976; Pratt ve Zeckhauser 1985).

Vekâlet teorisinin arka planında insanoğlunun bencil olduğu, dolayısıyla rasyonel bir bireyin kendi kişisel çıkarlarına daha fazla değer vereceği yer almaktadır (Donaldson ve Davis, 1991). Aynı şekilde, McGregor (1960) tarafından ortaya atılan Teori X yaklaşımında da açıklanan bireyin kaytarmaya meyilli olduğu ve yeterli denetimin yapılmaması durumunda firmanın kaynaklarını israf edeceği belirtilmektedir. Buradaki insan modeli ile vekâlet teorisinin ortaya çıkmasına neden olan insan modeli aynıdır.

Vekâlet problemi, pay sahipleri ve yöneticiler arasındaki vekâlet problemi ile çoğunluk ve azınlık paylar arasındaki vekâlet problemi olmak üzere iki farklı kategoride incelenebilir.

1.2.2.1.1. Pay Sahipleri ve Yöneticiler Arasındaki Vekâlet Problemi

Sermaye piyasalarının gelişimi ve portföy teorisi doğrultusunda riski minimize etmek için yatırımcılar yatırımlarını tek bir firma yerine farklı firmalarda değerlendirmektedir. Bununla birlikte, yatırımcılar firma yönetimi için yeterli bilgi ve beceriye sahip değildirler. Sonuç olarak, dağınık mülkiyet yapısı ve pay sahiplerinin yönetim için gerekli bilgi ve becerilere sahip olmayışı firma yönetiminin uzman yöneticiler tarafından yürütülmesini zorunlu kılmaktadır. Bunun sonucunda ise sahiplik ve yönetim mekanizmaları ayrılmakta, pay sahipleri ve yönetici arasındaki vekâlet problemi ile karşı karşıya kalınmaktadır.

Vekâlet teorisine göre her birey kendi faydasını maksimize etmeye çalışacaktır. Yöneticiler, pay sahipleri tarafından kendilerine verilen yetkileri pay sahiplerinin servetini maksimize etmek yerine kendi menfaatleri doğrultusunda kullanabileceklerdir. Bu durum ise firma için istenmeyen sonuçlar doğuracaktır. Bu gibi durumların önlenmesi için firmanın denetim, sigortalama, teşvik vb. bazı tedbirler alması gerekmektedir. Vekâlet problemini önlemeye yönelik en etkili tedbir, yönetici ve pay sahiplerinin çıkarlarını kesiştirmektedir. Bunun yolu da yöneticileri pay sahipleri yapmaktır. Bu şekilde, yöneticiler kendi menfaatleri doğrultusunda hareket ederken, aynı zamanda pay sahiplerinin menfaati doğrultusunda çalışıyor olacaktır. Böylelikle, pay sahipleri ile yönetici arasındaki çıkar sorunu ortadan kalkacaktır. Bununla birlikte, yöneticilerin kendi menfaatleri doğrultusunda

davranmaları sonucunda firmanın karşılaşılabileceği zararlara karşı firmanın sigortalanması da pay sahiplerinin çıkarlarının korunması noktasında etkili olacaktır. Bunun yanı sıra, yöneticilerin davranışlarının gözetim ve denetiminin yapılması yöneticilerin kendi menfaatleri doğrultusunda davranmalarını önleyebilecektir. Ancak, sahiplik yapısının dağınık olduğu firmalarda yöneticilerin her bir pay sahibi tarafından ayrı ayrı denetlenmesi oldukça zordur, ancak hâkim paydaşların olması durumunda yöneticilerin denetimi yapılabilecektir.

1.2.2.1.2. Çoğunluk ve Azınlık Paylar Arasındaki Vekâlet Problemi

Firmanın payların belirli kişilerde yoğunlaşması yöneticilerin denetiminin yapılmasına imkân tanıyarak, pay sahipleri ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmasını önlemekte etkili olmakla birlikte, yeni bir vekâlet problemini de beraberinde getirmektedir. Bu vekâlet problemi, ana ortakların sahip oldukları gücü tüm pay sahiplerinin menfaatlerini maksimize etmek yerine kendi faydaları için kullanmalarından ileri gelmektedir. Birçok ülkede sahiplik yoğunlaşmasının yaygın olduğu, çoğunluk ve azınlık pay sahiplerinin çıkarlarının çatıştığı görülmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997).

La porta vd. (2000) çoğunluk paya sahip ortakları ve yöneticileri içeridekiler, azınlıkları ve firmaya borç verenleri ise dışarıdakiler olarak nitelendirmektedir. İster yöneticiler isterse çoğunluk paya sahip ortaklar olsun içeridekiler, dışarıdakilere kıyasla firma üzerinde daha fazla kontrol gücüne sahiptir ve bu kontrol gücünü kendi çıkarları doğrultusunda kullanabileceklerdir. Bu nedenle, dışarıdakilerin yasalarla korunması gerekmektedir.

1.2.2.2. Temsil Teorisi (Stewardship Theory)

Vekâlet teorisi, yönetici ve pay sahiplerinin çıkarları arasında kesin bir farkın olduğunu ileri sürmekte ve teorinin temeli de bu düşünceye dayanmaktadır. Fakat iki grup arasındaki farkın varsayıldığı gibi olmayacağı düşüncesi, vekâlet teorisine alternatif bir teori olarak temsil teorisinin ortaya çıkışına zemin hazırlamıştır (Barney, 1990; Donaldson ve Davis, 1991).

Vekâlet teorisine karşıt bir görüş olan temsil teorisinin temelinde ise örgütsel psikoloji ve örgütsel sosyoloji yer almaktadır. Temsil teorisine göre, başarılı olma arzusu, otorite ve sorumluluk sahibi olma isteği, içsel doyum vb. finansal olmayan güdüler yöneticilerin davranışlarını şekillendirmektedir (McClelland, 1961; Herzberg, Mausner ve Snyderman, 1959). Aynı şekilde McGregor'un (1960) Teori Y modeli, Teori X'de açıklanan insan modelinin tam tersi bir insan modelini açıklamakta ve temsil teorisindeki örnek bireyi nitelendirmektedir. Y model bir yöneticinin temel amacı iyi bir işe sahip olmak, firma için iyi bir lider olmak ve buna bağlı olarak çevresi ve patronları tarafından saygı görmektir. Yönetici işini iyi yaptığı sürece firma sahipleri tarafından kabul görece ve daha iyi pozisyonlarda görev alma fırsatı bulacaktır.

Temsil teorisine göre yönetici, firma çıkarlarını gözetken, iyi bir iş isteyen ve fırsatçı davranış sergilemeyen kişidir. Bu nedenle, vekâlet teorisinin ortaya attığı gibi aşırıya kaçan teşvikler, denetim vb. şekilde ortaya çıkan temsilcilik maliyetlerini azaltmaya yönelik mekanizmalara gerek olmayacaktır.

1.2.2.3. Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory)

Temsilcilik sorununu açıklamaya çalışan bir diğer teori de paydaş teorisidir. Vekâlet teorisi ve temsilcilik teorisinin merkezinde sadece pay sahipleri yer alırken, paydaş teorisi pay sahiplerinin yanı sıra firma faaliyetlerinden etkilenen diğer grupların- çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, firmaya borç verenler, toplum vb.- çıkarlarının da firmada karar alırken gözetilmesi gerektiğini ileri sürmektedir.

Günümüzde firmalar, geçmişteki gibi toplumdan bağımsız değil, aksine toplumun içinde, toplumu etkileyen ve toplumdaki etkilenen bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle, firmanın vereceği kararlardan sadece pay sahipleri değil, diğer menfaat sahipleri de büyük ölçüde etkilenmektedir. Dolayısıyla, firma bünyesinde alınacak kararlarda sadece pay sahiplerinin değil, tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarının göz önünde bulundurulması gerekmektedir (Jones, 2005; SPK, 2011). Böylelikle firma yeni beceriler kazanabilecek, yeni yatırımcılar tarafından fark edilebilecek, sonuç itibarıyla diğer firmalara karşı üstünlük kazanabilecektir.

1.2.2.4. Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory)

Temsilcilik sorunu ile ilgili bir diğer teori de sosyoloji ve örgüt teorisine dayanan kaynak bağımlılığı teorisidir. Teoriye göre firma, faaliyetlerini sürdürebilmesi ve varlığını devam ettirebilmesi için finansal ve beşeri sermayeye ihtiyaç duymaktadır (Elkin, 2007). Burada belki de en önemli sermaye firmanın sahip olduğu ve diğer kaynakları kontrol edecek olan beşeri sermayedir.

Kaynak bağımlılığı teorisine göre yönetim kurulu, firma ile dış çevre arasında bağlantı kurabilecek bir mekanizmadır. Bu noktada, kaynak bağımlılığı teorisi, diğer teorilerden farklı olarak yönetim kurulunun yapısının nasıl olması gerektiği ile ilgili öneriler üretmektedir. Teoriye göre, yönetim kurulu üye sayısının fazla olması ve farklı yetkinliklere sahip üyelerden oluşması, yönetim kurulunun dış çevrenin farklı bölümlerine daha kolay ulaşmasını ve ihtiyaç duyduğu kaynakları daha kolay temin edilebilmesine imkân tanıyacaktır.

1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ

Skandallar, sermaye piyasalarına duyulan güveni azaltmakta, bunun sonucunda da ekonomik kalkınma sekteye uğramaktadır. Bu durumu, Raiffeisen Bank International AG'den Martin Gruell şöyle ifade etmektedir: 'şeffaflık yoksa güven yok; güven yoksa kredi yok; kredi yoksa yatırım yok; yatırım yoksa büyüme yok' (IFC, 2016). Bu ifade şeffaflığın büyüme için ne derece önemli olduğunu göstermektedir. Buradan çıkarılacak sonuç, eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerine dayanan kurumsal yönetimin, yabancı yatırım ve sürdürebilir bir ekonomik büyümenin temel yapı taşı olduğudur.

Skandalların tekrarlanmasını önlemek amacıyla hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde farklı isimlerle kurumsal yönetim uygulamaları hayata geçirilmeye başlanmıştır. Cadbury (1992), Greenbury (1995) ve Hampel (1998) raporları bu bağlamda İngiltere'de hayata geçirilmiş, bunu takiben OECD (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü), Kurumsal Yönetim İlkelerini (1999) yayımlamıştır. 2002 yılında ise Amerika'da, Sarbanes-Oxley Yasası kabul edilmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerde de kurumsal

yönetim ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Meksika’da Kurumsal Yönetim Yasası (1999), Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkeleri (2003), Brezilya’da Kurumsal Yönetim İlkeleri En İyi Uygulama Kodu (2009) yayımlanmıştır.

1.3.1. İngiltere’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları

İngiltere’de kurumsal yönetim ile ilgili olarak hayata geçirilmiş üç farklı rapor bulunmaktadır. Bu raporlar sırasıyla; Cadbury, Greenbury ve Hampel raporlarıdır.

Cadbury Raporu, 1992 yılında Adrian Cadbury yönetiminde hazırlanan, kurumsal yönetim kavramının tartışıldığı ilk rapordur. Cadbury Raporu ile kurumsal yönetim standartlarının yükseltilmesi, finansal raporlama ve denetimde yatırımcının güven düzeyinin artırılması amaçlanmıştır. Cadbury Raporuna göre firma yönetiminin tek bir kişide toplanmaması, bunun yerine yetki ve sorumlulukların dağıtılması, yönetimde bağımsız üyelerin çoğunlukta olması, denetleme kurulunda en az üç bağımsız üyenin bulunması, ücretlendirme komitesinde bağımsız üyelerinin daha yoğun olması ve bağımsız üyelerinin yönetim kurulu tarafından seçilmesi tavsiye edilmektedir (Cadbury Report, 1992).

Greenbury Raporu ise yönetim kuruluna yapılacak ödemelerin daha şeffaf hale getirilmesi gerektiğini belirtmektedir. Rapor, yönetim kurulu maaşları, işten ayrılma ödenekleri ile ilgili yasal düzenlemeler yapmış, başarılı olan yöneticilere verilecek ödemeler ve ödüller için başvuru kaynağı olmuştur (Greenbury Report, 1995).

Hampel raporu ise Cadbury ve Greenbury raporlarının gözden geçirilerek birleştirilmesi ile oluşturulmuş bir rapordur. Raporda, yönetim kurulunun menfaat sahiplerine karşı sorumlu oldukları, ancak pay sahiplerine hesap vermekle yükümlü oldukları vurgulanmıştır (Hampel Report, 1998).

1.3.2. Amerika Birleşik Devletleri’nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası diğer adıyla Sarbanes–Oxley Yasası (SOX), Amerika Birleşik Devletleri’nde sermaye piyasasında yaşanan sorunlardan sonra 30 Temmuz 2002 tarihinde yürürlüğe girmiş, kurumsal

yönetim ve şeffaflık alanında kapsamlı düzenlemeler getirerek sorunların tekrarlanmasını önlemeyi amaçlamıştır (PWC, 2016). Düzenleme ile üç kapsamlı değişiklik hayata geçirilmiştir. Bunlardan ilki, firma dışındaki kontrol mekanizmalarının iç yönetim ile uyumlu hale getirilmesidir. CEO'nun ve denetim komitesinin hukuki statüsü ve kurumsal yönetimdeki etkinliği önemli ölçüde arttırılmıştır. Kurumsal yönetim yasalarının önemli bir boyutu devlet kontrolüne girmiş ve çıkar çatışması ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır (SOX, 2002).

1.3.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD üye ülkelere yol göstermesi açısından ilk defa 1999 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerini yayımlamış ve 2004 yılında ilkeleri revize etmiştir. İlkelerin dayandığı temel kavramlar; diğer kurumsal yönetim çalışmalarında benimsenmiş olan eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramlarıdır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, hem üye ülkeler hem de üye olmayan ülkeler için yol göstericidir. İlkeler, 'uygula, uygulamıyorsan açıkla' esasına dayanmakta olup, üye ülkeler için bir bağlayıcılık teşkil etmemektedir (OECD, 2004). OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri; pay sahipleri hakları ve temel sahiplik fonksiyonları, pay sahiplerinin eşit muamele görmesi, kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumlulukları olmak üzere 5 ana başlıktan oluşmaktadır (OECD, 2004).

1.3.4. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Dünyada, herkes tarafından kabul gören ortak bir kurumsal yönetim uygulaması bulunmamaktadır. Farklı piyasalarda, çeşitli kurumsal yönetim uygulamaları hayata geçirilmiş ve geçirilmeye devam edilmektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve politik koşullara, ülkedeki yasal düzenlemelere, borsaların ve bankaların ekonomik sistemdeki konum ve önemine, firmaların sermaye yapısına göre değişiklik göstermektedir (Çıtak, 2006). Dolayısıyla, ülkemizin içinde bulunduğu şartlar göz önünde bulundurularak, kurumsal yönetim ile ilgili sorunların yaşanmasını önlemek ve sermaye piyasamızın güçlendirilmesi amacıyla konu ile ilgili çeşitli uygulamalar hayata geçirilmiştir.

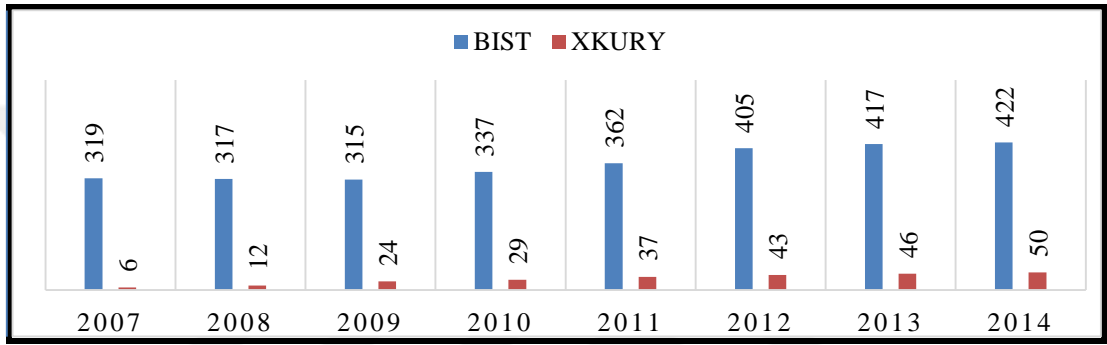
Dünyadaki kurumsal yönetim konusunda yapılan çalışmalara bakıldığında, her ülkenin kendine özgü kurumsal yönetim uygulamaları geliştirdiği görülmektedir. Bu uygulamalar bazı ülkelerde, resmi kurumlar tarafından oluşturulurken, bazılarında ise mesleki örgütlerin, derneklerin kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar yürüttükleri görülmektedir (Çatıkkaş, 2013). Ülkemizde ise kurumsal yönetim uygulamaları, hem sivil toplum örgütleri hem de resmi kurumlarca iş dünyasına kazandırılmıştır.

Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili ilk çalışma Türk Sanayici ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD) tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri temel alınarak hazırlanan ‘Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi’ başlıklı rapora dayanmaktadır (TÜSİAD, 2002). Raporda yönetim kurulunun işlevleri ve sorumlulukları ile ilgili bilgilere yer verilmiştir. Hazırlanan kurumsal yönetim raporu; pay sahiplerinin hakları, pay sahiplerinin adil muamele görmesi, kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumlulukları olmak üzere 5 ana başlık etrafında toplanmıştır.

TÜSİAD’ın çalışmalarına ek olarak, ülkemizde kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi, geliştirilmesi ve en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının firmalar tarafından kullanılması için 2003 yılında Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği kurulmuştur (TKYD, 2003). Dernek, kurulduğu yıldan itibaren yaptığı çalışmalarla kurumsal yönetimin adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerini her fırsatta vurgulayarak, kurumsal yönetim uygulamalarının ülkemizde gelişimine katkı sağlamaktadır.

Dünyada yaşanan gelişmelere paralel olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) da ülkemiz sermaye piyasasında işlem gören firmaların faaliyetlerini uluslararası standartlarda sürdürebilmeleri amacıyla OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni ülkemize özgü durumlar (hukuki altyapı, kültürel ve politik ortam ve sahiplik yapısı vb.) ile harmanlayarak 2003 yılında SPK Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır (SPK, 2003). İlkeler, OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin revize edilmesini takiben 2005 yılında yeniden düzenlenmiştir.

Ülkemizdeki kurumsal yönetim açısından bir diğer önemli gelişme ise SPK ve Borsa İstanbul işbirliği ile Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinin oluşturulmasıdır (Borsa İstanbul, 2007). Endeks ile payları Borsa İstanbul'da (Gözetli pazarı ve C listesi hariç) işlem gören ve genel kurumsal yönetim ilerine uyum notu 7'den az, her bir ana başlık notu da 6,5'dan az olmayan firmaların fiyat-getiri performanslarının ölçülmesi amaçlanmaktadır (Borsa İstanbul, 2007). Endeksin hesaplamasına 31.08.2007 itibariyle 6 firma ile başlanmış olup, Haziran 2014 itibariyle endekste 50 firma bulunmaktadır.



Şekil 1. Payları BİST ve XKURY Endekslerinde İşlem Gören Firmaların Sayısı

1.3.4.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri temel alınarak hazırlanmıştır. Bundan dolayı her iki çalışmada ortak noktalar bulunmakla birlikte, çalışmalar arasında farklılıklar olduğu da görülmektedir. OECD Kurumsal Yönetim ilkeleri iki bölüm altında 12 başlıktan oluşurken, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ise dört bölüm altında 27 başlıktan oluşmaktadır (Yenigün, 2008).

Tablo 1.'de SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan dört ana bölüm; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ile alt bölüm başlıkları gösterilmektedir (SPK, 2011).

Tablo 1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Ana ve Alt Başlıkları

Pay Sahipleri	Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	Menfaat Sahipleri	Yönetim Kurulu
Pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması	Kamuyu aydınlatma esasları ve araçları	Menfaat sahiplerine ilişkin firma politikası	Yönetim kurulunun temel fonksiyonları
Bilgi alma ve inceleme hakkı	Şirkte ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanması	Menfaat sahiplerinin firma yönetimine katılımın desteklenmesi	Yönetim kurulunun faaliyet esasları ile görev ve sorumlulukları
Genel kurula katılım hakkı	Kamunun aydınlatılmasında periyodik mali tablo ve raporlar	Firma malvarlığının korunması	Yönetim kurulunun oluşumu ve seçimi
Oy hakkı	Bağımsız denetimin işlevi	Firmanın insan kaynakları politikası	Yönetim kuruluna sağlanan mali haklar
Azlık hakları	Ticari sır kavramı ve içeriden öğrenenlerin ticareti	Müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler	Yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayısı, yapı ve bağımsızlığı
Kar payı hakkı	Kamuya aydınlatılması gereken önemli olay gelişmeler	Etik kurallar	Yöneticiler
Payların devri		Sosyal sorumluluk	
Pay sahiplerine eşit işlem ilkesi			

Kaynak: www.spk.gov.tr

SPK kurumsal yönetim ilkelerinin ilk bölümü, pay sahipleri hakları ile ilgilidir. Bu bölümde pay sahiplerinin bilgi alma, yönetim kurulu toplantılarına katılma ve eşit muamele görme vb. hakları üzerinde durulmaktadır. İkinci bölüm olan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümünde, kamuoyuna açıklanması gereken bilgilerin doğru, eksiksiz ve zamanında açıklanmasına vurgu yapılmıştır. Üçüncü bölümde, firmanın sadece pay sahiplerine karşı sorumlu olmadığı, bunun yanı sıra çalışanlar, müşteriler, borç verenler, resmi kurumlar vb. gibi diğer paydaşlara karşı da sorumluluk duyulması gerektiği belirtilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerin son bölümü yönetim kurulu ile ilgilidir. Bu bölümde, yönetim kurulunun firmanın faaliyetlerini şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütmesi için gerekli tedbirleri alması gerektiği belirtilerek, yönetim kurulu yapısının nasıl olması gerektiği ile ilgili öneriler sunulmuştur (SPK, 2011).

Farklı piyasalarda ortaya çıkan kurumsal yönetim ile ilgili uygulamalara baktığımızda, bazı uygulamaların uyulması zorunlu hükümler içerdiği, bazı uygulamaların ise öneri niteliğinde olduğu görülmektedir. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ise “uygula uygulamıyorsan açıkla” prensibine dayanmaktadır (SPK, 2011). Bununla birlikte, halka açık anonim ortaklıkların, ilkelerin bazılarına uymaları zorunlu hale getirilmiştir. SPK, ‘Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğinde’ halka açık anonim ortaklıkların uygulamakla yükümlü oldukları maddeleri şöyle sıralamaktadır (SPK, 2011);

- Pay Sahipleri ana bölüm başlığı altındaki 3.2.1, 3.2.4, 3.4.3, 3.4.14, 3.6 ve 4.7 numaralı maddeler
- Yönetim Kurulu ana bölüm başlığı altındaki 3.3.1, 3.3.4, 3.3.5 ve 3.3.6 numaralı maddeler

Tablo 2. Pay Sahipleri Bölümünde Yer Alan Uyulması Zorunlu Maddeler

Pay Sahipleri

3.2.1. Genel kurul toplantı ilanı, mevzuat ile öngörülen usullerin yanı sıra, şirketin imkânları dâhilinde mümkün olan en fazla sayıda pay sahibine ulaşmayı sağlayacak, elektronik haberleşme de dâhil olmak üzere, her türlü iletişim vasıtası ile genel kurul toplantı tarihinden asgari 3 hafta önceden yapılır.

3.2.4. Şirketin internet sitesinde yer alması gereken genel kurul toplantı ilanında, Şirketin mevzuat gereği yapması gereken bildirim ve açıklamaların yanı sıra, aşağıdaki hususlar pay sahiplerine duyurulur.

3.4.3. Genel kurul kararı ile yönetim kurulu üyelerinin şirket ile işlem yapabilmesi ve rekabet edebilmesi hususunda onay verilmiş ise, ilgili yönetim kurulu üyeleri şirket ile yaptıkları işlemler ve şirket ile rekabet edilen faaliyetler hakkında genel kurulu bilgilendirir.

3.4.14. Yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin ücretlendirme esasları yazılı hale getirilmeli ve pay sahiplerine bu konuda görüş bildirme imkânı tanınmalıdır. Bu amaçla hazırlanan ücretlendirme politikası, şirketin internet sitesinde yer almalı ve olağan genel kurul toplantısında ayrı bir madde olarak ortakların bilgisine sunulmalıdır.

3.6. Şirketin sermaye ve yönetim yapısı ile malvarlığında değişiklik meydana getiren bölünme ve hisse değişimi, önemli tutardaki maddi/maddi olmayan varlık alım/satımı, kiralanması veya kiraya verilmesi veya bağış ve yardımda bulunulması ile üçüncü kişiler lehine kefalet, ipotek gibi teminat verilmesine ilişkin kararların, genel kurulda işlemin tarafları ile bunlarla ilişkili kişilerin oy kullanamayacakları bir oylamada alınması yönünde esas sözleşmeye hüküm konularak pay sahiplerinin genel kurulda bu tür kararlara katılmaları sağlanır. Esas sözleşmeye bu yönde bir hüküm konulana kadar, söz konusu hususlara ilişkin yönetim kurulu kararları, genel kurul onayı olmaksızın uygulanmaz.

4.7. Karşılıklı iştirak ilişkisi, beraberinde bir hâkimiyet ilişkisini de getiriyorsa, karşılıklı iştirak içerisinde bulunan şirketler, nisap oluşturmak gibi, çok zaruri durumlar ortaya çıkmadıkça, karşılıklı iştirak ilişkisi içerisinde buldukları şirketin genel kurullarında oy haklarını kullanmaktan kaçınırlar ve bu durumu kamuya açıklarlar.

Kaynak: www.spk.gov.tr

Tablo 3. Yönetim Kurulu Bölümünde Yer Alan Uyulması Zorunlu Maddeler

Yönetim Kurulu

3.3.1. Yönetim kurulunun, sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşur. Bağımsız üye sayısının hesaplanmasında küsuratlar izleyen tam sayı olarak dikkate alınır.

3.3.4. Şirketin yönetim kurulunda son altı yıl içerisinde yönetim kurulu üyeliği yapan bir kişi, yönetim kuruluna bağımsız üye olarak atanamaz.

3.3.5. Aşağıdaki kriterlere uyan yönetim kurulu üyesi “bağımsız üye” olarak nitelendirilir.

a- Şirket, şirketin ilişkili taraflarından biri veya şirket sermayesinde doğrudan veya dolaylı olarak %5 veya daha fazla paya sahip hissedarların yönetim veya sermaye bakımından ilişkili olduğu tüzel kişiler ile kendisi, eşi ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhri hısımları arasında son beş yıl içinde istihdam, sermaye veya ticaret anlamında doğrudan veya dolaylı bir menfaat ilişkisinin kurulmamış olması,

b- Yönetim kuruluna bir pay grubunu temsilen seçilmemiş olması,

c- Başta şirketin denetimini ve danışmanlığını yapan şirketler olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin faaliyet ve organizasyonunun tamamını veya belli bir bölümünü yürüten şirketlerde çalışmıyor olması ve son beş yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış olması,

d- Son beş yıl içerisinde, şirketin bağımsız denetimini yapan kuruluşlarda istihdam edilmemiş veya bağımsız denetim sürecinde yer almamış olması,

e- Şirkete önemli ölçüde hizmet ve ürün sağlayan firmaların herhangi birisinde çalışmamış ve son beş yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış olması,

f- Eşi veya üçüncü dereceye kadar olan kan ve sıhri hısımları arasında hiçbirisinin şirkette yönetici, toplam sermayenin %5’inden fazlasını elinde bulunduran veya her halükarda yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahibi olmaması,

g- Şirketten yönetim kurulu üyeliği ücreti ve huzur hakkı dışında başka herhangi bir gelir elde etmiyor olması; yönetim kurulu görevi dolayısıyla hissedar ise sermayede sahip olduğu payın oranının %1’den fazla olmaması ve bu payların imtiyazlı olmaması, Haklı gerekçelerin varlığı halinde, yatırımcı haklarını korumayı teminen, Kurul’un uygun görüşü ile, azami bir yıla kadar geçici bir süreyle sınırlı olmak üzere, yukarıda verilen bağımsızlık kriterlerinden bir veya birkaçını sağlamayanlar bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak genel kurul tarafından seçilebilir

3.3.6. Bağımsız yönetim kurulu üyesi, mevzuat, esas sözleşme ve yukarıda yer alan kriterler çerçevesinde bağımsız olduğuna ilişkin yazılı bir beyanını aday gösterildiği esnada yönetim kuruluna verir. Yönetim kurulu bağımsız üye adayının bağımsızlık ölçütlerini taşıyıp taşımadığını değerlendirir ve buna ilişkin değerlendirmesini bir rapora bağlar ve genel kurula sunar. Bağımsız yönetim kurulu üyesi atamasına ilişkin genel kurul kararı ve gerekçeleri, karşı oyları ve yönetim kurulu değerlendirme raporunu da içerecek şekilde şirketin internet sitesinde açıklanır. Sermayenin yirmide birini temsil eden pay sahipleri tarafından hakkında olumsuz oy kullanılmış bağımsız yönetim kurulu üyesi adaylarının bağımsız üye olarak seçilmeleri durumunda, bunların bağımsızlık kriterlerini sağlayıp sağlamadığı Kurul tarafından değerlendirilir ve karara bağlanır.

Kaynak: www.spk.gov.tr

1.3.4.2. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu

Payları Borsa İstanbul’da işlem gören firmalar, SPK’nın 10.12.2004 tarih ve 48/1588 sayılı kararı ile 2005 yılından itibaren SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu yayınlamak zorundadırlar (SPK, 2004). Firmalar uyum raporlarında, kurumsal yönetim ilkeleri uyum beyanı ile her bir başlık altında kurumsal yönetim ilke ve uygulamaları karşısındaki durumlarını kamuoyu ile paylaşırlar. Raporunda, SPK kurumsal yönetim ilkelerinin hangilerine uyulduğu, hangilerine uyulmadığı ile uyulamamanın gerekçesi açıklanır. Aşağıda Türkiye Petrol Rafinerileri.’nin 2015 yılına ait kurumsal yönetim uyum raporunun giriş kısmı yer almaktadır (Tüpraş, 2016).

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE UYUM RAPORU

Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.

Kurumsal Yönetim Komitesi Toplantı Tarihi: 19.02.2016

Konu: 2015 Yılı Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne Uyum Raporu'nun Değerlendirilmesi

BÖLÜM I: KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE UYUM BEYANI

Tüpraş (Şirket), Sermaye Piyasası Kurulu tarafından dört ana bölümde yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlama yönünde azami özeni göstermektedir. Paydaşlarına, özellikle yatırımcılarına karşı güven ve istikrarın önemini bilincinde olan Tüpraş, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne 08.10.2007 tarihi itibarıyla dâhil olan ilk şirketlerden olup, SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramlarını benimsemiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Ocak 2014 tarihinde yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni baz alan yeni metodoloji kullanılarak SAHA Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (SAHA) tarafından yapılan değerlendirme sonucunda Tüpraş'ın notu Ekim 2015'te 9,44 olarak yukarı yönlü revize edilmiştir. SPK'nın konuya ilişkin ilke kararı çerçevesinde, farklı şekilde ağırlıklandırılmış olan Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulu ana başlıkları altında yapılan değerlendirme sonuçlarının güncel dağılımı aşağıda yer almaktadır:

ANA BAŞLIKLAR	AĞIRLIK	2014 NİSAN NOTU	2014 EKİM NOTU	2015 EKİM NOTU
Pay Sahipleri	0,25	9,55	9,55	9,55
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	0,25	9,39	9,39	9,79
Menfaat Sahipleri	0,15	8,68	8,68	9,05
Yönetim Kurulu	0,35	9,27	9,35	9,28
TOPLAM	1,00	9,28	9,31	9,44

Tüpraş elde ettiği bu not ile SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağladığını ve gerekli politika ve önlemlerinin çoğunu uygulamaya soktuğunu, kamuya ve pay sahiplerine verdiği değeri tescil ettirmiştir. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Raporu'na www.tupras.com.tr adresindeki Şirket internet sitesinden ulaşılması mümkündür.

Uygulanmayan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin Gerekçeleri

Şirket'in Kurumsal Yönetim Komitesi, kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmeye yönelik çalışmalarına devam etmektedir.

- 1.4.2 numaralı ilkede bahsi geçen oy hakkındaki imtiyaza ilişkin olarak, Esas Sözleşme'de yer alan düzenlemeler aşağıda 2.4 numaralı bölümde yer almaktadır.
- 3.2.1 numaralı ilkede bahsi geçen menfaat sahiplerinin Şirket yönetimine katılımına dair Esas Sözleşme'de hüküm yer almamasına karşın, menfaat sahiplerinin Şirket yönetimine katılımını destekleyici model ve mekanizmalar oluşturulmuştur.
- Şirket, çalışanlar, tedarikçiler ve müşteri memnuniyeti anketlerinin yanı sıra çeşitli toplum kuruluşlarının ve diğer bütün menfaat sahiplerinin görüş ve önerilerini dikkate almaktadır.
- 1.5.2. numaralı ilkeye ilişkin olarak, azlık hakları, Esas Sözleşme ile sermayenin yirmide birinden daha düşük bir orana sahip olanlara tanınmamış olup, mevzuattaki genel düzenlemeler çerçevesinde haklar sağlanmıştır.
- 4.3.9 numaralı ilkeye ilişkin olarak, Şirketimiz Yönetim Kurulu'nda kadın üye oranı için henüz bir hedef oran ve hedef zaman belirlenmemiş olup, bu konuya ilişkin değerlendirme çalışmaları devam etmektedir. Konuya ilişkin detaylı bilgi aşağıda 5.1 numaralı bölümde yer almaktadır.
- 4.4.7 numaralı ilkeye ilişkin olarak, aşağıda 5.1 numaralı bölümde açıklandığı üzere, Yönetim Kurulu Üyelerinin Şirket dışında başka görevler alması sınırlandırılmamıştır.
- Şirket'in ortaklık yapısı nedeniyle bazı üyeler birkaç komitede görev almak zorunda kalmıştır.
- 4.6.5 numaralı ilkeye ilişkin olarak Yönetim Kurulu Üyelerine ve üst düzey yöneticilere verilen ücretler ile sağlanan diğer tüm menfaatler yıllık Faaliyet Raporu vasıtasıyla kamuya açıklanmaktadır. Ancak yapılan açıklama kişi bazında değil Yönetim Kurulu ve üst düzey yönetici bazındadır.

Dönem İçinde İkelere Uyum İçin Yapılan Çalışmalar

2015 yılında yürürlükte bulunan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği kapsamında zorunlu olan ilkelere tam olarak uyulurken, zorunlu olmayan ilkelerin de büyük

çoğunluğuna uyum sağlanmıştır. Zorunlu olmayan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne de tam uyum amaçlanmakla birlikte, ilkelerin bir kısmında uygulamada yaşanan zorluklar, bazı ilkelere uyum konusunda gerek ülkemizde gerekse uluslararası platformda devam eden tartışmalar, bazı ilkelerin ise piyasanın ve Şirket'in mevcut yapısı ile tam örtüşmemesi gibi nedenlerle tam uyum henüz sağlanamamıştır. Hâlihazırda uygulanmakta olan ilkeler dışında kalan ve henüz uygulanmayan prensipler, bugüne kadar menfaat sahipleri arasında herhangi bir çıkar çatışmasına yol açmamıştır.

2015 yılı içinde Kurumsal Yönetim alanındaki çalışmaların başında SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri ile ilgili yeni düzenlemelerini içeren Sermaye Piyasası Kanunu ve bu Kanun'a dayanılarak hazırlanan tebliğlere uyum çalışmaları gelmektedir. 2015 yılında yapılan Olağan Genel Kurul'da Bağımsız Üye adaylarının belirlenmesi ve kamuya duyurulmasına ilişkin süreç gerçekleştirilmiş, düzenlemelere uygun şekilde seçim tamamlanmıştır. Kurulan Yönetim Kurulu Komiteleri etkin olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Hazırlanan Genel Kurul bilgilendirme dokümanı ile ilkelere açıklanması zorunlu olan imtiyazlı paylar, oy hakları, Yönetim Kurulu üye adayları özgeçmişleri, Yönetim Kurulu ve üst düzey yönetici ücret politikası, ilişkili taraf işlemleri ile ilgili olarak hazırlanması gereken raporlar ve açıklanması gereken diğer bilgiler Genel Kurul'dan üç hafta önce yatırımcıların bilgisine sunulmuştur. Ayrıca kurumsal internet sitesi ve Faaliyet Raporu formatı gözden geçirilerek, ilkelere tam uyum açısından gerekli revizyonlar yapılmıştır.

2015 yılsonu itibarıyla Yönetim Kurulu'ndaki 15 üyenin dördü ilkelere belirtilen bağımsızlık kriterlerini taşımaktadır. Ek olarak, ÖİB temsilcisi üye "Şirketin Yönetim Kurulu'nda son 10 yıl içerisinde altı yıldan fazla Yönetim Kurulu Üyeliği yapmış bir kişi, Yönetim Kurulu'na bağımsız olarak atanamaz" ve "Kamu kurum ve kuruluşlarında üye olarak seçildikten sonra tam zamanlı çalışmıyor olması," kriterlerini taşımamakla birlikte, Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı ile bağımsız üye olarak atfedilmiştir. İlgili komite kararı ve adayların özgeçmişlerine Şirket internet sitesinde yer alan komite raporlarından ulaşılabilir.

2015 yılı faaliyet dönemini kapsayan ve “Pay Sahipleri”, “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık”, “Menfaat Sahipleri” ve “Yönetim Kurulu” olmak üzere dört ana başlık altında toplanan Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporumuz, söz konusu ilkelerin, uygulanabilen ve uygulanamayan hususlarını içerecek şekilde, aşağıda bilgilerinize sunulmuştur.

1.4. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE UYUM DERECELENDİRMESİ

Payları Borsa İstanbul’da işlem gören firmalar için kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu yayınlamak ihtiyari bir uygulama iken, kurumsal yönetim derecelendirmesi ihtiyari bir uygulamaya değildir. Firmalar, arzu etmeleri halinde SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumlarını ölçmek isteyebilirler. Bu durumda firmaların ilkelere uyumları, SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşlarınca bağımsız, tarafsız ve adil bir şekilde değerlendirilir. Değerlendirme kapsamında kurumsal yönetim ilkelerinin her bölümü (pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile yönetim kurulu) için 1-10 arasında bir not verilir, kusurlu notlar tama iblağ edilmeksizin (iki haneye kadar) kamuya açıklanır. Genel kurumsal yönetim notunun oluşturulmasında kullanılan alt başlıklar ve ağırlıkları ise şöyledir: yönetim kurulu (%35), kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25), pay sahipleri (%25) ve menfaat sahipleri (%15). Belirtilen alt başlıklardan firmanın alacağı notların ağırlıklı ortalaması hesaplanarak, firmanın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu hesaplanır (SPK, 2016). Kurumsal yönetim notları 1 en düşük, 10 ise en yüksek olmak üzere 1-10 arasında bir değer alabilir. 1 firmada zayıf kurumsal yönetim mekanizmalarının varlığını işaret ederken, 10 tüm paydaşların haklarını gözeten, etkili yönetim ve denetim mekanizmalarının olduğu, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusunda azami önemin verildiği bir durumu göstermektedir. Notların ayrıntılı açıklamaları ise şöyledir (SAHA, 2016);

Tablo 4. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı

Not	Anlamı
9 - 10	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları en akil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dâhil edilmek hak edilmiştir
7 - 8	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de, bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil edilmek hak edilmiştir
6	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, orta derecede oluşturulmuş ve işlemekte, ancak iyileştirmelere gerek vardır. Kurumsal yönetim risklerinin bir kısmı tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Ulusal standartlara kısmen uyum sağlanmıştır ancak uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir.
4 - 5	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken azami derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gereken asgari derecede oluşturulmuş, ancak tam etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskleri tamamen tespit edilmemiş ve aktif bir şekilde yönetilememektedir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir.
< 4	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcut olup bu riskler aktif bir şekilde yönetilmemekte ve şirket kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı değildir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaaf vardır. Yatırımcı güveni zedelenabilir ve maddi zararlar oluşabilir.

Aşağıda bir firmanın kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun nasıl hesaplandığı gösterilmiştir.

Tablo 5. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notunun Hesaplanması

Kurumsal Yönetim Notu	Ana Bölümler Ortalaması	94.41
9.44	Pay Sahipleri (25%)	95.51
	Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık (25%)	97.94
	Menfaat Sahipleri (15%)	90.52
	Yönetim Kurulu (35%)	92.77

1.4.1. Firmaları Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yönelten Etmenler

Firmalar farklı amaçlarla SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarını tespit etmek isteyebilirler. Bu amaçlardan en önemlisi yatırımcıların, yatırım kararı alırken firmalardaki kurumsal yönetim uygulamalarını dikkate almalarıdır (IFC, 2010). Dolayısıyla, yüksek bir kurumsal yönetim notuna sahip olmak firma için bir itibar göstergesi, yatırımcıları etkilemek için güçlü bir araçtır. Yüksek (9–10) kurumsal yönetim derecelendirme notu, yönetim kurulu mekanizmalarının etkin bir şekilde oluşturulduğu, pay ve menfaat sahiplerine ayırım gözetmeksizin adil bir biçimde davranıldığı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bakımından başarılı bir politika izlendiği gibi olumlu bir durumu ifade etmektedir (SAHA, 2016). Dolayısıyla, firmalar olabildiğince yüksek bir kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmak isteyeceklerdir. Bunun için ise, öncelikle yetkilendirilmiş kuruluşlar aracılığıyla kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptırımları ve mevcut durumlarını görmeleri gerekmektedir. Firmalar mevcut durumları hakkında bilgi sahibi olduktan sonra, iyileştirilmesi gereken alanları daha rahat tespit edecek, gerekli düzenlemeleri yaparak daha yüksek bir kurumsal yönetim derecelendirme notu alabileceklerdir.

Son yıllarda özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelere dönük yabancı birleşme ve satın almaların artması da firmaları kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptırmaya iten bir diğer etmendir (Martynova ve Renneboog, 2008; Bris, Brisley ve Cabolis 2008). Yabancı firmalar, birleşme ve satın alma kararlarında hedef firmanın daha az riske sahip olması, firmada iyi kurumsal yönetim uygulamaların varlığı vb. ölçütleri dikkate almaktadırlar. Bu nedenle, kurumsal yönetim derecelendirme notunun, firmadaki kurumsal yönetim kalitesini gösteren bir değer olduğu göz önüne alındığında, firmalar yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmak isteyeceklerdir.

Firmaların yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmak istemeleri sadece yatırımcıları cezbetmekten ileri gelmemektedir. Kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulayan firmalar, iyi bir yönetim mekanizmasına sahip olacak, bu durum firmanın daha iyi karar almasını, kıt kaynaklarını daha verimli bir şekilde

kullanmasını, özetle daha iyi bir performansa sahip olmasını sağlayacaktır (Yenice ve Dölen, 2013). Dolayısıyla, firmanın öncelikle mevcut durumunu öğrenmesi, düzenleme yapacağı alanları belirlemesi gerekmektedir.

Firmaları kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptırmaya iten bir diğer neden, Borsa İstanbul tarafından yeterli kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu alan ve XKURY kapsamında işlem gören firmalara sağlanan imkânlardır (TKYD, 2016). Borsa İstanbul, bu firmalar için kotta kalma ücretlerinde endekse girdikleri tarih itibarıyla ilk iki yıl için %50, sonraki iki yıl için %25 ve takip eden yıllarda %10 indirim yapmaktadır (TKYD, 2016).

1.4.2. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşlarınca hesaplanmaktadır. Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunabilecek kuruluşlar şunlardır: Saha Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim A.Ş., JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (SPK, 2016).

Tablo 6. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yapmaya Yetkili Kuruluşlar

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları
	Saha Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim A.Ş.
	JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.

Kaynak: www.spk.gov.tr

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, yetkili kuruluşlar SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerini baz almaktadırlar. Bununla birlikte, her derecelendirme kuruluşu SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyumun değerlendirilmesinde kendi metodolojisini kullanmakta ve buna bağlı olarak firmaları değerlendirmektedir. Aşağıda, yetkili derecelendirme kuruluşları hakkında bilgi verilerek, derecelendirme kuruluşlarının kullandıkları metodolojiler anlatılacaktır.

1.4.2.1. SAHA Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

SAHA Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., SPK tarafından yetkilendirilen ilk kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşudur. XKURY endeksinde bulunan firmaların %68'nin (2015 yılı için) kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi SAHA tarafından yapılmıştır. SAHA, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi kapsamında 330 alt kriter belirlemiştir. Bu kriterler, ilgili firma tarafından sağlanan ve kamunun kullanımına açık veriler kullanarak değerlendirilmektedir. Kriterlerin bazıları Evet/Hayır yöntemi ile değerlendirirken, bazıları için daha ayrıntılı değerlendirmeler yapılmaktadır (SAHA, 2016).

1.4.2.2. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim A.Ş.

Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. 2008 yılında kurulan ve 2009 yılında SPK tarafından kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yapmak üzere yetkilendirilmiş yerel bir derecelendirme kuruluşudur. Kobirate, halka açık firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, Borsa İstanbul'da işlem gören birinci grup firmalar için 408, ikinci grup firmalar için 401, üçüncü grup firmalar için 399, yatırım ortaklıkları için 398 kriter; bankaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde Borsa İstanbul'da işlem gören birinci grup bankalar için 470, ikinci grup ve üçüncü grup bankalar için 463 kriter; futbol kulüplerinin kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi için 378 kriter kullanmaktadır. Bu kriterlerin neler olduğu kamuoyuna açıklanmış değildir. Bununla birlikte değerlendirmeler SPK kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda gerçekleştiği için ana ve alt başlıklar SAHA ile aynıdır. Kriterlerin değerlendirilmesi aşamasında kamuoyuna açıklanmış bilgiler ile firma yöneticileri tarafından sağlanan bilgiler birlikte kullanılmaktadır (Kobirate, 2016).

1.4.2.3. JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi yapmaya yetkili olan bir diğer kuruluş JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.'dir. JCR, 29 Nisan 2010 tarihinde SPK tarafından kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapmaya yetkilendirilmiştir. JCR, kurumsal yönetim ülkelerine uyum derecelendirmesi sürecinde sadece firmaya has yönetsel durumlarla ilgili bilgileri dikkate almamakta, bununla birlikte, firmanın

faaliyet gösterdiği ülke ve sektör ile ilgili durumları da göz önünde bulundurmaktadır. Derecelendirme yapılacak firmanın bir aile firması olup olmadığı, halka açıklık oranı, kurumsal yatırımcıların firmaya ilgileri vb. konular da derecelendirme sürecinde ele alınmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesini toplamda 246 standart kullanılmaktadır. Bu standartların ana bölümler içerisinde dağılımı ve ele alınan konu sayısı ise şöyledir: pay sahipleri ana bölümünde yer alan 8 alt bölüm başlığını kapsayan 30 konu ve 70 standart, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ana bölümünde yer alan 6 alt başlığı kapsayan 26 konu ve 53 standart, menfaat sahipleri ana bölümünde yer alan 6 alt bölüm başlığı 15 konu ve 23 standart, yönetim kurulu ana bölüm başlığı altındaki 6 alt bölüm başlığını da kapsayan 55 konu ve 100 standart (JCR, 2016).

Diğer kurumsal yönetim derecelendirmesi yapmaya yetkili kuruluşlar gibi JCR de standartların değerlendirilme sürecinde kamuoyuna açıklanmış bilgiler ile firma tarafından sağlanan belgeleri kullanmaktadır. Firmadan, son 3 yılı içeren bağımsız denetim raporları, faaliyet raporları, ana sözleşmenin son hali, temettü dağıtım politika ve tabloları, genel kurul toplantı tutanakları, yönetim kuruluna bağlı komitelerin toplantı tutanakları, yönetim kurulunun yapısı ve üyelerin öz geçmişleri vb. belgeler/bilgiler istenmektedir.

1.5. KURUMSAL YÖNETİMİN FAYDALARI

Firmalarda yaşanan sorunlar sadece o firmaları etkilemekle kalmamakta, sermaye piyasalarına duyulan güveni azaltmakta, bunun sonucunda ekonomi bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Bu noktada bir çözüm olarak ortaya çıkan kurumsal yönetim uygulamalarının, hem firmalar hem de genel ekonomi üzerinde olumlu etkilerinin olması beklenmektedir.

1.5.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Üzerindeki Etkisi

Kurumsal yönetim uygulamalarının firmaya sağlayacağı faydalar ile ilgili özellikle gelişmekte olan ülkelerde çok sayıda çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların tamamında aynı görüş paylaşılmamakla birlikte, baskın görüş kurumsal yönetim uygulamalarının firma üzerinde olumlu etkilerinin olduğudur. OECD hazırlamış olduğu “Tangible

Benefits of Good Governance'' başlıklı raporunda kurumsal yönetim uygulamalarının firmaya olan etkilerini şöyle sıralamaktadır (OECD, 2008);

- Daha iyi performans
- Daha yüksek firma değeri
- Daha yüksek finansal kaldıraç
- Daha fazla likidite
- Daha düşük sermaye maliyeti
- Daha düşük temsilcilik maliyeti
- Daha yüksek temettü oranı
- Fonlara ulaşmada kolaylık
- Daha fazla değer yaratma
- Daha yüksek pay getirisi
- Firma yönetiminde belirli kişilere daha az bağlılık
- Paydaşlar tarafından daha fazla tanınma/kabul görme

Kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulayan firmaların daha etkin yönetim ve denetim mekanizmalarına sahip olacağı, verimli yönetim ve denetim mekanizmaları sayesinde de firmanın rakiplerine göre daha başarılı olacağı ileri sürülmektedir. Bu iddianın geçerliliği farklı çalışmalarla ortaya çıkarılmıştır (Klapper ve Love, 2004; Brown ve Caylor, 2004; Bhagat, Bolton ve Romano, 2008; Sakarya, 2012). Bununla birlikte, kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulayan firmalar rakiplerine göre daha yüksek firma değerine sahip olmaktadır. Yatırımcılar, kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulayan, diğer bir ifadeyle kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olduğu firmaları daha şeffaf olarak değerlendirmekte ve bu firmalara daha fazla güvenmektedir. Bunun sonucunda, kurumsal yönetim kalitesi yüksek olan firmaların paylarına olan talep artmakta ve payların fiyatı yükselmekte ve bu firmalar daha yüksek piyasa değerine sahip olabilmektedir (Baek, Kang ve Park, 2004; Black, Jang ve Kim, 2006; Garray ve González, 2008).

Kurumsal yönetim uygulamaları, yatırımcı kararlarında doğrudan etkili olmaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarının gereklerini yerine getirmek, bir firmanın daha güvenilir, daha eşitlikçi, daha adil olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Bunun sonucunda da kurumsal yönetim ilkelerini başarılı bir biçimde uygulayan firmalar, pay sahipleri tarafından daha fazla benimsenmektedir. Ayrıca, finansal sıkıntılardan sonra yabancı yatırımcılar, kurumsal yönetime her zamankinden daha fazla önem vermektedir. Sonuç itibariyle, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olduğu firmalar, yatırımcılar tarafından tanınmakta ve kabul görmektedir. Dolayısıyla, bu firmalar ihtiyaç duydukları fonlara daha kolay ve daha az maliyetle ulaşabilmektedirler.

1.5.2. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Ekonomi Üzerindeki Etkisi

Kurumsal yönetimin, firma üzerindeki etkilerinin yanı sıra genel ekonomi üzerinde de olumlu etkileri bulunmaktadır. Finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır (Mayer, 2002). Buradan hareketle finansal gelişmeyi sağlayacak olan kurumsal yönetim, sürdürülebilir büyümenin temel yapı taşlarından biri olarak görülebilir. Bir ekonomideki firmaların iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olması, onların daha iyi performans sergilemelerini sağlayacak, daha iyi performans ise daha çok istihdam, daha yüksek milli gelir ve refah seviyesi yüksek bir toplum ile sonuçlanacaktır (Babuşcu ve Hazar, 2007).

Bununla birlikte, kurumsal yönetim uygulamaları ülke imajı üzerinde de oldukça etkilidir. Örneğin, iyi kurumsal yönetim uygulamaların egemen olduğu bir ekonomi, yolsuzlukların minimum kılındığı, merkezinde eşitliğin olduğu, özel sektörün daha güvenilir ve daha sağlıklı olduğu ekonomik çevrenin varlığını göstermektedir. Böyle bir ekonomik yapının olduğu ülkeler daha fazla yabancı yatırım alacaktır. Ayrıca, ülkedeki yerli yatırımcılar da yurtdışında yatırım yapmak yerine kendi ülkesinde yatırım yapmak isteyecek, dolayısıyla hem yabancı sermaye girişi hem de içerideki sermayenin korunması ile firmalar ihtiyaç duydukları fonlara daha az maliyetle ve kolay bir şekilde ulaşabileceklerdir (SPK, 2014).

Kurumsal yönetim uygulamalarının ekonomi üzerindeki bir diğer olumlu etkisi, krizlerin daha az hasarla atlatılmasına yardımcı olmasıdır (SPK, 2014). Firmaların, kurumsal yönetim kalitelerini arttırmak için birbiriyle mücadele etmesi sermaye piyasası ve genel ekonomideki rekabeti arttıracaktır. Bunun sonucunda, ekonomideki tüm firmalar, etkili kurumsal yönetim mekanizmalarına sahip olacak ve de olası krizleri en az hasarla atlatabileceklerdir (Mitton, 2002; Lemmon ve Lins, 2003).

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİYİ İNCELEYEN AKADEMİK ÇALIŞMALAR

Kurumsal yönetim kavramı, son yıllarda dünyanın önde gelen firmalarında yaşanan skandallardan dolayı üzerinde oldukça fazla durulan bir kavram haline gelmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının firma üzerinde olumlu etkilerinin olacağı ileri sürülmektedir. Kurumsal yönetimi iyi uygulayan firmaların, daha iyi bir yönetim ve karar verme mekanizmasına sahip olacağı, yatırımcılar tarafından daha çok tercih edileceği, dolayısıyla ihtiyaç duyduğu finansman kaynaklarına daha düşük maliyetle ve daha kolay ulaşacağı vb. üstünlükler neticesinde rakiplerine göre daha iyi bir performans sergileyeceği ve daha değerli olacağına inanılmaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarının firmalar üzerindeki etkilerinin uygulamada geçerli olup olmadığı birçok kesim tarafından merak edilmektedir. Bu sebeple birçok araştırmacı kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin varsayıldığı gibi olup olmadığını farklı coğrafyalarda test etmiştir. Bununla birlikte, yapılan çalışmalar incelendiğinde konu ile ilgili geniş bir literatürün olduğu fakat bu literatürün büyük bir kısmının gelişmiş ülkelere odaklandığı, gelişmekte olan ülkelerde konu ile ilgili çalışmaların sınırlı kaldığı görülmektedir.

Yapılan çalışmalar incelendiğinde firmadaki kurumsal yönetimin ölçümünde ya tek bir alanın ele alındığı ya da endeks/derecelendirme notlarının kullanıldığı görülmektedir. Bu nedenle literatür taraması bu şekilde verilmiştir.

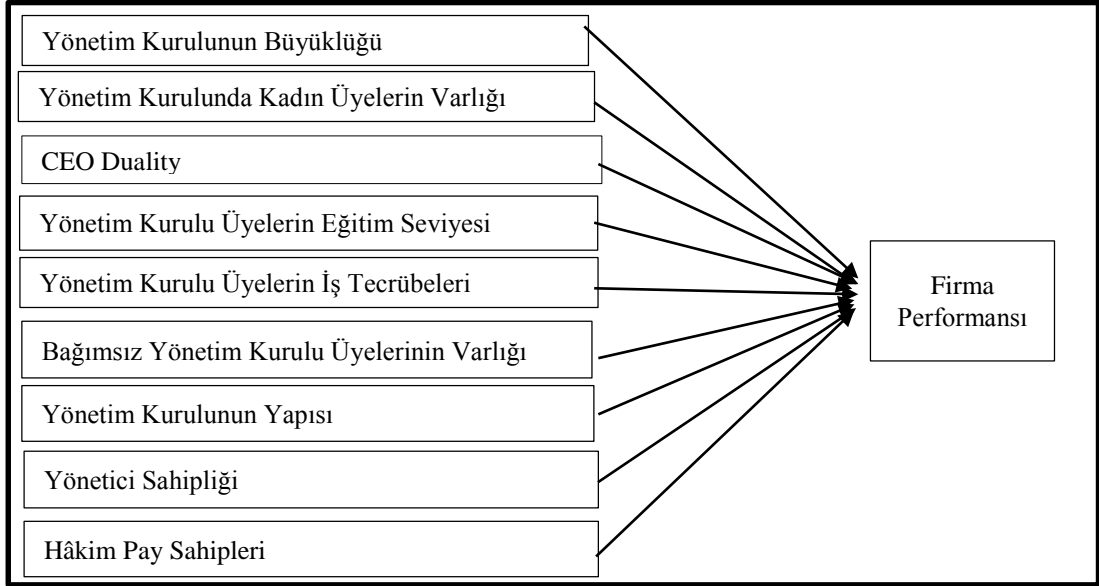
2.1. KURUMSAL YÖNETİMİ TEK BİR ALAN İLE ÖLÇEN ÇALIŞMALAR

Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalar incelendiğinde bazı çalışmaların kurumsal yönetim başlığı altında yönetim kurulu, pay sahipleri, sahiplik yapısı ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflık gibi tek bir alana odaklandığı görülmektedir.

2.1.1. Yönetim Kurulu

Kurumsal yönetim mekanizmaları içsel ve dışsal kurumsal yönetim mekanizmaları olmak üzere iki gruba ayrılabilir. Yönetim kurulu, en etkili içsel kurumsal yönetim mekanizmalarından biridir (Jensen, 1993). Bu nedenle, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı akademik çalışmalarda yönetim kurulunun büyüklüğü, yönetim kurulunda kadın üyelerin varlığı, CEO duality, yönetim kurulu üyelerinin eğitim seviyeleri, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin varlığı, yönetim kurulunun yapısı, yönetici sahipliği, hâkim pay sahibi vb. değişkenler firmadaki kurumsal yönetimin ölçümünde kullanılmaktadır (Vo ve Phan, 2013).

Tablo 7. Yönetim Kurulu Değişkenleri



Kaynak: Vo D, Phan T (2013) Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 62-78.

Carter, Simkins ve Simpson (2003) kurumsal yönetim başlığı altında yönetim kurulunun yapısı ile ilgilenmiştir. Çalışmada Fortune 1000 firmaları için yönetim kurulundaki çeşitliliğin firma değeri üzerinde bir etkisinin olup olmadığı

araştırılmıştır. Çeşitliliğin ölçümünde yönetim kurulundaki kadınların, Afrika kökenli Amerikalıların, Asyalıların ve Hispaniklerin yüzdeleri kullanılmıştır. Çalışma sonuçları firma büyüklüğü, endüstri ve diğer kurumsal yönetim değişkenleri kontrol altındayken, yönetim kurulundaki kadın üyelerin ya da azınlıklarının yüzdesinin artmasının firma değeri üzerinde olumlu etkileri olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Kajola (2008) kurumsal yönetim ile firma performansı ilişkisini Nijerya Borsası'nda işlem gören firmalar için araştırmıştır. Yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, CEO duality ve denetim komitesinin yapısının kurumsal yönetim değişkeni olarak kullanıldığı çalışmada, firma performansının ölçümünde ROE ve kar marjı kullanılmıştır. Bulgular, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO duality ile ROE ile ölçülen firma performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişki olduğunu ortaya çıkarmıştır. Bununla birlikte, yönetim kurulunun bağımsızlığı ve denetim komitesi yapısı ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Ersoy, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu (2011) kurumsal yönetimi başlığı altında CEO duality, yönetim kurulu büyüklüğü, sahiplik yoğunlaşması, yönetici sahipliği ile yabancı sahipliği değişkenlerini dikkate alarak, kurumsal yönetim ile firma performansı ilişkisini analiz etmiştir. Panel lojistik regresyon modellerinin kullanıldığı, 1998-2007 dönemi kapsayan çalışma sonucunda, CEO duality, yönetim kurulu büyüklüğü ve sahiplik yoğunlaşmasının Tobin's Q ile ölçülen firma performansı üzerinde olumlu etkileri olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, yönetici sahipliği ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilemezken, yabancı sahipliğinin firma performansını arttırdığı, pay getirilerini ise azalttığı tespit edilmiştir.

Vo ve Phan (2013) da 77 Vietnam firmasının 2006-2011 dönemine ait verileri kullanarak kurumsal yönetim ile firma performansı ilişkisini araştırmıştır. Çalışmada kurumsal yönetim başlığı altında yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunda kadın yöneticilerin varlığı, CEO duality, yönetim kurulu üyelerinin eğitim seviyeleri, yönetim kurulu üyelerinin tecrübeleri, yönetim kurulunda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığı, yönetim kurulunun yapısı ile yönetici sahipliği ele alınmıştır. Esnek genelleştirilmiş en küçük kareler analizi sonucunda yönetim kurulunda kadın

üyelerinin varlığı, CEO duality, yönetim kurulu üyelerinin tecrübeleri ile ROA ile ölçülen firma performansı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilirken, yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında negatif ilişkinin olduğu görülmüştür. Bununla birlikte, yönetici sahipliği ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

2.1.2. Pay Sahipleri

Bir işletmenin temel amacı pay sahiplerinin servetini maksimize etmektedir. Yönetim kurulu alacağı kararlarda her ne kadar tüm menfaat sahiplerine karşı sorumlu olsa da pay sahiplerine hesap vermekle yükümlüdür. Bu nedenle firmalar pay sahiplerine özel bir önem göstermektedirler. Bir firmanın pay sahipleri ile ilgili olarak güçlü haklara sahip olması, hem mevcut pay sahiplerini memnun edecek, hem de potansiyel yatırımcıların firmaya yatırım yapmasına olanak tanıyacaktır. Pay sahipleri, kurumsal yönetimin önemli bir ayağını oluşturmakta ve pay sahiplerine sağlanan hakların firma performansı üzerinde etkili olması beklenmektedir. Bu nedenle, birçok araştırmada pay sahiplerine sağlanan haklar ile firma performansı arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

La porta vd. (2000) farklı ülkelerdeki pay sahiplerine sağlanan hakları incelemiş ve ülkeler arasında pay sahiplerinin korunması açısından büyük farklılıkların olduğunu ortaya çıkarmıştır. Çalışma sonucunda, pay sahiplerinin haklarının korunmasının yasal düzenlemeler ile güçlendirilmesi gerektiği, pay sahiplerinin korunması görevinin sadece piyasa güçlerine bırakmanın yeterli olmayacağı ortaya çıkarılmıştır. La porta, Lopez-de-Silanes ve Shleifer (2002)'nin çalışmasında da 27 ülke için pay sahiplerine sağlanan haklar ile firma değeri arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma sonucunda, pay sahipleri hakları ile Tobin's Q ile ölçülen firma değeri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu görülmüştür.

Gompers, Ishii ve Metrick (2003) kurumsal yönetim başlığı altında firma tarafından pay sahiplerine sağlanan haklar ile pay getirisi ve firma değeri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Çalışmada pay sahiplerine sağlanan hakların düzeyinin belirlenmesi için beş başlık altında yirmi dört maddeden oluşan G endeksi oluşturulmuştur. Bulgular, pay sahipleri hakları ile pay getirileri arasında pozitif ilişki

olduğunu göstermektedir. Ayrıca, güçlü pay sahipleri haklarını temsil eden düşük G endeks değerine sahip firmaların paylarını satın alıp, yüksek G değerine (zayıf pay sahipleri hakları) sahip firmaların paylarını satma yatırım stratejisi ile yıllık %8,5 lik bir aşırı getiri (abnorml return) elde edilebilecektir. Bununla birlikte, güçlü pay sahipleri haklarına sahip firmaların daha değerli, daha karlı, daha yüksek büyüme hızına sahip oldukları ve daha az sermaye maliyetine katlandıkları da çalışma sonucunda görülmüştür.

Jiraporn ve Gleason (2007) de kurumsal yönetim başlığı altında pay sahipleri hakları ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bulgular, kaldıraç derecesi ile pay sahipleri hakları arasında ters yönlü ilişkinin varlığını göstermektedir. Buna göre pay sahipleri haklarının kısıtlı olduğu firmaların, varlıkların finansmanında daha fazla borç kullanmak zorunda kaldıkları tespit edilmiştir.

Bris, Brisley ve Cabolis (2008) pay sahipleri hakları - firma değeri ilişkisini sınır ötesi birleşme ve satın almalar aracılığıyla incelemiştir. Çalışmada, hedef firmanın %100 satın alan firma tarafından alındığı 506 sınır ötesi birleşme ve satın alma verileri kullanılmıştır. Pay sahiplerinin haklarının korunması, borç veren haklarının korunması, muhasebe standartları ve rüşvet endeksi değişkenlerinin kurumsal yönetim değişkeni olarak kullanıldığı çalışma sonucunda, birleşme ve satın alma sonucunda kurumsal yönetim transferinin firma değerini arttırdığı görülmüştür.

2.1.3. Sahiplik Yapısı

Bir firmadaki vekâlet problemi, pay sahipleri ile yönetici arasındaki vekâlet problemi ve pay sahipleri ile borç veren arasındaki vekâlet problemi olmak üzere iki grupta incelenmektedir. İşletmenin finansman şekli, temsilcilik sorununun çözümünde etkili olabilecek bir mekanizma olarak görülmektedir. Bu nedenle, birçok araştırmacı kurumsal yönetim başlığı altında sahiplik yapısı ile ilgilenmişlerdir.

Bir firmanın sahip olduğu varlıkların finansmanı, borç ve öz sermaye olmak üzere iki farklı şekilde yapılmaktadır. Pay sahipleri, kendi menfaatlerini yükseltmek için daha fazla yatırım yapma, dolayısıyla daha fazla borç kullanma eğiliminde olacaktır. Ancak, şüphesiz firmaya borç veren yatırımcılar bu durumundan memnun olmayacak ve

istenmeyen durumların yaşanmaması için firmanın finansal ve faaliyet riskini azaltıcı önlemler koyacaklardır. Bu önlemler firma için maliyet unsurudur ve borcun temsilcilik maliyeti olarak adlandırılmaktadır.

Yöneticiler, pay sahiplerinin servetini maksimize etmek yerine kendi çıkarına davranabilecektir. Yöneticilerin bu tür davranışlarını önlemek için pay sahipleri tarafından bir dizi önlemlerin alınması gerekmektedir. Pay sahipleri tarafından alınan bu önlemler de borç verenler tarafından alınan önlemler gibi firmada maliyet unsuru yaratacaktır.

Pay sahipleri ile yönetici arasındaki çıkar çatışmalarını önlemin bir yolu firmayı borçlandırmaktadır. Böylece firmaya borç verenler, firmayı daha yakından izleyecek ve yöneticilerin kendi faydaları doğrultusunda hareket etmelerini engelleyeceklerdir. Diğer taraftan, pay sahipleri ile borç veren arasında doğabilecek sorunları azaltmak için de firmanın finansmanında öz sermayeye ağırlık verilmesi gerekmektedir. Bu şekilde, borç verenler tarafından firmaya dayatılan önlemler için katlanılan maliyetler azaltılabilecektir. Sonuç olarak, borcun temsilcilik maliyetini azaltmak için öz sermayeye, öz sermayenin temsilcilik maliyetini azaltmak için ise borca ağırlık verilmesi gerekmektedir.

Yıldırım ve Demireli (2009) sahiplik ve kontrol yapısını değişkenlerini ile firma performansı ilişkisini payları BIST 100 İmalat Sanayi firmaları için araştırmıştır. Çalışmada sermaye ve kontrol yapısı ile ilgili olarak en büyük pay sahibinin payı ile en büyük pay sahibinin genel kurula hâkimiyeti değişkenleri kullanılırken, firma performansının ölçümünde ROA, ROS, ROE ve Tobin's Q kullanılmıştır. Bulgular, en büyük pay sahibinin payı ile ROA, ROS, ROE ile ölçülen firma performansı arasında negatif, Tobin's Q ile ölçülen firma değeri arasında pozitif ilişkinini varlığını ortaya çıkarmıştır.

Şamiloğlu ve Ünlü (2010) sahiplik ve firma performansı ilişkisini payları BIST 100'de işlem gören 70 firma ile incelemiştir. Çalışmada, sahiplik yapısı değişkeni olarak en yüksek üç ortağın paylarının ortalaması alınırken, firma performansının ölçümünde hem değere dayalı (Tobin's Q, Piyasa Değeri/Defter Değeri) hem de muhasebe temelli

(ROA) performans ölçütleri bir arada kullanılmıştır. Regresyon sonuçları, sahiplik yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkarmıştır.

2.1.4. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık da kurumsal yönetim başlığı altında ele alınan bir diğer değişkendir. Aksu ve Köseadağ (2006), kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme uygulamalarını temel alarak araştırmıştır. Çalışmada, 52 firma, Standard & Poor's işbirliği ile hazırlanan üç ana başlık (mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve bilgi ifşası, genel kurul/yönetim yapısı ve işleyişi) altında 106 soru ile firmaların yıllık finansal raporlarında ve web sitelerinde kamuya açıklanan bilgileri doğrultusunda değerlendirilmiş ve şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (Ş&B) puanı elde edilmiştir. Daha sonra Ş&B puanı ile ROA, ROE, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Borç/Toplam Aktif oranı ile ölçülen finansal performans arasında ilişki regresyon analizi ile araştırılmış, Ş&B puanı ile finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı görülmüştür. Bununla birlikte, ülkemiz firmalarının zorunlu olmadıkça kamuoyunu bilgilendirmedikleri, diğer bir ifadeyle ihtiyari bilgilendirmenin oldukça zayıf olduğu da çalışma sonucunda tespit edilmiştir.

Adiloğlu ve Vuran (2012) OECD kurumsal yönetim ilkelerinin şeffaflık bölümünde yer alan 27 ölçütü kullanarak şeffaflık ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, payları Borsa İstanbul'da işlem gören 57 firma için faaliyet ve kurumsal yönetim raporları kullanılarak, firmalara finansal bilgilerin kamuyu açıklanması doğrultusunda şeffaflık notu verilmiştir. Firma performansının ölçümünde ise 14 finansal oran (cari oran, asit-test oranı, nakit oranı, net kar marjı, brüt kar marjı, faaliyet karı, öz sermaye karlılık oranı, aktif karlılık oranı, borç oranı, kısa vadeli borç oranı, uzun vadeli borç oranı, sabit aktif devir hızı, faiz ödeme gücü, pay başına kar) kullanılmıştır. Firmalar, şeffaflık notları doğrultusunda oldukça şeffaf (85%-100%), şeffaf (84%-70%) ve asgari seviyede şeffaf (69% ve aşağısı) olmak üzere üç gruba ayrılarak, gruplar arasında finansal performans açısından bir farklılık bulunup bulunmadığı MANOVA (Multivariate Analysis of Variance) testi ile incelenmiştir. Bulgular, şeffaflık notlarına göre ayrılan gruplar arasında borç oranı,

uzun vadeli borç oranı ve aktif karlılık oranı açısından farklılık olduğunu ortaya çıkarmıştır.

2.2. KURUMSAL YÖNETİMİ ENDEKS/DERECELENDİRME NOTU İLE ANALİZ EDEN ÇALIŞMALAR

Bazı çalışmaların endeks/derecelendirme notu kullanmak suretiyle, kurumsal yönetimin firmalar üzerindeki etkisini analiz ettikleri görülmektedir (Gompers, Ishii ve Metrick, 2003; Drobetz, Schillhofer ve Zimmerman, 2004; Black, Jang ve Kim, 2006; Moore ve Porter, 2007; Balasubramanian, Black ve Khanna, 2010; Hodgson, Lhaopadchan ve Buakes, 2011; Mishra ve Mohanty, 2014). Endeks oluşturarak kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaları da kendi içinde, kişisel metodoloji ile oluşturulan endeksleri kullanan çalışmalar ile resmi bir kurum ya da derecelendirme kuruluşu tarafından kamuya açıklanan kurumsal yönetim endeksini kullanan çalışmalar olarak ikiye ayırmak mümkündür.

2.2.1. Kişisel Endeks/Derecelendirme Notlarını Kullanan Çalışmalar

Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelenmesi noktasında bazı araştırmacılar kişisel endeks oluşturmak suretiyle firmadaki kurumsal yönetim uygulamalarının düzeyini ölçmeyi hedeflemişlerdir.

Brown ve Caylor (2004)'in kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırdığı çalışmada, kurumsal yönetimin analizi için 8 ana başlık altında 51 faktör değerlendirilerek kurumsal yönetim notu oluşturulmuştur. Firma performansının ölçümünde ise ROE, satışlardaki artış, Tobin's Q ile temettü getirileri kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, kurumsal yönetimi iyi uygulayan firmaların daha karlı, daha değerli ve paydaşlarına daha fazla temettü ödediği görülmüştür.

Silva ve Leal. (2005) kurumsal yönetim kalitesi ile firma değeri ve firma performansı arasındaki ilişkiyi Brezilya firmaları için araştırmıştır. Bağımsız değişken olarak, kurumsal yönetim kalitesinin tespitinde on beş maddeden oluşan endeks kullanılırken, ROA ve Tobin's Q çalışmada bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Panel veri analizi

sonuçları, kurumsal yönetim kalitesi ile firma değeri ve firma performansı arasında pozitif ilişkinin varlığını işaret etse de, bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Zelenyuk ve Zheka (2006) da kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi Ukrayna için araştırmıştır. Veri zarflama analizi sonuçları, kurumsal yönetim ile firma performansı arasında pozitif bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Böylelikle kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki pozitif ilişkinin varlığının gelişmekte olan ülkeler için de geçerliliği ortaya çıkarılmıştır.

Dittmar ve Marth-Smith (2007) kurumsal yönetimi iyi uygulayan firmalar ile kötü uygulayan firmaları değer yaratma açısından karşılaştırmıştır. Kurumsal yönetim ile değer yaratma arasında pozitif ilişkinin varlığı çalışma ile ortaya çıkarılmıştır. 1952 firma üzerinde yapılan analiz sonuçları, kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulayan firmalara yatırılan 1 Amerikan Dolarının yaklaşık iki kat değerlendirirken, düşük kurumsal yönetim kalitesine sahip firmalara yatırılan 1 Amerikan Dolarının ise yalnızca 42-88 cent değerlendirildiğini göstermiştir.

Cheung vd. (2007) kurumsal yönetim ve firma değeri ilişkisini kurumsal yönetim endeksi oluşturmak suretiyle Hong Kong firmaları için incelemişlerdir. Bulgular, kurumsal yönetim ile piyasa değeri/defter değeri oranı ile ölçülen firma değeri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, şeffaflık puanı ile firma değeri arasında da pozitif ve anlamlı ilişki tespit edilmiş olup, yatırımcıların yatırım kararı alma sürecinde firmaların kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanını dikkate aldıkları görülmüştür.

Chhaochharia ve Laeven (2009) firma düzeyinde kurumsal yönetim uygulamaları ile ülke düzeyinde kurumsal yönetim uygulamalarını karşılaştırarak, firma düzeyinde kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığı sorusuna cevap aramıştır. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının ülkeler arasında büyük farklılıklar gösterdiği görülmüştür. Ayrıca, birçok firmanın yasalar tarafından öngörülen kurumsal yönetim ilkelerinden fazlasını uyguladıkları, bu durumun da Tobin's Q ile ölçülen firma değeri üzerinde olumlu etkiler yarattığı tespit edilmiştir.

Varshney Kaul ve Vasal (2012) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki pozitif ilişkinin varlığını Hindistan firmaları için test etmiştir. Kurumsal yönetimin ölçümünde, içsel ve dışsal kurumsal yönetim mekanizmalarını temel alan endeksin kullanıldığı çalışmada, firma performansının ölçümünde değere dayalı performans ölçütü (EVA) ile geleneksel performans ölçütleri (RONW, ROIC, Tobin's Q) birlikte kullanılmıştır. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim ile EVA ile ölçülen firma performansı arasında anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilirken, diğer performans ölçütleri ile kurumsal yönetim arasında bir ilişki kurulamamıştır.

Balasubramanian, Black ve Khanna (2010) Hindistan firmaları için kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırmıştır. Bulgular, genel kurumsal yönetim notu, pay sahipleri notu ve kamuyu aydınlatma notu ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Ayrıca, çalışma sonucunda kurumsal yönetim ilkelerinin büyük firmalar için daha uygun olduğu ortaya çıkarılmıştır.

Vintila ve Gherghina (2012) Corporate Governance Quotient (CGQ)'i baz alarak geliştirdikleri genel kurumsal yönetim endeks skoru (CGI) ve dört alt başlık skoru [denetim (%10), yönetim kurulu (%40), pay sahipleri (%20) ve ücret (%30)] ile kurumsal yönetim ile firma performansı arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırmıştır. Bulgular, genel kurumsal yönetim endeks skoru ile Tobin's Q, piyasa değeri/defter değeri oranı ve fiyat kazanç oranı arasında negatif ilişkinin bulunduğunu; ROA ile ölçülen performans ile arasında ise anlamlı bir ilişkinin bulunmadığını ortaya koymuştur. Bununla birlikte, negatif ilişkinin hem yönetim kurulu alt başlık skoru ile Tobin's Q ve PD/DD oranı arasında hem de pay sahipleri ile PD/DD oranı arasında da geçerli olduğu görülmüştür.

Tablo 8. Kişisel Kurumsal Yönetim Endekslerini/Derecelendirme Notlarını Kullanan Çalışmalar

Çalışma	Araştırma Problemi	Bağımlı Değişken	Endeksin oluşturulmasında kullanılan ölçüt sayısı	Yöntem	Bulgular
Brown ve Caylor (2004)	Kurumsal yönetim ile firma performansı, değer yaratma ve temettü dağıtım arasında nasıl bir ilişki vardır?	ROE, Kar Marjı Satışlardaki Artış, Tobin's Q, Temettü Verimi	51	EKK	Kurumsal yönetim uygulamalarını iyi uygulayan firmaların daha karlı, daha değerli ve paydaşlarına daha fazla temettü ödedikleri görülmüştür.
Silva ve Leal (2005)	Kurumsal yönetim kalitesi, firma değeri ve firma performansı üzerinde etkili midir?	ROA, Tobin's Q	15	Panel Veri Analizi	Sonuçlar, Brezilya firmalarının %4 daha azının iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olduklarını göstermiştir. Çalışmada, kurumsal yönetim kalitesi ve firma değeri ve firma performansı arasında pozitif ilişki tespit edilse de ilişkiler istatistiksel olarak anlamlı değildir.
Chhaochharia ve Laeven (2009)	Firma düzeyinde (yasalar tarafından uygulanması zorunlu olanlar dışındaki) kurumsal yönetim uygulamalarını firma değeri üzerinde bir etkiye sahip midir?	Tobin's Q	17	Panel Veri Analizi ve GMM	Kurumsal yönetim ve firma değeri arasında pozitif ilişki vardır, Kurumsal yönetim endeksindeki 1 standart sapmalı artış, Tobin's Q değerinde 0.08 lik bir artış ile sonuçlanmaktadır.
Bebchuk, Cohen ve Ferrell (2009)	Kurumsal yönetim ile pay getirileri ve firma değeri arasında ilişki var mıdır?	Anormal Getiri, Tobin's Q	6	EKK	Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim ile pay getirileri arasında anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilmiştir. Güçlü pay sahipleri haklarını ifade eden düşük E-Endeks Değerine (E=0) sahip firmaların paylarını satın alıp, yüksek E-Endeks Değerine (E = 5 ya da E = 6) sahip firmaların paylarını satma yatırım stratejisi ile yıllık %7,4 bir aşırı getiri elde edilebileceği görülmüştür.
Varshney, Kaul ve Vasal (2012)	Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişki var mıdır?	EVA, Tobin's Q, ROIC, RONW (ROE)	11	EKK ANOVA	Kurumsal yönetim ile EVA ile ölçülen firma performansı arasında anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilirken, Tobin's Q, ROIC ve RONW arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
Vintila ve Gherghina (2012)	Kurumsal yönetim notları firma performansını açıklamada ne derece başarılılardır?	Tobin's Q, PD/ DD Oranı, ROA, ROE, ROE, Fiyat-kazanç oranı	5	Çoklu Doğrusal Regresyon	Kurumsal yönetim notları ile firma performansı arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

2.2.2. Resmi Bir Kurum Tarafından Yayımlanan Endeks/Derecelendirme Notlarını Kullanan Çalışmalar

Ertuğrul ve Hedge (2009) Amerikan kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşları (TCL, ISS ve GMI) tarafından sağlanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firmanın gelecek performansını açıklamada ne derece etkili olduğunu araştırmıştır. Bulgular, genel kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firma performansını açıklamada zayıf kaldığı ortaya çıkarmıştır. Bununla birlikte, bazı alt başlık derecelendirme notları ile firma performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Karamustafa, Varıcı ve Er (2009) kurumsal yönetim ile firma performansı arasında bir ilişki olup olmadığı sorusuna ülkemiz firmaları için yanıt aramıştır. Firmaların kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki ve girdikten sonraki dönemlerine ait sekiz finansal oran (aktif devir hızı, aktif karlılık oranı, öz sermaye karlılık oranı, cari oran, borç oranı, finansal kaldıraç derecesi, net kar marjı ve faaliyet kar marjı) karşılaştırılmıştır. T testi sonuçları, aktif devir hızı, aktif karlılık ve öz sermaye karlılık oranlarının endekse girdikten sonraki dönemlerde farklılık gösterdiği, diğer oranlarında ise bir farklılık olmadığını göstermiştir.

Çarıkçı, Kalaycı ve Gök (2009) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi XKURY ile BIST100 Endeks getirilerini ve getiri volatilitelerini karşılaştırmak suretiyle incelemiştir. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki tespit edilememiştir. Bulgular, XKURY endeks volatilitelerinin ve riskinin BIST100 endeksine kıyasla daha yüksek olduğunu ortaya çıkarmıştır. Ayrıca, XKURY endeksi, BIST100 endeksine göre daha fazla negatif getiriye sahiptir.

Renders, Gaeremynck ve Sercu (2010) kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi Avrupalı firmalar üzerinde araştırmıştır. Çalışma sonuçları, kurumsal yönetim notu yüksek olan firmaların daha iyi performans sergilediklerini göstermektedir. Bu durum, kurumsal yönetim ile firma performansı arasında pozitif ilişkinin varlığının Avrupalı firmalar için de geçerli olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Çonkar, Elitaş ve Gökhan (2011) XKURY endeksinde yer alan firmaları, sekiz finansal oran kullanarak performans sıralamasına tabi tutmuş, bu sıralama ile

firmaların kurumsal yönetim derecelendirmesinden aldıkları notlar arasında ilişki kurmaya çalışmıştır. Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim notları ile firma performansları arasında belirgin bir ilişki tespit edilememiştir.

Hodgson, Lhaopadchan ve Buakes (2011) de kurumsal yönetim ile firma performansı ilişkisini Tayland için araştırmıştır. Çalışmada, kurumsal yönetimin ölçümünde Tayland Yöneticiler Enstitüsü (Thai Institute of Directors)'nün kurumsal yönetim endeks verileri kullanılırken; ROA, ROE, serbest nakit akışı ve çalışan başına satış rakamları performans ölçütü olarak kullanılmıştır. Bulgular, gelişmiş ülkelerde yürütülen diğer çalışma sonuçları (kurumsal yönetim ve performans arasında pozitif ilişki) ile paralellik göstermektedir.

Çoşkun ve Sayılır (2012) kurumsal yönetim ile firma performansı ve firma değeri arasındaki pozitif ilişkinin geçerliliğini ülkemiz firmaları için araştırmıştır. Çalışmada, kurumsal yönetimin ölçümünde kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılırken, performans için ROE ve ROA ile firma değeri için Tobin's Q kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim ile firma performansı ve firma değeri arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Kara, Erdur ve Karabıyık (2015) kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerinde etkili olup olmadığını ülkemiz firmaları için araştırmıştır. Firmalara SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyumları doğrultusunda verilen kurumsal yönetim derecelendirme notlarının bağımsız değişken olarak kullanıldığı çalışmada, Tobin's Q, ROA; ROE, ROS ve net kar performans ölçütü olarak kullanılmıştır. Panel veri analizi sonuçları, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile Tobin's Q ile ölçülen performans arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin varlığını işaret ederken, ROA, ROE, ROS ve net kar ile ölçülen firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur.

Tablo 9. Derecelendirme Kuruluşları Tarafından Yayımlanan Kurumsal Yönetim Endekslerini/Derecelendirme Notlarını Kullananlar Çalışmalar

Çalışma	Araştırma Problemi	Bağımlı Değişken	Endeks	Yöntem	Bulgular
Bhagat, Bolton ve Romano (2008)	Kurumsal yönetim notları ile kurumsal yönetim endeksleri firma performansını açıklamada başarılılar mıdır?	ROA Pay Getirisi	The Corporate Library (TCL),	EKK	Kurumsal yönetim notları/endeksleri ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.
Epps ve Cereola (2008)	Kurumsal yönetim notları firma performansı üzerinde etkili midir?	ROA ROE	Corporate Governance Quotient (CGQ)	EKK	Firmaların kurumsal yönetim notları ile aktif karlılık oranı ve öz sermaye karlılık oranı ile ölçülen firma performansı arasında ilişki tespit edilememiştir.
Ertuğrul ve Hedge (2009)	Amerikan derecelendirme kuruluşları (TCL, ISS ve GMI) tarafından sağlanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firmanın gelecek performansını açıklamada ne derece başarılıdır?	Faaliyet Karı	The Corporate Library (TCL), Institutional Shareholder Services (ISS) Governance Metrics International (GMI)	EKK	Amerika'nın önde gelen üç derecelendirme kuruluşu tarafından sağlanan genel kurumsal yönetim notlarının firmalarının gelecek performanslarını açıklamada yetersiz kaldığı görülmüştür.
Daines, Gow ve Larcker (2010)	Danies, Gow ve Larcker da Ertuğrul ve Hedge gibi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firmanın gelecek performansını açıklamada ne derece başarılı olduğunu araştırmıştır.	Tobin's Q Anormal Getiri Kredi Notları ROA	The Corporate Library (TCL), Institutional Shareholder Services (ISS) Governance Metrics International (GMI) Audit Integrity (AGR)	Lojistik Regresyon	Ticari kuruluşlar tarafından sağlanan kurumsal yönetim notlarının firmaların performanslarını açıklamada yetersiz kaldığı görülmüştür. Bununla birlikte, CGQ, GMI ve TCL derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan kurumsal yönetim notlarının, firma performansını açıklamada zayıf ve karmaşık sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Örneğin, CGQ kurumsal yönetim notlarının firma performansını açıklamada anlamlı olsa da kurumsal yönetim notları ile firma performansı arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.
Sakarya (2012)	Firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları ile pay getirileri arasında bir ilişki var mıdır?	Pay Getirisi	SAHA Kobirate ISS Corporate Services JCR Avrasya	Olay Çalışması (Event Study)	Çalışma sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile pay getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğu görülmüştür.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN ANALİZİ

Literatür incelendiğinde, kurumsal yönetim ile çeşitli firma fonksiyonları arasındaki ilişkinin farklı piyasalarda araştırıldığı görülmektedir. Firma fonksiyonları içerisinde ise en çok üzerinde durulan konu firma performansı olmuştur (Judge, Naoumova ve Koutzevol, 2003; Brown ve Caylor, 2004; Ertugrul ve Hegde, 2009; Agrawal ve Knoeber, 2012). Firma performansını sırasıyla, firma değeri (Baek, Kang ve Park, 2004; Garay ve González, 2008; Ammann, Oesch ve Schmid, 2011) ve sermaye yapısı (Jiraporn ve Gleason, 2007. Butt ve Hasan, 2009) izlemiştir. Ülkemizde kurumsal yönetim ile ilgili yapılan çalışmalar uluslararası literatür ile paralellik göstermektedir. Ülkemizde yapılan çalışmalara bakıldığında, firmaların XKURY endeksine girmeden önceki ve sonraki performanslarının karşılaştırılması, yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notlarının firmadaki kurumsal yönetim uygulamalarının göstergesi olarak kullanılması vb. şekilde kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin gereklerini yerine getiren bir firmanın daha iyi karar alma ve yönetim mekanizmasına sahip olması, ihtiyaç duyduğu kaynaklara daha kolay ve daha az maliyetle ulaşması gibi olumlu durumlar neticesinde daha iyi performans göstermesi beklenmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notlarının da firmadaki kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini gösteren bir değer olduğu göz önünde bulundurulduğunda, yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip bir firmanın, düşük kurumsal yönetim notuna sahip bir firmaya göre daha iyi bir performans sergilemesi ve daha yüksek firma değerine sahip olması beklenmektedir. Bu noktadan hareketle çalışmanın temel amacı, SPK kurumsal

yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notları ile firma performansı arasındaki ilişkinin araştırılmasına dayanmaktadır.

3.1. Çalışmanın Amacı

Kurumsal yönetim, son yıllarda yaşanan finansal raporlama skandallarının ardından önem kazanmış, hem iş dünyası hem de akademik çevrelerce üzerinde sıklıkla durulan bir kavram haline gelmiştir. Kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmalar incelendiğinde, geniş bir literatürün olduğu fakat bu literatürün büyük bir kısmının gelişmiş ülkelere odaklandığı, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ise konu ile ilgili oldukça sınırlı sayıda çalışma yapıldığı görülmektedir. Buradan hareketle, bu çalışmanın amacı, ülkemizdeki kurumsal yönetim uygulamalarının gelişimini ve bugünkü durumunu değerlendirmek, kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerinde etkili olup olmadığını tespit etmektir.

Çalışma kapsamında payları XKURY endeksinde işlem gören 50 firmanın 2007-2015 yılları için hesaplanan performans ölçütleri ile firmalara SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyumları doğrultusunda verilen kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılmıştır. Ülkemizde konu ile ilgili yapılan önceki çalışmaların kurumsal yönetim ile firma performansı arasında ilişki bulamamasının firma performansının ölçümünde muhasebe temelli performans ölçütlerinin kullanılmasından kaynaklanabileceği düşünülerek, firma performansının ölçümünde geleneksel performans ölçütünün yanı sıra değere dayalı performans ölçütleri kullanılmıştır. Çalışmanın bu noktada da literatüre katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca, çalışmada yöntem olarak panel veri analizi kullanılarak, daha önceki akademik çalışmalara kıyasla daha fazla gözlem sayısı ile çalışma olanağı elde edilmiştir.

3.2. Çalışmanın Kısıtları

Çalışma kapsamında payları XKURY endeksinde işlem gören firmaların 2007-2015 yılları için hesaplanan performans ölçütleri ile derecelendirme kuruluşları tarafından firmalara SPK kurumsal yönetim ilkeleri uyumları doğrultusunda verilen kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılmıştır. Borsa İstanbul XKURY endeksinin hesaplanmasına 2007 yılında 6 firma ile başlanmış olup, yıllar itibariyle endekste yer

alan firma sayısı artmıştır, 2015 yılı itibariyle endekste 50 firma yer almaktadır. Bu nedenle, çalışmada dengesiz panel veri seti ile çalışılmıştır.

3.3. Firma Performansının Ölçümü

Firma performansının ölçümü başta firma sahipleri, yatırımcılar, yöneticiler, rakipler olmak üzere birçok grubu yakından ilgilendiren bir konudur. Firma sahipleri, firmaya yaptıkları yatırımlarının etkin kullanılıp kullanılmadığı tespit etmek isteyeceklerdir. Bununla birlikte, firma sahipleri yöneticilere ödedikleri ücretlerin belirlenmesinde firma performansını göz önünde bulundurmaktadırlar. Yatırımcıların, yatırım kararları alırken dikkat ettikleri en önemli unsur da şüphesiz firma performansıdır. Ayrıca, aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar kendi performansları ile rakiplerinin performanslarını kıyaslayarak ne derece başarılı olduklarını tespit etmek isteyeceklerdir. Bu nedenle, birçok farklı grup için önem arz eden ve firmanın başarı göstergesi olan firma performansının doğru olarak ölçülmesi oldukça önemlidir. Bundan dolayı, firma performansının ölçümünde tek bir ölçüt bulunmamakta, farklı performans ölçütleri firma performansının ölçümünde kullanılmaktadır.

3.3.1.1. Muhasebe Temelli Performans Ölçütleri

Literatürde firma performansının ölçümünde çoğunlukla ROE (öz sermaye karlılık oranı), ROA (aktif karlılık oranı), ROS (satışların karlılığı oranı), EPS (pay başına kazanç) gibi muhasebe temelli performans ölçütlerinin kullanıldığı görülmektedir. Muhasebe temelli performans ölçütlerinin hesaplanmasında, firmanın bilançosunda yer alan veriler kullanılmaktadır. Bundan dolayı, muhasebe temelli performans ölçütlerinin hesaplanmasının kolay olduğu söylenebilir. Bununla birlikte, muhasebe temelli performans ölçütlerinin bazı dezavantajlarının olduğu ileri sürülmektedir. Bunlardan ilki, muhasebe temelli performans ölçütlerinin firmanın bilançosunda yer alan verileri kullandığı, bu nedenle, bu performans ölçütlerinin firmanın geçmiş performansını analiz ettiği, bir diğer dezavantaj, bilanço verilerinin manipüle edilebileceği ve dolayısıyla, muhasebe temelli performans ölçütlerinin firma performansını doğru olarak ölçümleyemeyeceğidir. Bu eleştirilerden dolayı araştırmacılar yeni performans ölçütleri arayışına girmişler ve değer temelli

performans ölçütlerini geliştirmişlerdir (Stern, Stewart ve Chew, 1995; Lehn ve Makhija; 1996).

3.3.1.2. Değere Dayalı Performans Ölçütleri

Muhasebe temelli performans ölçütlerinin firmanın geçmiş performansı ile ilgilenmesi, manipülasyona açık olması vb. eksiklerinden dolayı firma performansının doğru bir şekilde analiz edilemediği ve günümüz firmalarının ihtiyaçlarını karşılamakta yetersiz kaldığı ileri sürülmektedir (Topal, 2008). Bununla birlikte, son yıllarda firmalar, firma performansının analizinde değer yaratma amacına her zamankinden daha fazla önem atfetmişlerdir (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003). Bu gelişmeler ışığında, firma performansının tam ve doğru ölçülmesinde kullanılabileceği düşünülen, EVA, MVA, REVA, CFROI ve CVA gibi değere dayalı performans ölçütleri geliştirilmiştir. Bu performans ölçütlerinden en çok kullanılanları EVA ve MVA'dır.

3.4. Çalışmada Kullanılan Performans Ölçütleri

Çalışmada, hem muhasebe temelli (ROA) hem de değere dayalı (MVA ve Tobin's Q) performans ölçütleri bir arada kullanılmıştır. Performans ölçütleri, kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı yılsonu için hesaplanmıştır. EVA, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplamasındaki zorluklardan dolayı kullanılmamıştır (Öztürk, 2004).

3.4.1. ROA

Aktif karlılık oranı ya da ekonomik rantabilite oranı olarak bilinen ROA, bir firmanın sahip olduğu varlıkları ne derece etkin kullandığını belirlemede kullanılan bir performans ölçütüdür (Akgüç, 1998). Aktif karlılık oranının payında vergiden sonraki net kar yer alırken, paydasında net varlık toplamı yer almaktadır.

$$ROA = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Varlık Toplamı}}$$

3.4.2. MVA

Firmanın piyasa değeri ile pay sahipleri tarafından firmaya yatırılan sermaye arasındaki farka eşit olan MVA, firma performansının analizinde ve gelecek firma performansının tahmininde kullanılan bir performans ölçütüdür (Stewart, 1991). Diğer bir ifadeyle MVA, pay sahipleri tarafından yatırılan sermayeye firmanın ne kadar değer ilave ettiğini ya da sermayeden ne kadar değer kaybettiğini gösteren bir ölçüttür (Bayrakdaroğlu ve Ünlü, 2009). Bu yönüyle MVA, bir firmanın kaynaklarını ne denli verimli kullandığını analiz etmekte, böylelikle firma yönetimin başarısını değerlendirmektedir (Erhbar, 1999; Stern, 2001). MVA, gelecekteki EVA değerlerinin bugünkü değeri olarak da ifade edilebilir. Negatif MVA değeri, pay sahipleri tarafından firmaya yatırılan sermayenin etkin kullanılmadığını gösterirken, pozitif MVA değeri firmanın pay sahiplerinin yatırıma bir değer ilavesinde bulunduğunu göstermektedir

MVA'nın hesaplanmasında Stewart ve Stern (1991) tarafından geliştirilen formül kullanılmıştır.

$$\text{MVA} = \text{Piyasa Değeri} - \text{Yatırılan Sermaye}$$

Piyasa değeri, firmanın dolaşımdaki pay sayısı ile ilgili payın yılsonu fiyatının çarpımı ile elde edilmiştir. Yatırılan sermayenin hesaplanmasında ise, öncelikle toplam varlıklardan faiz yükümlülüğü gerektirmeyen borçların çıkarılması ile yatırılan sermayenin defter değeri bulunmuş, daha sonra yatırılan sermayenin defter değerine LIFO rezervleri, şüpheli ticari alacak karşılığındaki artış ve aktifleştirilen harcamalar ile bilanço dışı kalemlerle ilgili düzeltmelerin eklenmesi ile nihai yatırılan sermaye tutarına ulaşılmıştır (Bacidore vd., 1997; Ünlü ve Saygın, 2014).

3.4.3. Tobin's Q

Firma üzerindeki finansal hakların piyasa değerinin, firma varlıklarını yerine koyma maliyetine oranı şeklinde ifade edilen Tobin's Q, firma performansının ölçümünde yoğun olarak kullanılan değere dayalı bir orandır. Oran, firma performansının ölçümünde (Şamiloğlu ve Ünlü, 2010; Ersoy, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu, 2011;

Varshney, Kaul ve Vasal, 2012) kullanılmakla birlikte, firma değerinin ölçümü (Yermack, 1995; Gompers, Ishii ve Metrick, 2003; Brown ve Caylor, 2004; Baek, Kang ve Park, 2004; Silva ve Leal, 2005; Çoşkun ve Sayılır, 2012), maddi olmayan duran varlıkların değerinin belirlenmesi (Hirschey 1982; Hall 1993; Megna and Klock 1993), marka değerinin tespiti (Simon and Sullivan 1993) vb. gibi farklı amaçlarla da kullanılmaktadır.

Tobin's Q oranının hesaplanmasında tek bir yöntem bulunmamakta olup, Lindenberg ve Ross (1981), Chung ve Pruitt (1994), Lee ve Tompkins (1999), Zhuang vd. (2000), Ishii ve Metric (2003), Klapper ve Love, (2004) yöntemleri olmak üzere birden fazla yöntem kullanılabilir. Bu çalışmada Tobin's Q, borcun yılsonu defter değerine firmanın yılsonu piyasa değerinin eklenmesi ile bulunan değerin varlıkların yılsonu defter değerine bölünmesi ile hesaplanmıştır (Welch, 2003; Şamiloğlu ve Ünlü, 2010).

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Borcun yılsonu defter değeri} + \text{Firmanın yılsonu piyasa değeri}}{\text{Varlıkların yılsonu defter değeri}}$$

Tobin's Q oranının 1'den büyük olması firmanın kıt kaynakları verimli bir şekilde kullandığını gösterirken, oranın 1'den küçük olması kıt kaynakların etkin bir şekilde kullanılmadığı göstermektedir.

3.5. Veri Kümesinin Oluşturulması

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara bakıldığında, araştırmacıların kurumsal yönetim kalitesinin ölçümünde farklı yöntemler kullandıkları görülmektedir. Bazı araştırmacılar firmadaki kurumsal yönetim uygulamalarının seviyesini, pay sahiplerine tanınan haklar, yönetim kurulunun yapısı vb. gibi tek bir alan ile ölçümlerken, bazı araştırmacılar kurumsal yönetimin farklı boyutlarını ihmal etmemek için firmadaki kurumsal yönetim seviyesinin ölçümünde endeks ya da derecelendirme notu kullanmayı tercih etmişlerdir.

Bu çalışmada, firmadaki kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili olarak kurumsal yönetimi dört ana başlık altında ele alan kurumsal yönetim ilkelerine uyum

derecelendirme notları kullanılmıştır. Firma performansının ölçümünde ise muhasebe temelli (geleneksel) performans ölçütlerinden ROA ile değere dayalı (modern) performans ölçütlerinden MVA ve Tobin's Q kullanılmıştır. Performans ölçütlerinin hesaplanmasında, firmaların Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yer alan kurumsal yönetim derecelendirme notlarının açıklandığı yıldaki bilanço verileri ile Borsa İstanbul resmi internet sitesinde yer alan yılsonu kapanış pay bilgileri kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak kullanılan SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notları ise TKYD internet sitesinden temin edilmiştir.

Tablo 10. Çalışmada Kullanılan Performans Ölçütleri

Performans Ölçütü	Hesaplama Yöntemi
ROA	Net kar / Toplam varlık
MVA	Piyasa değeri – Yatırılan sermaye
Tobin's Q	[Borcun yılsonu defter değeri+(Firmanın yılsonu piyasa değeri)]/Varlıkların yılsonu defter değeri

Firmanın yılsonu piyasa değeri = Pay adedi*Payın yılsonu fiyatı

Ayrıca, firma büyüklüğü ile finansman yapısı firma performansı üzerinde etkili olabilecektir (Fooladi ve Nikzad Chaleshtori, 2011). Bu nedenle çalışmada literatürde sıklıkla kullanılan finansal kaldıraç ve toplam aktiflerin doğal logaritması kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır (Leal ve Carvalhal, 2005; Brown ve Caylor, 2004; Coşkun ve Sayılır, 2012, Vintila ve Gherghina, 2012). Kaldıraç oranı, Borç/Öz sermaye formülü ile hesaplanmıştır. Firma büyüklüğünün ölçümünde, ilgili literatürde yer alan iki yöntem ile karşılaşılmaktadır. Bunlardan ilki satışların doğal logaritması (Klapper ve Love, 2004) iken, diğeri toplam aktiflerin doğal logaritmasıdır (Mauray, 2006; Bhagat, Bolton ve Romano, 2008). Çalışmada, firma büyüklüğünün tespitinde toplam aktiflerin doğal logaritması kullanılmıştır. Son olarak, MVA'nın performans ölçütü olarak kullanıldığı modelde, literatürdeki diğer çalışmalarla tutarlı olarak aktif karlılık oranı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır (Yermack, 1996; Campbell ve Mínguez-Vera, 2008).

3.6. Yöntem

Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmalar incelendiğinde çalışmalarda regresyon (Masulis, Wang ve Xie, 2012; Andreou, Louca ve Panayides, 2014), panel veri analizi (Coşkun ve Sayılır, 2012; Kara vd., 2015), t-testi (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009), çok kriterli karar verme (Çonkar, Elitaş ve

Gökhan., 2011; Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu, 2013; Esendemirli ve Erdener, 2016) vb. yöntemlerin kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada, daha fazla gözlem sayısına sahip olmak amacıyla panel veri analizi yöntem olarak seçilmiştir. Çalışmanın örneklemini, payları XKURY endeksinde işlem gören firmalar oluşturmaktadır. XKURY'nin hesaplamasına 2007 yılında 6 firma ile başlanmıştır, bu çalışmanın başlama tarihi itibarıyla de endekste 50 firma yer almaktadır. Bu nedenle çalışmada dengesiz panel veri seti kullanılmıştır. Panel veri analizinin, kesit analizi ve zaman serisini birleştirmesi sayesinde, farklı yıllardaki gözlemler analizi dâhil edilerek 334 gözlem ile çalışma fırsatı elde edilmiştir.

Panel veri analizinin daha fazla gözlem ile çalışmaya imkân tanınmasının yanı sıra, diğer üstünlükleri şöyle sıralanabilir (Kumbhakar ve Lovell, 2000; Koop ve Steel, 2001; Baltagi, 2008).

1. Panel veri analizi, kesitlerin heterojen olduğunu ileri sürmekte ve buna bağlı olarak zaman serileri ve yatay kesit analizlerinin kontrol edemediği heterojenliği kontrol altına alarak, daha tutarlı sonuçlar vermektedir. Kurumsal yönetim ile firma performansının araştırıldığı bir çalışmada firma performansına etki edecek, firmaya özgü veya zaman boyutlu değişkenler olabilmektedir. Bu durumda heterojenliği dikkate almamak eksik ya da yanlış sonuçlar elde edilmesine neden olacaktır.
2. Panel veri analizinin diğer yöntemlerle karşılaştırıldığında araştırmacıya daha fazla bilgi sunduğu, değişkenleri arasında daha az çoklu bağlantı barındırdığı ve bunlara bağlı olarak da daha etkin sonuçlar verdiği görülmektedir. Örneğin zaman serisi çalışmalarında çoklu bağlantı sorunu ile karşılaşılırken, panel veri analizinde, yatay kesit boyutunun sağladığı değişkenlik sayesinde bu soruna daha az maruz kalınacaktır.
3. Panel veri analizi, etkileri belirleme ve ölçmede hem yatay kesit analizi hem de zaman serisi analizine göre daha etkilidir.
4. Panel veri analizinin sunduğu diğer bir avantaj da daha karmaşık modeller oluşturma ve test etme imkânıdır. Örneğin, teknik etkinliğinin panel veri analizi yöntemiyle daha iyi analiz edildiği görülmüştür.

Panel veri analizinin, yatay kesit ve zaman serisi analizleri ile kıyaslandığında birçok üstünlüğü bulunduğu görülmektedir. Bu nedenle, çalışmada panel veri analizinin kullanılmasının daha uygun olacağına karar verilmiştir.

Çalışmada, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin analizi için toplam 4 model kullanılmıştır. Kullanılan modeller şöyledir:

Tablo 14. Çalışmada Kullanılan Modeller

Model 1: $ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 KY + \beta_2 LN(VARLIK) + \beta_3 KALDIRAC + \epsilon_{it}$
Model 2: $ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YK + \beta_2 KA + \beta_3 PS + \beta_4 MS + \beta_5 LN(VARLIK) + \beta_6 KALDIRAC + \epsilon_{it}$
Model 3: $LN(MVA)_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YK + \beta_2 KA + \beta_3 PS + \beta_4 MS + \beta_5 LN(VARLIK) + \beta_6 ROA + \epsilon_{it}$
Model 4: TOBIN'S $Q_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YK + \beta_2 KA + \beta_3 PS + \beta_4 MS + \beta_5 LN(VARLIK) + \epsilon_{it}$

Panel veri analizinde, rassal etkiler ve sabit etkiler modeli olmak üzere iki tahmin modeli bulunmaktadır. Analizlerde hangi modelin kullanılacağına Hausman testi ile karar verilmiştir (Wooldridge, 2002; Greene, 2003). Hausman testinin boş hipotezi rassal etkiler modelinin geçerli olduğunu ifade ederken, alternatif hipotez sabit etkiler modelinin geçerliliğini işaret etmektedir (Baltagi, 2008).

H_0 : Rassal Etkiler Modeli [$E(u_{it} / X_{it}) = 0$]

H_1 : Sabit Etkiler Modeli [$E(u_{it} / X_{it}) \neq 0$]

Hangi hipotezin kabul edileceği, Hausman testi sonuçları doğrultusunda yapılmaktadır. Hausman testi sonucunda elde edilen olasılık değeri 0.05'den küçük ise H_0 reddedilmekte ve H_1 kabul edilmektedir. Her 4 model için de Hausman testi ayrı ayrı çalıştırılmış ve analizlerin tahmini Hausman testi sonuçları doğrultusunda yapılmıştır. Hausman testi sonuçları tabloların altında yer almaktadır.

Bununla birlikte, diğer tüm zaman serilerinde olduğu gibi değişkenlerin durağan olup olmadıklarının test edilmesi gerekmektedir. Çalışmada kullanılan değişkenlerin durağan olup olmadıkları Levin, Lin, Chu (LLC) (2002) durağanlık testi ile test edilmiştir.

LLC testinin hipotezleri aşağıdaki gibidir;

H0:Seride birim kök vardır.

H1:Seride birim kök yoktur.

LLC testi sonucunda elde edilen olasılık değeri hangi hipotezin kabul edileceğini belirtmektedir. Eğer, LLC testi sonucunda elde edilen olasılık değeri < 0.05 ise H0 reddedilirken, H1 kabul edilmektedir.

3.7. Bulgular

Çalışmada, firmaların hem genel kurumsal yönetim notları hem de alt başlıklar için elde edilen notları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Kurumsal yönetim değişkeni olarak kullanılan kurumsal yönetim derecelendirme notlarına ait tanımlayıcı istatistiklere Tablo 11’de yer verilmiştir.

Tablo 11. Kurumsal Yönetim Notlarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	KY	PS	KA	MS	YK
Ortalama	8.74	8.62	9.11	9.06	8.18
Ortanca	8.83	8.70	9.20	9.24	8.52
Standard sapma	0.49	0.58	0.45	0.71	0.97
Min.	7.12	6.00	7.51	6.63	6.08
Max.	9.54	9.77	9.94	9.95	9.78

Tablo incelendiğinde çalışmanın örneklemini oluşturan XKURY endeksindeki 50 firmanın 2007-2015 yılları için genel kurumsal yönetim derecelendirme notları ortalamasının 8.74 olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim derecelendirme notunun maksimum 10 olacağı göz önünde bulundurulduğunda bu değer yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Bununla birlikte, alt başlık ortalamaları da genel kurumsal yönetim notu ile paralellik göstermektedir. Alt başlıklar içinde en yüksek ortalamaya 9.11 ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alt başlığı sahipken, en düşük ortalama 8.18 ile yönetim kurulu alt başlığına aittir.

Çalışmada firma performansının ölçümünde ROA, MVA ve Tobin’s Q olmak üzere toplam üç bağımlı değişken bulunmaktadır. Öncelikle bağımlı değişkenler ile genel kurumsal yönetim notları arasındaki ilişki analiz edilmiş, daha sonra bağımlı

değişkenler ile alt kurumsal yönetim başlıkları arasındaki ilişki araştırılmıştır.¹ Ayrıca çalışmada, literatüre paralel olarak toplam varlıkların doğal logaritması, kaldıraç ve aktif karlılık oranı (MVA'nın bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde) kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Yapılan analizlerde standardize edilmiş değerler kullanılmakla birlikte, bilgi kaybını önlemek amacıyla tanımlayıcı istatistikler için ham değerler kullanılmıştır. Tablo 12'de bağımlı değişkenlere ve kontrol değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır.

Tablo 12. Bağımlı Değişkenlere ve Kontrol Değişkenlerine Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Variables	ROA	MVA	Tobin's Q	Varlık	Kaldıraç
Ortalama	0.059	7.17E+08	1.410	4.38E+09	0.498
Ortanca	0.057	-1258555	1.187	2.42E+09	0.532
Standard sapma	0.088	3.50E+09	0.763	5.21E+09	0.240
Min.	-0.216	-8.45E+09	0.330	20124948	0.003
Max.	0.957	1.84E+10	5.751	2.58E+10	0.971

Tablo incelendiğinde firmaların MVA değerlerinin ortalamasının pozitif, Tobin's Q değerlerinin ortalamasının 1'den büyük ve yine ROA değerlerinin ortalamasının da pozitif olduğu görülmektedir. Bununla birlikte, kaldıraç ortalaması incelendiğinde firmaların çoğunluğunun, varlıklarının finansmanında borç ve öz sermayeyi eşit ölçüde kullandığı görülmektedir.

Çalışmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklerin ardından, serilerin durağan olup olmadığının analizi LLC testi ile gerçekleştirilmiştir.

Tablo 13. LLC Testi Sonuçları

Variables	t-Statistic	Prob.
KY	-18.2543	0.0000***
PS	-11.4395	0.0000***
MS	-18.2166	0.0000***
KA	-74.6930	0.0000***
YK	-71.8514	0.0000***
ROA	-17.9866	0.0000***
LN(MVA)	-74.4384	0.0000***
TOBIN's Q	-17.4916	0.0000***
KALDIRAC	-10.1560	0.0000***
LN(VARLIK)	-9.21643	0.0000***

***%1 seviyesinde anlamlı

¹ Çalışma kapsamında sadece istatistiksel olarak anlamlı olan modeller raporlanmıştır.

LLC testi sonuçları serilerde birim kök sorununun olmadığını ortaya çıkarmıştır. Tablodan görüldüğü gibi tüm seriler için olasılık değeri 0.05’den küçüktür. Dolayısıyla, H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Sonuç olarak, tüm serilerin durağan olduğu ve kurumsal yönetim ile firma performansı ilişkisinin analizi için kurulacak modellerin bir sorun teşkil etmediği görülmüştür.

Model 1’de genel kurumsal yönetim notu ile ROA ile ölçülen firma performansı arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Analizde hangi modelinin kullanılacağına tespiti için Hausman testi yapılmış ve sonuçlar ($0.0014 < 0.05$) sabit etkiler modelinin kullanılmasının daha uygun olacağını ortaya çıkarmıştır.

$$\text{Model 1: } ROA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 KY + \beta_2 LN(\text{VARLIK}) + \beta_3 KALDIRAC + \varepsilon_{it}$$

Tablo 15. Model 1 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Dependent variable: ROA				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KY	-0.021281	0.016999	-1.251947	0.2123
LN(VARLIK)	0.063369	0.021208	2.988053	0.0032***
KALDIRAC	-0.195831	0.086937	-2.252565	0.0255**
C	-1.014344	0.360059	-2.817160	0.0054***
R-squared	0.428438			
Adjusted R-squared	0.294529			
Prob (F-statistic)	0.000000			
Hausman Test Sonuçları				
Test Summary	Chi-Sq. Statistics	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	15.559283	3	0.0014***	

***%1 seviyesinde anlamlı

**%5 seviyesinde anlamlı

*%10 seviyesinde anlamlı

Sabit etkiler modeli ile gerçekleştirilen panel veri analizi sonuçları incelendiğinde, genel kurumsal yönetim notu ile ROA ile ölçülen firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı göze çarpmaktadır. Ayrıca, modelin F-istatistiği ve Düzeltilmiş R-kare değerleri incelendiğinde kurulan modelin anlamlı olduğu görülmektedir.

Model 1, genel kurumsal yönetim derecelendirme notu ile ROA ile ölçülen firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya çıkarmıştır. Model 2’de ise alt başlık derecelendirme notları ile ROA arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Model 2’nin tahmini Hausman test sonuçları doğrultusunda ($0.0011 < 0.05$) sabit etkiler modeli ile gerçekleştirilmiştir.

$$\text{Model 2: ROA}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{YK} + \beta_2 \text{KA} + \beta_3 \text{PS} + \beta_4 \text{MS} + \beta_5 \text{LN(VARLIK)} + \beta_6 \text{KALDIRAC} + \varepsilon_{it}$$

Tablo 16. Model 2 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Dependent variable: ROA				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YK	-0.015706	0.009076	-1.730483	0.0853*
KA	-0.031369	0.026290	-1.193178	0.2345
PS	0.032143	0.023406	1.373310	0.1715
MS	0.004070	0.017598	0.231273	0.8174
LN(VARLIK)	0.072273	0.022194	3.256460	0.0014***
KALDIRAC	-0.241177	0.091193	-2.644684	0.0089***
C	-1.266308	0.391039	-3.238320	0.0014***
R-squared	0.440732			
Adjusted R-squared	0.296827			
Prob (F-statistic)	0.000000			
Hausman Test Sonuçları				
Test Summary	Chi-Sq. Statistics	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	22.135286	6	0.0011***	
***%1 seviyesinde anlamlı	***%5 seviyesinde anlamlı	%10 seviyesinde anlamlı		

Sonuçlar, firma performansı ile pay sahipleri ve menfaat sahipleri derecelendirme notları arasında pozitif; yönetim kurulu ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notları arasında ise negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Ancak bu ilişkilerden, sadece firma performansı ile yönetim kurulu derecelendirme notu arasındaki ilişki %10 seviyesinde anlamlıdır. Buna göre, yönetim kurulu derecelendirme notu 1 birim arttığında, aktif karlılığın 0.015 birim azalması beklenmektedir.

Model 3’de MVA ile kurumsal yönetim alt başlık derecelendirme notları arasında bir ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Modelin tahmini Hausman test sonuçları doğrultusunda ($0.0024 < 0.05$) sabit etkiler modeli ile gerçekleştirilmiştir.

$$\text{MODEL 3: LN(MVA)}_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{YK} + \beta_2 \text{KA} + \beta_3 \text{PS} + \beta_4 \text{MS} + \beta_5 \text{LN(VARLIK)} + \beta_6 \text{ROA} + \varepsilon_{it}$$

Tablo 17. Model 3 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Dependent variable: LN(MVA)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YK	-0.379715	1.358345	-0.279542	0.7802
KA	-2.677834	3.887692	-0.688798	0.4919
PS	6.628252	3.553621	1.865211	0.0639*
MS	-4.487638	2.653226	-1.691390	0.0926*
LN(VARLIK)	-0.539012	2.226126	-0.242130	0.8090
ROA	15.34493	11.40006	1.346040	0.1801
C	24.96158	41.69178	0.598717	0.5502
R-squared	0.707704			
Adjusted R-squared	0.632493			
Prob (F-statistic)	0.000000			
Hausman Test Sonuçları				
Test Summary	Chi-Sq. Statistics	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	20.329304	6	0.0024***	
***%1 seviyesinde anlamlı	***%5 seviyesinde anlamlı	%10 seviyesinde anlamlı		

Sonuçlar incelendiğinde, MVA ile yönetim kurulu ve kamuyu aydınlatma derecelendirme notları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olmadığı görülmektedir. Bununla birlikte, MVA ile pay sahipleri derecelendirme notu arasında pozitif, menfaat sahipleri derecelendirme notu arasında negatif ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bu iki ilişki birlikte ele alındığında, pay sahiplerinin firmanın kendileri ile ilgili yaptığı olumlu politikaları takdir ederken, menfaat sahipleri ile ilgili politikaları desteklemedikleri ve bu durumun da firmanın piyasa değerine yansıdığı söylenebilir. Dolayısıyla, firma alacağı kararlarda tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını göz önünde bulundurmalı ancak asıl görevinin pay sahiplerinin çıkarlarına hizmet etmek olduğunu unutmamalıdır.

Model 4’de Tobin’s Q ile ölçülen firma performansı ile kurumsal yönetim derecelendirme notları arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu modelin tahmini sabit etkiler modeli ($0.0150 < 0.05$) ile gerçekleştirilmiştir.

MODEL 4: TOBIN’S $Q_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 YK + \beta_2 KA + \beta_3 PS + \beta_4 MS + \beta_5 LN(VARLIK) + \epsilon_{it}$

Tablo 18. Model 4 İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Dependent variable: Tobin’s Q				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
YK	0.044615	0.044093	1.011834	0.3128
KA	-0.242142	0.116263	-2.082701	0.0385**
PS	0.027022	0.102593	0.263394	0.7925
MS	0.079905	0.084696	0.943427	0.3465
LN(VARLIK)	0.160538	0.070758	2.268826	0.0243**
C	-1.261394	1.351728	-0.933171	0.3518
R-squared	0.694647			
Adjusted R-squared	0.616499			
Prob (F-statistic)	0.000000			
Hausman Test Sonuçları				
Test Summary	Chi-Sq. Statistics	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	14.102383	5	0.0150**	
***%1 seviyesinde anlamlı	**%5 seviyesinde anlamlı	*%10 seviyesinde anlamlı		

Panel veri analizi sonuçları, Tobin’s Q ile yönetim kurulu, pay sahipleri ve menfaat sahipleri derecelendirme notları arasında pozitif; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu arasında negatif ilişki olduğunu gösterirken, bu ilişkilerden sadece kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu ile olan ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Buna göre, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu 1 birim arttığında, Tobin’s Q değeri 0.24 birim azalmaktadır.

Bulgular genel olarak değerlendirildiğinde, genel kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, oşkun ve Sayılır (2012)'ın kurumsal yönetim derecelendirme notlarını kullanarak, kurumsal yönetim ile firma değeri (Tobin's Q) ve firma performansı (ROA, ROE) arasındaki ilişkiyi ülkemiz firmaları için araştırdığı çalışma sonuçları ile benzerlik göstermektedir. Bununla birlikte, Ertuğrul ve Hedge (2009)'nin elde ettiği sonuçlara benzer şekilde, bazı kurumsal yönetim alt başlık derecelendirme notları ile firma performansı arasında anlamlı ilişki tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim alt başlık derecelendirme notları ile firma performansı arasındaki ilişki bağımlı değişkene bağılı olarak değişiklik göstermektedir. ROA ile ölçülen firma performansı ile yönetim kurulu derecelendirme notu arasında negatif ilişki varken, kamuyu aydınlatma, pay sahipleri ve menfaat sahipleri derecelendirme notları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. MVA firma performans ölçütü olarak kullanıldığında ise firma performansı ile pay sahipleri derecelendirme notu arasında pozitif, menfaat sahipleri derecelendirme notu arasında negatif ilişki varken, yönetim kurulu notu ile kamuyu aydınlatma derecelendirme notları arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki tespit edilememiştir. Son olarak, Tobin's Q oranının firma performans ölçütü olarak kullanıldığı modelde firma performansı ile yönetim kurulu, pay sahipleri ve menfaat sahipleri derecelendirme notları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmazken, firma performansı ile kamuyu aydınlatma notu arasında negatif ilişki olduğu görülmüştür.

SONUÇ

Kurumsal yönetim, son yıllarda dünyanın önde gelen firmalarında patlak veren skandallar ve skandalların ardından yaşanan mali sıkıntılar sonucunda önem kazanmış, hem iş dünyası hem de akademik çevrelerce üzerinde sıklıkla durulan bir kavram haline gelmiştir. Bunun sonucunda, öncelikle gelişmiş ve bunu takiben de gelişmekte olan ülkelerde farklı isimlerle çeşitli kurumsal yönetim uygulamaları hayata geçirilmiştir.

Firmalarda yaşanan temsilcilik sorununa bir çözüm olarak doğan kurumsal yönetim, şeffaflık, hesap verebilirlik, doğruluk ve eşitlik kavramları etrafında şekillenen, bir firmanın doğru bir şekilde yönetilmesi için gerekli olan uygulamalar bütünü olarak tanımlanabilir. Kurumsal yönetim ilkelerinin gereklerini yerine getiren firmaların daha iyi bir karar verme ve yönetim mekanizmasına sahip olması, yatırımcılar arasında bilinirliğinin ve güvenilirliğinin artması ve bunun sonucunda da rakiplere göre daha iyi performansa sahip olması beklenmektedir. Kurumsal yönetimin firmalar üzerindeki varsayılan olumlu etkilerinin gerçek hayatta geçerli olup olmadığı birçok araştırmacı tarafından araştırılmıştır. Sonuçlar, kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisi için kesin bir yargıya varılamadığını ortaya koymaktadır. Yapılan çalışmalar, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkinin, analizin yapıldığı piyasa, zaman, ülkedeki politik ve yasal yapı vb. etmenlere bağlı olarak değişiklik gösterdiği, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkinin pozitif veya negatif olduğu ya da kurumsal yönetim ve firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamadığını göstermektedir.

Kurumsal yönetim kavramı, tüm dünyada olduğu gibi ülkemiz için de oldukça yeni bir kavramdır, dolayısıyla konu ile ilgili yapılacak her çalışma literatüre katkı sağlayacaktır. Bu noktadan hareketle çalışmanın temel amacı kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkinin ülkemiz firmaları için

araştırılmasına dayanmaktadır. Çalışmanın örneklemini oluşturan XKURY endeksindeki 50 firma için kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişki araştırılmıştır. Firmadaki kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin ölçümünde yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından firmalara SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyumları doğrultusunda verilen derecelendirme notları kullanılırken, firma performansının ölçümünde ROA, MVA ve Tobin's Q kullanılmıştır.

Panel veri analizi sonuçları, genel kurumsal yönetim derecelendirme notları ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını ortaya çıkarmıştır. Bununla birlikte, alt başlık derecelendirme notları ile firma performansı arasındaki ilişkinin bağımlı değişkene bağlı olarak değiştiği görülmüştür. ROA ile ölçülen firma performansı ile yönetim kurulu derecelendirme notu arasındaki ilişki negatif iken, kamuyu aydınlatma, pay sahipleri ve menfaat sahipleri derecelendirme notları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur. MVA firma performans ölçütü olarak kullanıldığında ise, firma performansı ile pay sahipleri derecelendirme notu arasındaki ilişki pozitif, menfaat sahipleri derecelendirme notu arasındaki ilişki negatif olup, MVA ile yönetim kurulu ve kamuyu aydınlatma derecelendirme notları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Son olarak, Tobin's Q oranının firma performans ölçütü olarak kullanıldığı modelde, firma performansı ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecelendirme notu arasında negatif ilişki varken; yönetim kurulu, pay sahipleri ve menfaat sahipleri derecelendirme notları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Sonuçlar genel olarak değerlendirildiğinde, genel kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı, kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firma performansını açıklamada yetersiz kaldığı görülmektedir. Bu sonuç farklı nedenlerden kaynaklanabilir. Bunlardan ilki, firmadaki çok boyutlu kurumsal yönetim mekanizmalarını tek bir kurumsal yönetim notuna indirgemekteki zorluktur. Dolayısıyla, firmalardaki kurumsal yönetim uygulamaların kalitesini gösteren kurumsal yönetim derecelendirme notunun hesaplanmasında ölçüm hataları yapılabilmektedir. Bu nedenle, kurumsal yönetim derecelendirme notlarını kullanmak yanıltıcı sonuçlar elde edilmesine neden olabilecektir. Bununla birlikte,

kurumsal yönetim kavramının ülkemiz için oldukça yeni bir kavram olması da beklenenin aksine sonuçlar elde edilmesine neden olmuş olabilir. Yakın gelecekte, yatırımcıların kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim derecelendirme kavramlarına olan farkındalıklarının artması ile kurumsal yönetim ile firma performansı arasında pozitif ilişkinin varlığı görülebilecektir. Firmaların kurumsal yönetim kavramına olan farkındalıklarının artması ve daha fazla firmanın kurumsal yönetim derecelendirmesi yapmaya yönelmesi ile araştırmacılar daha fazla gözlem sayısı ile çalışma imkânı bulabilecek ve daha tutarlı sonuçlar elde edebileceklerdir. Bununla birlikte, bundan sonraki yapılacak çalışmalarda farklı performans ölçütlerinin ve ekonometrik yöntemlerin kullanılmasının kurumsal yönetim literatürüne katkıda bulunacağı söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Adiloglu B, Vuran B (2012) The relationship between the financial ratios and transparency levels of financial information disclosures within the scope of corporate governance: Evidence from Turkey. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 28(4), 543-554.
- Agrawal A, Knoeber, C R (2012) Corporate governance and firm performance.
- Aksu M H, Köseadağ A. (2006) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası şirketlerinin şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme bakımından derecelendirilmesi.
- Alp A, Demirgüneş K, Ban Ü, Öztürk M B (2009) Ekonomik katma değer (EVA™) bakış açısıyla finanslama kararları. *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 7, Sayı 2, s. 59-82.
- Ammann M, Oesch D, Schmid M M (2011) Corporate governance and firm value: international evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55.
- Andreou P C, Louca C, Panayides P M (2014) Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 63, 59-78.
- Babuşcu Ş, Hazar A (2007) SPK Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık (Akademi Consulting & Training, Ankara).
- Bacidore Jeffrey M, Boquist John A, Milbourn Todd T, Thakor Anjan V (1997) The search for the best financial performance measure. *Financial Analysts Journal*, Vol. 53, No. 3, S. 11-20.
- Baek J S, Kang J K, Park K S (2004) Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265-313.
- Balasubramanian N, Black B S, Khanna V (2010) The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. *Emerging Markets Review*, 11(4), 319-340.
- Baltagi B H (2008) A companion to theoretical econometrics (John Wiley & Sons)
- Barney J B (1990) The debate between traditional management theory and organizational economics: substantive differences or intergroup conflict? *Academy of Management Review*, 15, 382-393

- Basu A, Lal R, Srinivasan V, Staelin R (1985) Sales-force compensation plans: An agency theoretic perspective. *Marketing Science*, 4, 267-291
- Bayraktaroğlu A, Ünlü U. (2009) Performans değerlemede EVA ve MVA ölçütleri: Bu ölçütler açısından İMKB ve NYSE'nin karşılaştırmalı analizi. *Süleyman Demirel University Journal of Faculty of Economics & Administrative Sciences*, 14(1).
- Bebchuk L, Cohen A, Ferrell A. (2009) What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Berle A, Means G (1932) *The modern corporation and private property* (New York, Macmillan).
- Bhagat S, Bolton B, Romano R (2008) The promise and peril of corporate governance indices. *Columbia Law Review*, 1803-1882.
- Black B S, Jang H, Kim W (2006) Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Bris A, Brisley N, Cabolis C (2008) Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 224-240.
- Brown L D, Caylor M L (2004) Corporate governance and firm performance. Available At SSRN 586423.
- Butt S A, Hasan A (2009) Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. *International Journal of Business & Management*, 4(2).
- Campbell K, Mínguez-Vera A (2008) Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.
- Carter D A, Simkins B J, Simpson W G (2003) Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Chen S, Dodd J L (1997) Economic value added (EVA™): An empirical examination of a new corporate performance measure. *Journal of Managerial Issues*, 318-333.
- Chhaochharia V, Laeven L (2009) Corporate governance norms and practices. *Journal of Financial Intermediation*, 18(3), 405-431.
- Chung K H, Pruitt S W (1994) A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 70-74.

- Coşkun M, Sayılır Ö (2012). Relationship between corporate governance and financial performance of Turkish companies. *International Journal of Business and Social Science*, 2012, 3.14.
- Çarıkçı İ H, Kalaycı Ş, Gök İ Y (2009) Kurumsal yönetim-şirket performansı ilişkisi: İMKB kurumsal yönetim endeksi üzerine ampirik bir çalışma. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1(1).
- Çatıkkaş Ö (2013) Eğitim alanı: kurumsal yönetim ilkeleri (Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi, İstanbul).
- Çıtak L (2006) Kurumsal yönetim sistemlerinde yakınsama. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, (35), 145-172.
- Çonkar K, Elitaş C, Gökhan A (2011) İMKB kurumsal yönetim endeksindeki (XKURY) firmaların finansal performanslarının TOPSIS yöntemi ile ölçümü ve kurumsal yönetim notu ile analizi. *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 61(1), 81-115.
- Da Sil va A L C, Leal R P C (2005) Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Daines R M, Gow I D, Larcker D F (2010) Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 439-461.
- Demski J, Feltham G (1978) Economic incentives in bud-getary control systems. *Accounting Review*, 53, 336-359.
- Denis D K, Mcconnell J J (2003) International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 38.10, 1-36.
- Dittmar A, Mahrt-Smith J (2007) Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Donaldson L, Davis J H (1991) Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Ehrbar A (1999) Using EVA to measure performance and assess strategy. *Strategy & Leadership*, 27(3), 20-24.
- Elkin J (2007) A review of the stakeholder theory. *Otago University Management Graduate Review*. 5, 17-26.
- Epps R W, Cereola S J (2008) Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance? *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135-1148.

- Erhardt N L, Werbel J D, Shrader C B (2003) Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111.
- Ersoy E, Bayrakdaroğlu A, Şamiloğlu F (2011) The analysis of the relationship between corporate governance and firm performance (Tobin-Q and abnormal return) in Turkey. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 48(554).
- Ertuğrul M, Hegde S (2009) Corporate governance ratings and firm performance. *Financial Management*, 38(1), 139-160.
- Esendemirli E, Erdener Acar E (2016) Finansal performans ve kurumsal yönetim derecelendirme notları: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 2013-2014 yılları karşılaştırması. *World of Accounting Science*, 18.
- Fama E F (1980) Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 288-307.
- Fooladi M, Nikzad Chaleshtori, G (2011, June). Corporate governance and firm performance. In International Conference on Sociality and Economics Development (ICSED 2011), Kuala Lumpur, Malaysia, June (pp. 17-19).
- Garay U, González M (2008) Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-209.
- Gompers P A, Ishii J L, Metrick A (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, Pp. 107– 115.
- Greene W H (2003) *Econometric analysis* (Pearson Education India).
- Hall B H (1993). The value of intangible corporate assets: An empirical study of the components of Tobin's Q. *Department of Economics*, UCB.
- Henry (2006). Agency costs, corporate governance and ownership structure: Evidence from Australia. Working Paper Series.
- Herzberg F, B Mausner, B Snyderman (1959) *The motivation to work* (New York, John Wiley).
- Hirschey M (1982) Intangible capital aspects of advertising and R&D expenditures. *The Journal of Industrial Economics*, 375-390.
- Hodgson A, Lhaopadchan S, Buakes S (2011) How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach. *International Journal of Accounting & Information Management*, 19(1), 53-79.

- İlhan E, Topaloğlu E E, Özyamanoğlu M (2013) Finansal performans ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişki: BIST üzerine bir uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 5(9).
- Jackling B, Johl S (2009) Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509.
- Jensen M C (1993) The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*. 43.3, 831-880.
- Jensen M C, Meckling W H (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jesover F, Kirkpatrick G (2005) The revised OECD principles of corporate governance and their relevance to non-oecd countries. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 127-136.
- Jiraporn P, Gleason K C (2007) Capital structure, shareholder rights, and corporate governance. *Journal of Financial Research*, 30(1), 21-33.
- Jones R (2005) Finding sources of brand value: Developing a stakeholder model of brand equity. *The Journal of Brand Management*, 13(1), 10-32.
- Judge W Q, Naoumova I, Koutzevol N (2003) Corporate governance and firm performance in Russia: An empirical study. *Journal of World Business*, 38(4), 385-396.
- Kajola S O (2008) Corporate governance and firm performance: The case of Nigerian listed firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 14(14), 16-28.
- Kamil E M, Öztürk B, Demirgüneş K (2003) Değere Dayalı yönetim ve entellektüel sermaye. (Ankara: Gazi Kitabevi).
- Kara E, Erdur D A, Karabıyık L (2015) Effects of corporate governance level on the financial performance of companies: A research on BIST corporate governance index (XKURY)/Kurumsal yönetim düzeyinin işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) üzerine bir araştırma. *Ege Akademik Bakış*, 15(2), 265.
- Karamustafa O, Varıcı İ, Er B. (2009) Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*.

- Klapper L F, Love I (2004) Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Koop G, Steel M F (2001) Bayesian analysis of stochastic frontier models (A Companion To Theoretical Econometrics, Blackwell, Oxford, 520-573)
- Kumbhakar S C, Lovell C A K (2000) Stochastic Frontier Analysis (Cambridge University Press, Cambridge).
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A (2002). Government ownership of banks. *The Journal of Finance*, 57(1), 265-301.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R (2000) Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.
- Lasfer M A (2002) Board structure and agency cost. City University Business School Working Paper Series.
- Leal R P, Carvalhal da Silva A (2005) Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). Available at SSRN 726261.
- Lee D E, Tompkins J G (1999) A modified version of the lewellen and badrinath measure of Tobin's Q. *Financial Management*, 20-31.
- Lehn K, Makhija A K (1996) EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change. *Strategy & Leadership*, 24(3), 34-38.
- 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*, 58(4), 1445-1468.
- Levin A, Lin C F, Chu C S J (2002) Unit root tests in panel data: Asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108(1), 1-24.
- Lindenberg E B, Ross S A (1981) Tobin's Q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, 1-32.
- Martynova M, Renneboog L (2008) Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 200-223.
- Masulis R W, Wang C, Xie F (2012) Globalizing the boardroom—the effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 527-554.
- Maury B (2006) Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European Corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.

- Mayer C (2002) Financing the new economy: Financial institutions and corporate governance. *Information Economics and Policy*, Vol:14, Pp.311-312.
- Mcclelland D C (1961) The achieving society (Princeton, N.J., Van Nostrand).
- Mcgregor D (1960) The human side of enterprise (New York, Mcgraw Hill).
- Megna P, Klock M (1993) The impact of intangible capital on Tobin's Q in the semiconductor industry. *The American Economic Review*, 83(2), 265-269.
- Mishra S, Mohanty P (2014) Corporate governance as a value driver for firm performance: Evidence from India. *Corporate Governance*, 14(2), 265-280.
- Mitton T (2002) A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215-241.
- Moore S, Porter G (2007) An examination of the relationship between corporate governance regime and corporate performance. Working Paper, Department of Economics and Finance, Boler School of Business, John Carroll University, University Heights, Ohio.
- Öztin A (1998) Finansal yönetim (Avcıol Basım Yayın, İstanbul).
- Öztürk M B (2004) Finansal performansın ölçülmesinde alternatif bir yöntem"Ekonomik Katma Değer". *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(3-4).
- Pratt J W, Zeckhauser R J (1985) Principals and agents: the structure of business (Boston, Harvard Business School Press).
- Renders A, Gaeremynck A, Sercu P (2010) Corporate-governance ratings and company performance: A cross-european study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87-106.
- Romano R (2004) The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance; European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No 52/2004.
- Rose C (2007) Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.
- Sakarya Ş. (2012) İMKB kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (event study) yöntemi ile analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(13), 147-162.

- Shivdasani A (1993) Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), 167-198.
- Shleifer A, Vishny R W (1997) A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52(2), Pp. 737-783.
- Simon C J, Sullivan M W (1993) The measurement and determinants of brand equity: A financial approach. *Marketing Science*, 12(1), 28-52.
- SPK (2003) Kurumsal yönetim ilkeleri, Temmuz 2003.
- Stern J M, Shiely J S, Ross I (2001) The EVA challenge: Implementing value-added change in an organization (John Wiley & Sons).
- Stern J M, Stewart G B, Chew D H (1995) The EVA® financial management system. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(2), 32-46.
- Stewart G B, Stern J M (1991). The quest for value: The EVA management guide (HarperBusiness, New York)
- Şamiloğlu F, Ünlü U (2010) Sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki: İMKB 100 endeksi firmaları üzerine bir uygulama. *Journal of Accounting & Finance*, (46).
- Topal Y (2008) Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) arasındaki ilişki İMKB imalat işletmelerinden örnek. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2).
- Ünlü U, Saygın O (2014) Arındırılmış Ekonomik Katma Değer (REVA) yöntemiyle performans ölçümü: Turizm sektörü uygulaması. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 63, 139-150.
- Varshney P, Kaul V K, Vasal V K (2012) Corporate governance index and firm performance: Empirical evidence from India. Available At SSRN 2103462.
- Vintila G, Gherghina S C (2012) An empirical examination of the relationship between corporate governance ratings and listed companies' performance. *International Journal of Business and Management*, 7(22), 46.
- Vo D, Phan T (2013) Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 62-78.
- Welch E (2003) The relation between ownership structure and performance in listed Australian companies. *Australian Journal of Management*, 28(3), Pp. 287-305.
- Wooldrigge J F (2002) Introductory econometrics: A modern approach (South-Western Cengage Learning).

- Yenice S, Dölen T (2013) İMKB’de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213.
- Yenigün T (2008) Kurumsal yönetim ve işletme içi denetim.
- Yermack D (1996) Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Yıldırım M, Demireli E (2009) Kurumsal yönetim, mülkiyet ve control yapıları ve şirketlerin finansal performanslarına etkileri (İMKB imalat sanayi örneği) *Finans Politik, & Ekonomik Yorumlar*, 532, 81-96.
- Zelenyuk V, Zheka V (2006) Corporate governance and firm’s efficiency: The case of a transitional country, Ukraine. *Journal of Productivity Analysis*, 25(1-2), 143-157.
- Zhuang J, Edwards D, Webb D C A, Capulong M (2000) Corporate governance and finance in East Asia. Asian Development Bank, Philippines.
- <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=435>
- www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi
(01.03.2016)
- www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null (02.04.2016)
- <http://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/1877-kurumsal-yonetim-en-iyi-uygulama-kodu--yonetim-kurulunun-yapisi-ve-isleyisi> (02.03.2016)
- <http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-calisma-grubu.html>
(08.04.2016)
- <http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103-3.htm?submenuheader=null> (15.06.2016)
- www.ifc.org/wps/wcm/connect/8686ac8048a7e580a217e76060ad5911/gcgf_corebrochure_19.pdf?mod=ajperes (18.07.2016)
- www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43654500.pdf (02.05.2016)
- www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=2
(22.06.2016)
- <http://www.pwc.com.tr/tr/hizmetlerimiz/denetim/sarbanes-oxley.html> (10.04.2016)

http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/dbfd8b004afe7d69bcb6bdb94e6f4d75/IFC_EMI_Survey_web.pdf?MOD=AJPERES (10.07.2016)

http://www.ecgi.org/codes/documents/mexico_code_en.pdf (04.04.2016)

<http://www.foxnews.com/story/2002/06/26/worldcom-discloses-38-billion-accounting-scandal-global-markets-reel.html> (19.05.2016)

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2004-01-11/how-parmalat-went-sour> (19.05.2016)

www.oecd.org/corporate/principles-corporate-governance.htm (02.04.2016)

www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf (04.04.2016)

www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf (04.04.2016)

www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf (04.04.2016)

www.ecgi.org/codes/documents/ibcg_sep2009_en.pdf (04.04.2016)

<https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf> (06.04.2016)

news.bbc.co.uk/2/hi/business/3369079.stm (20.05.2016)

https://www.tupras.com.tr/uploads/kurumsal_uyum/1.pdf (25.05.2016)

ÖZ GEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı	İbrahim YAĞLI
Doğum Yeri ve Tarihi	Fethiye / MUĞLA 01.01.1991
Tel	00 90 506 939 52 93
E-posta	ibrahimyagli09@gmail.com
Yazışma Adresi	Nar Mh. Saklı Vadi Sk. No: 6 Merkez /Nevşehir

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Tarihi
Lise	Fethiye Mehmet Erdoğan Anadolu Lisesi	2009
Lisans	Pamukkale Üniversitesi/İngilizce İşletme Bölümü	2014

İŞ DENEYİMLERİ

Kurum	Görev	Yıl
Avivasa Denizli Bölge Müdürlüğü	Satış Danışmanı	2014
Pine Bay Holiday Resort	Satış Danışmanı	2015

YABANCI DİL

İngilizce (YDS 2014: 86,25)

YAYINLAR

- Alkaya A, Yağlı, İ. (2015). Finansal okuryazarlık-finansal bilgi, davranış ve tutum: Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi İİBF öğrencileri üzerine bir uygulama. *Journal of International Social Research*, 8(40).
- Ünlü, U., & Yagli, I. (2016). Corporate governance and brand value. *European Journal of Business and Management*, 8(15).