

**T.C.**  
**KIRIKKALE ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**İŞLETME ANA BİLİM DALI**

**KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİNİN FİRMA VE MARKA  
DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BRAND FINANCE'TE LİSTELENEN  
ŞİRKETLERDE BİR ARAŞTIRMA**

**THE IMPACT OF INSTITUTIONAL INVESTORS OWNERSHIP ON  
FIRM AND BRAND VALUE: A RESEARCH IN COMPANIES LISTED  
IN BRAND FINANCE**

**İşletme Doktora Tezi**

**Yalçın KILINÇ**

**Danışman: Doç. Dr. İsmail GÖKDENİZ**

**Kırıkkale, Temmuz 2019**

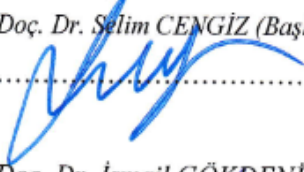


## KABUL-ONAY

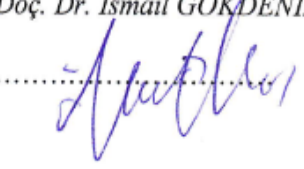
Doç. Dr. İsmail GÖKDENİZ danışmanlığında Yalçın KILINÇ tarafından hazırlanan **"KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİNİN FİRMA VE MARKA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BRAND FINANCE'TE LİSTELenen ŞİRKETLERDE BİR ARAŞTIRMA"** adlı bu çalışma jürimiz tarafından Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim dalında Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

04/07/2019

Doç. Dr. Selim CENGİZ (Başkan)



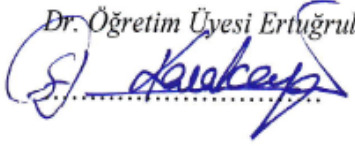
Doç. Dr. İsmail GÖKDENİZ



Dr. Öğretim Üyesi Mikail KARA



Dr. Öğretim Üyesi Ertuğrul KARAKAYA



Dr. Öğretim Üyesi İlkut Elif KANDİL GÖKER



Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

.../.../20..

(Ünvan, Adı Soyadı)

Enstitü Müdürü

Doktora Tezi olarak sunduğum "KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİNİN FİRMA VE MARKA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: BRAND FINANCE'TE LİSTELENEN ŞİRKETLERDE BİR ARAŞTIRMA" adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı dűşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve faydalandığım eserlerin kaynakçada gűsterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak faydalanılmış olduğunu beyan ederim.

12.07.2019

Yalçın KILINÇ



## ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasında, kurumsal yatırımcı sahipliğinin firma ve marka değeri üzerindeki etkileri araştırılmaktadır.

Çalışmanın konusunun seçiminde ve oluşturulmasında önemli katkılar sağlayan, tavsiye ve yardımlarını esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. İsmail GÖKDENİZ'e, değerli görüş ve önerileriyle tezin olgunlaşmasını sağlayan Prof. Dr. Adnan AKIN'a ve Dr. Öğretim Üyesi Ertuğrul KARAKAYA'ya, bu zorlu süreçte beni yalnız bırakmayan, tezin her aşamasında bana destek olan biricik kardeşime ve ailemin değerli üyelerine teşekkür ederim.



## ÖZ

Kılınç, Yalçın, “Kurumsal Yatırımcı Sahipliğinin Firma ve Marka Değeri Üzerindeki Etkisi: Brand Finance’te Listelenen Şirketlerde Bir Araştırma”, Doktora Tezi, Kırıkkale, 2019.

Günümüzde rekabetin uluslararasılaşması, müşteri ihtiyaçlarının çeşitlenmesi; artan finansal ve ticari entegrasyon, bilgi ve iletişim ağının güçlenmesi gibi faktörler sebebiyle işletmelerin fon ihtiyaçları artmaya başlamıştır. Firmalar bu fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek için yatırımcılara yönelmeye başlamışlardır. Firmalara bu fon akışını sağlayan paydaşlardan bir tanesi de kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar (Emeklilik Fonları, Sigorta Şirketleri, Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Yardım Fonları, Sosyal Güvenlik Kurumları, Portföy Yönetim Şirketleri) bireysel yatırımcılardan topladıkları fonları sermaye piyasası araçlarına kanalize etmektedirler. Bu yönüyle bakıldığında, kurumsal yatırımcıların firmalar için büyük önem arz ettiği söylenebilir. Bu çalışmada kurumsal yatırımcı sahipliği ile firma ve marka değeri arasındaki ilişki, BIST’de işlem gören imalat ve teknoloji firmaları özelinde, 2012-2017 dönemi için dinamik panel veri yöntemi (Sistem GMM) kullanılarak araştırılmaktadır. Analiz bulguları, firmalardaki kurumsal yatırımcı sahipliği arttıkça firma ve marka değerinin arttığını ortaya koymuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yatırımcı Sahipliği, Marka Değeri, Dinamik Panel Veri Analizi.

## ABSTRACT

Kılınç, Yalçın, “The Impact of Institutional Investors Ownership on Firm And Brand Value: A Research in Companies Listed in Brand Finance”, PhD Dissertation, Kırıkkale, 2019.

In recent years, due to factors such as internationalization of competition, diversification of customer needs, increasing financial and commercial integration, and strengthening of information and communication networks, the fund needs of enterprises have started to increase. In order to meet these fund needs, companies started to focus on investors. One of the institutions that providing the flow of funds to the companies is institutional investors. Institutional investors (Pension Funds, Insurance Companies, Mutual Funds, Investment Trusts, Charitable Funds, Social Security Institutions, Portfolio Management Companies) are transferring the funds to capital market instruments they collect from individual investors. From this point of view, it can be said that institutional investors have great importance for companies. In this study, the relationship between institutional investors ownership, firm and brand value is investigated by using dynamic panel data method (System GMM) for 2012-2017 period, especially in the manufacturing and technology firms traded in BIST. The analysis results show that the firm and brand value increase as the institutional investor ownership increases.

**Key Words:** Institutional Investors Ownership, Brand Value, Dynamic Panel Data Analysis.

## SİMGELER VE KISALTMALAR

**AFT:** Arbitraj Fiyatlama Modeli

**BİST:** Borsa İstanbul

**EVA:** Ekonomik Katma Değer Yöntemi

**GMM:** Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi

**GYO:** Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

**IASC:** Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi

**IV:** Araç Değişkenler

**MLE:** Maksimum Olabilirlik Yöntemi

**ML:** Maksimum Olabilirlik

**OECD:** Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

**PD:** Piyasa Değeri

**PDDD:** Piyasa Değerinin Defter Değerine Oranı

**Sistem GMM:** Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu

**S&P:** Standart and Poors

**TÜFE:** Tüketici Fiyatları Endeksi



## TABLULAR

Tablo 1: Kurumsal Yönetim Tanımları.....	5
Tablo 2: Kurumsal Yönetim Modelleri.....	34
Tablo 3: Türkiye Merkezli En Büyük Çok Uluslu Tüketici Şirketleri, Aile İşletmeleri .....	55
Tablo 4: Dünya'nın En Değerli Markaları (2017) .....	83
Tablo 5: Veri Seti .....	102
Tablo 6: Analizlere Dahil Edilen Firmaların Listesi.....	103
Tablo 7: Tanımlayıcı İstatistikler .....	109
Tablo 8: PDDD-Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları.....	112
Tablo 9: LNPD Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları.....	113
Tablo 10: LNPD Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları (Otokorelasyondan Arındırılmış Modeller) .....	114
Tablo 11: Marka Değeri-Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları ..	115
Tablo 12: Firma Değerinin Bağımlı Değişken Olduğu Modellerin Bulgularının Karşılaştırılması .....	116
Tablo 13: Bulguların Özeti.....	117

## ŞEKİLLER

Şekil 1: Bankalarda Kurumsal Yönetim .....	4
Şekil 2: S&P 500 Ücret Bileşenleri.....	30
Şekil 3: Toplam Marka Değeri En Yüksek İlk 5 Sektör .....	81
Şekil 4: Sadakat Piramidi .....	88
Şekil 5: Marka Çağrışımları Değeri .....	90
Şekil 6: PDDD Oranının Gelişimi.....	138
Şekil 7: Kurumsal Yatırımcı Sahipliğinin Gelişimi .....	138
Şekil 8: Marka Değeri'nin Gelişimi .....	139

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ .....	i
ÖZ .....	ii
ABSTRACT .....	iii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	iv
TABLOLAR .....	v
ŞEKİLLER.....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### KURUMSAL YÖNETİM: TEORİK ÇERÇEVE

1. KURUMSAL YÖNETİM İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR VE YAKLAŞIMLAR.....	3
1.3. Büyük İşletmelerde Yaşanan Önemli Skandallar.....	7
1.3.1. ENRON Skandalı.....	8
1.3.2. PARMALAT Skandalı .....	9
1.4. Kurumsal Yönetimin Başlıca Amaçları ve Faydaları.....	11
1.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	13
1.6. Türk Ticaret Kanunu'nun Kurumsal Yönetime İlişkin Hükümleri.....	15
1.7. Vekâlet Sorunu ve Temel Prensipler.....	16
1.7.1. Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Sorunu.....	17
1.7.2. Hissedarlardan Kaynaklanan Vekâlet Sorunu .....	18
1.7.3. Borç Verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Sorunu.....	19
1.8. Vekâlet Maliyetleri.....	19
1.8.1. İzleme Maliyetleri.....	20
1.8.2. Sözleşme Maliyetleri .....	21
1.8.3. Artık Kayıp .....	21
1.9. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları .....	22
1.9.1. Dışsal Yönetim Mekanizmaları .....	22
1.9.1.1. Şirket Kontrol Piyasası.....	22
1.9.1.2. Yönetici Emek Piyasası.....	23

1.9.1.3. Hukuksal Çerçeve .....	24
1.9.1.4. Aktif Hissedarlık .....	25
1.9.2. Firma İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	26
1.9.2.1. Yönetim Kurulları .....	26
1.9.2.2. Sahiplik Yapısı .....	28
1.9.2.3. Yönetici Ücret ve Teşvikleri .....	29
1.9.2.4. Muhasebe ve Denetim.....	30
1.9.2.5. Yatırımcı İlişkileri.....	31
1.9.2.6. Bağımsız Üyeler.....	31
1.10. Kurumsal Yönetimin Temel Modelleri .....	33
1.10.1. Kıta Avrupa'sı Modeli .....	34
1.10.2. Anglo Sakson Modeli .....	35
1.11. Finansal Piyasalar .....	37
1.11.1. Finansal Piyasaların Tanımı.....	37
1.11.2. Finansal Piyasaların Yapısı.....	38
1.11.3. Finansal Piyasaların Fonksiyonları .....	38
1.11.4. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması .....	39
1.11.4.1. Para ve Sermaye Piyasaları .....	39
1.11.4.2. Birincil ve İkincil Piyasalar.....	40
1.11.4.3. Organize ve Tezgah üstü Piyasalar .....	40
1.11.4.4. Vadeli İşlem ve Spot Piyasalar .....	40
1.11.4.5. Borç ve Öz sermaye Piyasaları .....	41
1.12. Kurumsal Yatırımcılar.....	41
1.12.1. Kurumsal Yatırımcı Tanımı.....	41
1.12.2. Kurumsal Yatırımcı Türleri .....	43
1.12.2.1. Yatırım Fonları.....	43
1.12.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	43
1.12.2.3. Sigorta Şirketleri .....	44
1.12.2.4. Sosyal Güvenlik Kuruluşları .....	44
1.12.3. Kurumsal Yatırımcıların Özellikleri.....	44
1.12.4. Kurumsal Yatırımcıların Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri .....	45
1.12.5. Kurumsal ve Bireysel Yatırımcı Arasındaki Farklılıklar.....	46
1.12.6. Neden Kurumsal Yatırımcılara İhtiyaç Vardır?.....	47
1.12.7. Kurumsal Yatırımcıların Fonksiyonları.....	48

## İKİNCİ BÖLÜM

### KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİ, FİRMA VE MARKA DEĞERİ

2. SAHİPLİK KAVRAMI VE SAHİPLİK YAPISI.....	49
2.1. Sahiplik Kavramı ve Önemi .....	50
2.2. Sahiplik Yapısına Göre İşletmeler Arasındaki Farklılıklar .....	50
2.2.1. Borç/Özkaynak Oranı .....	51
2.2.2. Maddi Duran Varlıklar.....	51
2.2.3. Hisse Yoğunluğu.....	52
2.2.4. AR-GE Harcamaları .....	52
2.3. Sahiplik Yapısı .....	52
2.4. Sermaye Sahipliği ve Sermaye Yoğunluğu.....	53
2.4.1. Sermaye Sahipliğinin Türleri.....	53
2.4.1.1. Aile Şirketleri .....	54
2.4.1.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği .....	55
2.4.1.3. Yönetici Sahipliği .....	57
2.4.1.4. Çalışan Sahipliği .....	57
2.4.1.5. Kamu Sahipliği .....	58
2.4.1.6. Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği.....	59
2.4. Firma Kavramı ve Firmanın Amacı .....	60
2.5. Firma Değeri Kavramı.....	60
2.5.1. Firma Değerinin Belirlenme Nedenleri .....	61
2.5.1.1. Birleşme veya Devralma Süreci .....	61
2.5.1.2. Halka Açılma Süreci .....	63
2.5.1.3. Yatırımcı Değer Analizleri.....	63
2.5.1.4. Değerlemeye İhtiyaç Duyan Taraflar.....	65
2.6. Firma Değeri Yaklaşımları ve Değerleme Yöntemleri .....	66
2.6.1. Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi.....	66
2.6.2. Net Aktif Değeri Yöntemi .....	67
2.6.3. Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat/ Kazanç Oranı Yöntemleri .....	68
2.6.4. Göreceli Değerlendirme Yöntemi.....	68
2.6.5. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	69
2.6.6. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli.....	69
2.6.7. Arbitraj Fiyatlama Modeli .....	70
2.6.8. Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA).....	71

2.6.9. Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Değerleme .....	72
2.7. Firma Değerini Etkileyen Faktörler.....	73
2.7.1. Paranın Zaman Değeri .....	73
2.7.2. Artık Değer (Residual Value).....	74
2.7.3. Şerefiye Değeri .....	74
2.7.4. Entelektüel Sermaye .....	75
2.8. Marka Değeri ve Marka Denklığı Kavramı .....	76
2.8.1. Marka Değerinin Tarihsel Gelişimi .....	78
2.8.2. Marka Değerinin Belirlenme Nedenleri .....	80
2.8.3. Marka Değerinin Ölçülmesi.....	81
2.8.4. Marka Değerinin Tespitinde Kullanılan Yöntemler .....	84
2.8.4.1. Finansal Değerleme Yöntemleri .....	84
2.8.4.2. Davranışsal Değerleme Yöntemleri .....	86
2.8.4.2.1. Marka Sadakati .....	87
2.8.4.2.2. Marka Çağrışımları ve İmaj .....	89
2.8.4.2.3. Marka Farkındalığı .....	90
2.8.4.2.4. Algılanan Marka Kalitesi .....	91
2.8.4.3. Karma Yöntemler .....	92
2.8.4.3. 1. Brand Finance Yöntemi.....	92
2.9. Literatür Taraması .....	94

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİ İLE FİRMA VE MARKA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: EKONOMETRİK UYGULAMA

KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİ İLE FİRMA VE MARKA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: EKONOMETRİK UYGULAMA .....	100
3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi.....	100
3.2. Araştırmanın Temel Hipotezleri.....	100
3.3. Araştırmanın Sınırlılıkları .....	100
3.4. Veri, Yöntem ve Bulgular .....	101
3.5. Bulgular .....	108
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	118
KAYNAKÇA.....	122

## GİRİŞ

Finansal piyasaların hızla gelişimi, küreselleşme ve piyasaların entegrasyonu gibi olgular sebebiyle sermaye piyasalarında hızlı bir değişim ve dönüşüm gerçekleşmektedir. Bu değişim ve dönüşüm özellikle şirket içi uygulamalarda da kendini göstermektedir.

Firmalar; küreselleşmenin beraberinde getirdiği rekabet ile mücadele edebilmek ve piyasada var olabilmek, varlık kalitelerini artırabilmek, hedeflerine ulaşabilmek, topluma olan hizmetlerini devam ettirebilmek ve bu sayede ülke ekonomisine katkıda bulunabilmek gibi amaçlar sebebiyle daima bir mücadele içerisindeyler. Küreselleşmenin getirdiği yoğun mücadele, firmaların daha profesyonel yönetilmelerini zorunlu kılmaktadır. Profesyonel yönetim noktasında ise kurumsal yönetim önemli bir yer tutmaktadır. Kurumsal firmalar, yönetimin tek kişinin elinde toplanmasından ziyade yatırımcılardan sağladıkları fonlar ile işletme kaynaklarını etkin ve verimli bir şekilde kullanmaya çalışmaktadırlar. Bireysel ve kurumsal yatırımcılardan temin edilen fonların ne kadar etkin ve verimli kullanıldıkları konusu ise kurumsal yönetim olgusu kapsamında ele alınmaktadır. Adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk olguları üzerine kurulu olan kurumsal yönetim anlayışı, firmanın finansal ve beşeri kaynakları kendine çekmesine, verimli çalışmasına ve bu şekilde hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç elde etme yoluyla istikrar sağlanmasına önyak olmaktadır. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamaları; yöneticiler, hissedarlar ve borç verenler açısından etkin bir denetim mekanizması da sağlamaktadır. Bu özellikleriyle kurumsal yönetim, son yıllarda firmaların değerine katkı veren başat aktörlerden birisi haline gelmiştir.

Bireysel yatırımcıların, hisse senedi piyasaları ile ilgili teknik analizleri yapma konusunda karşılaştıkları problemler, tasarrufların nasıl değerlendirileceği ile ilgili bilgi eksikliği ve riskin dağıtılmasında yaşanan sıkıntılar kurumsal yatırımcılara olan ihtiyacı artırmıştır. Kurumsal yatırımcılar (kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve diğer yatırımcılar), küçük yatırımcılarından topladıkları tasarrufları finans piyasalarına enjekte etme görevini üstlenmektedirler. Kurumsal yatırımcıların finans piyasalarında faaliyet göstermeleri sonucunda pay sahipliği

yaygınlaştırılırken, diğ er taraftan farklı beklentilere sahip yeni yatırımcıların piyasaya girişi de sağlanmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların topladıkları fonlar ile borsada işlem gören firmaların hisse senetlerine yatırım yapmaları, firmalar açısından ihtiyaç duydukları fonların temin edilmesine, yatırım ortamı açısından da yatırımların toplam riskinin azaltılmasına ve portföy yönetiminin daha akılcı hale dönüşmesine zemin hazırlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar aynı zamanda uluslararası piyasalara da açılabilir. Özellikle tasarrufların verimli alanlarda kullanılması noktasında profesyonel yatırımcılar olan kurumsal yatırımcılara önemli iş düşmektedir. Geline n noktada kurumsal yatırımcılar hem firmanın fon ihtiyacı ve gelişimi hem de ülke ekonomisi için oldukça önem arz etmektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların performansı, firma ve marka değeri (Kayalı, vd., 2017, Ünlü ve Yağlı, 2016, Lee, 2008) üzerinde pozitif etkiler doğurduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmada diğ er çalışmalardan (bu çalışmalarda genellikle statik panel veri yöntemlerinin kullanıldığı görölmektedir) farklı olarak, doğrudan kurumsal yatırımcı sahipliğinin marka değeri üzerindeki etkisi dinamik panel veri yöntemleri kullanılarak araştırılmaktadır. Dinamik panel veri yöntemi sayesinde, bağımlı değişkenin kendi gecikmeli değerinden etkilenme ihtimali dikkate alınmaktadır. Bununla birlikte, literatürde firma değeri ve performansı ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasındaki ilişkiye yönelik çok sayıda çalışma olmasına karşın (bu çalışmalarda ise genellikle statik panel veri yöntemi tercih edilmiştir), marka değeri-kurumsal yatırımcı sahipliği ilişkisine yönelik çalışma sayısının oldukça az olduğu tespit edilmiştir.

Borsa İstanbul'da, imalat ve teknoloji sektörlerinde işlem gören firmalarda, kurumsal yatırımcı sahipliği-firma ve marka değeri ilişkisinin analiz edildiği bu çalışma şu şekilde tasarlanmıştır: Öncelikle kurumsal yönetim ve kurumsal yatırımcı konusuna değinilmiş, ardından sahiplik kavramı ve sahiplik yapısı üzerinde durulmuştur. Firma ve marka değeri açıklandıktan sonra kurumsal yatırımcı sahipliği ile firma ve marka değeri arasındaki ilişkiyi konu edinen çalışmaların özetine yer verilmiştir. Ekonometrik uygulamanın yer aldığı üçüncü bölümü takiben çalışma sonuç ve değerlendirme ile tamamlanmıştır.



# BİRİNCİ BÖLÜM

## KURUMSAL YÖNETİM: TEORİK ÇERÇEVE

### 1. KURUMSAL YÖNETİM İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR VE YAKLAŞIMLAR

#### 1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı ve Önemi

Son yıllarda literatüre giren ve adını sıkça duymaya başlanan Kurumsal Yönetim/Yönetişim için pek çok tanım yapılmıştır. Kavramın temeli ise yönetim alanında sıkıntıların meydana gelmesi ve yönetim kaynaklı sorunların ekonomik unsurları etkisi altına almaya başlamasıdır. Bilim insanlarının ilgisine çektikten sonra firmalara yol gösterici birçok çalışma meydana çıkmıştır.

Kurumsal yönetim, İlk olarak 1992 yılında Adrian CADBURY başkanlığındaki bir komite tarafından hazırlanan ve kısaca “Cadbury Raporu” olarak bilinen rapor ile tartışılmaya başlanmıştır. 1997-1998 Asya Krizi bu ilkelerin düzenlenmesine şiddetle ihtiyaç duyulduğunu ortaya koymuştu (Aydın, 2010: 11). Ekonomik krizler, firmaların yönetiminde ortaya çıkan sorunlar ve küreselleşme sonucu bu kavram tüm dünyayı etkisi altına almıştır. Kavramın doğuşu ile birlikte yönetim alanında köklü değişikliklerin ve farklı bakış açılarının doğuşunun da habercisi olmuştur. Kurumsal yönetim daha önceleri de vurgulandığı gibi yönetim alanında nispeten yeni bir konudur. Ortaya çıkmasının üzerinden uzun bir zaman geçmesine rağmen bu terim, bugün bile yönetim alanındaki uzmanlar tarafından tam olarak tanımlanamamaktadır. Günümüzde kurumsal yönetim; üst düzey yöneticiler, pay sahipleri, yönetim kurulları ve diğer kurumsal paydaşlar arasındaki etkileşimden meydana gelen sorunları içeren bir terimdir (Neubauer ve Lank, 1998: 59). Kavram, daha çok büyük işletmelerin yönetim alanında yaşanan olguları temel alınarak anlaşılmaya çalışılmaktadır.

Kurumsal yönetim, sermaye sahiplerinin veya hissedarların çıkarlarının korunmasıdır (Kurtoğlu, 2016: 1). Daha kapsamlı bir ifade ile şirketlerin değer meydana getirmelerine katkı sağlayan ve tüm paydaşlar tarafından meydana getirilen değerden pay alma kurallarının dayandığı sistemlerin bir araya gelmesidir (Ararat, 2016: 1). Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD), öz sermayeye ulaşmaya çalışan, büyüyen ve artan borçluluğunu dengelemek isteyen firmaların piyasa güveni ve iş dürüstlüğü için çok önemli bir araç olarak tanımlamıştır (OECD, 2015: 3). Bu tanımlamalar; şeffaflık, adil olmak, hesap verebilmek ve sorumluluk olarak bilinen dört temel ilke etrafında toplanmıştır:

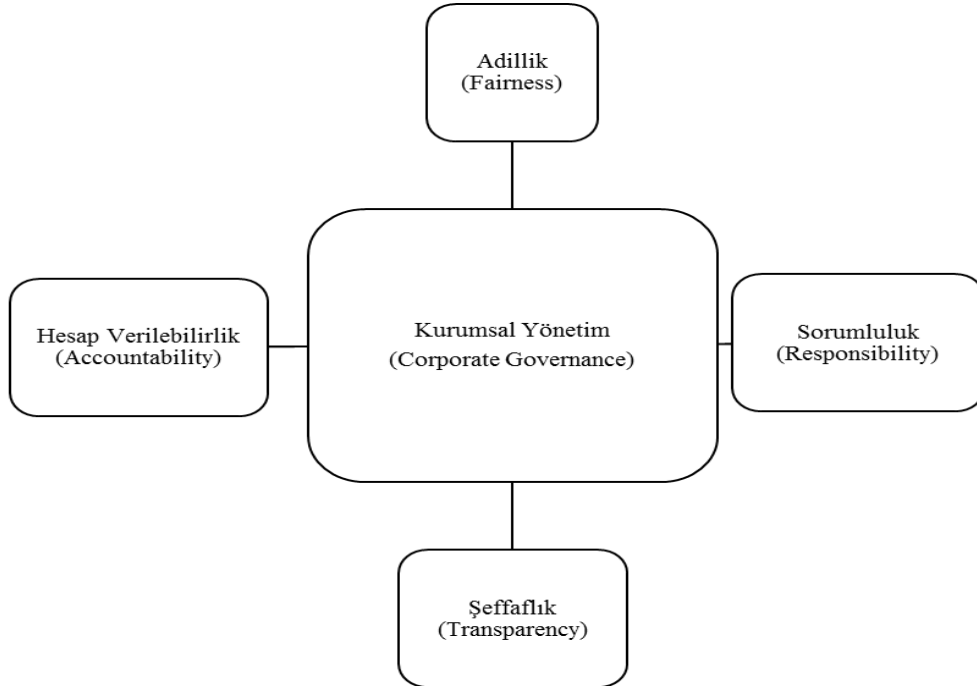
*Şeffaflık*, firmanın finansal durumu, yönetimi, ortaklık yapısı, faaliyetleri hakkındaki bilgilerin zamanında ve doğru olarak açıklanmasıdır.

*Hesap verebilmek*, şirket yönetiminin yapısının ve sorumluluklarının açıklanması ve tüm paydaşların menfaatlerinin üst yönetimce dikkate alınmasıdır.

*Sorumluluk*, firmanın tüm faaliyetlerinin kanun ve toplumsal kurallara aykırı olmamasıdır.

*Adil olmak*, oranları ve miktarı dikkate alınmadan tüm pay sahiplerinin haklarının korunmasıdır (Tuna, 2007: 210).

**Şekil 1: Kurumsal Yönetim**



**Kaynak:** Tuna, 2007.

Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi Bankalarda ve diğer işletmelerde kurumsal yönetim dört temel bileşenden meydana gelmektedir. Kurumsal yönetimin temelini oluşturan bu kavramları uygulamaya koyan ve benimseyen işletmelerde kurumsal yönetimin varlığından söz edilebilmektedir. Bu temel unsurlar çalışmanın birinci bölümünde açıklanmıştır.

**Tablo 1: Kurumsal Yönetim Tanımları**

<b>Tarih</b>	<b>Yazar</b>	<b>Tanımlama</b>
1984	Tricker	Yönetişim rolü, şirketin kendi başına işleyişi ile ilgili değildir, ancak kuruluşa genel bir yön vermekle birlikte, yönetimin yürütme eylemlerini denetlemek ve kontrol etmek, meşru hesap verebilirlik beklentilerini tatmin ederek kurumsal sınırların ötesinde çıkarları düzenlemek.
1992	Cadbury Raporu	Bir şirketin yönlendirildiği ve kontrol edildiği hem mali hem de başka denetim sisteminin tamamı
1993	Blair	Kamu şirketlerinin neler yapabileceklerini, onları kontrol eden, bu kontrolün nasıl yürütüldüğünü ve üstlenilen faaliyetlerden kaynaklanan risklerin ve getirilerin nasıl tahsis edildiğini belirleyen tüm hukuki, kültürel ve kurumsal düzenlemeler
1995	Avrupa Politikaları Araştırma Merkezi	Kurumsal yönetim, tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını korumak amacıyla bir işletmenin yönetimi üzerinde dahili ve harici olarak kurulan tüm hak, süreç ve kontrol sistemidir.
1996	Kurumsal Yönetimi El Kitabı	Pay sahipleri ve şirketler arasındaki ilişki düzenlemek, en iyi uygulamaları teşvik etmek, bir grup paydaşın şirketleri değiştirmeye yönelik bir kampanyasını içeren hissedar aktivizmini de içeriyor.
1999	OECD	Bir şirketin yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkileri, aynı zamanda şirketin amaçlarının belirlendiği yapıların sağlanması, bu hedeflere ulaşma ve performansı izleme araçları belirlenir.
2009	IFC- International Finance Corporation (Uluslararası Finans Kuruluşu)	Şirketlerin yönü ve kontrolü için yapılar ve süreçleri kapsar.
2009	Walker Review	Kurumsal yönetişimin rolü, bir şirketin stratejik yönünü belirleyerek ve bunu başarmak için yetkin yönetim atayarak ve izleyerek hissedarların çıkarlarını korumak ve geliştirmektir.
2014	Financial Times Kurumsal Yönetimin Tanımı	Hesap verebilirlik ve etik davranmak için kurulan kurumsal sistemler ve protokoller açısından bir şirket nasıl yönetilir. Hissedarlara ve yönetim kurulu üyelerine bilgi verilmesi, üst düzey yöneticilerin ücretlendirilmesi, yöneticiler ve yöneticiler arasında potansiyel çıkar çatışması, denetleyici yapılar vb. konulardan oluşmaktadır.

**Kaynak:** Abid ve Ahmed, 2014: 850.

İşletmelerin faaliyetleri neticesinde ortaya çıkan pek çok sorunun tanımlanmasında ve bunların çözüme kavuşturulması noktasında ortaya çıktığı düşünülen Kurumsal Yönetim için, geçmişten günümüze kadar onlarca tanımlama yapılmıştır. Yukarıda tablo haline getirilen tanımlar ve kurumsal yönetim içerikleri belli bir kronolojik sıraya göre listelenmiştir. Yönetim kavramıyla başlayarak şeffaflık ve adil olmak kavramlarını içine alacak şekilde geliştirilerek günümüze kadar uzanan bu süreçte yönetişim anlamında büyük değişiklikler yaşanmıştır.

Kurumsal yönetimin dört temel aktörü; paydaşlar-sermaye, yönetim ve emek ile yakın ilişki içindedir. Firmanın sahibinin kim olduğu ve şirketi kimin denetlediği bu aktörlerin etkinliğini belirlemektedir. Bu üç önemli aktör birbirleri ile uyumlu çalışabilir, ittifak kurabilirler veya birbirleri ile çatışabilirler. Roller ve güçleri ülkeler arasında önemli farklılık gösterir ve yönetim kararları için önemli sonuçlar doğururlar. Bu üç aktörün irdelenmesinin ve incelenmesinin nedeni, hepsinin işletmeye yatırım yapmasıdır (Gospel ve Pendleton, 2005: 3). Doğal olarak bu aktörlerin beklentileri ve yönetim tarzları firmanın kurumsal yönetiminin yönünü de belirlemektedir.

İyi kurumsal yönetim, şirketin ve hissedarların çıkarları doğrultusunda hedefleri takip etmesi için doğru teşvikleri sağlamalı, etkin denetlemeyi kolaylaştırmalı ve şirketleri kaynakları etkin kullanmaya yönlendirmelidir (Gregory, 2002: 13). Devlet idarecileri ve bürokratlar ilkeleri düzenleme sorumluluğuna sahiptir. Firmalar ise amaçları gerçekleştirmede, paydaşların haklarını koruma ve şeffaflık gibi kavramlara ulaşmada temel sorumluluk sahibidir.

## **1.2. Kurumsal Yönetim Anlayışının Ortaya Çıkış Nedenleri**

Kurumsal yönetimin ortaya çıkış nedenleri incelendiğinde küreselleşmenin, özelleştirmelerin, finansal piyasalardaki değişiklikler, şirket birleşmelerinin, kurumsal yatırımların artan etkisinin ve artan rekabetin şirket yönetimini daha iyi yapılmasına neden oldukları görülmektedir. Bununla birlikte az gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde, dış kaynak kullanımı ile finansman zorunluluğu ve sermaye piyasalarının gelişmemiş olması, yönetimdeki sorunların farklılığı, aile şirketlerinin çoğunlukta yer alması kurumsal yönetimin etkinliğini azaltan unsurlardır (Darman, 2009: 1). Diğer taraftan ekonomik faaliyetlerin çeşitlenmesi ve artması, şirket yönetimindeki etkinliğin azalması, yaşanan ekonomik krizler ve skandallar şirketin icracı konumundaki üyelerinin verdikleri kararların ekonomik faaliyetleri her anlamda etkileyebilmesi kurumsal yönetim kavramının doğuşunun nedenleri kabul edilmektedir.

Kurumsal yönetim, şirketlerin, şirketlerin temsilcilerinin ve paydaşlarının denetlendiği ve izlendiği sistemlere ait geniş bir tanımlı kapsamaktadır. Kurumsal yönetim; şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hisse sahipleri ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkiyi barındırmaktadır. Şirketin amaçlarının ifade edildiği, bu amaçlara ulaşmak ve performansları izlemek için kullanılacak araçları belirlemedir (Mantysaari, 2005: 1). Kurumsal Yönetimi yol gösterici ve yönetime yardımcı bir kaynak olarak ifade etmek yanlış olmayacaktır. Çalışmanın devam eden bölümünde, kurumsallaşmanın ortaya çıkmasının temel nedenlerinden bir tanesi olan ve kurumsal yatırımcıların varlığını daha da önemli hale getiren büyük işletmelerdeki skandallar hakkında bilgiler verilmeye çalışılacaktır.

## **1.3. Büyük İşletmelerde Yaşanan Önemli Skandallar**

Yakın geçmişteki kurumsal skandalların çoğu ya ciroları abartarak ya da maliyetleri düşürerek ya da şirket fonlarını yöneticilerin özel kullanımlarına yönlendirerek ya da kurumsal yöneticilerin mali sonuçlarını şişirmeye istekli olmalarıyla ortaya çıkmıştır (Edwards, 2003: 7). Dünya'da son yıllarda yaşanan kurumsal skandallardan bazıları şunlardır:

### 1.3.1. ENRON Skandalı

Dünyadaki 30.000 çalışanı ile bir enerji grubu olan Enron, olağanüstü hızlı büyümesi sonucunda, Fortune 500 tarafından 100 milyar dolarlık ciro ile 2001 yılında ABD'nin en iyi 7. şirketi olmuştur. Aynı zamanda, Fortune'un en yenilikçi şirketi olarak yedi yıl boyunca ödüle layık görülmüştür. 2001 yılı itibariyle analistler tarafından en başarılı şirketlerden biri olacağı öngörülmüştür. Fakat aynı yıl şirket, iflas başvurusu yaptı ve 1997'den 2000 yılına kadar finansal raporlamalarda usulsüzlük yaptığını itiraf etmiştir (Abid ve Ahmed, 2014: 847). İlerleyen günlerde finansal piyasa aktörleri tarafından daha yakından takip edilmeye başlanmıştır.

2001 yılından itibaren bilinirliği artan Enron, ilerleyen yıllarda dünyadaki pek çok hane tarafından tanınmış ve ABD'deki en büyük 10 şirketten birisi haline gelmiştir. Sonraki yıllarda şirketin kurumsal yönetim zayıflığı ve hileli faaliyetleri hakkında daha fazla kanıt ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu skandalın ortaya çıkması nedeniyle Dünya'da hem şaşkınlık yaşanmaya başlanmış hem de huzursuzluk hızla yayılmıştır. Dünya'ya ölümcül bir virüs gibi yayıldığı ve her şirkete ve her paydaşa sirayet ettiği tespit edilmiştir. Buna ilave olarak, en küçük pay sahiplerinin bile endişelenmesine neden olduğu gibi aynı zamanda piyasaların sarsılmasında önemli bir etkisi olduğu düşünülmektedir (Dibra, 2016: 285). Skandalın derinliği ve etki alanı gün geçtikçe daha fazla belirginleşmeye başlamıştır.

Bir şirketin yönetim kurulunun asıl görevi pay sahiplerinin menfaatlerinin korunması için etkin kurumsal yönetim denetimi yapmasıdır. Enron' un meydana getirdiği enkaz nedeniyle birçok kurumsal yönetim sorunu gün yüzüne çıkmıştır. İcraçı yöneticilerin elindeki sınırsız güç Enron yönetiminde ki sorunu belirleyen en önemli etkidir. Genel olarak Enron'daki kurumsal yönetim zafiyeti ve yönetim kurulunun ahlaki karakterinin yoksunluğu dolandırıcılık faaliyetlerine girmeye istekli olmaları kurumsal yönetimdeki başarısızlığın asıl sebebidir.

Yönetim niteliklerine bakılmaksızın, faaliyet gösterdiği endüstri ve büyüklüğü ne olursa olsun hiçbir organizasyon, aşağıdaki üç temel kriteri sağlamadan hayatta kalamaz (Ogutu, 2016: 2747):

- Güçlü ve etkili bir yönetim yapısı ve süreci
- Sağlam ve sürekli bir etik iklim
- Güvenilir kontrol ortamı üzerine kurulmuş etkili iç kontrol sistemi

### 1.3.2. PARMALAT Skandalı

Büyük bir anonim şirkette mülkiyetin ve kontrolün ayrı olması durumunda, sahiplerin ve yöneticilerin menfaatleri çakışırsa hiçbir sonuç çıkmaması muhtemeldir. Kurumsal yönetim, yönetim performansının izlenmesi ve kontrolündeki sorunların üstesinden gelmekle ilgilidir. Burada, kurumsal sahiplik ve kurumsal kontrol, dağılık hisse sahipliği sonucunda birbirinden ayrılır. Kurumsal yönetimin temel işlevi, şirketlerin, şirket hissedarlarının menfaatleri doğrultusunda hareket etmesinin sağlanmasıdır. Bununla birlikte, pay sahipleri bu fonları yönetirken aynı zamanda finansal kaynaklar sağlamaktadırlar (Dibra, 2016: 286). Sağlanan bu finansal kaynakların etkin olarak kullanılması gerekmektedir. Kurumsal yönetim anlayışını tam olarak benimsemeyen firmalarda belli başlı sorunlar ve skandallar ortaya çıkabilmektedir.

Parmalat skandalı yakın zamandaki en büyük ve en cesur kurumsal finansal dolandırıcılıklardan birisi olarak kayıtlara geçmektedir. Parmalat, çağdaş İtalya'da zayıf bir kurumsal yönetim yapısı ve süreci, denetçiler tarafından profesyonel incelemenin yapılmaması, kurucusu ve üst düzey yönetim ekibi tarafından açgözlülük ile sürdürülen muhasebe dolandırıcılığının tipik bir örneği olarak değerlendirilmektedir. Parmalat'ın kurumsal yapısı zayıftı, şirket kontrolünün elinde bulunduran hissedarların bu zayıflığı kendi avantajları yönünde kullandıkları anlaşılmaktadır (Ogut, 2016: 2747). Şirketin olumsuz durumunu gizlemeye çalıştıkları ortaya konulmaktadır.

Calisto Tanzi tarafından kurulmuş olan İtalyan merkezli bir küresel gıda ve süt holdingi olan Parmalat, varlıklarında yaşadığı kayıpları gizlemek için, ilgili hesapları olduğundan farklı göstermeye çalışmıştır (Abid ve Ahmed, 2014: 858). Parmalat çöküşünün esas nedeni kurumsal bir yönetimin uygulanmaması olarak gösterilmektedir ve bağımsız denetimin yetersizliği kaynaklı olduğu ifade edilmektedir.

Aile üyeleri tüm Parmalat şirketler grubunun kontrolüne sahiptir. İtalya'daki kurumsal yönetim sorunları incelendiğinde, zayıf yöneticilerin, şirketin kontrolünü elinde tutan hissedarların varlığı ve azınlık hissedarların korumasızlığı temel sorun olduğu görülmektedir. Parmalat'ın kontrolünü elinde bulunduran aile üyeleri; şirketin kaynaklarını, yasalara aykırı olmasına rağmen, başka şirketlere aktararak küçük hissedarların zararına yol açtıkları anlaşılmaktadır. Bu skandalda şirketin iştiraklerine usulsüz olarak aktarım yapıldığı, Cayman adalarındaki iştirakine 500 milyon Euro aktardığı tespit edilmiştir (Göçen, 2010: 115). Bank of America'nın 500 milyon € tutarındaki bono ödemesini yapamaması nedeniyle skandal ortaya çıkmıştır. Parmalat'ın bilançosunda 4.2 milyar € nakit varlığının bulunduğu görünmesine karşın, 8 Aralık'ta vadesi dolan 150 milyon Euro'luk tahvili kredi kullanarak ödeyebilmesi şüphe uyandırmıştır. Bunun üzerine yapılan incelemeler, yaklaşık 4 milyar € tutarındaki paranın Parmalat Şirketi'nin iştiraki olan ve Cayman Adalarında bulunan Bonlet Finans Şirketi hesabına aktarıldığı tespit edildi. Ancak şirketin Cayman Adalarındaki iştirakinin hesabında olması gereken paranın mevcut olmadığı ve şirket hesaplarının 8 milyar € kadar şişirildiği görülmüştür (Odabaşı ve Ergen, 2002: 4).

Parmalat'ın çöküşü, 2003 yılının kasım ayında başladı. Muhasebe kayıtlarında yanıltıcı bilgilerin bulunduğunu ortaya koyan ek belgelerden sonra, şirketin genel müdürü ve kurucusu Calisto Tanzi 15 Aralık'ta istifa etmiştir. İtalyan araştırmacılar 23 Aralık tarihinde Calisto Tanzi'nin var olmayan varlıklarını varmış gibi gösterebilmek için onlarca denizaşırı şirket kurduğunu açıklamıştır. Bu yükümlülükler 11 milyar doları bulmuştur (Dibra, 2016: 283). Parmalat'ın yükümlülüklerini karşılayacak varlıklara sahip olmadığını anlamak ise çok uzun sürmemiştir.

Finans çevrelerinde dalgalanmalara neden olan Parmalat'ın çöküşü, kurumsal yönetişimin tüm dünyada ele alınmasının temel taşlarından birisi olmuştur. Özellikle İtalya'da daha derin etkiler bırakmıştır. Örneğin; İtalya, yatırımcıların güvenini yeniden kazandığından emin olmak ve Avrupa Birliğinden gelen eleştirilere cevap verebilmek için çeşitli tedbirler almıştır. Kurumların soruşturma yetkilerini genişleterek icra kabiliyetlerini arttırdığı görülmektedir. Parmalat gibi büyük skandalların tekrar etmemesi için şirketlerin yönetişim reformuna yönelik



olarak mevzuatlar hazırlamıştır (Ogutu, 2016: 2747). Avrupa’ da kurumsal yönetim düzenlemeleri yapılarak yatırımcıların finansal sisteme olan güveni tekrar kazanılmaya çalışılmıştır. Tahmin edileceği gibi bunu tesis etmek kısa vadede pek mümkün olamamış ve skandalların etkisi uzun süre devam etmiştir. Dünyada yönetsel ve finansal sorunlar kurumsal yönetim anlayışının doğuşuna ve kurumsal yatırımcıların şirketlerdeki hissedarlığının artışına neden olmuştur.

#### **1.4. Kurumsal Yönetimin Başlıca Amaçları ve Faydaları**

Kurumsal yönetime ihtiyaç duyulması paydaşların kurumsal yapıdaki muhtemel menfaat çatışmalarından meydana gelmektedir. İki ayrı kaynaktan meydana çıkan bu çıkar çatışmaları vekalet sorunu olarak ifade edilmektedir. Birincisi, paydaşların eylemleri ve tercihleri hakkında eksik bilginin bulunmasıdır. İkincisi, farklı amaç ve tercihlerin mevcudiyetidir (Gillian, 2003: 4). Bu durum paydaşların ve diğer menfaat sahiplerinin sadece kendilerini düşünmelerine ve buna göre hareket etmelerine neden olmaktadır.

Kurumsal yönetimin başlıca amaçları şunlardır:

- i. Firmaları idare etmek ve denetlemek için yasal çerçeveyi açıklayan Kurumsal Yönetimin amacı, değer odaklı ve duyarlı bir yönetim ortaya koymaktır. Paydaşların, çalışanların, finansörlerin ve piyasaların güvenini kazanır, şirkete olan inancı artırır. Firmanın daha uygun fiyatlarla kredi temin etmesini ve daha yüksek yatırımcı talebine mazhar olmak gibi imkânlarla sahip olmasına yol açabilmektedir (Gregory, 2002: 11-13). Kurumsal yönetimin amacı salt sermaye sahiplerinin faydasını arttırmak değil, aynı zamanda toplumun ve faaliyet gösterilen çevrenin de değerine katkı yapmak olmalıdır.
- ii. Yönetişimin amacı, sosyal sorumluluk bilinci çerçevesinde hareket edebilme kabiliyetinin şirketlere kazandırılmasıdır (Aşçıgil, 2003: 118). Firmaların paydaşlarını yani yatırımcıları korumak temel amacı olmasına rağmen büyük pencereden bakıldığında bu durum ekonominin tüm unsurlarını yakından ilgilendiren bir kavramdır. Çünkü firmanın yönetim yapısından kaynaklanan aksaklık önce firmanın temel faaliyetlerini aksatırken bunun devamında pay sahipleri, çalışanlar, birlikte iş yapılan

firmalar da etkilenmektedir. Kısa vadede sadece firmayı etkiler, uzun vadede ise olumsuz etkisi tüm çevreyi sarabilmektedir. Geniş bir çevreyi ilgilendirmesi nedeniyle son derece önemli bir konu olduğu görülmektedir.

Kurumsal yönetim, üretim/hizmet maliyetlerini aşağıya çekerek kaliteli ve ucuz malların piyasaya sürmelerine yardımcı olmaktadır. Ayrıca çok uluslu firmalar faaliyette buldukları ülkenin yerüstü ve yeraltı kaynaklarını ekonomiye kazandırır. Sermaye şirketleri de küçük tasarruf sahibi paydaşları barındırır ve kardan pay almalarını sağlayarak ekonomiye önemli katkı sağlar ve geniş halk kitlelerini etkiler. Kurumsal yönetim uygulamaları işletmelerin büyümesine, dolayısıyla da ülkenin ekonomik kalkınmasına yardımcı olur (Aydın, 2010: 16-17). İlkelerin ekonomik faaliyetlerin çeşitlenmesine ve ülke ekonomisinin gelişmesine pozitif katkısı göz ardı edilemeyecek kadar fazladır.

Kurumsal yönetimin şirketlere sağlayacağı katkılar şöyle özetlenebilir (Aktan, 2017):

- Şirketin finansal piyasalardan daha iyi imkânlarla ve daha rahat kaynak sağlamasına yardımcı olur.
- Yurtiçindeki ve yurtdışındaki yatırımcılara güven vererek kaynak çeşitliliği ve artışı sağlar.
- Piyasalarda yaşanabilecek ekonomik krizlerin etkilerinin daha sınırlı olmasına katkı sağlar.
- Şirketin daha iyi yönetilmesini sağlar, yetki istismarını önler ve karlılığı artırır.
- Şeffaflık ve hesap vermeyi temin edeceğinden, yolsuzlukların azalmasına katkı sağlar.
- Şirketin rakipleriyle yaşadığı rekabette öne geçmesine yardımcı olur.
- Faaliyetlerde istikrar ve güven temin eder.
- Paydaşlar ve ilişkili çevrelerin çıkarlarını koruyacağından, iyi ilişkiler kurulmasını sağlayacaktır.

Kurumsal yönetim uygulamaları paydaşlar arasındaki çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik öneriler sunmaktadır ve ekonomik kazanımların azaldığı dönemlerde

yaşanan çıkar çatışmaları hâkim ortaklar lehine çözümlendiği gözlemlenmektedir. Kötü kurumsal yönetim uygulamalarının varlığı ekonominin tamamı anlamında negatif dışsallık oluşturmaktadır. Aktaş, (2013) başarılı kurumsal yönetim uygulamalarının ülkeye aşağıdaki katkıları sağladığını belirtmektedir:

- Sermayenin yurt içinde kalması
- Yatırımlarda artış
- Ülkenin ekonomik ve sosyal görünümünde iyileşme
- Ekonomik krizlerin etkilerinin daha az hissedilmesi
- Kaynakların daha iyi yönetilmesi
- Gelir seviyesinde artış yaşanması
- Finansal piyasalarda var olan rekabet gücünde artış yaşanmasıdır.

### **1.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri**

Koçel (2014) şirketin, ortakların ve hissedarların haklarını koruması, paydaşlara karşı şeffaf olması ve sosyal sorumluluk çerçevesinde davranmasının kurumsal yönetimin temelini oluşturduğunu ifade etmiştir.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ilk olarak 1999 yılında yapılan çalışmalarla meydan çıkmıştır. 2004 yılında güncellemesi yapılan bu ilkeler G20 üye ülkeleri tarafından detaylı olarak incelenmiştir. 9-10 Şubat'ta Türkiye'de yapılan toplantılarda yeniden incelenmiş ve çok büyük bir destek sağlanmıştır. En son 8 Temmuz 2015 tarihinde OECD Konseyi tarafından kabul edilen ve yayınlanan ilkeler, temelde altı temel başlık altında toplanmıştır. Bu altı temel başlık ise şunlardır:

- i. *Etkin Bir Yönetim Çerçevesi İçin Temellerin Sağlanması:* Şeffaf ve adaletin egemen olduğu bir yönetim için öncelikle kaynaklar doğru dağıtılmalıdır. İdarelerin sorumlulukları net olmalı ve bunlar toplumun faydasına olacak şekilde düzenlenmelidir. Piyasaya giriş yapacak olanların haklarının korunması ve şeffaflığın oluşturulması ve pay senedi piyasalarının yapılandırılması için etkin bir kurumsal yönetim teşvik edilmedi. Firmayı denetlemek ile görevli kişilerin yetkilendirilmesi ve yeterli kaynaklara sahip olmaları sağlanmalıdır.

- ii. *Pay Sahiplerinin Hakları, Adil Muamele Görmeleri ve Temel Ortaklık İşlevleri:* Bu ilke büyük, küçük demeden tüm pay sahiplerinin haklarının korumasını ve eşit muamele görmeleri gerektiğini ifade etmektedir. Oy kullanma, pay devirleri, değişiklikler ve şirket durumu hakkında bilgi almak, kardan pay almak, genel kurul gündemi ve süreçler hakkında bilgilendirilmeli, sahiplik hakkı güvenceye alınmalı, oy kullanma önündeki sınırlar kaldırılmalı, sermaye yapısında meydana gelen herhangi bir değişiklik tüm paydaşlara açıklanmalı ve şeffaf olunmalıdır.
- iii. *Kurumsal Yatırımcılar, Pay Senedi Piyasaları ve Diğer Aracılar:* Temel olarak pay senedi piyasalarının etkinliğinin yönetim uygulamalarına katkı sağlaması için uygun ortam oluşturulmalıdır. Oy kullanma hakkının vekiller aracılığı ile yapılabilmesi sağlanmalı ve içeriden öğrenenlerin manipülasyonu kurallar getirilerek engellenmelidir. Çıkar çatışmaları ile ilgili önlemler alınmalı ve kurumsal yönetimi desteklemek için pay senedi piyasalarında doğru fiyat meydana getirilebilmesi için tedbirler alınmalıdır. Pay sahiplerinin haklarının korunabilmesi için şeffaflığın artırılması gerekmektedir.
- iv. *Kurumsal Yönetimde Menfaat Sahiplerinin Rolü:* Kurumsal yönetim çerçevesinin menfaat sahiplerinin haklarını gözetmesini ve yapılabilecek ihlallerin önüne geçilmesini temin edecek şekilde hazırlanması gerekmektedir. Menfaat sahiplerinin tam ve doğru bilgi alabilmesi ve çalışanların da etkin katılımı için uygun ortam tesis edilmelidir.
- v. *Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık:* Yönetim çerçevesi, firmanın ortaklık yapısı, finansal durumu ve diğer tüm konular hakkında zamanında ve doğru bilgiler vermelidir. Şirketin yönetiminin nasıl seçildiği, yöneticiler hakkında bilgiler, tüm ortakların ortaklık hakları, finansal olmayan durumlar, öngörülen riskler açık bir biçimde kamuya açıklanmalıdır. Bunların ışığında muhasebe standartları çerçevesinde finansal durum hakkında detaylı bilgiler açıklanmalı ve bu tablolar denetçi tarafından bağımsız denetim standartlarına uygun olarak denetlenmelidir. Ayrıca kurumsal yönetim ve şirketin durumu hakkındaki bilgilere uygun bir maliyet ve tam zamanlı olarak erişim imkânı verilmelidir.
- vi. *Yönetim Kurulunun Sorumlulukları:* Yönetim kurulu, şirkete ve menfaat sahiplerine karşı etkin bir gözetim, adil ve iyi niyetli yaklaşımla, onların

hakların savunmalıdır. Şirketin kritik yöneticilerin seçimi, ücretlerinin belirlenmesi, bütçe ve iş planlarının gözden geçirilmesi yönetim kurulunun temel görevleri arasındadır. Şeffaf bir yönetim kurulunun seçimi için uygun ortamın oluşturulmalıdır. Suiistimallerin engellenmesi ve kamunun aydınlatılması gibi unsurların etkin gözetimi gerekmektedir. Yönetim kurulu tarafsız olmalı ve doğru bilgiye zamanda ulaşılmasını temin etmelidir.

## **1.6. Türk Ticaret Kanunu'nun Kurumsal Yönetime İlişkin Hükümleri**

Yeni yüzyılda ortaya çıkan değişim ve gelişim, 22.11.2001 tarihli ve 4721 sayılı Medeni Kanun'un ayrılmaz bir parçası olarak 13.01.2011 tarih ve 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanununun yürürlüğe girmesini hızlandırmıştır. Bu kanun ticaret hayatımızda önemli değişikliklere neden olmuştur. Kurumsal Yönetime ilişkin yapılan bazı değişiklikler şunlardır:

- Her tacirin basiretli tüccar gibi davranması gerektiği üzerinde durulmuştur.
- Şeffaflık ve yönetim ilkeleri detaylı olarak ifade edilmiştir. Tescil ve kayıt işlemlerinde usulsüz beyanda bulunanlar hakkında ceza öngörülmüştür.
- Tacirin işletmesi ile ilgili her türlü işlemlerini ticari unvanı ile yapması gerektiği ve finansal durumu hakkında yanıltıcı bilgiler gösteren unvan kullanmaması gerektiği salık verilmiştir.
- Bilanço açılış ve kapanış bilgilerinin tutarlılığı vurgulanmakta ve tüm muhasebe işlemlerinin Türkiye Muhasebe Standartlarındaki esaslar dikkate alınarak yapılması gerekmektedir.
- Ortakların şirkete koymayı taahhüt ettikleri sermayeden dolayı şirkete karşı sorumlu oldukları anlatılmaktadır.
- Şirketlerin ortaklarından her birisini ayrı ayrı şirketi yönetme görevi ve hakkı bulunmakta ve Yönetim Kurulu üyelerinin pay sahibi olması zorunluluğu kaldırılmaktadır.
- Anonim şirket Yönetim Kurulu üç yıl için görev yapacaklardır. Ayrıca yönetimde görevli üçüncü kişilerin şirket menfaatlerini korumaları ve dürüstlikle görevlerini yerine getirmeleri gerektiği ifade edilmektedir.

- Şirketlerin sermaye ve finansal durumlarında meydana gelen değişikliklerin doğru, eksiksiz ve gerçeğe uygun olarak yansıtılmaları zorunludur.
- Firmalara Bağımsız Denetim şartı getirilmekte ve küçük pay sahiplerinin hakları korunmaktadır.
- Yönetim Kurulu Üyelerinin tam ehliyetli ve eğitimli olmaları üzerinde durulmaktadır.

### 1.7. Vekâlet Sorunu ve Temel Prensipler

Yönetim uygulamalarının çeşitlendiği ve kurumsallaşmanın hızla arttığı günümüzde çok ortaklı sermaye şirketlerinin varlığı, bu şirketlerin sevk ve idaresinin profesyonel yöneticiler tarafından gerçekleştirilmesini arttırmıştır. Yönetimin, vekil vasıtasıyla yerine getirilmesi yaygınlaştıkça bazı problemler ortaya çıkmaya başlamıştır. Başarısız kurumsal yönetimler ve aşırı risk alan açgözlü yöneticilerin davranışları mali krizlerin nedenleri olarak gösterilmiştir (Smith, 2011: 3). Denetleyici ve düzenleyici kurum, kuruluşlar yeni uygulamalarla bu sorunların üstesinden gelmeye çalışmıştır.

Potansiyel alıcılar, varlıklarını arttırmak için şirketlere doğrudan yatırım yapabilecekleri gibi, hisse senedi alarak dolaylı bir yatırım yolu da izleyebilirler (Özsoy, 2011: 18). Sınırlı yükümlülük getirilmesi ve ortaklıklar yoluyla kurumsal sahiplenmenin yaygınlaştırılması, şirketlerin kontrol edilme biçimi üzerinde çarpıcı bir etki meydana getirmiştir (Solomon ve Solomon, 2004). En çok işlem gören şirketlerin faaliyetlerin büyüklüğü hissedarlar, yönetim kurulu ve profesyonel yöneticiler arasında başka bir bölümün oluşmasına neden olmuştur (Stapledon, 1996: 9).

Bir şirketi yönetmek ile sahip olmak farklı olduğundan, aracılar veya yöneticilerin her zaman hissedarların menfaatleri doğrultusunda hareket etmeleri düşünülemez (Bonazzi ve Islam, 2017: 8). Organizasyon teorisi; vekâlet vereni işletme sahibi, vekil edileni ise yönetici olarak tanımlamaktadır. Yine bu teoride, vekâlet verenler üst yönetici; vekil olarak çalışanlar ise ast olarak gösterilmektedir. Vekâlet veren değişik isteklendirme araçları kullanarak vekili verimli hareket etmeye yönlendirmeye çalışmaktadır. Ancak vekâleti veren vekilin performansını

ölçemiyor ve yönlendiremiyorsa, zamanla bir çatışmanın çıkmasından kaçışta pek mümkün olamamaktadır (Koçer, 2014: 418).

Yönetimin bazı yetkilerini ve kararlarını devretmesi vekâlet teorisini ortaya çıkarmıştır. Bu teori Jensen & Meckling (1976) tarafından şöyle tanımlanmıştır: “*bir veya daha fazla şahsın (müdür) başka bir şahsa (acenteye) kendi adına bazı hizmetlerde bulunmaları için bazı karar verme yetkisini temsilciye devretmesini gerektiren bir sözleşmedir.*” Şirket sahiplerinin ve yöneticilerin çıkarlarının çatışması, bunların çözülmesi ve denetlenmesi ciddi bir sorun haline gelmiştir. Ortaya çıkış sebebi genelde yöneticilerin kendi menfaatlerinin maksimize etmek için çalışan olduğu firmanın faydasını ikinci planda tutmasıyla tanımlanmaktadır. Aslından sermayedarın (asilin) beklentisi, atadığı vekilin belirli bir ücret karşılığında amaçlarını gerçekleştirmesi ve buna uygun olarak hareket etmesidir. Çelik ve Bedük (2017: 36) çalışmalarında; asilin, vekilin işlemleri ve gayreti ile yaptıkları hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması, bilgi elde etmenin yüksek maliyetler barındırması hizmetin vekil tarafından risk oluşturan ve riski bölen bir durumu ifade etmesi neticesinde ve vekilin gayreti ile kazancı arasında orantılı olmaması veya faaliyetler esnasında vekilin menfaat çatışmasına düşmesi ve etik sıkıntılarının varlığı halinde asil ve vekil ilişkisi doğduğunu ifade etmiştir. Asil ve vekil ilişkisinden meydana gelen sıkıntılarının vekâlet sorunlarını ortaya çıkardığını belirtmişlerdir.

Eisenhardt (1999) ise vekâlet teorisinin temelde iki sorun nedeniyle ortaya çıktığını belirtmektedir. Birincisi, işletme ile vekilin amaçlarının çakışmasıdır. İkincisi ise, riske yönelik bakış açılarının ve almak istedikleri risk oranlarının farklılığı şeklinde açıklamıştır.

### **1.7.1. Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Sorunu**

Şirketlerde hissedarlık ve yöneticiliğin birbirinden ayrılması ve yönetimin profesyonel yöneticiler tarafından devir alınmaya başlanması, beraberinde bazı sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Özellikle yöneticilerin kendi faydalarını gözeterik hareket ermelerinden kaynaklanan birtakım sorunlar meydana

çıkılmaktadır. Yöneticilerden kaynaklanan vekalet sorunu olarak literatürde ifade edilen bu durum, aşağıda dört madde halinde açıklanma çalışılacaktır.

- i. İşletmenin performansının ve yönünün kim tarafından nasıl belirleneceği önemli bir sorun olarak ortaya çıkmaya başlamıştır (Koçer, 2014: 418). Sorunun varlığının belirginleşmesi bu alanda yapılan çalışmaların ve çözüm yollarının artışına neden olmuştur.
- ii. Yöneticilerin şirketin hisselerinin bir kısmına sahip olmaları ve gelirlerin bir kısmının kendisine dönecek olması, hisse sahiplerinin faydalarını maksimize etmeye yönelik çaba sarf etmemesine neden olabilir. Yönetici, birçok maliyetin büyük bölümüne hissedarlar katlanacağı için, yüksek ücret talep ederek ya da lüks harcamalara yönelerek maliyetlerde önemli artışlara neden olabilir (İşeri, 2002: 81).
- iii. Yöneticiler, amaçlarını gerçekleştirmek için başarısız olmalarının tüm maliyetlerine katlanırlar, ancak getirilerin sadece bir kısmını sahip olabilirler (McColgan, 2011). Boyutu küçük olan yönetim kurulunun, şirketin varlıklarını yönetmede daha etkin ve başarılı oldukları, varlıkların etkin kullanımının ise vekâlet maliyetlerinin azalmasına önemli katkıları söz konusudur. Yönetim kurulunda bağımsız denetçilerin varlığı, vekâlet sorununun denetlenmesine yardımcı olabilecek unsurlardandır (İbrahim ve Samad, 2011: 115).
- iv. Yapılan işlerin belirsizliğinden kaynaklanan problemler yöneticileri firma sahiplerinin menfaatlerini arttırma çabalarına uygun olmayan faaliyetlere yönlendirmektedir (Özsoy, 2011: 18-19). Yöneticiler ile firma sahipleri arasındaki çıkar farklılıkları, yöneticilerin kendi hedeflerini gerçekleştirmeye çaba sarf etmelerine neden olabilmektedir.

### **1.7.2. Hissedarlardan Kaynaklanan Vekâlet Sorunu**

Vekâlet problemi, finansal piyasalar tarafından anlaşılacak ve firmaların hisse fiyatına olumsuz yansiyacaktır. Hissedarlar ile şirket yöneticileri arasındaki çıkar



farklılıklarından kaynaklanan maliyetler, paydaşların hisselerinde değer kaybı olarak görülebilir (McColgan, 2011). Şirketlerin hissedar sayısı arttıkça sahip oldukları varlıkları yönetme kabiliyetlerinde azalış görülmektedir. Sahiplerin, firmalarını kendi adlarına yönetebilmek için profesyonel yöneticiler tutması gerekmektedir. Uygulamada ise hissedarlar mal sahibi olarak değil, yatırımcı gibi hareket etmektedir. Firma sahipleri ile yatırımcılar arasındaki fark küçük olmakla birlikte önemlidir. Firma sahipleri, şirketin genel iş performansına odaklanırken, yatırımcılar ise hisse senetlerinin getirisini ve riskini dikkate almaktadır. Bu nedenle, yatırımcılar çoğunlukla pasif hisse sahibi gibi hareket etme eğilimindedirler (Jerzemowska, 2006: 9).

Hissedarlar, menfaatlerini korumak ve menfaatlerinin devamlılığını sağlamak için yöneticileri daha yakından takip etmeye çalışacaklardır. İzleme ve denetleme doğal olarak paydaşların daha fazla maliyetle karşı karşıya kalmalarına neden olacaktır.

### **1.7.3. Borç Verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Sorunu**

Şirkete borç verenler, mali yapıyı tek başına bir değerlendirme konusu yapmamaktadırlar. İşletmenin; yönetimi, mali yapısı, paydaşları ve diğer pek çok yapıyı detaylı olarak incelemektedirler. Yöneticilerin, firmanın yararını ikinci plana alan yaklaşımları hisse sahiplerinin menfaatlerinin korunması hususunda son derece önem arz etmektedir ve bu durum borç verenler tarafından yakından izlenmesi gereken bir durum olarak değerlendirilebilmektedir. Yönetimsel olarak işletmenin yapısına müdahale etmeye kadar varabilen adımlar atılmasına da neden olabilmektedir.

### **1.8. Vekâlet Maliyetleri**

Paydaşlar ve idareciler arasındaki çıkar farklılıklarından kaynaklanan sorunların artışı, finans sisteminin daha ayrıntılı olarak incelenmesine katkı sağlamıştır. Vekâlet maliyetleri, yöneticilerin kendi faydalarını maksimize etmelerinin doğal bir sonucudur (Laiho, 2011). Birçok maliyette olduğu gibi vekâlet maliyetleri de bir şirketin hisse fiyatlarına yansiyacaktır ve değer kaybına neden olacaktır (McColgan, 2011). Vekalet maliyetleri, yöneticilerin izlenmesi için katlanılan pek çok maliyeti kapsamakta ve şirketlerin gider kalemi olarak katlandığı bir maliyettir.

Birtakım işlerin ve karar süreçlerinin vekile devir edilmesi neticesinde, her iki tarafında kendi faydasını ön planda tutacağı düşünülürse, temsilcinin her zaman işletmenin yararına hareket etmeyeceği de göz önünde bulundurulmalıdır (Jensen ve Meckling, 1976). Temsil edenin denetlenmesi, izlenmesi gibi unsurlar doğal olarak hissedarlara ve işletme sahibine maliyet olarak yansıtacaktır. Vekâlet maliyetleri pek çok kaynaktan meydana gelebilir bunların bazıları şunlardır:

### **1.8.1. İzleme Maliyetleri**

Bir yönetim sistemine ihtiyaç duyulması, şirket sahipleri ile yöneticilerin menfaatlerinin çatışması yönetim alanında katlanılan maliyetlerin artmasına neden olmaktadır. Ekonomistler tarafından bu durum vekâlet problemi olarak ifade edilmektedir. Vekâlet maliyetlerini azaltmak için, organizasyon genelinde çeşitli kontroller ve izlemeler yapılmaktadır. İzleme sistemi, hissedarların yönetimini denetleyen yönetim kurulunda ve mali tabloların güvenilirliğini yorumlayan dış denetçiden oluşmaktadır (Larcker ve Tayan, 2008: 1). Bu unsurların hepsinin bir araya gelmesinin nedeni yöneticilerin kendi menfaatlerini korumak için şirketi zarara uğratma ihtimallerini ortadan kaldırmaktır.

İzleme maliyetleri, vekilin davranışını ölçmek, takip etmek ve denetlemek için yapılan harcamalardır (McColgan, 2011). Şirket yöneticileri, hissedarlara oranla şirket ve diğer sosyoekonomik konularda daha fazla bilgiye sahiptirler ve hissedarların kazançlarında meydana gelecek artışlara engel olmaya çalışabilmektedirler. Hissedarların karşılaşılabilecekleri bu sıkıntıları önleyebilmek için bir takım denetim mekanizmaları kurulması kaçınılmazdır. Söz konusu denetim mekanizmalarının hayata geçirilmesi için katlanılan maliyete denetim maliyeti denilmektedir (Güngör, 2012: 51).

Yöneticilerin ilkeler açısından zararlı eylemlerini sınırlandırmak için tasarlanan kaynakları içermektedir. Yönetimde bulunmayan paydaşların denetimi yöneticilerin oluşturduğu maliyetleri düşürebilir, ancak tamamen ortadan kaldırması söz konusu değildir (Laiho, 2011).

### 1.8.2. Sözleşme Maliyetleri

Denetim masraflarını, idari tazminat sözleşmeleri hazırlamayı ve yöneticilerin iş akitlerinin feshini içeren maliyetlerden oluşabilir (McColgan, 2011). Temelde sözleşmelerin amacı, yöneticilerin sermaye tedarikçilerinin menfaatleri doğrultusunda hareket etmelerini sağlamaktır. Alacaklılar, daha yüksek faiz talep eden yatırımcılara ve potansiyel pay sahiplerine hisse başına daha düşük fiyat ödeyerek borç verirler. Böylece, yönetişimin beklenen maliyetleri ne kadar yüksek olursa, faiz oranı o kadar yüksek olur ve bir şirketin piyasa değeri düşer, diğer faktörler aynı olur (Jerzemowska, 2006). Yönetimsel eylemler izlendiğinde her eylem için sözleşme yapmak çok faydalı değildir. Ayrıca aşırı derecede kısıtlayıcı yönetim anlayışı uygulayarak vekâlet sorununu azaltmak için hazırlanan sözleşmelerin uygulanmasındaki dengeyi ifade eden kayıp olarak ortaya çıkar (McColgan, 2011).

Bu maliyetler yapılan sözleşmenin içeriğine göre çok yüksek tutarlar teşkil edebilmektedir. Şirketin maliyetlerinde artış kalemi olarak göze çarpan önemli bir unsur haline gelebilmektedir.

### 1.8.3. Artık Kayıp

Jensen ve Meckling (1976), yöneticinin ve temsilcinin denetleme maliyetleri olması gerektiğini, ayrıca temsilcinin kararları ile müdürün refahını en üst düzeye çıkaracak kararlar arasında bazı farklılıklar olacağını ve bu farklılığın yöneticinin refah düzeyindeki düşüşüne neden olması vekâlet ilişkisinde bir maliyete (artık kaybına) neden olduğunu belirtmiştir. Bu kayıp, Jerzemowska (2006) girişimci mülkiyetinin etkisinin azaltıldığı zaman ortaya çıkan firmanın değerindeki azalmadır şeklinde açıklamıştır.

Yöneticilerin, daha az risk barındıran varlıklara yatırım yapacakları vaadiyle borçlanmaktadırlar ancak elde ettikleri bu tutarları riski ve getirisi yüksek kalemlere yatırmaktadırlar. Gerçeğe pek uygun olmayan vaatlerle elde ettikleri bedeller sayesinde refah transferi yapmaktadırlar. Bu yatırımların riskinin yüksekliği neticesinde beklenen gelirler elde edilmezse bir kayıp yaşanacaktır. Hissedarların

veya borç verenlerin yaşadığı bu refah kaybı artık kayıp olarak ifade edilmektedir (Güngör, 2012: 52).

## **1.9. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

Kurumsal yönetim mekanizmaları, vekâlet sorunlarını çözmek için çok önemli etkilere sahiptir. Esasen, kurumsal yönetime şekil veren birçok iç ve dış faktör vardır. Bunlar kurumsal yönetim mekanizmaları olarak adlandırılmıştır (Furtuna, 2013). Kurumsal yönetim mekanizması birçok bilimsel çalışmada firma içi yönetim ve dışsal yönetim mekanizmaları şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Firma içi yönetim, içyapıyı ve işleyişi ifade etmektedir. Firma dışı mekanizmalar ise, şirketin dışında bulunan yapılardan etkilenecek şekilde şekillenen unsurlardan meydana gelmektedir.

### **1.9.1. Dışsal Yönetim Mekanizmaları**

Şirketler buldukları çevreden ve diğer pek çok unsurdan etkilenecek yollarına devam etmeye çalışırlar. Kurumsal bir yapı çevresinde devam eden faaliyetlerin dış çevreden bağımsız olmadığını bilmeliyiz. İşletmenin tamamını doğrudan etkileyen bu unsurların varlığı hayati bir öneme sahiptir. Bu unsurlar; Şirket Kontrol Piyasası, Yönetici Emek Piyasası, Hukuksal Çerçeve ve Aktif Hissedarlıktır.

#### **1.9.1.1. Şirket Kontrol Piyasası**

Firmanın kontrolünü elinde bulunduran hissedarlar ile azınlık hakkına sahip hissedarlar arasında yaşanan çıkar çatışmalarının sebebi çoğunlukla mülkiyet yapısından kaynaklanmaktadır.

Şirket kontrol piyasası, finansal performansı kötü olan şirketlerin sahipliğinin değişmesine neden olan yönetim mekanizmasıdır. İçsel yönetim mekanizmalarının başarılı olmadığında, şirket dışında bulunanlar için önemli bir fırsatın varlığı ortaya çıkmaktadır. Bu mekanizmanın varlığı kötü idare edilen şirketlerin el değiştirmesi neticesinde finansal olarak daha etkin yönetileceği varsayılmaktadır. Hissedarların tatmin edilememesi tepe yönetimin değişimi ve şirketin el değiştirmesine neden olabileceğinden, şirket kontrol piyasası denetim görevini tam anlamıyla

gerçekleştiremeyen yönetim kurullarının yerini alan bir mekanizma olarak ortaya çıkmaktadır (Güngör, 2012: 53). Şirketin sahiplik yapısını doğrudan etkileyen bu mekanizma, şirketlerin yaşam süresini belirleyebilmektedir.

Şirket yöneticilerinin ve diğer paydaşların, şirketteki hisse oranlarının yüksekliği dışarıdan şirketin satın alınması olasılığını son derece düşürmektedir. Siper alma olarak ifade edilen bu durum, pay miktarları fazla olan yöneticilerin yönetim alanından uzaklaştırılmamalarının ifadesidir. Pay oranı yüksek olan yöneticilerle sınırlı olmamakla birlikte aynı zamanda beceriksiz veya art niyetli hisse sahipleri de problemin temeli olabilmektedir. Yaygın mülkiyetin hakim olduğu şirketlerin üst yöneticileri, yönetim kurulu üyelerini etkisi altına alırsa, yönetimdeki hakimiyetine karşı koyabilecek kişilere karşı koruyabilmesini sağlayacaktır (Menteş, 2009: 118). Beceriksiz ve yetkin olmayan pay sahiplerinin şirketten uzaklaştırılmasını sağlayan mekanizmanın varlığı. Şirketin bu yüklerden kurtulabilmesine olanak sağlayabilmektedir.

#### **1.9.1.2. Yönetici Emek Piyasası**

Yöneticilerin başarısı, en az maliyetle en yüksek verimliliği sağlaması ölçü olarak kabul edilmektedir. Tüm pazarlarda olduğu gibi yönetici iş gücü piyasasında da rekabet son derece keskin bir hal almıştır. Yönetim alanında geçmiş dönemlerde gösterdikleri başarı, onların geleceklere hakkında karar unsuru olması performanslarını daima canlı tutmalarını sağladığı görülmektedir. Ücret ve performans primleri gibi ödemeler yöneticilerin geleceklere şekillendiren en önemli husus olduğu göze çarpmaktadır. Yöneticilerin gösterdikleri performans başarı veya başarısızlığın temel ölçütü olmaya devam etmektedir.

Larcker, CEO'lar için İşgücü Piyasası'nı mevcut yetenek tedarikinin talebe uygun hale getirilmesi süreci olduğunu belirtir. İş gücü piyasasının daha etkin çalışabilmesi için yönetici pozisyonuna başvuran kişilerin yetenekleri hakkında daha fazla bilgi sahibi olunmalıdır. Ayrıca pazarın verimsizliğinin yöneticilerin yanlış kararlar almasında etkili olduğunu ve bununla hisse değerlerinde azalmaya neden olduğunu ifade etmiştir (<https://www.gsb.stanford.edu>). Urooj ve Khattak (2011), CEO değişikliğinin yatırımcılara hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini

inceledikleri çalışmalarında, 2005-2008 döneminde Pakistan'da işlem gören şirketlerin CEO'ları dikkate alınmıştır. CEO değişikliğinden önceki, CEO'ların değişeceğine dair yapılan haberlerin hisse senedi getirileri üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını ortaya koymuşlardır. CEO değişiminden sonra CEO değişimi ile hisse senedi getirileri arasında olumsuz bir tavır sergileyen yatırımcıların ise bu durumdan negatif etkilendiğini gözlemlemişlerdir. Pakistan'da firmanın gelecekteki performansı ile ilgili daha fazla belirsizliğin hakim olduğunu ve bu belirsizliğin, CEO değişiminden sonra negatif getirilere yol açtığını gözlenmiştir (<https://www.gsb.stanford.edu>).

### 1.9.1.3. Hukuksal Çerçeve

Şirketler, diğer vatandaşlar gibi yasaların belirlediği çerçevede hareket etmelidir. Hukuki ihlallere ilişkin cezalar, şirketler için son derece tehlikeli ve hayati riskler oluşturabilmektedir. Uyum göstermek sadece doğru olan değildir, aynı zamanda esas olandır. Yönetim kurulu ve yöneticiler, şirketin hukuksal sorunlarla karşılaşmamasını sağlayabilmek için etkin bir yasal uyumluluk göstermelidirler (<https://www.businessroundtable.org>). Yasalar ve diğer uygulamaların baskın yapılarıyla uyum sağlanmasında profesyonellerin istihdamı konusunda azami gayret göstermek gerekebilmektedir.

Devletin yasal düzenlemeleri, şirketlerin faaliyetlerinin sınırlarını belirlenmesinde en büyük etkidir. Şirket ile ilişkili tüm paydaşların adillik, şeffaflık gibi kavramlar yardımıyla haklarını korumayı amaçlayan kurumsal yönetim, gücünü hukuktan almaktadır (Menteş, 2009: 113). Hukuk sistemleri ticaretin artması ve ilişkilerin yoğunlaşması neticesinde farklı coğrafyalarda ortaya çıkmıştır. Temelde hukuk sistemleri ikiye ayrılmıştır. Birincisi, Roma hukukunun esas alındığı, kamu ve özel hukuk ayrımının bulunduğu kıta Avrupası hukuk sistemidir. İkincisi ise, İngiltere, Amerika ve Kanada gibi ülkelerde hâkim olan ve hâkimlerin verdiği kararların sistemi meydana getirdiği, kamu ve özel hukuk ayrımının bulunmadığı Anglo-Saxon hukuk sistemidir.

Hukuk kuralları dünyada farklılık gösterir, ancak çoğu yerde yatırımcılara oldukça sınırlı bir hak verme taraftarı oldukları görülmektedir. Özellikle hukuk kuralları

ortak hukuk geleneğinden gelen ülkeler yatırım yasalarını, kanunlarını menşe hukuku ve özellikle Fransız medeni hukuk geleneğinde alan ülkelere daha fazla korumaya meyillidir. Alman medeni hukuku ve İskandinav ülkeleri ise yatırımcıların korunmasına yönelik bir duruş sergilemektedir (Porta, vd., 2017). Dünyadaki yaygın hukuk kuralları farklılık göstermesine rağmen temelde işletmelerin yasalara uygun olarak faaliyetlerini sağlamaya çalışmaktadırlar.

#### **1.9.1.4. Aktif Hissedarlık**

Genel anlamda şirkette ve şirketin faaliyetlerinden menfaat elde eden kişi ve gruplara paydaş denilmektedir. Kurumsal yönetimin etkinliği paydaşlarının hak ve beklentilerini ne derece karşılayabildiğiyle alakalıdır (Aşçıgil, 2003: 120).

Ortaklar çoğunlukla şirketin sahibi olarak anılmaktadırlar. Şirkete belli bir oranda paya sahip olduklarında şirketin dahil olduğu yasal sistemin içinde belli haklara ve yükümlülüklerle sahip olurlar (Darman, 2004: 91). Günümüzde ortaklık paylarının milyonlarca adede ulaştığı firmalarda, hissedarların hepsinin beraber şirket yönetmeleri mümkün değildir, sorumlulukları ve o sorumluluklarla ilişkili olan yetkilerin devredilmesi gerekmektedir. Hissedarlar çoğunlukla bu yetkilerini genel kurulda oy kullanarak yapmaktadırlar (Ararat, 2003: 81). Yönetim kurulunda tüm hissedarlardan aldıkları yetkiler ile sorumluluklarını yerine getirmektedirler. Yönetim, yükümlülüklerini yerine getirmeyi başaramaması durumunda, hissedar yönetime karşı hukuk yollarına başvurulabilir ve tasfiye halinde kalan haklarını koruyabilir (Darman, 2004: 92). Council, (2010)'da şirketler, hissedarlarının haklarını gözetmeli ve hissedarların bu haklarını kullanabilmeleri için karşılaşılabilecekleri engelleri aşmaları konusunda onlara yardımcı olmaları gerektiğini belirtmiştir. Şirketlerin aşağıdaki hususları dikkate alarak hissedarlarına yetki vermelidir:

- Onlarla etkili iletişim kurulmalı,
- Şirket ve kurumsal önerilere hızlı ve doğru bir şekilde ulaşma imkânı ve
- Genel kurul toplantılarına katılımları sağlanmalıdır.

Hissedarların etkinliği kurumsal yönetimin denetlenmesi ve yönlendirilmesinde önemli bir paya sahip olduğu görölmektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde hissedarların daha etkin bir rol üstlendikleri iletişim ve etkileşimde söz sahibi oldukları görölmektedir.

### **1.9.2. Firma İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

İçsel yönetim mekanizmaları şirket mülkiyet yapısından ve şirketin içinde bulunduğu finansal ve hukuki durumdan son derece etkilenmektedir (Menteş, 2009: 71). Gerçek hayatta yaşanan ekonomik durum ile ders kitaplarında anlatılan modeller arasında asimetrik bilgi, hatalı izleme ve fırsatçı tutumlar gibi belirgin farklılıklar vardır. Birçok önemli kurum, ajans problemi olarak adlandırılan bu unsurların varlığını azaltmak için mücadele etmektedir. Pay sahiplerinin haklarının korunması, açık uçlu yatırım fonları, rekabet politikası için yasal dayanak, profesyonellik ve muhasebe denetimleri gibi etkenler bulunmaktadır (Iskander ve Chamlou, 2000: 19). Bu unsurların temel amacı pay sahiplerinin haklarının korunması içi şirketin etkin denetiminin sağlanmasını temin etmektedir.

Firmaların faaliyetlerini etkileyen ve önemli kararların alınmasında büyük pay sahibi olan içsel yönetim mekanizmalarının temel bileşenleri tepe yöneticileri, sahiplik yapıları, denetim standartları, teşvikler ve uygulamalardır. Bu bölümde yukarıda saydığımız içsel yönetim mekanizma bileşenlerini başlıklar halinde açıklanmaya çalışılacaktır.

#### **1.9.2.1. Yönetim Kurulları**

Günümüzde bazen milyonlara varan hissedarın bulunduğu şirketlerin varlığı onları kolektif olarak yönetmenin imkânsızlığına neden olmaktadır. Dolayısıyla şirket yönetiminin sorumluluğu ve sorumluluklara ait yetkilerin devir edildiği bir yönetim kuruluna ihtiyaç duyulmaktadır. Hisse sahipleri bu sorumluluklarını genel kurulda yerine getirmektedir. Doğal olarak yönetim kurulunun görevi hissedarların temsilcisi olarak, şirketi hissedarların beklentileri doğrultusunda en iyi şekilde yönetmesi beklenmektedir (Ararat, 2003: 83). Beklentilerin karşılığını genel



kurulda ortaya koyan pay sahiplerinin en tabi beklentisi olan iyi idaresinin temini hayati önem arz etmektedir.

Yönetim kurulu, şirketin hedefine ulaşması için yönünü belirlemeli ve yönetimi izlemelidir. Teoride uzun vadede paydaşların menfaatleri doğrultusunda işletmenin idare edilmesini sağlamakla yükümlüdür. Hukuk kuralları da bu çerçevede yönetim kurullarına mutlak olarak emanetçi rolü vermektedir (Özsoy, 2011: 13). Kurumsal kararların merkezi olan ve şirketin yönetiminde önemli bir rol oynayan yönetim kurulu, şirketin stratejisinin belirlenmesi, politikaların geliştirilmesi, üst düzey yöneticileri seçmek ve denetlemek, idare etmek ve teşvik etmek gibi sorumluluklara sahiptir. Kişiler, farklı şirketlerin veya sivil toplum kuruluşlarının üyesi olabilirler ya da özel yetenekleri olan özel kişiler olabilirler. Yönetim kurullarının sorumlulukları, bağlı oldukları şirketin yapısına ve özelliklerine göre farklılık gösterebilmektedir (Alacaklıoğlu, 2009: 53). Yönetim kurulunun alacağı stratejik kararlar, işletmenin risk, gelişim ve karlılık dengesinin uygun bir seviyede kalmasını sağlayarak mantıklı ve ihtiyatlı risk yönetimi bakış açısıyla uzun vadeli çıkarlarını koruyarak ihtiyaç duyacağı işgücünü ile finansal kaynakları belirler ve şirketi yönetir (SPK, 2017: 156). Yönetim kurulu kurumsal yönetimin önemli bir mekanizması olup, yönetimin ve tüm tarafların menfaatlerini korumak için pay sahipleri adına yöneticiler tarafından izlendiği bir araçtır (Darman, 2004: 51). Önder (2003: 135), firma içi kurumsal yönetim mekanizmalarının doğru çalışabilmesi için bir takım tavsiyelerde bulunmuştur. Bunlar; yönetim kurullarında çıkar çatışmalarının meydana gelebileceği durumlarda bağımsız karar verebilecek, yönetici olmayan yönetim kurulu üyesi bulunması gerektiğini; ayrıca finansal raporlama, yöneticilerin atanması, ücretlerin belirlenmesi gibi konularda özel komiteler oluşturulabileceği ve yönetim kurulu görev ve sorumluluklarını yerine getirmek için zaman ayırması gerektiği önerilmektedir.

Kurumsal yönetimin çerçevesi, yönetim kurulunun şirkete ve paydaşlarına karşı hesap verebilirliğini desteklemelidir. Günümüzde şirketler, şirketi yönetmek için atanan ya da hissedarlar tarafından seçilen bir yönetim kurulu tarafından idare edilmektedir. Bu hissedarların yönetim üzerindeki gücünü gösterebilir, ancak birçok sektörde yönetimin performansı orta ve uzun vadede değerlendirilebileceği kabul edilmektedir. Bu sebeple pay sahipleri, kendi adlarına tasarrufta bulunanlara

güven vermek zorundadır (ACCA, 2017). Yöneticilerin doğru karar vermeye ikna etmek için iki yol vardır: Daha iyi performans gösterebilmek için tazminat ödemek ve işler kötü giderse yöneticilerin yerine yenilerinin atanmasıdır (Acharya, vd., 2017: 29). Bu iki yol denenerek yöneticilerin doğru karar vermeleri yönünde baskı altına alınmalarına çalışılmaktadır. Gerçekte ise durumun tam da böyle olmadığı görülmektedir. Başarısızlık neticesinde yöneticilerin değil de daha alt kadrolarda çalışanların hızlı bir şekilde elemine edildiğini tecrübe etmekteyiz.

ACCA (2017)'de Yönetim Kurulunun görevleri şöyle tanımlanmıştır:

- Şirketin amacını belirlemek.
- Şirketin günlük işlerini yaparken uyması gereken kuralları belirlemek.
- Şirketin paydaşlarını belirlemek.
- Bu faktörleri bir araya getirebilecek stratejileri geliştirmek ve uygulanmasını sağlamak.

Darman (2004) ise yönetim kurullarının, yönetim ve şirket performansı ile ilgili sorumluluklarını yerine getirirken üzerinde yoğunlaşmaları gereken beş temel başlık olduğunu belirtmiştir. Bunlar; çalışma stratejisi belirlemek, performansı denetlemek ve gözlemek, risk yönetimi, yönetimi değerlendirme ve ücret belirlemek, hissedarlar ile etkin iletişim kurulmasını sağlamaktır.

#### **1.9.2.2. Sahiplik Yapısı**

Kurumsal sektördeki sahiplik yapısı ve finansman kaynakları, kurumsal yönetim sisteminin tasarımında belirleyici bir etkiye sahiptir (Iskander ve Chamlou, 2000: 29). Sahiplik yapısı, çoğunlukla firmanın sahibi olarak anılmaktadır. Şirkette belirli bir paya sahip olduklarında, yasalarla belirlenmiş bazı haklara sahip olurlar. Ortakların temel hakları; şirketin sahiplik yapısı hakkında bilgi sahibi olmak, hisse senetlerini satmak, genel kurul toplantısına katılmak ve oy kullanmak, yönetim kurulunu seçmek, düzenli ve zamanında şirket hakkında bilgi sahibi olmak, şirketin karını paylaşmaktır (Darman, 2004: 91). Pay sahiplerine karşı olan sorumluluk yerine getirilmediğinde dava açmak ve tasfiyeden pay alma imkânı verilmiştir.

Kurumsal yönetimin hedefi, sahipliği ve kontrol etmenin birbirinden ayrılmasıyla ortaya çıkan sorunları ortadan kaldırmaktır. Bu nedenle sahipliğin yoğunlaşması ve kurumsal yönetimin yapısı arasındaki yakın ilişki dikkatle incelenmelidir (Gürbüz, 2004: 11). Pay sahipleri ve yöneticilerin menfaatlerinin uyumlu hale getirilmesi, işletmenin katlanmak zorunda olduğu ajans maliyetlerinin de azalmasına önemli katkıları söz konusu olabilecektir.

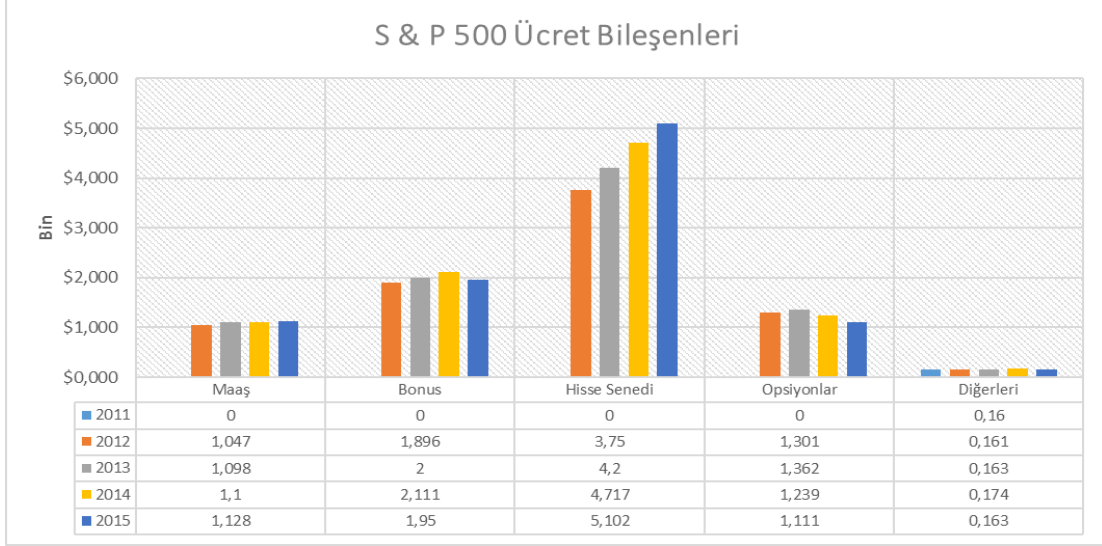
### 1.9.2.3. Yönetici Ücret ve Teşvikleri

Yönetim kurulları işletme ile ilgili pek çok sorumluluğa sahiptir ve en önemlilerinden biriside yönetici ücretlerinin belirlenmesidir. Kurumsal yönetim çerçevesinde yönetici ücretleri ile gösterilen performans arasındaki ilişki son derece önemlidir. Yönetici teşvikleri, tepe yöneticisi ve diğer üst düzey yöneticilerin gelirlerinin, işletmenin finansal performansı ile ilişkilendirilmesini sağlayan teşvik araçlarıdır (Menteş, 2009: 97). Yöneticiler, şirketi hissedarların hedefleri doğrultusunda idare etmezlerse, şirketin hisse değerinde kayıplar yaşanabilir, yöneticiler işlerini kaybedebilir ya da şirket sahipliği el değiştirebilir. Yöneticilerin, hissedarların çıkarına hareket etmeleri için yöneticilerin performansına göre teşvik veya hisse senedi gibi çeşitli ekonomik seçenekler sunulabilir (Önder, 2003: 125).

Yönetici ücretleri dört temel omurga üzerine oturtulmuştur: *Birincisi*, yöneticilere standart maaş verilir; bu maaş genelde rakip şirketlere kıyasla değerlendirilir. *İkincisi*, genellikle yıllık finansal performansa dayanan bir bonus planlanmaktadır. *Üçüncüsü*, yöneticilere, önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte hisse satın alma hakkı temsil eden, aynı zamanda bir sorumluluğu temsil eden hisse senedi opsiyonları önerilmektedir. *Son olarak*, uzun vadeli teşvik planları ve emeklilik planları gibi ek tazminatları içerebilmektedir. Aynı zamanda, toplam hisse senedi değişikliklerinde teşviklerden yararlanırlar. Yetersiz performans nedeniyle işine son verilmesi olasılığı, yöneticilere firma değerini daha fazla arttırmak için teşvik edici etki yapar. Yönetici, performans düşüklüğünü devam ettirirse idari iş piyasasında itibar kaybedeceğinden, beşeri sermayesinde devalüasyona uğrayacaktır (Conyon, 2017: 25-38). Yöneticiler bu nedenle başarılı olabilmek için her yolu deneyecekleri varsayılmaktadır.

Yöneticilere sağlanan menfaatler ve teşvikler neticesinde, şirketin hisselerinde değer artışı, yönetimde etkinlik, paydaşların haklarının korunması ve kurumsal yönetimin firma içindeki mekanizmalarının etkinliğinin de artış sağlanmış olur.

Şekil 2: S&P 500 Ücret Bileşenleri



**Kaynak:** Equilar, 2016.

Şekilde 2’de görüldüğü üzere, Standart and Poors (S&P) 500 şirketi özelinde incelenen maaş ve diğer ödemelerin yıllar itibari ile değişimi verilmiştir. Şirketlerin üst yöneticilerinin yıllar ilerledikçe ve kurumsal yönetimin önemi daha çok hissedildikçe hisse senedinden aldıkları pay artmaktadır. Çünkü şirketler yöneticilerin ortaklık paylarının varlığının daha az vekâlet maliyetine ve daha fazla ortak çıkar sağlama anlamına geldiğini düşünmeye başladıkları ön görülmektedir. Nihayetinde şirketin menfaatlerinin yönetici menfaatlerinin önüne geçmesini temin edebilecek bir etkinliği barındırdığı varsayılmaktadır.

#### 1.9.2.4. Muhasebe ve Denetim

Önemi gün geçtikçe artan Kurumsal Yönetim, işletmelerin tüm diğer yapılarında olduğu gibi muhasebe ve denetim alanında da önemli değişikliklere neden olmaktadır. Muhasebe ve denetim uygulamalarında, bilgi, raporlamada ortaya çıkmakta ve bu bilgilerin anlaşılır, güvenilir olması gerekmektedir (Demir & Sezer, 2014: 207). Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi (IASB) 1973 yılında bağımsız bir kuruluş olarak İngiltere’de kurulmuş ve uluslararası muhasebe

standartları geliştirilmiştir (Iskander ve Chamlou, 2000: 166). Tüm dünyada kabul gören bu standartlar şirketlerin finansal faaliyetlerinin ölçülmesi için standardizasyon meydana getirmek için çalışmaktadır.

Kurumsal yönetimi benimseyen işletmelerin uluslararası kabul gören muhasebe standartlarını ve denetimi kabul etmesi şeffaflaşmayı sağlayacağından hisse sahiplerinin ve diğer paydaşların bilgi sahibi olma imkânlarını arttıracaktır. Kurumsal yönetimin temel hedeflerinden birisi olan tam ve doğru bilgi sahibi olmayı sağlayan bu standartlar yönetim mekanizmasına bu anlamda önemli katkı sağlamaktadır. Yöneticilerin finansal performansının ölçümü neticesinde hissedarların doğru karar vermeleri için kullanılan verilerin doğruluğu ve tarafsızlığı çok önemli bir rol üstlenmektedir.

#### **1.9.2.5. Yatırımcı İlişkileri**

Şirketlerin paydaşlarının haklarını korumak için faaliyette buldukları konuda hesap verebilirliğinin temin edilebilmesi için karar mekanizmalarının takibi ve denetlenmesi kurumsal yönetim olarak adlandırılmaktadır (Aşçıgil, 2003: 119). Şirkete yatırım yapanlar ile şirket arasında ilişkili olan yatırımcı ilişkileri, vekâlet teorisine göre yöneticilerin tutumlarını denetleme ve yasal organlardan gelen baskıyı minimize etmeye çalışmaktır. Şirketin stratejik kararlarında ve yatırımcılarla yakın ilişkiler kurulmasında paydaşlara ihtiyaç duyacakları bilgileri temin ederek piyasayı etkileyen önemli bir etkidir. Günümüzde yaşanan şirket iflaslarında yatırımcıların, şirkete olan güvenlerinin azalmasının önemli bir rolü vardır. Şirketler, yatırımcıların güvenini tekrar kazanabilmek için yatırımcı ilişkilerini daha çok gündemde tutmaya başlamışlardır (Güngör, 2012: 67). Yatırımcılarla şirket arasındaki ilişkinin güven ve istikrara dönüşmesi, şirketin devamlılığında önemli rol oynayabilmektedir.

#### **1.9.2.6. Bağımsız Üyeler**

Bağımsız üyeler, şirkette görev alan kişiler değildir ve şirket ile ilgileri sadece yönetim kurulundaki varlıklarıdır. Genelde, diğer kurumsal şirketlerin tepe yöneticilerinden ya da kendi mesleklerinde tecrübeli veya önde gelen kişilerden

oluşmaktadır (Menteş, 2009: 100). Türkiye’de sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin etkin bir kurumsal yönetim mekanizmasına sahip olmaları son derece önemsenmekte ve buna ilişkin olarak mevzuatlarda detaylı açıklamalar yapılmıştır.

SPK (2017: 156), sermaye piyasası mevzuatına göre; Yönetim Kurulunun yapısının sahip olması gereken özelliklerin başında bağımsız üye sayısının toplam üye sayısının üçte birinden az olamayacağı, hesaplamada küsuratların tam sayı kabul edileceği açıklanmıştır. Ayrıca bağımsız üyelerin sayılarının ikiden az olmayacağı, bağımsız üyelerin üç yıl için seçileceği ve tekrar seçilmelerinin mümkün olduğu belirtilmiştir

SPK (2017:157) mevzuatında aşağıdaki kriterlerin sağlayan yönetim kurulu üyelerinin bağımsız üye olarak kabul edileceğini belirtmiştir. Bunlardan bazıları şunlardır:

- Genel olarak şirkette önemli etkiye sahip ortaklar, tüzel kişilikler, eşleri ve ikinci derece akrabalıkları bulunan kişilerin, son 5 yıl içinde önemli görevlerde bulunmamış olması, sermaye veya oy haklarına, imtiyazlı hisse paylarını %5 inden fazlasına birlikte veya tek başlarına sahip olmamaları.
- Şirketi denetleyen veya şirketin danışmanlığını yapan firmaların önemli görevlerini üstlenmemiş ve yönetim kurullarında bulunmamış olması.
- Yeterli tecrübeye, mesleki bilgi ve birikime sahip olmalıdır.
- Kamu kurum ve kuruluşlarında tam zamanlı çalışmıyor olması ve Türkiye’de yerleşik olması.
- Şirkete katkı sağlayacak, pay sahipleri ile şirket arasındaki menfaat çatışmalarında tarafsız olabilecek, özgür davranabilecek, etik ilkelere ve mesleki itibara sahip olması gerektiği.
- Yeterli zamana sahip olması, şirkette son on yıl içinde altı aydan daha çok yönetim kurulu üyeliği yapmamış olmalıdır.

Bir şirketin yönetim kurulundaki görevli bağımsız üyeler, şirketteki tüm hissedarların çıkarlarının en iyi şekilde korunduğunun kanıtı olduğu

düşünülmektedir. Aslında bağımsız üyeler yönetim kuruluna aşağıda sıralanan üç nedenle alınmaktadır (Yaşar ve Alkan, 2016: 823):

- Tecrübe ve bilginin yeterliliği,
- Yönetimin diğer kaynaklara ulaşmasına yardımcı olması,
- Genel Müdür veya CEO'dan bağımsız hareket etmeleri.

### **1.10. Kurumsal Yönetimin Temel Modelleri**

Kurumsal yönetim modelleri yaşanan tarihe, ekonomik faaliyetlerin yapısına ve kültüre göre farklılaşabilmektedir. Bir ülkedeki finansal piyasaların gelişmişlik durumu kurumsal yönetim uygulamaları üzerinde etkili olabilmektedir (Yalçiner, 2012: 12). Bu nedenle kurumsal yönetim modellerini finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinden bağımsız değerlendirmemesi gerekir.

1990'lardan önce neredeyse varlığından hiç haberdar olunmayan kurumsal yönetim şu anda iş ve finans dünyasında evrensel olarak tartışılan bir kavramdır. Kavram ansiklopedilerde, sayısız makalede, konferans ve konuşmalarda sıklıkla incelenmiştir. Geçerli bir kurumsal yönetim sisteminin kurulması Latin Amerika'dan Çin'e kadar yükselen ekonomilerin öncelikli hedefi haline gelmişken, hemen hemen tüm OECD ülkeleri kurumsal yönetimi incelemekte ve geliştirmektedir (Keasey, vd., 2005: 1). Finansal faaliyetlerin farklılaştığı ve ticaretin global hale geldiği zamanımızda kurumsal yönetim şirketlerin olmazsa olmazı haline gelmiştir. Avrupa ve Amerika'da ortaya çıktığına inanılan bu yönetim tarzı artık tüm dünya tarafından kabul görmekte ve geliştirilmesi için üzerinde çalışılmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamaları sadece ülkeler arasında değil, aynı zamanda şirketler ve endüstri sektöründe de farklılık göstermektedir. Ülkelerin kurumsal yönetim sistemleri arasındaki en dikkat çeken farklılık şirket sahipliği ve şirketin kontrolüdür. Kurumsal yönetim sistemleri, sahiplik yapısı ve kontrolü elinde bulunduran pay sahiplerinin kimliğine göre yapılmaktadır. Bazı sistemler geniş ve dağınık mülkiyet esasını kabullenmişken, bazıları ise yoğunlaşmış mülkiyet ve kontrol esasını benimsemektedir (Maher ve Andersson, 1999: 4).

Dünya genelinde iki temel kurumsal yönetim anlayışının hâkim olduğu görülmektedir. Dışardakilerin haklarının ön plana çıktığı Amerika Birleşik Devletleri önderliğindeki Anglo-Sakson modelinde, rekabetin ve tüm piyasaların varlığı önem kazanmaktadır. Hukuksal yapı ABD'deki hissedarları ön planda tutarken, Avrupa'da ise firmanın ve paydaşların çıkarları öncelikli durumdadır. Anglo-Sakson ülkelerindeki yöneticilerin firmayı kendi menfaatleri doğrultusunda kullanmalarını engellemek en önemli hedef durumundayken, diğer pek çok ülkede büyük yatırımcıya karşı küçük yatırımcı korunmaya çalışılmaktadır (Yalçın, 2012: 12). Şirket yönetiminin hissedarların amaçlarına ve çıkarlarına hizmet etmesini temel alan Aglo-Sakson modeli ve şirketlerin hissedarları kadar diğer paydaşları da önemseyen Kıta Avrupası modelini çalışmanın bu bölümünde detaylı olarak ele alınacaktır.

**Tablo 2: Kurumsal Yönetim Modelleri**

<b>Model</b>	<b>Aglo-Sakson</b>	<b>Kıta Avrupası</b>
<b>Yönelim</b>	Borsa	Bankacılık
<b>Göz Önünde Bulundurulanan</b>	Hissedarların mülkiyet hakları	Hissedarların mülkiyet hakları ve şirketlerin çalışanlarıyla olan ilişkileri
<b>Ortaklık Yapısı</b>	Dağınık	Yoğun
<b>Yönetim</b>	İcracı müdürler, icracı olmayan müdürler,	Denetleme Kurulu ve Yönetim Kurulu
<b>Kontrol Sistemi</b>	Dışardan	İçerden
<b>Muhasebe Sistemi</b>	Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (International Financial Reporting Standarts-IFRS)

**Kaynak:** Ungureanu, 2012, s. 631.

### **1.10.1. Kıta Avrupa'sı Modeli**

Bu model, şirketlerin hissedarları kadar diğer paydaşlarında taleplerini önemsemekte olduğundan kurumsal yönetimin paylaşımcı modeli olarak isimlendirilmektedir. Hisse sahiplerinin haklarının korunmasının yanı sıra, şirketin etkileşim içinde olduğu diğer tüm paydaşların isteklerine cevap vermesi ve tüm paydaşlarla yürütülen iletişim çabasının artması gerektiği üzerinde durulmaktadır. Paylaşım neticesinde, firmanın faaliyetlerinden etkilenen yöneticilerin,



tedarikçilerin, müşterilerin, finansörlerin varlığı kurumsal yönetim mekanizmasının içinde daha fazla önem kazanmaktadır (Kanbur, 2010: 58). Şirket için tüm paydaşların varlığı ve etkisi bir bütün olarak algılanan bu model günümüzde varlığını devam ettirmektedir.

Kıta Avrupası yönetim modelinde, büyük hisse sahiplerinin hâkim olduğu, finans kuruluşları ve bankalar dışındaki şirketlerin ana ortak olduğu, şeffaflığın az olduğu, piyasaların gelişmiş olduğu gözlenmektedir (Darman vd., 2017: 122). Bu sistemde şirket, sadece hisse sahiplerinin menfaatlerine odaklanmayarak beraberinde çalışanlar, imalatçılar, müşteriler, kurumların ve tüm paydaşların menfaatlerini göz önünde bulundurmada kalmaktadır. Diğer ortaklıklarda olduğu gibi anonim ortaklıklarda da kazanç elde etmek ve bunu hissedarları ile paylaşmak için kurulurlar. Şirketlerin, sadece kar beklentisi içinde olmadıkları, aynı zamanda sosyal beklentilere de cevap vermeye çalıştıkları gözlemlenmektedir. İşletmenin asıl amacı, şirketin değerini arttırmak ve bunu uzun vadeye yaymaktadır. Yöneticilerin başarısı ve işletmenin değeri, tüm paydaşların beklentilerine cevap vermeleriyle ölçülmektedir (Aghabaki, 2014: 17). Tüm paydaşlarla iletişimde bulunmak, şirketin değerinin arttırmasına ve yöneticilerin başarılı olabilmelerini sağlayan en önemli etkenlerden birisi olmuştur.

### **1.10.2. Anglo Sakson Modeli**

Dünya’da kurumsal yönetim sisteminden bahsedildiğinde akla ilk gelen ve sermaye piyasalarının son derece gelişmiş olduğu Amerika ve İngiltere kökenli Anglo-Sakson sistemidir. Sistemin temeli, şirket yönetiminin hissedarların amaçlarına ve çıkarlarına hizmet etmesidir. Sistemin şekillenmesinde finansal piyasaların önemli rol aldıkları ve yönetimin aldığı kararlarda piyasanın baskısını yoğun olarak hissetmektedirler. Bu sistem, yoğun rekabet ortamının ve piyasaların durumunun yöneticileri hissedarların menfaatleri doğrultusunda hareket etmeye yönlendireceğini varsaymaktadır (Serinkaya, 2008: 30). Amerika ve İngiltere kökenli bu yönetim modeli tüm şirketlerin temel amacının hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmesi gerektiği üzerinde durmaktadır ve bu model geniş bir coğrafya da kabul görmektedir.

Anglo-Sakson modeli, bireysel yatırımcılar ve bağımsız kişilerin şirketteki etkinliğini karakterize etmektedir. Yönetim kurulu ve hisse sahipleri kazançlı faaliyetler ve karın dağıtımından sorumludurlar. Yatırımların daha verimli alanlara yönlendirilmesini sağlayan üst yönetim, stratejilerde ise eksiklik yaşamaktadırlar. Anglo-Sakson modelinin hakim olduğu ülkelerde, özellikle bankacılık sektörü dışındaki şirketler hisse almaya yönelik adımlar atmakta ve finansal piyasaların ortaya çıkışı ve bankacılık sisteminin etkin denetlendiği görülmektedir (Ungureanu, 2012: 626-627). Sistemin özellikleri incelendiğinde, çok hissedarlı mülkiyet yapısının yaygın olduğu, bireysel emeklilik ve yatırım fonlarının yüksek paylı ortakları olduğu, sermaye piyasalarının son derece geliştiği ve şeffaflığın yaygın olduğu görülmektedir (Darman, vd., 2017: 122).

Büyük şirketler, hisse oranları daha az olan çok sayıda küçük hissedarın ortaklığından meydana gelmektedir. Dağıtılmış mülkiyet olarak ifade edilen bu model de, hisse sahiplerinin farklı şirketlerde küçük miktardaki yatırımlarından meydana gelmektedir. Şirketlerin yönetiminde ise hisse sahipleri tarafından görevlendirilen yöneticiler bulunmaktadır (Darman, vd., 2017: 66). Bu yöneticilerin kararları şirketlerin yönünü belirlemektedir.

Özellikle Anglo-Sakson modelini kullanan ülkeleri olumsuz etkileyen finansal krizler, bu yönetim modelinin iki zayıf yönünü vurgulamaktadır. Bunlar; hatalı ya da eksik bilgi kaynaklı pazar başarısızlığı ve uzun vadede ulusal bir gündemin yokluğundan kaynaklanan makroekonomik istikrarsızlıktır. Zaman içinde değişikliğe uğrayan model, Amerika Birleşik Devletleri'nde sosyal güvenlik, mevduat sigortası ve temiz hava yasası gibi temel uygulamaların egemenliğine rağmen devam etmiştir. Bu yönetim modelini kullanan ülkeler, bilgiyi iyileştirerek ve daha uzun vadeli makroekonomik politikalar geliştirerek, spekülasyon hareketleri bozabilir ve kaynaklardan daha etkili yararlanmayı sağlayabilirler (Davis, 2017: 1). Yönetim alanındaki gelişmeler ve modelin zayıf yönleri modelin değişimin hızlandırmıştır ve günümüzde daha etkili bir yönetim modeli haline gelmiştir.

## **1.11. Finansal Piyasalar**

Finansal piyasalar; ekonomik büyümeyi teşvik eder, şirketlerin finansal performansını olumlu yönde etkileyerek refah artışına neden olur (Darskuviene, 2010: 6). Finansal sistemin en temel ve bilinen özelliği fon fazlası olan tasarruf sahiplerinin fonlarının, fon ihtiyacı olan yatırımcılara doğru kanalize edilmesine aracılık edilmesi, bu sayede fon fazlası olanların refahının artması ve fon ihtiyacı olanların ise yatırımlarını gerçekleştirmelerine olanak sağlamasıdır. Finansal piyasaların, ekonomik faaliyetler ve teknoloji sayesinde gelişmesi kaynakların dağıtımında etkinliğin önemini daha da arttırdığı gözlemlenmektedir.

### **1.11.1. Finansal Piyasaların Tanımı**

Piyasa, alım ve satım işlemlerinin iletişim içinde yapıldığı mekânlar olarak tanımlanmaktadır. Piyasanın varlığından söz edebilmek için alıcı, satıcı ve satıma konu olan ürün veya hizmetin varlığından söz etmek gerekmektedir. Söz konusu alım satım işlemi ülke sınırları içinde yapıldığında iç piyasa, ülke sınırları dışında yapılıyorsa buna uluslararası piyasa denilmektedir (Rodoplu, 2019: 63).

Finansal piyasalar; tahvil, hisse senedi, döviz ve türev gibi varlıkların alım ve satımına aracılık edilen bir tür pazardır. Basitçe ifade etmek gerekirse işletmeler ve yatırımcılar para toplamak, işlerini büyütmek ve daha fazla para kazanmak için finansal piyasalarda faaliyet göstermektedir (corporatefinanceinstitute.com). Fon fazlası olan kişi veya kurumların, fon ihtiyacı olan tüm yatırımcılara fonun aktarımına aracılık edilmesini sağlayan sistemdir. İşlemin bir tarafı diğer tarafa göre daha fazla bilgiye sahip olabileceğinden, bilgi asimetrisi sorununa ve finansal kaynakların verimsiz kullanılmasına neden olabilmektedir. Bilgi asimetrisi sorununun çözüme kavuşturulması, yatırımcılar ile fon sahipleri arasındaki dengenin kurulmasına yardımcı olur (Darskuviene, 2010: 6). Tasarrufların yatırıma tahsis edilmesi için yeni kanallar sunmaktadır. Tasarruf yapanlar ve yatırımcılar ekonominin sağladığı yatırım yapma ve tasarruf etme imkânlarına sahiptirler. Dolayısıyla finansal piyasalar, tasarruf ve yatırım imkânlarını arttırdığından ekonomik kalkınmaya katkıda bulunur (Bagri, vd., 2007: 2).

### **1.11.2. Finansal Piyasaların Yapısı**

Finansal piyasalar salt fon arz edenler ve fon talebinde bulunanların bir araya geldiği bir sistemden meydana gelmemektedir. Finansal piyasaları bu iki önemli aktör dışında fon akımına aracılık eden kurumlar, fon akışını temin eden finansal varlıklar; piyasaların daha adil, şeffaf ve güvenli olmalarına katkı sağlayacak hukuki ve idari düzenlemeleri barındıran sistem olarak düşünmek gerekmektedir (Aydın, vd., 2013: 4).

Finansal sistemi meydana getiren unsurlar şunlardır:

- Yatırım yapmak isteyenler (Fon ihtiyacı olanlar)
- Tasarruf yapanlar (Fon fazlası olanlar)
- Yatırım ve Finansman araçları
- Yardımcı kurum ve kuruluşlar
- Hukuki ve idari yapılar

Para, kredi ve finansal varlıklar finansal sistemlerde takas aracı olarak kullanılmaktadır. Mal ve hizmetlerin alternatif bir değer aracı olarak değiş tokuşa konu olması için aracılık hizmeti yaparlar. Modern bir finansal sistem bankaları, finansal piyasaları, finansal araçları ve finansal hizmetleri içerebilir. Finansal sistemler fonların tahsis edilmesine veya ekonomik sektörler arasında aktarımına imkân sağlamaktadırlar (Sreevidya, 2014: 4). Finansal piyasaların etkinliğinin sağlanması, toplanan fonların yatırımlara yönelmesini hızlandırmaktadır.

### **1.11.3. Finansal Piyasaların Fonksiyonları**

Sermaye piyasalarının iki fonksiyonundan bahsetmek mümkündür. Birincisi, tasarruf sahiplerinin fonlarının piyasaya aktarılmasına aracılık etmektir. İşletmeler kapasite artırımını ve yeni yatırımlar için sermayeye ihtiyaç duymaktadırlar. Sermaye piyasalarının birinci fonksiyonu bu ihtiyacı gidermede etkinlik sağlamaktadır. İkincisi fonksiyonu, sermaye piyasalarında işlem gören firmalar göz önünde bulunduğundan daha iyi yöneticileri iş başına getirmek istemektedirler (Özdemir, 2016: 331). Şirketin iyi yönetilmemesi durumunda sermaye piyasasında faaliyet gösteren işletmenin pay senetlerinin değerinde ciddi düşüş yaşanabileceğinden, şirketlerin daha iyi yönetilmelerine önemli katkı sağlayabilecektir.

Finansal araçların alınıp satıldığı veya takas edildiği bir Pazar olan finansal piyasalar aşağıdaki üç ana ekonomik fonksiyonu sağlar:

- I. Fiyat keşfi**, alıcılar ve satıcılar arasındaki işlemler sonucunda, işlem gören finansal varlığın fiyatını belirledikleri anlamına gelir.
- II. Likidite fonksiyonu**, yatırımcılara bir finansal enstrümanı satma fırsatı sağlar, çünkü likidite bir finansal varlığın herhangi bir zamanda gerçeğe uygun piyasa değerinden satma yeteneğinin bir ölçüsüdür.
- III. İşlem maliyetlerini azaltma**, piyasa ekonomilerinde, kurumların ve araçların varlığına ilişkin ekonomik mantık, işlem maliyetleri ile ilgilidir, bu nedenle faaliyetlerini devam ettiren kurumlar ve araçlar en düşük işlem maliyetlerine sahip olanlardır (Darskuvienne, 2010: 8).

#### **1.11.4. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması**

Teknolojik gelişmelerin bilgiye daha kolay ulaşmayı sağlaması neticesinde finansal sistem de pozitif etkilenmiştir. Teknolojik ve ekonomik gelişmeler neticesinde finansal piyasalar pek çok farklı açıdan sınıflandırılabilmektedir. Aşağıda finansal piyasaların en çok tercih edilen sınıflandırmalara yer verilecektir.

##### **1.11.4.1. Para ve Sermaye Piyasaları**

Para piyasası, kısa vadeli (bir yıldan kısa) fon arz ve talebinin bir araya geldiği piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Para piyasalarında kısa vadeli fon ihtiyacı olanlar ile kısa vadeli fon fazlasına sahip yatırımcıların bir araya getirildiği piyasalar olarak adlandırılmaktadır. Fon fazlası olan taraf faiz geliri elde ederken fon ihtiyacı olan taraf ise fon kullanmanın yani borçlanmanın bedeli olan faizi ödemektedirler.

Sermaye piyasası, uzun vadeli finansal varlıkların bulunduğu (bir yıldan daha uzun vadeli) piyasalardır. Sermaye piyasasından elde edilen fonları işletmeler makine ve teçhizat gibi maddi duran varlıkların satın alınmasında kullanmaktadırlar (SPL, 2014: 5).

#### **1.11.4.2. Birincil ve İkincil Piyasalar**

Birincil piyasalar, menkul kıymet ihracı gerçekleştirilen şirketler ve tasarruf sahiplerinin/alıcıların aracısız olarak karşılaştıkları piyasadır. Ayrıca pay senetleri ve tahvillerin ilk kez piyasaya sürülerek ihraçtan alındığı piyasa olarak da adlandırılmaktadır (ekodiyalog.com). Söz konusu piyasada ilk defa piyasada işlem görecektir olan varlıklar doğrudan bir alıcıya satılmakta ya da bir kurumun aracılığı ile alınıp satılmaktadır.

İkincil piyasalar mevcut, hali hazırda bedeli ödenmemiş menkul kıymetlerin yatırımcılar arasında işlem gördüğü piyasalardır (dl4a.org). Finansal araçların birinci piyasada ihracı söz konusu olunca, sonraki adım bu varlıkların ikincil piyasada alım satıma dâhil olmasıdır. İkincil piyasada yüksek miktarda tasarrufa sahip iş adamları, kamu şirketleri ve tüketicilerin bulunduğu finansal ünedir. İkincil piyasalar alım satım işleminin hızlı ve verimli yapılabildiği merkezileştirilmiş piyasalar olarak adlandırılmaktadır (Parasız, 2007: 21). İkincil sermaye piyasalarına verilebilecek en iyi örnek borsalardır.

#### **1.11.4.3. Organize ve Tezgah üstü Piyasalar**

Finansal piyasalar örgütlenme yapılarına göre organize ve tezgâh üstü piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Organize piyasalar, alıcı ve satıcıların belirli bir fiziksel yerde, kamu gözetimi ve denetimi altında alım satım işlemlerini yaptıkları piyasalardır. Tezgahüstü piyasalar ise düzenli borsalarda yapılmayan işlemleri içine alan ve işlem kurallarının alıcı ve satıcı tarafından serbest olarak belirlendiği piyasalardır. Borsada işlem görmeyen ve borsaya kote edilmemiş finansal varlıkların alım ve satımı tezgahüstü piyasalarda yapılmaktadır (SPL, 2014: 223). Borsaya kote olmuş finansal varlıkların da alım ve satımı tezgahüstü piyasalarda yapılabilmektedir.

#### **1.11.4.4. Vadeli İşlem ve Spot Piyasalar**

Ödemenin yapılış şekline göre vadeli ve spot piyasa şeklinde ayrılan piyasa türüdür. Spot piyasa olarak da adlandırılan nakit piyasası, bir finansal aracın derhal alımı ve satımının yapıldığı piyasadır (Darskuviene, 2010: 13). Satın alınan finansal varlığın

teslim alınması ve ödemenin aynı zamanda yapıldığı piyasalardır. Vadeli işlem piyasası ise fiyatı başka ürünün fiyatına endeksli ürünler aracılığı ile varlığın teslim ve ödeme işleminin sonraki bir zamanda yapıldığı piyasalar olarak adlandırılmaktadır (Özçalık ve Soysal, 2016: 24). Bu piyasa türüne forward, swap ve opsiyon örnek verilebilir.

#### **1.11.4.5. Borç ve Öz sermaye Piyasaları**

Finansal piyasalarda en çok tercih edilen fon bulma yöntemi borçlanmaktır. Borç, borçlanma araçları ile temin edilebileceği gibi bankalardan da temin edilebilmektedir. Borç uzun ve kısa vadeli olabilir ayrıca borç vade sonunda faiz ve anapara ödemesi barındırmaktadır. Borç ve Öz sermaye Piyasaları, işletmelerin finansal ihtiyaçlarını karşılamak için sıkça başvurduğu finansman kaynaklarından birisi olduğu belirtilmektedir.

Öz sermaye piyasasındaki yatırımcılar hisse senedi satın alarak işletmeye ortak olurlar ve bazı haklar elde ederler (Aydın, vd., 2013: 7). Ortaklık hakkı elde eden yatırımcılar ile borç veren yatırımcıların kazanımları farklıdır. Birisi faiz geliri elde ederken, diğeri ise kar payı almaktadır.

#### **1.12. Kurumsal Yatırımcılar**

Kurumsal yatırımcıların detaylı olarak açıklanacağı bu bölümde, kurumsal yatırımcıların özellikleri ve bireysel yatırımcılardan ayrılan noktaları ele alınacaktır.

##### **1.12.1. Kurumsal Yatırımcı Tanımı**

Bireysel yatırım yapmak isteyen kişilerin, yeterli teknik donanıma ve nitelikli insan kaynağına sahip olarak finansal piyasaları izleme imkânlarına çoğu zaman sahip olmadıklarını görmektedir. Profesyoneller tarafından idare edilmeyen ve yeterli büyüklüğe ulaşmayan yatırımlardan meydana gelen portföyler daha fazla risk barındırmaktadır. Sahip oldukları kıt kaynaklarla sadece birkaç yatırım aracına veya hisse senedine yatırım yapma imkânına sahip olmaları nedeniyle riskin dağıtılması da söz konusu olamamaktadır. Bireysel yatırımcıların yukarıda bahsedilen nedenler ve diğeri pek çok unsur nedeniyle finansal piyasalarda kurumsal yatırımcılar

oluşmaya başlamıştır (Akın ve Ece, 2011: 2). Finansal piyasalarda, veri transferinin ve bilginin çok hızlı aktarımını sağlayan teknolojilerin varlığına bir de ekonomik piyasaların pek çok koşuldan etkilenmesi eklenince, kurumsal yatırımcılar aracılığı ile yatırım yapmak bireysel yatırımcılar için daha cazip hale gelmiştir.

Ekonomik gelişmenin sağlanabilmesinde hane halkının tasarruflarını arttırmasının tek başına yeterli olmadığı görülmektedir. Tasarrufların, özellikle finansal piyasaları geliştirmekte olan ülkelerin kalkınmasına yardımcı olacak yatırım alanlarına kaydırılması ve bu konuda uzmanlaşmış kişilerce analiz edilerek değerlendirilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Küçük yatırımcıların, tasarruflarının iyi yönetilmesini arzulamaları ve teknik bilgi gerektiren analizlerin yapılmasının gerekliliğini hissetmeleri, onları artan bir orandan kurumsal yatırımcılara yönlendirmektedir (Usul ve Kocabıyık, 2010: 65). Tasarruf miktarı arttıkça kurumsal yatırımcılara olan ihtiyaçta buna paralel olarak artmaktadır.

Kurumsal yatırımcı, yatırım yapmak isteyen küçük yatırımcıların belli bir vade ve belli bir risk seviyesi üzerinden en çok kazancı elde edebilecekleri amaçlarını gerçekleştirmeye aracılık etmek için kurulan uzmanlaşmış kolektif yönetim tarzına sahip finansal kuruluşlardır. Bireysel yatırımcıların küçük birikimlerini finansal piyasaların içine dahil etmek, piyasalarda istikrarı ve hızlı büyümeyi sağlamak gibi ülke ekonomisine önemli katkıları vardır (Aysoy, 2011: 3). Ekonomik kalkınmanın sağlıklı devam edebilmesi için ihtiyaç duyulan tasarruf miktarının arttırılmasında ve birikimlerin yeni yatırım alanlarında değerlendirilmesinde de kilit bir rol üstlenmektedir. Temel bileşeni olan küçük yatırımcılardan fon toplayarak meydana getirilen fonların uzman kadrolar tarafından yönetilerek sermaye piyasalarına aktarılmasını sağlamaktadırlar. Bu özellikleri barındıran diğer yatırım kuruluşları, sahip oldukları büyük fonları ve bu tasarrufları yöneten uzman kişilerle sermaye piyasalarında doğru dağıtıma öncülük ederek ve piyasaların değişimine pozitif katkı sağlayarak sermaye piyasalarda yaşanabilecek şokların etkisini azaltma potansiyeline sahiptirler (Sancaktar, 2017: 14). Kurumsal yatırımcıların tüm bu faktörleri barındırmaları, onları finansal piyasaların en etkili aktörleri olmaları gerçeğini de ortaya koymaktadır.



## **1.12.2. Kurumsal Yatırımcı Türleri**

Kurumsal yatırımcıları; yatırım fonları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kuruluşları olmak üzere 4'e ayrılmaktadır.

### **1.12.2.1. Yatırım Fonları**

Menkul kıymetler yatırım açısından teknik bilgi ve daha fazla uzmanlık gerektirdiğinden, sermaye piyasalarında faaliyet gösteren yatırım fonu sahibi yatırım kuruluşlarının ortaya çıkmasına temel oluşturmuştur (Değertekin, 2011: 24). Kurumsal yapıya sahip bu kolektif yatırım kuruluşları fon sepetleri oluşturarak yatırımcıların ilgisini çekmektedirler.

Yatırım fonu, aynı finansal amaçları paylaşan bireysel veya kurumsal yatırımcıların faydalarını gözeterek yatırım yapan ortaklıktır. Fon, farklı tutarlarda yatırım yapan yatırımcıların tasarruflarını bir araya getirir ve bu fon profesyonel yöneticiler tarafından pay sahiplerinin yararına hisse senetleri, tahvil ve para piyasası araçlarını satın almak için kullanılmaktadır (Gencel, 1998: 4). Fon, ulusal piyasalarda ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşturulan portföye verilen isimdir.

### **1.12.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), bireysel yatırımcıların büyük ölçekli, gelir getiren gayrimenkullere yatırım yapmalarını sağlamak için kurulmaktadır. GYO'lar, bireysel yatırımcıların gerçekten ticari gayrimenkul almak zorunda kalmadan yatırım yaparak kazanım sağlamalarıdır. GYO, gelir getiren gayrimenkul veya gayrimenkulle ilgili varlıklara sahip şirketlerdir. GYO' nun sahip olduğu gelir getirici gayrimenkul varlıklar şunlardır; ofis binaları, alışveriş merkezleri, daireler, oteller, tatil köyleri veya kredileri içerebilir (www.sec.gov.tr). Türk ticaret kanununda gayri menkul yatırım ortaklıkları şöyle tanımlanmıştır: *“Anonim şirket olarak kurulmuş ve gayrimenkul ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak pay sahiplerine, meydana getirdiği portföy ile sağlam ve istikrarlı yatırım yapmayı temin eden şirketlerdir.”* Kuruluş şekli ve amaçları ile kurumsal yatırımcı rolü olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları finans sektöründe çok önemli bir yere sahiptir.

### **1.12.2.3. Sigorta Şirketleri**

Sigorta şirketleri, gelecekte ortaya çıkabilecek riskli durumların meydana getireceği negatif sonuçları en aza indirmek için ürün oluşturan, ürün karşılığında prim toplayan ve risk ortaya çıktığında bu primlerden poliçe sahiplerine ödeme yapan kuruluşlardır. Sigorta şirketleri, risklerini sigorta etmek isteyen bireysel ve kurumsal müşterilerinden topladıkları primleri yatırım ve kredi amaçlı olarak kullanabilmektedirler (Yalta, 2011: 59). Sigorta şirketleri topladıkları primleri finansal piyasalara aktaran ve yatırım yapan önemli kurumsal yatırımcılardır.

### **1.12.2.4. Sosyal Güvenlik Kuruluşları**

Sosyal güvenlik; kamu önemi ile hastalık, iş kazası, yaşlılık ve ölüm gibi nedenlerden ortaya çıkabilecek ekonomik ve sosyal sıkıntılardan toplumun kendisini korumasıdır. Karşı karşıya kalınan bu sorunlar bireyin gelirinde azalma veya giderlerinde bir artışa neden olabilmektedir. Günümüzde evrensel bir hal alan ve çağdaş uygarlığın en önemli simgelerinden birisi haline gelen sosyal güvenlik kavramı temelde bireyin karşılaştığı tehlikeli olaylara karşı bir teminat niteliğindedir (Güvercin, 2004: 89-90). Sosyal güvenlik kuruluşlarının finansal piyasalar üzerindeki etkileri ekonomistler tarafından çok sık ele alındığı görülmektedir. Sosyal güvenlik kurumları bireyler için topladıkları primleri fon ve diğer yatırım araçlarında değerlendirmektedirler. Bu yönüyle sosyal güvenlik kurumları finansal piyasalara fon aktarımı yapan ve fon açığı bulunan şirketlerin ihtiyacının giderilmesine ve ekonomik gelişime katkı yapan kurumsal yatırımcıdır.

### **1.12.3. Kurumsal Yatırımcıların Özellikleri**

Finansal sistemin içinde çeşitli fonların bulunmasına karşın sistemin sağlıklı işlemesine ve çeşitlilik oluşmasını olanak sağlayan kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcıların ortak özellikleri ise şunlardır:

- i. Ortak özellikleri ise kurumsal yatırımcıların gerçek kişiler olmadığıdır. Yasal olarak kurumsal yatırımcılar arasında büyük farklılıklar vardır. Basit anlamda kar elde etmeye çalışan anonim şirketlerden, şirket ortaklıklarına veya özel tüzüklerle kurulan her şeyi kapsamaktadır.

- ii. Kurumsal yatırımcılar bağımsız olarak hareket edebilirler veya daha büyük şirket grubu ya da bir holdingin parçası olabilirler. Örneğin, bankaların veya sigorta şirketlerinin bağlı ortaklık olarak kurdukları fonlar (Çelik ve Isaksson, 2013: 96).
- iii. Kurumsal yatırımcılar, yatırımların değerini arttırmak için küçük yatırımcıların ve şirketlerin tasarruflarını harekete geçiren ve idare eden, risk durumuna ve yatırım kararlarına uygun hareket ederek finansal piyasalara yatırım yapan kurumlar için aracılık yapmaktadır.
- iv. Kurumsal yatırımcılara perakende yatırımın, varlıkların idaresi, bilgi asimetrisinin minimize edilmesi ve katlanılan maliyetlerin azaltılması gibi avantajları mevcuttur.
- v. Bu avantajlar kurumsal yatırımcılara, sermaye piyasaları ve finansal piyasalarda önemli yatırımcıları ve likidite sağlayıcıları temsil etme imkânı sağlamaktadır.
- vi. Kurumsal yatırımcıların finansal piyasalar ve ülke ekonomisi için önemi, kurumsal yatırımcıların varlıklarını ve diğer finansal değişkenlerin ölçümüyle mümkün olabilmektedir (Krišto, vd., 2014: 104-105).
- vii. Kurumsal yatırımcılar genellikle "aracı yatırımcılar" ile eş anlamlıdır. Yani, başkalarının parasını yöneten ve ileten bir kurum. Ancak yine de istisnalar var. Örneğin, egemen servet fonları, finansal istikrar fonları veya devlet mülkiyet fonları sayılabilir. Ayrıca, yönetici ortakların sınırlı oranda ortaklık ile çeşitli derecelerde yatırım yaptıkları özel sermaye fonu gibi melez fonlar da mevcuttur (Çelik ve Isaksson, 2013: 96).

#### **1.12.4. Kurumsal Yatırımcıların Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri**

Milton Friedman'ın ekonomi okulundaki çalışmaları ve ekonominin bir bilim dalı olarak bildiğimiz o büyük ve kompleks duruma gelmesi, kurumsal yatırımcıların piyasa üzerinde etkisini daha belirgin hale getirmiştir. 1960'lı yıllarda yaşanmaya başlanan bu gelişme kurumsal yatırımcıların taleplerinde artışa neden olmuştur. İngiltere'de 1970'li yıllarda finans ve yatırım kuruluşlarında belirgin bir artış yaşanmaya başlanmış ve özellikle 1986 yılında Londra Sermaye Piyasalarının serbestleşmesinin (Big Bang) ardından İngiltere yatırım üssü olarak görülmeye başlanmıştır. Kurumsal yatırımcılar, sermaye sahipleri ve halka açık şirketlerde

yatırım ilişkileri yöneticileri istihdam edilmeye başlanmıştır (Uzgun, 2016: 5). Küreselleşme neticesinde daha profesyonel ve daha sağlam kurumsal şirketler kurulmaya başlamıştır. Finansal krizlerin ortaya çıkmasıyla sorgulanan sistemlerin neticesinde hep daha iyi kurumsal yatırımcılar oluşturulmaya çalışılmıştır.

Kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasaları için kilit bir araç ve istikrar unsurudur. Bu durum kurumsal yatırımcılardan beklenen aşağıdaki olumlu katkıları sağlamaktadır:

- Finansal piyasa likiditesi
- Tasarruf seferberliği, ekonominin kalkınma fonksiyonuyla birlikte verimli yatırım tahsisi,
- Pazar etkinliğine katkı sağlanması ve işlem maliyetlerinin düşürülmesi, tahkim süreçlerinin iyileştirilmesi,
- Bilgi analizi ve risk yönetimi ile bilgi asimetrisinin azaltılması, dolayısıyla bireysel yatırımcıların riskinin azaltılması.

Kurumsal yatırımcılar, finans sektörünün bankaların aracılığına olan ihtiyacını azaltmakta, finans ve sermaye piyasası gelişimini güçlendirmekte, nihayetinde daha etkin bir kurumsal yönetime neden olmaktadır (Krišto, vd., 2014: 107). Kurumsal yönetimin daha işler bir hale gelmesini sağlayan kurumsal yatırımcılar, finansal sistemdeki ağırlıklarını her geçen gün arttırmaktadırlar.

#### **1.12.5. Kurumsal ve Bireysel Yatırımcı Arasındaki Farklılıklar**

Finansal piyasaların işleyişinde; fon arz edenler ve fon talep edenlerin uyumunu sağlayarak kaynakların vade ve miktar yönünden etkin dağılımını temin edilmesi sermaye piyasaların önemli bir etkinliğe sahiptir. Finansal piyasaların gelişmesi ve iyi yönetilmesi, kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin oranı ile doğru orantılı olduğu görülmektedir (Özeroğlu, 2014: 398). Kurumsal yatırımcıların uzmanlaşması ve bilgi birikimine sahip olması nedeniyle hep en çok aranan finansal oyuncu olacaktır. Bireysel yatırımcıların varlığı ise sistemin hep var olmasını sağlayacaktır.

Sancaktar (2017: 41-42)'de bireysel ve kurumsal yatırımcılar arasındaki temel farklılıklar şöyle özetlemiştir:

- Kurumsal yatırımcılar yatırımlarını daha uzun süre ellerinde bulundurmaya tercih ederler.
- Bireysel yatırımcıların riskleri karşılama oranları kurumsal yatırımcılara göre daha sınırlıdır.
- Kurumsal yatırımcıların davranışları piyasayı yönlendirici niteliktedir, hâlbuki bireysel yatırımcılar daha çok kitlesel hareketlerde bulunurlar.
- Kurumsal yatırımcıları bilgiye ulaşma ve bu bilgileri doğru kullanma olanakları, uzman yatırımcıları bünyelerinde barındırmaları nedeniyle bireysel yatırımcılara göre çok daha fazladır.
- Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcıların küçük olan ve farklı kişilerde bulunan birikimleri toplayarak kaynak oluştururlar, oysa bireysel yatırımcılar yatırımı kendi kaynakları ile yaparlar.

#### **1.12.6. Neden Kurumsal Yatırımcılara İhtiyaç Vardır?**

Finansal sistem, tek başına fon arz edenler ve fon talep edenlerin bulunduğu piyasalar değildir. Fon arz edenler ve fon talep edenlerin yanı sıra, son akışını temin eden finansal varlıkların bulunduğu; piyasaların adil, şeffaf ve güvenilir bir şekilde işlenmesini temin edecek hukuki ve yönetsel düzenlemelerden meydana gelen bir sistem olarak tanımlamak gerekmektedir (Albayrak, 2015: 4). Finansal sistemin en temel ögesi durumunda olan kurumsal yatırımcıların varlığı ve önemi gün geçtikçe artmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar, bankacılık sektörünün egemen durumuna denge getirmek, ekonomik etkinlikleri desteklemek, sermaye piyasalarının gelişmesini sağlamak, şeffaflık ve bilgiye ulaşmayı sağlamak, rekabeti arttırmak, piyasaların likidite durumunu arttırmak ve piyasaların varlığını ilgilendiren kararların alınmasına katkı sağlamak gibi piyasalara çok önemli katkıları vardır (Akin ve Ece, 2011: 3). Kurumsal yatırımcıların varlığı aynı zamanda diğer aktörleri de dengelemektedir. Şeffaflaşmak ve piyasaların gelişmesini sağlamak gibi temel beklentilerin karşılanmasına en çok katkıyı yapan aktördür.

### 1.12.7. Kurumsal Yatırımcıların Fonksiyonları

Ekonomik gelişmenin sağlanabilmesi için tasarruf miktarının artırılmasına ihtiyaç duyulmasına rağmen, gelişmekte olan piyasalar için yeterli olmamaktadır. Tasarruf oranlarının az olduğu ülkelerde tasarrufların ülke ekonomisine kazandırılmasını sağlayacak verimli yatırımlara yönlendirilmesi mecburiyetini beraberinde getirmektedir. Yapılan tasarrufların doğru yatırım alanlarına yönlendirilmesi için doğru verilerin toplanması ve profesyoneller tarafından analiz edilmesi gerekmektedir. Doğru bir analiz yapılabilmesi için bilgi birikimi, teknik yeterlilik, hızlı ve doğru karar alabilmeyi ve teknik yeterliliğe sahip olmayı gerektirdiğinden, bireysel yatırımcılar birikimlerini kurumsal yatırımcıların aracılığı ile değerlendirmektedirler (Usul ve Kocabıyık, 2010: 15).

Kurumsal yatırımcıların, finansal sistem içindeki fonksiyonları şunlardır (Akın ve Ece, 2011):

- Varlıkların değişimi ve saklanmasına aracılık ederek, varlıkların gelişime katkı sağlamak.
- Kurumsal yatırımcıların, piyasalardaki esas görevi güvenilir bir kaynak olmasıdır.
- Ekonomik kaynakların tüm dünyaya yayılmasında ve paylaşılmasında etkili kanallar sağlamaktadır.
- Kurumsal yatırımcılar, uzun vadeli fonların sermaye piyasalarına aktarılmasına nitelik olarak katkı sağlamaktadır.
- Kurumsal yatırımcıların riskleri bir araya getirmeleri ve riskleri paylaşmaları, yenilikçi finansal ürünler sunmaları nedeniyle yatırım kararlarında ve uygulamalarının gelişmesine önemli katkıları vardır.
- Ölçek ekonomisi, bilgi birikimi ve daha az maliyetle hareket etme kabiliyetlerine sahip olan kurumsal yatırımcılar, daha uygun fiyat elde etmeye olanak sağlamaktadırlar.
- Kurumsal yatırımcıların bilgi birikimi ve tecrübesi nedeniyle asimetrik bilgi problemini azaltma yardımcı olmaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİ, FİRMA VE MARKA DEĞERİ

Bu kısımda; firmaların sahiplik yapıları, firma ve marka değeri konularının teorik arka planına yer verilmektedir. Öncelikle sahiplik yapısı anlatılmakta, akabinde firma ve marka değeri konularına geçilmektedir.

#### 2. SAHİPLİK KAVRAMI VE SAHİPLİK YAPISI

Toplumsal, kültürel ve hukuki bir kavram olan sahiplik, ekonomik hayatın en önemli öğelerinden bir tanesidir. Aynı zamanda sahiplik birçok teorelin de beslendiği esas kaynaklardan bir tanesi olmuştur. Kültürel, ekonomik ve dini hayatta yaşanan gelişmelerin sahiplik kavramından bağımsız olmadığı ve sürekli bir etkileşimin söz konusu olduğu varsayılmaktadır.

Antik Yunan geleneğinde mülkiyet kavramını ele alan kişi olarak bilinen Platon, Devlet isimli eserinde, “devletin, yöneticilerin özel çıkarlarına hizmet etmekten alıkoymak için nasıl önlemler alınmalı” sorusuna yanıt arar. Platon, yöneticilerin özel mülkiyet sahibi olabilmelerini engellemektedir (Zencirkıran, 2019: 16).

Binlerce yıl süren ve Batı’ya hâkim olan, din ve Kilise baskısı altındaki toplumlarda ise sahiplik kavramı pek gelişmemiştir. Ortaçağ sürecinden, reformlarla birlikte gelişen yenileşme ve değişme çabalarında mülkiyet kavramının rolü önemlidir. Reform hareketlerinin etkileri sayesinde özel mülk sahibi olmanın gerekliliği üzerinde duruldu (Erdoğan, 2016: 160). Özellikle Avrupada ortaya çıkan özel mülkiyet kavramı, yıllar içinde değişip bir çok gelişme kaydetti. Yıllar itibari ile sahiplik yapısında pek çok farklı uygulamalar hayatımıza girdi. Özellikle küreselleşmenin etkisi ile finans sektöründe yaşanan hızlı gelişmeler işletmelerin sahiplik yapılarında da önemli değişikliklere neden oldu. Çok uluslu firmaların varlığı sahiplik yapılarında küresel bir hal almasında önemli katkıları olduğu görülmektedir.

## 2.1. Sahiplik Kavramı ve Önemi

Sahiplik kavramının birçok tanımı mevcuttur. Türk Dil Kurumu internet sitesinde sahipliği; *“Kendisinin olan bir şeyi yasa çerçevesi içinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet.”* olarak tanımlamaktadır (Türk Dil Kurumu, 2017). Soyut bir mana olmayan ve geçmişten günümüze sosyal hak olarak anılan bir kavramdır. Sahiplik kavramı bir malın ya da varlığın hukuken dilediği gibi kullanabilme hakkını ifade etmektedir. Başka bir ifade ile kişinin gayrimenkul ya da menkul üzerinde istediği gibi tasarrufta bulunması olarak açıklanmaktadır. Bu kavram aynı zamanda işletmenin gelirleri ve işletmenin üretim faktörlerinin kullanımı üzerinde hak sahibi olmaktır. Yani sahiplik kavramının anlamı; finansal, hukuki ve toplumsal değerlere göre değişebilmektedir (Özvar, 2015: 3). Tanımlardan da anlaşılacağı üzere firma sahipliği, var olan işletme üzerinde mali ve hukuki olarak istediği şekilde tasarrufta bulunma olarak tanımlanmaktadır. Tasarruflar neticesinde oluşacak durumu karşılamayı da göz önünde bulunduran sahiplik güçlü bir iradeyi de temsil etmektedir. Sahiplik yapısına göre işletmeler arasındaki farklılıklar dört alt başlık altında incelenecektir. Bunlar aşağıda detaylı olarak açıklanmaya çalışılacaktır.

## 2.2. Sahiplik Yapısına Göre İşletmeler Arasındaki Farklılıklar

Firmaların sahipliğine ilişkin çizilen geniş tablo, birbirlerinden oldukça farklılaşabilen sahiplik yapıları ve denetim haklarının detaylı ele alınması ile çizilebilecektir. Sahiplik, mülkiyeti ve işletmelerin karı üzerindeki paylarını; denetim ise oy kullanma hakkını ve firma faaliyetlerinin etkileyebilme kudretini anlatmaktadır (Yıldırım ve Yücel, 2012: 42).

Son yıllarda işletmelerin sahiplik yapılarında önemli değişiklikler meydana gelmiştir. Halka açık olarak piyasalarda işlem gören ve halka arz edilen firmalar bulunduğu gibi finansal piyasalarda işlem gören fakat halka açık olmayan işletmeler de mevcuttur. Halka arzı söz konusu olan firmaların denetimleri ve



faaliyetleri çok açık bir biçimde ortaya konulurken; halka arz edilmeyen firmalarda sahiplik, yönetim ve denetim aynı kişilerde toplandığı görülebilmektedir.

### **2.2.1. Borç/Özkaynak Oranı**

Firmaların temelde yatırımlarını finansmanını öncelikler kendi öz kaynakları ile finans etmeye çalıştıkları ancak bu mümkün olmadığında veya yetersiz kaldığında borç ile finansman sağladıkları görülmektedir. Borç ile yapılan finansmanın maliyetlerinin bulunması ve borcun zamanında ödenmemesi durumunda firmaya yaptırım uygulanması, faaliyetleri olumsuz etkilemektedir.

Modigliani ve Miller öncülüğünde 1958 yılından itibaren çalışmalara konu olmaya başlayan sermaye yapısının optimal olarak işleyebilmesi için günümüze kadar pek çok teori ortaya konmuştur. Bu teorilerden birisi olan Dengeleme Teorisi, işletmelerin borç-öz kaynak yapısını meydana getirirken borçlanmanın neden olduğu iflas ve süreç maliyetleri ile borç almanın sağladığı vergi avantajı ve temsil maliyetinin dengelendiği optimal borç düzeyini yakalanmasıdır (Burucu ve Öndeş, 2016: 63). Finansal hiyerarşi teorisi, finansman ihtiyacı olan işletmelerin öncelikle iç kaynaklarını kullandıkları, daha sonra borçlanmaya ve en son tercih olarak hisse ihracına yöneldiklerini belirtmektedir.

### **2.2.2. Maddi Duran Varlıklar**

TMS 16' da Maddi Duran Varlıklar şöyle tanımlanmıştır; *“Mal veya hizmet üretimi veya arzında kullanılmak, başkalarına kiraya verilmek veya idari amaçlar çerçevesinde kullanılmak üzere elde tutulan ve bir dönemden daha fazla kullanımı öngörülen, fiziki kalemlerdir.”*

Sahiplik yapısı daha geniş bir tabana yayılan ve halka arz olan işletmelerin maddi duran varlık oranlarının diğer işletmelere oranla daha yüksek olduğu görülmektedir. Özellikle kurumsallık yapısı gelişmiş işletmelerin maddi duran varlık oranlarında nispeten daha yoğun bir artış yaşanmaktadır.

### **2.2.3. Hisse Yoğunluğu**

Sahiplik yapısında yoğunlaşma olarak da ifade edilen kavram, hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip kişi sayısını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle şirketin hisselerinin belli başlı yatırımcıların elinde bulunması ve bu oranın diğer yatırımcı hisselerine oranla daha büyük olmasıdır. Yoğunlaşma neticesinde firmanın yönetimi ve kontrolü bu kişilerin elinde toplanmaktadır. Yoğunlaşmanın oranı arttıkça, işletmenin büyük pay sahibi ve etkin ortağı yönetimi daha az risk almaları yönünde baskı altına alacaktır (Doğan ve Topal, 2015: 166). Hisseleri halka arz edilen şirketlerin sahiplik yapısında daha az yoğunlaşma görülürken, halk arz söz konusu olmayan şirketlerde ise bu durumun tam tersi söz konusu olabilmektedir.

### **2.2.4. AR-GE Harcamaları**

Ar-Ge harcamalarını, şirketlerin, bireylerin veya diğer kurumların yeni ya da geliştirilmiş ürünler ve süreçler meydana getirmek için yaptığı faaliyetler neticesinde ortaya çıkmaktadır. Ar-Ge, üniversitelerin ve laboratuvarların bir ürünü ticari olarak satmadan ve kullanmadan önce test etme aşaması olarak değerlendirilebilir. Ar-Ge faaliyetlerine yönelik yapılan toplam harcama, aynı zamanda işletmelerin, endüstrilerin ve ülkelerin yenilikçi performansının en yaygın göstergesi olduğu değerlendirilmektedir (Hall, 2016: 1). Ar-Ge harcamaları kurumsal işletmeler ve halka arz edilen firmalarda daha yüksek olması beklenirken, sahiplik yoğunluğu fazla ve halka arz söz konusu olmayan işletmelerde ise daha az Ar-Ge harcaması yapılacağı değerlendirilmektedir.

### **2.3. Sahiplik Yapısı**

Sahiplik yapısı, firma sermayesinin ortaklara dağılımını, hissedarların niteliklerini, yönetim aralarındaki ilişki ve firmanın yönetimsel olarak sahip olup olmadıklarını göstermektedir. Aile şirketleri, kurumsal firmaların, kamunun sahipliği, yabancıların sahipliği, yönetici sahipliği ve çalışanların sahipliği gibi sahiplik yapıları bulunmaktadır. Ortak sayısı her işletme için farklılık gösterebilmektedir, şirketlerde ortak sayısının çokluğu piyasada olumlu algılanmakta ve bu durum sermayenin tabana yayıldığını bize göstermektedir. Ortaklık yapısı, sermaye

sahiplerinin şirketin yönetim kontrolünü elinde bulundurup bulundurmamasıdır ve sahiplik bir kişinin elinde olabileceği gibi birden çok ortağın varlığı ile de ortaya çıkabilmektedir (Ege ve Topaloğlu, 2017: 472).

Küreselleşmenin etkisiyle işletmelerin sahipliği ve işletmenin kontrolü ayrı yöneticiler ve birimler tarafından gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Finans literatürüne pek çok araştırmaya konu olan bu ilişki karar alma mekanizmalarında çatışmalar ve sorunlar ortaya çıkarmaya başlamıştır (Erdoğan, 2016: 160). İşletmelerde yaşanan yönetim kaynaklı olumsuzlukların giderilmesi için verilen çabalar Kurumsal Yönetim doğuşuna zemin hazırlamıştır. Kurumsal yönetim mekanizmalarının hâkim olduğu işletmelerde sahiplik yapısı, şirkete sermaye sağlayanların kim olduğu ve sermaye paylarının büyüklüğünün belirlenmesi olarak anılmaktadır (Doğan ve Topal, 2015: 165). Sahiplik yapısı kurumsal işletmelerde sermayeye katılım oranı bazında farklılık göstermektedir. Günümüzde büyük işletmelerin çoğunluğunda ortaklar, sermayeye katılım miktarı ile doğru orantılı olarak yönetimde de söz sahipliği elde etmektedirler.

#### **2.4. Sermaye Sahipliği ve Sermaye Yoğunluğu**

Sermaye sahipliği, bir firmanın bilançosunda yer alan borç ve öz sermayenin karışımıdır. Sermaye sahipliği bir firmanın finansal yapısı olarak da adlandırılabilir. Bir firmanın sermaye sahipliği ve yoğunluğu, firmanın paydaşlarının ihtiyaçlarını karşılama kabiliyeti ile ilgili olduğu için çok önemlidir. Sermaye sahipliği firmalar için çok önemlidir, böylece çeşitli paydaşlarının getirilerini en üst seviyeye çıkarılabilmektedirler. Ayrıca, firmanın faaliyet gösterdiği rekabetçi çevre ile başa çıkmasında çok yardımcı olacağı için, sermaye yapısı da önemlidir (Boodhoo, 2009: 2).

##### **2.4.1. Sermaye Sahipliğinin Türleri**

Sermaye sahipliği işletmelerin sınıflandırılmasında kullanılan temel parametrelerden bir tanesidir. Geçmişten günümüze sermaye sahipliği türlerinde bir artış ve farklılaşma meydana gelmiştir. Ticarete paranın kullanılmaya başlandığı ilk zamanlar göz önünde bulundurulduğunda sermaye sahipliğinin sadece tek bir

kişiyeye ait olmasının yaygın olduğu görölmektedir. Dünyadaki ekonomik ve sosyal gelişmelerin etkisiyle işletmelerin sermaye sahipliğinde değışiklik ve gelişim meydana gelmiştir. Aşağıda bu sermaye sahiplerinin sınıflandırılmasında temel olan türleri detaylı olarak açıklamaya çalışılacaktır.

#### **2.4.1.1. Aile Şirketleri**

Genel olarak insan organizasyonlarını, karmaşık yaratılış kalıplarını ve özellikle aile işletmelerini açıkça ifade etmenin yollarını bulmak bir meydan okumayı da içinde barındırmaktadır. Doğal olarak birçok araştırmacı aile şirketlerini tanımlamaya çalıştı (Neubauer ve Lank, 1998: 26). Tanımlamalar ülkeler ve bölgelere göre farklılık gösterebilmektedir.

Ailenin servetini dağıtmamak için organize edilen işletmelerdir. Özellikle tarımsal taşınmazların bölünmesini engellemek için miras payları oranında katılımda bulunularak tüzel bir yapı haline gelmedir. Başka bir tanımlamada ise aile şirketi, aile reisinin veya ailenin idamesini sağlayan kişinin şirketin başında bulunması ve en az iki kuşak aile üyesinin de şirketin yönetiminde aktif olarak yer alması olarak ifade edilmiştir (Karpuzcu, 2002: 18). Aileyi oluşturan bireylerin yönetim kademesinde çalışması olarak ifade edilebilecek olan aile şirketlerinde asıl hedef, tüm tanımlarda da görüleceği üzere, ailenin sahip olduğu servetin bölünmesini engellemektir.

Aile eğer bir varlık olarak işlevini devam ettirmek istiyorsa, diğer organizasyonlar gibi yönetim yapısına ihtiyaç duyar. Ailenin sahip olduğu işletmelerin yönetim biçimleri sadece ailenin sağlığını değil, aynı zamanda ailenin devamının ve ömrü üzerinde çok önemli bir etkiye sahiptir (Neubauer ve Lank, 1998). İyi yönetilen aile şirketleri işletmenin sürekliliğini ve değerini arttırabilmektedir. Bu nedenle günümüzde aile şirketleri, yönetimi hem profesyoneller hem de aile bireyleri ile oluşturmaktadır.

Tablo 3'te yer alan Türkiye'deki aile şirketlerinin faaliyet alanları, toplam gelirleri ve faaliyet gösterdikleri ülke sayıları incelendiğinde, perakende ve elektronik sektörlerinde faaliyet gösteren işletmelerin oranının son derece büyük olduğu

görülmektedir. Perakende sektöründe faaliyet gösteren BIM ve Migros'un Türkiye dışında sadece iki ülkede faaliyet göstermelerine rağmen elde ettikleri gelir son derece kayda değer bir büyüklüğe sahiptir.

**Tablo 3: Türkiye Merkezli En Büyük Çok Uluslu Tüketici Şirketleri, Aile İşletmeleri**

Şirket	Gelir (Milyar USD)	Endüstri	Faaliyet Gösterilen Ülke Sayısı (Türkiye Hariç)
BIM	6,65	Perakende	2
Arçelik	5,33	Elektronik	32
Migros	4,44	Perakende	2
Vestel	4,16	Elektronik	10
Anadolu Efes	3,45	Hızlı Tüketim Malları	16
LC Waikiki	3,16	Perakende	36
Hayat Kimya	1,40	Hızlı Tüketim Malları	6
Ülker Bisküvi	1,30	Hızlı Tüketim Malları	19
Eti	0,91	Hızlı Tüketim Malları	3
Koton	0,80	Perakende	28
Sütaş	0,71	Hızlı Tüketim Malları	3
R.Deam	0,70	Yiyecek-İçecek	12
DeFacto	0,67	Perakende	19

Kaynak: <https://www.mckinsey.com/> Erişim Tarihi: 10.08.2018.

#### 2.4.1.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği

Kurumsal yatırımcının basit bir tanımı yoktur. Ortak bir özellikleri ise kurumsal yatırımcıların gerçek kişiler olmadığı ve tüzel kişilikleri söz konusudur. Bununla birlikte, yasal çerçevede, kurumsal yatırımcılar arasında büyük farklılıklar görülmektedir. Kurumsal yatırımcılar; doğrudan karını maksimize eden anonim şirketleri, sınırlı borçlu ortaklıkları, fonlar ve özel statü ile kurulan şirketleri kapsamaktadır. Kurumsal yatırımcılar bağımsız hareket edebilir veya daha büyük bir şirket grubunun veya holdingin bir parçası olabilirler. Bu durum genellikle bankaların ve sigorta şirketlerinin bağlı ortaklıkları olan yatırım fonları için geçerlidir (Çelik ve Isaksson, 2014: 93).

Kurumsal yatırımcı, küçük yatırımcıların veya gerçek kişilerin tasarruflarını bir araya getirerek, tasarrufları uygun risk ve kazanç optimizasyonu ile doğru vadelerle amaçlarına yönelik olarak yöneten finansal kurumlardır (Elitaş, vd., 2017: 789). Kurumsal yatırımcılar, bilgiyi özümsemek ve işlemek konusunda bireysel yatırımcılardan genellikle daha iyi olduklarından, bu avantaj kurumsal yatırımcılara sermaye aktarımını daha fazla teşvik etmektedir. Bununla birlikte, bilgi ve bilgiyi işleme avantajı, kurumun türüne ve ilgili bilginin türüne bağlı olarak büyük veya küçük olabilir. Emekli sandığı fonları, hayat sigortası şirketleri ve yatırım fonları gibi çoğu kurumsal yatırımcı, bireysel yatırımcılardan daha fazla risk alarak, daha çok getiri sağlayabilmektedir (Bjuggren, vd., 2019: 419).

Kurumsal yatırımcılar, tasarruf sahiplerinin fonlarını piyasada değerlendirmek için oluşturulan kurumsal firmalardır. Emeklilik Fonları, Yatırım Fonları, Sosyal Güvenlik Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri, Kurumsal Yatırımcılar şeklinde bölümlendirilmektedir. Ekonomik olarak kalkınmanın temel taşlarından birisi olan tasarruf büyüklüğü gelişen piyasalar için yeterli seviyeye ulaşmamaktadır. Gelişmemiş ülkelerde ise gelir düzeyinin yetersiz olması nedeniyle tasarruflarda artışı engellemektedir. Bu nedenle tasarrufların doğru ekonomik alanlara kaydırılması ve tasarrufluların etkin yönetilmesi için profesyoneller tarafından analizlere ihtiyaç duyulmaktadır (<http://www.ekodialog.com>). Kurumsal yatırımcıların fonların daha etkin yönetimi için en önemli finansal aktör olarak piyasalardaki varlıklarını sürdürmektedirler.

Son on yılda, OECD ülkelerindeki halka açık şirketlerde kurumsal yatırımcıların sahiplik oranında çarpıcı bir artış yaşanmıştır. Örneğin; İngiltere'de faaliyet gösteren şirketlerin sermayesinin sadece % 10'u gerçek kişilerin elinde bulunmaktadır. Son yıllarda kurumsal yatırımcıların sayısında bir hayli artış oldu. Neticede emeklilik fonları ve yatırım fonları ortaya çıktı ve bunlar geleneksel kurumsal yatırımcıların bile önüne geçti (Çelik ve Isaksson, 2013: 94). Kurumsal yatırımcıların sahiplik oranındaki artış, dünyadaki sermaye piyasalarının en büyük dönüşümü olduğu varsayılmaktadır.

### 2.4.1.3. Yönetici Sahipliği

İşletmede yöneticilerin sahipliğinden bahsedebilmek için yöneticilerin öz sermaye içinde belli bir paya sahip olması beklenmektedir. Bununla birlikte yöneticilerin hâkim ortak olmasına gerek yoktur. Dağınık sermaye yapısında hâkim ortak bulunmaması nedeniyle, yönetici sahipliğinin en yüksek olduğu işletmeler ise dağınık sermaye yapısına sahip işletmelerdir. Buna paralel olarak, dağınık sermaye yapısına sahip işletmelerde yöneticiler çok daha az hisse sahibi olmalarına rağmen tüm kontrolü ellerinde bundurabilmektedirler (Doğan, 2016: 52). Firmanın kontrolünün elinde bulunduran yöneticinin aynı zamanda hissedar olması yönetsel anlamda ortaya çıkabilecek bazı sorunların da azalmasına neden olabilmektedir.

### 2.4.1.4. Çalışan Sahipliği

İşletmelerin sahipleri ile işletmenin kontrolü arasında doğrusal bir ilişki mevcuttur. Daha açık bir ifade ile sermaye içindeki pay oranı arttıkça firmanın yönetsel kontrolü de bu ortaklar lehine artmaktadır. Hâkim ortaklar bir kişiden oluşabileceği gibi kamu, aile, yönetici ve çalışan sahipliği şeklinde de oluşabilmektedir (Doğan, 2016: 51). Ortaklık yapısına sermaye oranının doğrudan etkisi herkes tarafından kabul edilen bir gerçek olmasına rağmen, yönetime etkin katılımın sağlanmasına yönelik değişim çabaları söz konusudur. Bunların başında da çalışanların ortak edilmesine yönelik değişim çabalarıdır.

Birçok küçük şirket, hisselerini çalışanlarıyla paylaşmak istemektedir ancak yasal maliyetlerin karmaşıklığı bu işletmeleri yıldırmaktadır. Pek çok ülkede hisselerini çalışanları ile paylaşmak isteyen işletmeler, vergi gibi avantajlar sağlamasına rağmen, yasal zorluklar ve karmaşıklık nedeniyle bundan vaz geçebilmektedirler (<https://www.nceo.org>). Çalışanların şirketin hisselerinde pay sahibi olmalarının şirketin performansını ve verimliliğini arttırdığını göstermektedir. Çalışanların şirkette pay sahibi olmaları devamsızlık oranını azalttığı ve iş ilgili kararlarda daha yenilikçi olduğu görülmektedir. İşletmenin hisseleri içindeki çalışanların payı arttıkça yüksek ücret ve düşük ücret arasındaki farkın daha az olmasına yol açmaktadır (Brione ve Nicholson, 2017: 4).

Şirketler pek çok nedenden dolayı çalışanlarıyla sahipliği paylaşmak istemektedirler. Bunlar (<https://www.nceo.org>):

- İyi çalışanları ödüllendirmek ve korumak
- Bir mal sahibi olabilmek için. Çünkü neredeyse her küçük işletmenin sahibi veya sahipleri sonunda ayrılmak isteyeceklerdir.
- Girişimciliği paylaşabilmek için, küçük işletmelerin çalışmaya başlaması veya onları işletebilmek zordur. Bu nedenle pek çok küçük işletme bu sorumluluğu paylaşarak yüklerini hafifletmek istemektedir.
- Sermayelerini arttırmak amacıyla çalışanları ortak etmek isterler. Firmalarının performanslarını arttırmak için de çalışanları işletmelerine ortak etmeyi tercih ederler.

#### **2.2.1.5. Kamu Sahipliği**

Geleneksel kamu sahipliğini belirleyen iki temel yöntem vardır. Woodrow Wilson'ın idare-siyaset ayrılığını içeren Amerikan modeli, diğeri Max Weber' in ortaya attığı bürokrasi modeli olan Avrupa modelidir (Demirbaş, vd., 2017). Amerikan modelinde siyaset ve yönetim birbirinden tamamen ayrı olarak ele alınmıştır. Avrupa modelinde ise kamunun tüm hizmetleri doğru bir iş bölümü ve uzmanlaşma ile yapması gerektiği üzerinde durmaktadır. Günümüzde ise ağırlıklı olarak ikisinin daha geliştirilmiş yöntemlerinin etkin olarak kullanıldığı bilinmektedir.

Sermayenin büyük bir bölümünün veya tamamının kamu tüzel kişilerine ait olan işletmeleri ifade etmektedir. Bunlar çoğunlukla mali, ekonomik, sosyal ve politik nedenlerle kamu tarafından kurulmaktadır. Ekonomik kaygılarla kurulan çoğu kamu işletmesinin asıl amacı, kamu kurum ve kuruluşlarına fon sağlamaktır. Sosyal kaygılarla kurulan kamu tüzel kişilikleri, sosyal yönden gelişme kaydetmemiş bölgelerin gelişmesine pozitif yönde katkı sağlamak amaçlanmaktadır. Ekonomik nedenlerle kurulan kamu işletmelerinin temel hedefi ülkenin kalkınmasına katkı sağlamak ve tasarruf oluşturarak sermaye artışına öncülük etmektir. Politik amaçlarla kurulan kamu işletmeleri, politik çıkarlar elde etmek ve baskı gruplarını rahatlatmak amaçlanmaktadır (hbogm.meb.gov.tr).



### 2.2.1.6. Geniş Tabanlı Sermaye Sahipliği

Sahiplik yapısı taşınır, taşınmaz, sermaye ve eşya sahipliği şeklinde farklı türlere ayrılmıştır. Şirketlerde ise sahiplik kavramı hem etkinliği hem de sermaye yapısını ifade etmektedir. Şirketin ortaklık yapısı incelendiğinde, etkin bir ortağın var olmadığı ve şirketin sermayesinin geniş katılımcı tarafından sağlandığı işletmeleri ifade etmektedir. Sermayenin geniş tabana yayılması doğal olarak şirketin yönetimindeki etkinliğin dağılımını etkilemektedir. Hiçbir hâkim ortağın bulunmaması yöneticilerin işletme üzerindeki etkinliğini bir hayli arttırmaktadır. Özellikle gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde sıklıkla görülmektedir.

Otten, vd., (2006)'da kişi başına düşen gelir ve borsa gibi etkin faktörler kontrol edildiğinde kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim reformlarını destekledikleri açık bir şekilde görüldüğünü belirtmektedir. Günümüzde geniş tabanlı sermaye sahipliği mülkiyetinin hâkim olduğu ülkelerde geleneksel olarak etkin dış kurumsal yönetim unsurlarını güçlendirmeye odaklanmak yerine, bunları daha güçlü iç yönetim mekanizmalarıyla tamamlamaya çalıştıklarını ve bu durumun uzun süredir engellenen ve zorluklarla karşılaşan aile mülkiyetinin yaygın olduğu ülkelerde de görülmekte olduğunu ifade etmektedir.

Erdoğan, (2016) modern anlamda kurulan şirketlerde, sermaye sahipliği ile şirketin kontrolü dikkate alındığında, şirketlerin karar almasında ve bu kararlar neticesinde şirketin performansı değerlendirilmesinde temsil maliyetinin etkinliği göze çarptığını belirtmektedir. Çünkü normal beklenen davranış şirketin yöneticilerinin, şirket ortaklarının çıkarlarını gözetmeleridir. Fakat uygulama da bu durum çoğunlukla böyle olmamaktadır. Sermaye sahipliğindeki yoğunluk oranı arttıkça hissedarların şirket yöneticilerini izleme ve denetleme istekleri fazlalaşmakta ve bu da yönetimin etkin kararlar vermesine yardımcı olmaktadır. Fakat bir işletmede sahiplik yapısı dağınık ve geniş bir tabana yayılmışsa şirketin ortaklarının yönetimi denetlemeye çokta istekli olmadıkları görülmektedir. Çünkü yöneticileri denetlemek elde edecekleri faydadan daha çok katlanmaları gereken bir maliyet ortaya çıkarabilecektir.

## 2.4. Firma Kavramı ve Firmanın Amacı

Firma kavramı çoğu tanımlamada; insanların ihtiyaçlarını karşılamak için üretim unsurlarını bir araya getirerek mal ve hizmet ortaya çıkarmak için kurulan birimlerdir. Firmaların temel amacı sosyal faydalar oluşturmak, kar elde etmek ve firmanın varlığını sürdürmek için yasal çerçevede faaliyette bulunmaktır.

Firma sahipliği kavramı resmi olarak iki şekilde ifade edilmektedir: firmayı kontrol etme hakkı ve firmanın kazancından pay alma hakkıdır. Resmi olarak firma sahipliği kavramı önemlidir. Firmanın kontrolüne sahip kişiler, çoğunlukla firmanın yönetim kurulunu seçme hakkını elde ettiklerinden, firmanın yönetimi üzerinde etkili olabilmek için daha az otorite kullanırlar (Hansmann, 2017: 269). Geniş katılımcının bulunduğu ve yöneticilerin etkili olduğu firmalarda daha fazla otorite kullanmak gerekebilmektedir.

## 2.5. Firma Değeri Kavramı

Değer kavramı firmalar özelinde incelendiği zaman, iki önemli nokta belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Birincisi, herhangi bir firmanın iş modelinde ana unsur olarak firma değerine bakılır; diğesinde ise, müşterilere sunulan yerleşik mal ve hizmetlerin değeri yani değişim değeri ve kullanım değerine bakılmaktadır (Marinova, vd., 2017: 3). İki modelin toplamı ise firma değeri kavramı olarak ifade edilmesi yanlış bir anlatım olmayacaktır.

Firma değerinin belirlenmesinin temel amacı, işletmenin uygun ve kabul edilebilir piyasa değeri tespit etmektir. Uygun ve kabul edilebilir piyasa değeri, piyasada şirketin sahip olduğu varlıklarının değeri hakkında bilgi sahibi alıcıların ve satıcıların, kendi istekleriyle, ilgili varlık için belirledikleri alım ve satım değeri olarak ifade edilebilir. İşletmenin değeri, gelecekte elde edeceği gelirleri ile bu geliri elde ederken katlandığı maliyet ve risk oranına endekslidir. Çünkü işletmenin finansman konusunda verdiği kararlar onun hem gelirlerini hem de risk oranını etkileyecektir (<https://www.biymed.com.tr>). Firmanın ekonomik olarak değeri piyasaya ve diğer tüm paydaşlara atacakları adımlar hakkında da önemli bir referans niteliğindedir.

Şirketin aldığı kararlardan birçok paydaş etkilenmektedir. Öz sermaye ortakları, hisse sahipleri ve bankacılar da dâhil olmak üzere işletmeye sermaye sağlayan pek çok paydaş vardır. Ayrıca şirkete hammadde ve diğer parçaları sağlayan tedarikçiler ve çalışanlar, yükleniciler ve yöneticiler de dâhil olmak üzere ürünü oluşturan kişiler diğer paydaşlardır. Şirketin müşterileri, alıcılar ve ürünü kullananlar da şirket tarafından alınan kararlardan etkilenirler (Ehrhardt, 1994: 1). Doğal olarak işletmenin değeri paydaşların bakış açısını ve yatırım kararlarını direk olarak etkileyecektir.

### **2.5.1. Firma Değerinin Belirlenme Nedenleri**

Firmaların değer meydana getirmeleri bir süreç ve çıktı olarak algılanmaktadır. Uluslararası Birleşik Raporlama Konseyi değer meydana getirmenin; bireylere, organizasyona ve çevreye olumlu ve olumsuz etkileri söz konusu olabilecek çıktılar üretmek amacıyla örgütsel kaynakların ve sermayenin girdilerini bir araya getirme süreci olarak ifade etmektedir. Bu nedenle işletmelerin rakiplerinden daha üstün olabilmesine imkân tanıyan değer meydana getirme süreci, çok geniş bir alanda ve belli bir organizasyon ile gerçekleştirilmektedir (Marinova, vd., 2017: 4).

İşletmeler kendi yapılarında meydana gelen değişikliklerin sonucunu görmek, halka açılmak, birleşme ve yatırımcılarına değerini gösterebilmek için işletmesinin piyasa değerini belirlenmesini talep etmektedir. İşletmenin değerini belirlemek aynı zamanda finansman kaynaklarına daha etkin ulaşılmasına da önemli katkıları olacaktır.

#### **2.5.1.1. Birleşme veya Devralma Süreci**

Küreselleşme şirketlerin finansal piyasalarda rekabet edebilmek için farklı stratejiler uygulamalarına neden olmaktadır. Bunlar büyüme yönlü olabileceği gibi şirketlerin bir araya gelerek büyümelerine de neden olabilmektedir. Birleşme birden çok firmanın tek bir işletme haline bürünmesidir ve firmalardan birisi ortaklarına hisse oranında yeni işletmenin ortaklık payını temsil eden hisse senetlerine sahip olmaktadır. Devralma ise bir işletmenin, diğer bir işletmenin ortaklığını temsil eden

hisselerinin çoğunluğunu satın almasını ifade etmektedir (SPK, 2018: 1). Yeni işletmeye yatırım yapan şirketlerin temel amacı risklerini minimize etmek, karlılıklarını yükseltmek ve diğer şirketlerle aralarındaki rekabette avantajlı bir konuma gelmektir.

Şirket birleşmelerini SBB Capital Partners (2012), dört temel bölüme ayırmıştır:

- I. Yatay Birleşme, aynı veya tamamlayıcı mal ve hizmetler üreten ve pazara yönlendiren firmaların birleşmesidir.
- II. Dikey Birleşme, birleşme neticesinde biraraya gelen işletmelerinden bir tanesinin diğer şirketin mal ve hizmetlerinin girdilerini temin etmesi veya ürettiği bu mal ve hizmeti pazarlamasıdır.
- III. Karma Birleşmeyi, birbirinden tamamen farklı iş kolunda bulunan işletmelerin birleşmesi olarak ifade etmektedir.
- IV. Coğrafi Birleşme ise, şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülke sınırları dışında faaliyet gösteren işletmelerle birleşerek uluslararası pazarlarda faaliyet göstermesi olarak tanımlanmıştır.

Ticari işletmeler arzu ettikleri bazı amaçları gerçekleştirebilmek için bazen yeterli ekonomik kaynakları bulamayabilmektedirler. Bu nedenle Şirketler amaçlarını gerçekleştirmek için birleşmeyi bir çözüm yolu olarak görebilmektedir. Bazen firmalar faaliyetlerinin kapsamı içinde olmayan konuların yürütülmesi için ayrı firmalardan hizmet alabileceği gibi, bir firma farklı alanlarda faaliyet gösterebilmek için iki veya daha fazla sayıda firmaya bölünebilmektedir. Buna ilaveten işletmelerin hukuki yapısı mevcut amaca ulaşabilmek için yeterli olmayabilmektedir (Göktürk, 2013: 632). Ekonomik ve hukuki sonuçlar doğuran bu eylemin etkilerini ölçebilmek ve piyasaya doğru bilgileri verebilmek için firmanın değerinin belirlenmesi önem arz etmektedir. Türkiye’de çok nadir görülen bu uygulamalar, özellikler borsada işlem gören kurumsal nitelikli işletmelerde ağırlıklı olarak gözlemlenmektedir.

### **2.5.1.2. Halka Açılma Süreci**

Küreselleşme olgusu ve teknolojik imkanların artması finansal enstürümanların artışına da ön ayak olmuştur. Bu bağlamda özelleştirmelerin ve halka arz edilmenin yaygın hale geldiği görülmektedir. Aydın (2017), işletmenin gerçek değerinin ölçülmesi halka açılma sürecinin en önemli konusudur. Halka açılma sürecinde işletme ortakları veya işletme sahipleri hisse senetlerini en yüksek fiyattan satmayı amaçlarken yatırımcılar ise bu hisseleri en düşük değerden satın almak istemektedir. Zıtlığı barındıran bu oluşum, piyasada arz ve talep dengesi meydana getirirken aynı zamanda hisselerin fiyatını oluştururken işletmenini değerini tespit ederek hisse fiyatının en uygun aralıkta meydana gelmesini de temin ettiğini belirtmiştir.

Sermaye piyasası araçlarının satın alınması amacıyla halka çağrıda bulunulması, halkın anonim ortaklığa dahil olmaya veya kurucu vasfına sahip olmaya çağrılması, hisse senetlerinin organize piyasalarda veya borsalarda sürekli olarak işlem görmesi ve anonim ortakların sermaye artışları nedeniyle paylarının satışı halka arz olarak tanımlanmaktadır. Kıymetli evraklar halka arz sürecine konu olabilmektedir (Kuyucu, 2017: 1). Halka az olmak şirketin değerini arttıracak ve ona önemli bir finansal kaynak oluşturacaktır. Halka açılmak şirket için finansal kaynak meydana getireceği gibi buna paralel olarak daha fazla sorumlulukta yükleyecektir. Şirketin halka arz edilmesinde, değerinin ortaya konulması önem arz etmektedir, çünkü şirketin değeri onun hisse senetlerinin değerini etkileyecek bir unsurdur.

### **2.5.1.3. Yatırımcı Değer Analizleri**

Yatırımcılar her zaman daha fazla değer kazanan yatırım araçlarına veya şirketlere yatırım yapmaya kararlıdır. Fiyatı yükselme eğiliminde olan ve daha fazla değer kazanacağına inanılan şirketlere yatırım yapmayı arzulamaktadırlar. Şirket değeri bu nedenle yatırımcılar için son derece önemli bir kıstas haline gelmektedir. Bireysel ya da kurumda yatırımcılar şirketin piyasa değerine bakarak yatırımlarını yönlendirmeye karar vermektedirler. Yatırımcılar karar verirken üç önemli analiz tekniğinden yararlanmaktadırlar. Bunlar, dikey, temel ve rassal analiz (random walk), teknikleri olarak sınıflandırılmıştır.

**Temel analiz,** ekonominin, sanayii gruplarının ve şirketlerin karını etkileyen temel etkenlerin incelenmesidir. Birçok analizde olduğu gibi, temel amaç gelecekteki fiyat hareketleri ve elde edilebilecek kar için tahmin geliştirilmesidir. Şirketler için, finansal verilerin ve rekabetin analizini içeren temel analiz; endüstri kolunda ürünlerin arz ve talep ağırlıkları üzerinde incelemede kullanılabilir. Temel analiz, ulusal ekonomi de ekonominin mevcut halini ve gelecekteki büyüme oranının değerlendirilmesinde kullanılan ekonomik verilere odaklanmaktadır (As, 2013: 44).

**Temel analiz,** aslında toplumun tüm kesimleri için temel oluşturan bir analiz tekniği halini almıştır. Temel analiz, şirketin faaliyet gösterdiği sektör ve şirketle ilişkili veriler ile genel ekonomi dikkate alınarak hisse senetlerinin değerini saptamaya çalışan bir tekniktir. Bu analizin temel amacı, hisse başına düşen karı ve kar payını tahmin ederek hisse senedinin değerini tespit etmektir. Finansal verilerden yararlanılarak yukarıdan aşağıya doğru giderek makrodan mikroya yönelerek hisse senedinin piyasa değerini belirlemeye çalışan bir analiz tekniğidir. Hisse senedinin işlem hacmi ve fiyat tablolarının incelenmesini temel alan teknik yaklaşım ile alım ve satım zamanının belirlenmesinde destek sağlayan temel analiz birbirine çok karıştırılmaktadır (Tekbaş ve Sarıoğlu, 2017: 125). Bu iki analiz aslında farklı teknikleri barındırmaktadırlar ve beraber kullanıldıklarında birbirlerine destek olabileceği görülmektedir.

**Teknik analiz,** hisse senetlerinin fiyatlarında meydana gelen değişikliğin gelecek dönemlerde de devam edebileceğini belirtmekle birlikte, hisse senetlerinin fiyat düzeyinin gelecekteki durumunu analiz etmek ve yorumlamak için hisse senedinin geçmişteki değişimlerinin incelenmesidir. Bu yöntem kullanılarak hisse senetlerinden kar elde etmek için, geçmiş dönemlerde yaşanan dalgalanmalar incelenerek fiyatlarda meydana gelebilecek değişimlerle ilgili öngörülebilir bulunulur ve gelecek dönemlerde bu tahminler ışığında alım veya satım yapılmasına karar verilir. Bu analiz tekniğinde fiyat hareketleri hakkında tahminde bulunabilmek için hisse senedi fiyat ortalaması ve endekslerden yararlanır (Toprak, 2015: 3). Fiyat ortalamaları ve endeksler yatırımcıların hangi yatırımcıya yöneleceğine karar vermesinde etkili rol oynamaktadır. Finansal piyasaların hareketlerinin incelenmesi olan bu analiz tekniğinde, günlük veya haftalık bazda grafik şeklinde görüntülenen

ve çizelge olarak adlandırılan herhangi bir sabit zaman periyodunda meydana gelen fiyat değişiklikleri izlenmektedir (<https://www.credit-suisse.com>).

Sarıkovanlık, (2017)'de teknik analiz, bütün finansal birimlerin hisse senedi yatırımcıları üzerinde meydana getirdiği etkinin grafiklere yansıtıldığını düşünerek, istatistiksel değişimleri dikkate alarak fiyatların yönü ve fiyatlarda meydana gelebilecek değişiklikleri inceleyen ve bunun sonucunda bazı grafikler ortaya koyan bir yaklaşım olarak değerlendirmektedir.

**Rassal analiz yöntemi**, aynı şekilde rastgele dağıtılan birbiri ardına sıralanan bağımsız değişkenlerin oluşturduğu stokastik bir süreçtir, olasılık teorisinde iyi çalışan en temel konulardan birisidir (Lawler ve Limic, 2018: 6). Rassal yürüyüş analiz yöntemi, hisse senetlerinin piyasada oluşacak fiyatı önceden bilinmeyeceği için, çoğunlukla rastlantısal olarak fiyatının oluşacağı, zamanın bir anında aşağı veya yukarı yönlü hareket edebileceği ve geçmiş dönemlerdeki fiyatlardan bağımsız olduğu temelde varsayılmaktadır (Gündüz, vd., 2017: 26). Stokastik trendler barındıran serilerin modellenmesinde çokça kullanılan bu model, finans literatüründe önemli bir yeri vardır. Bu model menkul kıymetlerin fiyatlarının rassal olabileceği öne sürülmesi, gelecek yıllarda bu modelin yaygın olarak kullanılmasına zemin hazırlamıştır. Menkul kıymetlerin rassal yürüyüş gösterdiğinde finansal piyasalarda buna paralel olarak etkinliğin oluşturulduğu varsayılabilmektedir (Tanrıöver ve Çöllü, 2015: 131). Hisse senedi fiyatlarının gelecekteki değerinin bilinmesinin mümkün olmadığı ve geçmişteki değerlere bakarak bunu tahmin etmeninde mümkün olmadığını varsayan bir yöntem olduğu ortaya konmaktadır.

#### **2.5.1.4. Değerlemeye İhtiyaç Duyan Taraflar**

1392 yılında Berle ve Means tarafından ilk olarak ortaya atılan şirket değerlendirme hususunu, 1976 yılına gelindiğinde Jensen ve Meckling tarafından geliştirilmiş ve günümüze kadar tartışılmaya devam edilmiştir. Yıllar geçtikçe şirketlerin değerlerinin belirlenmesi daha fazla önem kazanmış ve çok farklı kurum ve kuruluşlar tarafından önemsenir hale gelmiştir. Hisse senetleri sahipleri, kreditorler, yatırımcılar, halka açılma süreçleri ve işletmeyi satın almak isteyenler tarafından

şirketin değerinin öğrenilmesi bir elzem haline gelmiştir. Şirketler hisselerini piyasada satmak istediklerinden şirketin değerini öğrenmeleri gerektiğinden, hem yatırımcılar hem de işletme sahipleri değer tespitinin sağlanabilmesi için kurumsal destek almaya başlamışlardır. Görüldüğü üzere şirketin değeri sadece iç müşterilere hitaben ölçülen bir kriter değildir, aynı zamanda şirketin ilişki içinde olduğu tüm çevreye bilgi akışının temini için önemli bir olgu haline gelmiştir.

## **2.6. Firma Değeri Yaklaşımları ve Değerleme Yöntemleri**

İşletmelerin satın alınmalarına veya tasfiyeleri gibi pek çok ihtiyaç nedeniyle firmaların değerinin tespiti son derece önem arz etmektedir. Literatürde kullanılan pek çok yöntem mevcuttur, çalışmanın bu bölümünde bu yöntemlerin önemli olduğu düşünülen bir kısmı detaylı olarak anlatılmaya çalışılacaktır.

### **2.6.1. Düzeltilmiş Defter Değeri Yöntemi**

Defter değerinin işletmenin sahip olduğu varlıkların gerçek değerini göstermede yetersiz kaldığı zamanlarda, şirketin finansal bilançosunda gerekli düzeltmelerin yapılmasına dayanan bir yöntemdir. Alkan ve Demirel, (2007) bu yöntemin enflasyonun artış eğiliminde olduğu zamanlarda, işletmelerin kamuoyuna açıkladıkları kazançlarının gerçeği tam olarak göstermediği düşünülerek geliştirildiğini belirtmektedirler. Defter Değeri, işletmenin değerinin olması gereken gerçek değerini saptamaya yarayan bir yöntem olduğunu ve işletmenin gerçek değerini bulunmaya çalışılırken, şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren risk oranı aynı olan ve hisseleri piyasada alınıp satılan şirketler dikkate alınarak bir veri seti oluşturulduğuna dikkat çekmişlerdir. Bu veriler ışığında şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin hisse başına öz varlıklara oranlamasıyla şirketin defter değerine ulaşıldığını ve şirketlerin değerinin belirlenmesinde, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin, piyasa değerinin defter değerine oranının kullanıldığını belirtmişlerdir.

Düzeltilmiş defter değeri yaklaşımı, bilançoyu baz alan diğer yaklaşımlardan ayırt edilmesi gerekmektedir. Örneğin, tarihsel kazanç tutarından başka bir şeyi ifade etmeyen defter değeri yöntemi; raslantılar hariç gerçek piyasa değerini



yansıtmayacaktır. Düzeltilmiş defter değeri yöntemi, genellikle varlıkların açık piyasada satılması durumunda geçerli olan değeri gösteren her türlü tasfiye değerlemesinden farklı olmalıdır (Nicholas, 2018: 31). İşletmenin gerçek değerine ulaşmak amaçlanan bu yöntemde, işletmelerin finansal tablolarında gerekli bazı düzeltmeler neticesinde finansal tablolar yeniden oluşturulup paydaşlar ve diğer kişi veya kuruluşların bilgisine sunulmaktadır.

### **2.6.2. Net Aktif Değeri Yöntemi**

Net aktif değeri yaklaşımı, alıcının firmanın satın almak amacıyla ödeyeceği tutarın en az firmanın sahip olduğu varlıklarının belirli bir zaman diliminde nakde dönüştürülmesi veya sahip olunan varlıkların yenileme değerine eşit olacağı varsayımına atıfta bulunmaktadır. Net aktif değeri yaklaşımı, firmanın gelecek dönemlerde sahip olabileceği gelirlerini ve meydana getirebileceği değer artışını göz ardı etmektedir. Bununla birlikte, firmanın tasfiyesi halinde ortaya çıkacak olan değer hakkında tahminde bulunmaktadır (Gündüz, 2017: 3). Firmaların değer tespitinde sıklıkla kullanılan bir yöntem olana net aktif değeri yöntemi, aslında firmanın varlıklarının ekonomik değeri olarak ifade edilmesi de yanlış olmayacaktır.

Bu yöntem, birincil ve ikincil piyasalarda satış değeri, inşa değeri; üretim değeri ve satın alma değeri gibi farklı isimlerle adlandırılabilir. Uygulama esnasında, firmayı satın alan girişimci yönünden firmanın değerinin, faaliyet durumunda aktif varlıkların alımı halinde kendisine maliyetinin ne olacağını hesaplamaktadır. Net aktif değerinin ölçülmesi görecelidir ve firmayı satın alan yatırımcı envanter kayıtlarını özenle incelemelidir. Bu yöntem işletmenin faaliyet değerinin dikkate almaması nedeniyle karlı işletmelerin değerinin daha az tespit edilmesine yol açabilmektedir. Fırsat maliyetini, varlıkların elde tutulmayıp satılmaları durumunda sağlanan gelirden maliyetlerin çıkarılması sonucunda bulunan net değeri, dikkate alan bir yaklaşımdır (Küçükkocaoğlu, 2017: 12). İşletmelerin gelecek dönemde elde edecekleri gelirleri göz ardı etmesi ve karlı firmaların değerini daha az belirleyebilmek gibi handikapları mevcuttur.

### 2.6.3. Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Fiyat/ Kazanç Oranı Yöntemleri

Yatırım yapmaya yönelik kararlar alınırken temel analizle hisse senetlerinin değerinin hesaplanmasında ya da hisse senetlerinin gerçek değerinin bulunmasında kullanılan farklı yöntemler mevcuttur. Bu yöntemlerin en sık kullanılanı ve tercih edileni fiyat/kazanç (F/K) oranı ve piyasa değeri-defter değeri (PD/DD) oranıdır (Kurtaran, 2014: 156). Literatürde PD/DD ve F/K oranı kullanımına ilişkin pek çok araştırma mevcuttur. Bu yöntemler aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

F/K oranı hisse senedinin borsa değerinin dönem net karına oranı olarak ifade edilmektedir. F/K oranı, banka ve aracı şirketlerde çalışan analistlerin ve yatırımcıların Borsa'ya kote olmuş firmaların karlılıklarını karşılaştırmak amacıyla sık kullandıkları bir yöntemdir (Öztürk, 2007: 276).

Piyasa Değeri/Defter Değeri, hisse senedinin piyasa değeri ile defter değerinin birbirine oranlanması sonucunda elde edilen orandır. Defter Değeri (DD) Firmaların özsermaye rakamını tanımlamaktadır ve PD/DD oranının birçok yatırımcı tarafından yoğun şekilde kullanılmaktadır. Firmaların piyasa değerinin bilançoda yer alan defter değerinden farklı olup olmadığı ölçülmeye çalışılmaktadır. Böylece sektörde faaliyet gösteren diğer işletmeler ile karşılaştırma yaparak hisse senedi fiyatının değeri hakkında bilgi sahibi olabilmek için nakit akışlarını hesaplamaya olan ihtiyaç ortadan kalkmaktadır.

PD: Hisse Fiyatı X Toplam Hisse Sayısı

DD: Özsermaye/ Hisse Senedi Sayısı

### 2.6.4. Göreceli Değerlendirme Yöntemi

Bu yöntem benzer işletmelerin karşılaştırılmasını temel alan bir analiz yöntemidir. Göreceli değerleme yönteminde işletme, çoğunlukla faaliyet gösterdiği sektördeki diğer işletmelerle farklı çarpanlar veya finansal oranlar kullanılarak değerlemeye tutulmaktadır. Temelde işletme birçok kıstas bazında kendisine eş değer olabilecek diğer işletmelerle karşılaştırılarak piyasadaki değerinden daha düşük veya daha yüksek bir değerlemeye sahip olup olmadığı analiz edilmeye çalışılmaktadır (Bilir

ve Kulalı, 2014: 44). Bu değerleme yönetiminde birbiriyle karşılaştırılacak işletmeler tespit edilerek aynı sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerin değeri ölçülür ve şirketin elde ettiği performans ile ilgili sektörden elde edilen katsayı çarpılarak şirketin değeri bulunmaya çalışılmaktadır. Elde edilen sonuç o işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki kendisine eş şirketlerin değerine göre şirketin değeri ortaya konmaya çalışılmaktadır.

### 2.6.5. İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde kullanılan iskonto oranı, gelecekte elde edilmesi muhtemel nakit akışlarını bugün sahip olduğu değere indirgemektedir. İskonto oranının hesaplanmasında Menkul Kıymet Fiyatlama Modeli veya Arbitraj Fiyatlama Modeli kullanılarak tespit edilebilmektedir. İskonto oranı ise ağırlıklı ortalama maliyetten meydana gelir (Küçükkocaoğlu, 2017: 10).

$$\dot{i} = \dot{i}_d(1 - v)W_d + \dot{i}_pW_p + \dot{i}_sW_s \quad (2.1)$$

Yukarıdaki denklemde;  $\dot{i}_d$ : borç faiz oranı,  $V$ : Vergi,  $W_d$ : borçlanmanın sermaye içindeki oranı,  $\dot{i}_p$ : imtiyazlı hisse senedi maliyet oranı,  $W_p$ : imtiyazlı hisse senetlerinin sermaye içindeki oranı,  $\dot{i}_s$ : adi hisse senedin maliyeti ve  $W_s$ : adi hisse senetlerinin sermaye içindeki oranıdır.

$$\text{Reel iskonto oranı: } \dot{i} = \frac{1 + \dot{i}_n}{1 + p} - 1 \quad (2.2)$$

(2) numaralı denklemde;  $\dot{i}_n$  ( $i + p + ip$ ) nominal iskonto oranı ve  $p$  ise ortalama fiyat artış oranıdır.

### 2.6.6. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli

Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM), bir menkul kıymetin risk derecesi ile bu varlığın getirisi arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Bu yöntem işletmelerin sermaye maliyetlerini ölçmek için çok sık kullandığı bir modeldir. İşletmelerin sermayelerine ilişkin olarak öz sermaye ve borç şeklinde iki ana

bölümü mevcuttur. Bu model ve beta sadece işletmeler ya da yatırımcılar için önemli olduğu kadar denetleyiciler ve düzenleyiciler içinde büyük bir öneme sahiptir. FVFM düzenlemeyi içeren fiyatın tespitinde sıklıkla yararlanılmaktadır (Kulalı, 2017: 274).

Derindere ve Dizdarlar (2008), bu teörinin 1964 yılında W. Sharpe tarafından belirli varsayımlar temel alınarak oluşturulduğunu ve Sharpe ortaya koyduğu teoriyi, Linter (1965-69) ve Black'in (1972) geliştirdiğini belirtmişlerdir. Finansal varlıkların getirisi ile varlıkların barındırdıkları risk arasındaki doğrusal ilişki beta katsayısı ile ölçüldüğünü ve getirinin piyasa tarafından değerlendirildiğini açıklamışlardır. Sistemik olmayan riskler, portföylerin çeşitlendirilmesi sonucunda minimize edilmeye çalışılmaktadır.

FVFM'nin bazı varsayımları şunlardır (Korkmaz, vd., 2013):

- Yatırımcılar için finansman ve yatırım vadeleri aynıdır.
- Komisyon ve vergi benzeri yükümlülükler yoktur.
- Açığa satış yapılmasına engel bir durum söz konusu değildir.
- Yatırımcıların hangi risk seviyesinde ne kadar gelir bekledikleri hakkında bir farklılık mevcut değildir.
- Yatırımcılar tek başlarına fiyatı değiştiremezler ve beklenen getiri ile risk oranı arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır.
- Yatırımcılar, hisse senetleri hakkındaki bilgilere bedelsiz olarak ulaşabileceklerdir ve aynı zamanda riski bulunmayan faiz oranı üzerinden sınırsız tutarda borç alıp, borç verebileceklerdir.
- Tüm yatırımcılar riske son derece duyarlıdır ve gelirlerini daha da arttırma arzusuna sahiptir.

### **2.6.7. Arbitraj Fiyatlama Modeli**

Finansal enstrümanların risk ve getirileri arasındaki ilişkinin gösterilebilmesi amacıyla riskin belirlenmesi ve ölçülmesi önem arz etmektedir. FVFM'nin uygulamadaki zorluğu ve varsayımlarına yönelik birçok eleştiri nedeniyle yeni modellerin araştırılmasına vesile olmuştur. Bu modellerden en çok bilineni; Ross

tarafından 1970 yılında geliştirilen ve 1976 yılında yayınlanan Arbitraj Fiyatlama Modelidir (AFM). Bu model daha az sınırlayıcı varsayım barındırmaktadır. Finansal enstrümanların uzun vadeli ortalama getirilerine etki eden faktörler bulunmaktadır. Büyük portföylerdeki varlıkların değerini etkileyen faktörler daha fazla bulunurken, tek tek finansal varlıkların günlük fiyat değişimlerini etkileyen etmenleri önemsiz görmektedir (Korkmaz, vd., 2013: 136).

Portföy yöneticileri ve yatırımcıların sıklıkla kullandığı finansal araçlardan birisi olan AFM, ekonomik varsayımlara dikkat çeken bir modeldir. Bu model faiz oranı riski, piyasa riski, yönetim riski, ödenmeme riski ve finansal bir varlığı ölçmek ile ilgili diğer tüm risk faktörlerinin ağırlıklı ortalamasından yararlanan risk ve getiri ilişkisidir. AFM, temel risk faktörlerinin finansal varlığın değerini bulmakta, getiri oranının nasıl hesaplanacağını göstermektedir. Modelin temelinde, finansal enstrümanların uzun vadeli ortalama getirilerini etkileyen faktörler incelenirken; hisse senetleri ve tahvillerin ayrı ayrı anlık fiyat değişimlerini etkileyen onlarca faktörü görmezden gelmemekte, fakat büyük portföylerin varlıklarını etkileyen önemli değişkenlere daha fazla önem vermektedir (Yörük, 2017: 88).

AFM'nin dört ana faktörün finansal varlık değerini açıklamada anlamlı ve önemli olduğunu göstermektedir. Bu faktörler şunlardır:

- Endüstriyel üretimde öngörülemeyen değişiklikler,
- Risk primlerinde meydana gelen değişikliklerin önceden öngörülmemesi
- Kısa ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki göreceli değişikliklerin önceden öngörülmemesi,
- Enflasyonun önceden tahmin edilememesidir.

#### **2.6.8. Ekonomik Katma Değer Modeli (EVA)**

Firmaların belirli bir dönem içerisinde elde ettikleri değerleri ölçmeye yönelik olarak kullanılan geleneksel yöntemlerin manipülasyonlara müsait olması ve işletmelerin performansını iyi ölçmemesi gibi eksikliklerin varlığı, işletmelerin performansının ölçülmesi için yeni yöntem arayışlarına neden olmuştur. Firmaların finansal ve finansal olmayan göstergelerini kullanan Eva; değer tabanlı maliyet ölçüm yöntemlerinden en sık kullanılanıdır (Fındık, 2013: 91). EVA bir firmanın

tümünü kapsayacak şekilde hesaplanabileceği gibi her bölümü için ayrıca hesaplanabilmektedir. Ürün bazında ya da bölüm bazında ölçüldüğünde her bir bölüm ayrı bir işletme olarak dikkate alınmaktadır. Bölüm veya ürün özelinde ölçülen EVA işletmenin her bir bölümün ya da ürünün firma için meydana getirdiği değeri ifade etmektedir. Bunun sonucunda işletmenin bölümleri ya da ürünleri arasında kıyaslama olanağı sağlamaktadır (Hacırüstemoğlu, vd., 2017: 2).

1980 yılında Joel Stern ve Bennett Stewart tarafından geliştirilen bu yöntem, finansal yönetim alanında 1993 yılından itibaren araştırılmaya başlanmıştır. Eva, yatırımlardan sağlanan kazançların, sermayenin oluşturduğu maliyeti aşan bölümü hesaplanarak; firmaların yatırımlarında bir katma değer meydana getirip getirmediğini ölçmektedir. İşletmelerin sermaye maliyetleri ile sermayenin meydana getirdiği katma değer arasındaki farkı ölçmektedir. İki değişken arasındaki farkın pozitif olması firmanın hissedarlarına artı bir değer kazandırdığı, negatif olması durumunda ise hissedarların yatırım yaptığı sermaye değerinin azaldığını ifade etmektedir (Akyüz, 2017: 342-343). Şirketin sahip olduğu sermaye maliyeti ve sermayenin kullanıldığı yatırımlardan elde ettiği kazancın ayıklanması sonucu ölçülen bir ekonomik yöntemdir.

### **2.6.9. Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Değerleme**

Resmî gazetenin 01 Şubat 2017, 29966 sayılı tebliğinin amaç ve kapsam bölümünde belirtildiğine göre; sermaye piyasası mevzuatına dâhil olan ortaklıklar, sermaye piyasası ihraççıların ve sermaye piyasası kurumlarının, sermaye piyasasına göre yaptıracakları değerlendirme faaliyetlerinde kullanılması gereken standartlar belirlenmiştir. Ayrıca ilgili tebliğin 3. maddesinde, sermaye piyasası uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulmasının zorunlu olduğu açıkça belirtilmektedir.

Sermaye piyasası tebliğinde bahse konu olan uluslararası değerlendirme standartlarının amacı, *“şeffaf ve tutarlı değerlendirme usullerinin oluşturulmasını sağlayarak, kullanıcıların değerlendirme hizmetlerine olan güvenini ve inancını artırmaktır.”* olarak ifade edilmektedir. Standartların tarafsızlık, yetkinlik ve makul sapmaların

yer aldığı temel ilkeler içermekte ve bu ilkeler tüm varlık türleri ve değerlendirme amaçlarına uygulanabilir olarak tasarlanmıştır (Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi, 2018). Yine bu standartların hem varlıklara hem de kaynaklara uygulanarak değerlemede kullanılabilir. Değerlemeyi gerçekleştiren kişi veya şirketlerin tarafsız, profesyonel, deneyimli ve değerlemeye özgü niteliklere sahip olması gerektiği açıklanmaktadır. Kabul edilebilir sapma oranlarının da Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olması gerekliliği önemle vurgulanmaktadır. Bu standartlara uygun olarak yapılan değerlemelerde yasa veya diğer özel hükümlerden kaynaklanmayan sapmalara izin verilmemektedir. Değerlemeyi yapanın kimliği ve değerlendirme konusu, değerlendirme para birimi, değerlendirme tarihi, varsayımlar, değerlendirme yapanların kaynakları ve nitelikleri, raporun türü, işin kapsamı ve değerlemenin amacı açıkça belirtilmelidir. Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından genel ve özel ilkeler olarak sıralanan başlıklar değerlemenin sağlıklı yapılabilmesi için detaylı olarak ilgili dokümanda açıklanmaktadır.

## **2.7. Firma Değerini Etkileyen Faktörler**

İşletmenin faaliyet gösterdiği sektörü ve tüm sektörleri etkileyen ekonomik, siyasal ve sosyal etmenler söz konusu olabilmektedir. İşletme çevresinde meydana gelen tüm olaylardan etkilenmektedir. Faaliyeti devam etmekte olan tüm işletmelerin olumlu veya olumsuz olarak etkilenebildiği faktörlerden bazıları bu bölümde açıklanmaya çalışılacaktır.

### **2.7.1. Paranın Zaman Değeri**

Paranın zaman değeri vardır ve bugün elimizdeki bir lira gelecekteki herhangi bir zamanda elimizde bulunan aynı tutardan daha değerlidir. Bu paranın zaman değerinin kesin bir sonucudur. Paranın zaman değerinin bilinmesi, finansal kararlar alınmasında son derece önemli bir unsurdur. Varlıklar satın alınması veya yatırım yapılması gibi finansal kararların büyük çoğunluğu şirketin nakit akışının ayrı zaman dilimlerinde etkilemektedir. Örnek verecek olursak, sabit varlık satın almak isteyen şirketin nakit ihtiyacı doğacaktır ve gelecekte belli bir periyotta nakit akışına ihtiyaç duyacaktır. Aynı şekilde, şirket bir kaynaktan veya bankadan aldığı

borcu nakit olarak alır ve gelecekte belli bir dönemde anapara ve faiz borcunu ödemek zorunda kalır (www.newagepublishers.com). Paranın değerinde değişiklik meydana getiren zaman, doğal olarak şirketin finansal değerinde de değişiklik meydana getirebilecektir.

Paranın zaman değeri ölçümleri çoğunlukla yatırıma ayrılan fonların borç olarak tahsis edilmesi veya fon ihtiyacının temini için borç alınması olarak ifade edilmektedir. Günümüzde paranın zaman değeri nedeniyle işletmeler bir bedele katlanmak zorunda kalmaktadırlar ve bu bedel faiz olarak adlandırılmaktadır (Tekbaş, vd., 2016: 6). Paranın kendi etkinliğini sağlayabilmesi ve bu konuda başarılı olabilmesi için zaman ve mekân olarak değişime uğramaması ve istikrarlı olmasına bağlıdır. Ne yazık ki paranın değeri zamanla değişebilmektedir. Paranın değerinde yaşanan bu değişimin bilinmesi finansal konularda analiz ve yorum yapılabilmesi için önem arz etmektedir. Kar, yatırım, tasarruf ve gider gibi kalemlerin değerinin belli bir para birimi ile ifade edilmesi nedeniyle, paranın değerinde zamanla yaşanan bir değişim bu kalemin değerinde değişimine neden olmaktadır (Bayri, 2006). Firma değerini etkileyen ve yatırımcıların dikkatini çeken önemli bir unsur olarak göz ardı edilmemektedir.

### **2.7.2. Artık Değer (Residual Value)**

Şirketin satın aldığı varlığın maliyetinden, birikmiş amortisman tutarının düşürülmesi neticesinde ortaya çıkan değerdir (Gündoğdu, 2017: 482). Şirketlerin varlıklarının değerinden, amortismanın düşürülmesi sonucunda ortaya çıkan bu değer şirketlerin değerinin hesaplanmasında göz ardı edilemeyecek bir unsurdur. Firmanın varlıklarının değerini etkileyen artık değer buna paralel olarak firmanın değerini de etkilemektedir. Yatırımcılar ve diğer paydaşların işletme ile ilgili kararlarını etkileyebilecektir.

### **2.7.3. Şerefiye Değeri**

Şerefiye değeri, şirketlerin el değiştirmesi sırasında; şirket için ödenen tutar göz önünde bulundurulduğunda, şirketin piyasadaki rayiç değeri ile şirketin varlıklarının net değeri arasındaki pozitif değerdir. Ayrıca şirketin rayiç değeri



hesaplanamıyorsa, firmanın bilançosundaki net defter değeri dikkate alınması gerekmektedir (Syzykova, 2016: 26). Yatırımcıların yatırım kararlarında etkili olduğu varsayılan bu değer, aynı zamanda şirketin değerini etkileyen bir unsurdur.

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları tarafından duran varlıklardan ayrı olarak raporlanması gerektiğini önerdiği şerefiye, maddi olmayan duran varlıklar içinde muhasebeleştirilmesi en zor varlık olarak tanımlanmaktadır. Şerefiyenin en önemli özelliklerinden birisi, diğer varlık kalemlerine bağlı olması ve tek başına alıma veya satıma konu olamamasıdır (Şamil ve Esmeray, 2016: 188). Şerefiye değeri kavramı ve muhasebe kaydı, Lehman Brothers' ın iflasıyla gün yüzüne çıkan finansal krizle beraber daha fazla ilgi çekmiştir. Dünya ekonomisinin yaşadığı sıkıntılar nedeniyle şirketlerin finansal tablolarındaki şerefiyede değer düşüklüğü önemli oranda artış göstermiştir (Syzykova, 2016: 26). Krizin etkilerinin devam ettiği ön görülmesi nedeniyle şirketlerin şerefiye değeri yatırım kararlarını negatif olarak etkileyebilmektedir.

#### **2.7.4. Entelektüel Sermaye**

Hobikoğlu, (2001: 87) bilgi toplumuna geçiş süreci ile birlikte rekabet üstünlüğü entelektüel sermayenin verimli kullanılması ile elde edilebildiğini, sadece ekonomik kaynaklarla rekabet avantajı elde etmenin artık imkânsız bir hal aldığını belirtmektedir. Entelektüel sermaye, zenginlik elde edebilmek için var olan bilgi, varlık ve deneyimlerin meydana getirdiği toplamdır ve bunlar bir şirkete rekabet avantajı sağlamak şeklinde tanımlamıştır.

Şirketler sınırlı iç kaynaklarıyla ve sınırlı bilgi birikimleriyle meydan okumaya devam etmektedirler. Yeniliklere açık olmak şirketlerin dışarıdan yenilik transferini sağlayarak yenilikçi yeteneklerini ve bilgi potansiyellerinin arttırmalarına imkân tanımaktadır. Müşteriler, tedarikçiler, rakipler ve diğer kurumlar dikkatle inceleyen şirketler dışarıdan bilgi almaya devam etmektedir. Bu akışın düzenli devam edebilmesi için şirketlerin kendi bünyelerinde uygun yapılar oluşturmaları gerekmektedir. Böylece şirketler rekabetçi konumlarını güçlendirerek piyasada başarılı olma şanslarını arttırabilirler (Bischoff, vd., 2011: 23). Finansal tablolarda

bulunmayan ve işletmenin maddi olmayan değerini gösteren bu entelektüel sermaye günümüzde firmanın başarısı için çok önemli bir rol oynamaktadır.

## **2.8. Marka Değeri ve Marka Denkliği Kavramı**

Marka değeri, bir ürün veya hizmetin işletmeye ya da müşterilere sağladığı ilave değer, ürüne veya hizmete eklenen ya da çıkarılan değerdir. Markaya bağlı olan simge, markanın adı, marka varlıkları ve yükümlülüklerdir (Aaker, 1991: 15). Satın alma kararını etkileyen ve yönlendiren, ürünü benzerlerinden ayıran marka, pazarlama ve reklam unsurlarının odak noktasıdır. Pazarlama faaliyetlerinin tamamı tüketicilerin ürünleri tanımlamasına, reklam faaliyetlerinde ise tüketici ile etkileşimde bulunma amacına dayanması nedeniyle marka daha fazla önem kazanmıştır. Ürünlerin benzerlerinden ayıran özellik marka olarak ifade edilmektedir (Aktuğlu, 2004: 11). Tüketicilerin satın alma kararlarını etkileyen en önemli unsurlardan biriside marka haline gelmiştir.

Marka, tüketicinin zihninde oluşturulan algı topluluğudur. Her marka insanlar için ortalama sekiz çağrışım oluşturur. Bu çağrışımlar aynı marka ve aynı kategoriler arasında bile belirgin farklılık göstermektedir. Ürünün özellikleri; rasyonel ve duygusal faydaları, markanın kullanıldığı yerler ve olguları, ürünün fiyatını, markanın değerini etkilemektedir. Pazarlama faaliyetleri, bizlere farklı markaların karşılaştırmalı önemini gösteren yararlı bir süreç sunarken; markaların ürün ve hizmetlerinin iletişimle karmaşık hale gelen seçim süreçlerini olası hale getirmiştir (Hollis, 2008: 9-10). Marka günümüzde bir firmanın en önemli parçasıdır. Çünkü marka, benzer ürünler üreten işletmelerden kolayca ayırt edilmesine ve bilinirliğinin artmasını sağlar. Bir markayı tercih eden tüketiciler, belli bir markaya sadık kaldıklarından bu sayede işletme, belli bir kar marjını devamlı korumayı garantiler ve fiyatlama stratejilerini belirlemede sıkıntı yaşamaz. Etkili ve bütünlük bir pazarlama anlayışı benimseyen ve tüketici sadakatine sahip markanın, firmanın büyümesinde olumlu katkılarda bulunacağı aşikârdır (Ar, 2007: 8-9). Gelişen ekonomik faaliyetler işletmelerin markalaşmasına hız kazandırmış ve markalaşmanın etkinliği artmıştır.

Marka değerinin, tüketicilerin markaya duyduğu sadakati, ilgisini ve hissettikleri sayesinde ortaya çıkan marka ismiyle ilişkili varlık ve yükümlüklerin toplamı

olduğu söylenebilir. Marka değerinin firmanın; dağıtım, fiyat, talep, pazar payı ve cirosu üzerinde etkili olduğu ifade edilebilir. Ayrıca markalaşmanın firmaya sağladığı güç sebebiyle de sürdürülebilir rekabet avantajı yaratmada bir seçenek olarak kullanıldığı belirtilmektedir (Chepkwony, vd., 2018: 489).

Marka bir firmanın en değerli maddi olmayan duran varlığıdır ve son on yılda birçok firmada görev yapan yöneticilerin önemli bir kısmı, marka gelişimini birinci öncelik haline getirmiştir. Marka değeri kavramı, marka bilinirliği, marka sadakati, algılanan marka kalitesi ve uygun marka sembolizmi ve dernekleri gibi maddi olmayan marka özelliklerini içerir. Marka değeri, bir firmanın rekabet avantajı yaratmasında kilit bir unsurdur ve bu nedenle gelecekteki kazanç akışlarını oluşturmada önemli bir faktör olarak nitelendirilmektedir. Bazı araştırmacılar, güçlü marka değeri olan firmaların globalleşme ve marka genişletme yoluyla ürün ve hizmetlerine olan talebi daha kolay artırabildiklerini ifade etmektedirler (Hsu vd., 2013: 30).

Marka değeri ve bileşenleri, marka sahipleri için pazarlama noktasında çeşitli faydalar sağladığı için önemli varlıklar olarak görülmektedir. Marka değerinin firmalara sağladığı faydalar şu şekilde özetlenebilir:

- Daha kolay farklılaşma ve konumlandırma, pazarlamada verimlilik ve etkinlik artışı,
- Daha yüksek kar marjları, tedarikçiler ve distribütörler üzerinde iyi bir ticari kaldıraç sağlamak, marka uzantılarını uygulama becerisi ve rekabet avantajı yaratmak.
- Daha yüksek satın alma niyeti sağlamak, tüketici tarafında bağlılığa ve nihayet satın alma niyetine yol açmak ve uzun vadede, bu olumlu dönüşümlerin firma performansını artırmasını sağlamak (Aydın ve Ulengin, 2015: 335).

Keller (2000), kurumsal marka değerlemesini, *“Tüketicilerin, müşterilerin, çalışanların, diğer firmaların, belirlenmiş bir kurumsal marka tarafından sağlanan; kelimeler, eylemler, iletişim, ürünler veya hizmetler ile ilgili farklı tepkileri ”* şeklinde tanımlamaktadır. Özetle, kurumsal marka değerlemesi, firma ve markası altında yapılan herhangi bir eylemin oluşturduğu sonuçların toplamı olarak ifade

edilebilir. Kurumun yaptığı her işlem, marka değerini etkiler. Firmalar, markalarını tüm paydaş gruplarına verimli ve tutarlı bir şekilde iletebilirlerse marka değerlerini en üst düzeye çıkarabilirler (Ali, 2014: 16).

Marka denkliği; markanın ismi, sembolleri, algılamalarının ve itibarının değeridir. Marka denkliğinin ekonomik olarak tam karşılığı olan kavram ise marka değeridir ve bu kavram işletmenin aktifinde kayıtlı tüm varlıklarının ifadesidir. Literatürde marka tarafından ürüne eklenen ek değer olan marka denkliği; tüketicilerin algıları ve marka hakkındaki düşüncelerinin pazarlama yöntemlerindeki mana olarak ifade edilebilir. Başka bir ifade ile yeni bir ürün üretildiğinde ve piyasaya sunulduğunda mevcut markanın kullanılmasıdır (Erdil ve Uzun, 2009: 182). Marka denkliği kavramı, markanın piyasaya sunduğu yeni ürünün tanınmasında ve tüketicilerin zihninde ürünün kalitesi hakkında algı oluşmasına da neden olmaktadır.

### **2.8.1. Marka Değerinin Tarihsel Gelişimi**

Eski çağlardan başlayarak günümüzde de önemini artırmaya devam eden marka, bazı yazarlara göre ilk kez Mısırlılar tarafından kullanıldığı savunulsa da bazı yazarlara göre ise markayı ilk kullanan Yunanlılardır. İngiliz arkeolog David Wengrow, ilk ürün markasının 5000 yıl önce Mezopotamya'da kullanıldığını belirtmektedir. Yunanlılar, Mısırlılar ve Çinliler gibi bilinen eski uygarlıklar gücü ve sahipliği göstermek amacıyla çanak, çömlek, silah vb. eşyalarının üzerine mühürlerini kazımışlardır. İmparatorlar ve hükümdarlar eski çağlarda güçlerini ve otoritelerini göstermek için birçok dekoratif ve sembolik işaretler kullanmışlardır (Ercan ve Başaran, 2010: 23). İlk reklam ve pazarlama faaliyetleri, kişinin adını taşıyan ürün ve hizmetler kadar önem kazanmaya başlamıştır. Modern mağazalar ve tanınmış zincir mağazaların birçoğu tek dükkândan ortaya çıkarak büyümüştür (Room, 1987: 13). Gelişen ekonomik faaliyetler ve üretim süreçlerinin değişimi marka sayısının artışı da beraberinde getirdiği görülmektedir.

12. yüzyılda ticaret locaları, 13. yüzyılda ise çan üreticileri tarafından kullanılmaya başlanan marka; 14. yüzyılda tacirler, korsanlar tarafından el konulan mallarına karşı hak iddiasında bulunabilmek için kullanmaya başlamıştır. 15 ve 16. Yüzyıllarda marka kavramı çok geniş bir kesim tarafından kullanılmaya ve hızla

yayılmaya devam etmiştir. 19. yüzyıla gelindiğinde ise marka kullanımına ilişkin kanunların ortaya çıktığı görülmektedir. İlk marka kanunu 1857 yılında Fransa’da ortaya çıktığı bilinmektedir. 1862 yılında İngiltere’de ve 1870 yılında Amerika’da marka kanunları ortaya çıkmıştır. Averill Cheminical Paint Company, marka kanunu Amerika’da ortaya çıktığında tescil edilen ilk marka olmuştur.1883 yılında markaların korunması için Fransa’da düzenlenen ilk uluslararası sözleşme Fransa Sözleşmesidir. Türkiye’de marka ile ilgili ilk düzenleme 1872 yılında düzenlenen Alamet-i Farika Nizamnamesidir (Tosun, 2014: 5).

1980 yıllarda özellikle Avrupa ve ABD’de hız kazanan şirket satın almaları neticesinde, markanın değeri şirketler tarafından daha fazla önemsenmiştir ve marka değerini tespitinde bu durum önemli rol oynamıştır. Ayrıca satın almalarda firmalara bilanço değerlerinin çok üzerinde bedeller ödendiği ve bu bedellerin yüksekliğinin firmaların maddi olmayan varlıklarını, marka değerini kapsadığı belirtilmektedir. Örneğin, sigara üreticisi Philip Morris Co. 1988 yılında, Kraft Foods’u 12,9 milyar Amerikan dolarına satın aldı, bu bedelin 11,6 milyar Amerikan dolarını maddi olmayan duran varlıklar, özellikle de marka için ödendiği açıklanmıştır (Kaya, 2019: 1).

Pazarlama iletişimi ortamı 50, 30 belki de 10 yıl öncesine göre çok büyük ölçüde değişti. Teknoloji ve İnternet, dünyanın etkileşim ve iletişim biçimini temelden değiştiriyor. Aynı zamanda, markalaşma çoğu şirket için kilit bir pazarlama önceliği haline geldi (Keller, 2009: 139). Günümüzde pek çok marka, markaya sahip olan firmaların fiziki varlıklarını aşan değerlere ulaştı (Haigh & İlgüner, 2016, s. 7). Örneğin; 2018 yılında Amazon’ un marka değeri 150 Milyar Amerikan dolarını aştı. Yine aynı yıl marka değeri sıralamasında Apple’ ın marka değeri 146 milyar Amerikan dolarını aştığı açıklandı (Brand Finance, 2019: 21).

Geçmişten günümüze kadar hep bilinirliğin, gücün ve kalitenin sembolü olan marka, gün geçtikçe daha fazla önem kazanmaktadır. Marka, bir ürün ve hizmet için bilinirlikten ve kaliteden daha çok şey ifade etmeye başlamıştır. Ürün ve hizmetlerin yaşam döngüsünü etkileyen ve ülkelerin gelişmişlik seviyesini ise belirleyen bir hal almıştır.

## 2.8.2. Marka Değerinin Belirlenme Nedenleri

Yoğun rekabet ortamı, farklılaşan ekonomik uygulamalar, tüketici beklentilerindeki farklılaşma ve hızlı teknolojik gelişmeler firmaların markalarına olan önemini arttırmıştır. Birleşme ve satın almaların son yüzyılda artan bir ivme kazanması, firmaların stratejik bir varlık olduğunu düşündükleri markalarının değerinin doğru belirlenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Marka değerini hesaplayan firmalar, marka yönetim stratejisi belirleyerek tahsis edilmesi gereken kaynağı belirlemekte ve performansını takip edebilmektedir (Ercan ve Başaran, 2010: 36). Çağımızda iyi bir marka olmak için sadece kendi ürün gamında başarılı olunması yeterli değildir, diğer ürün gamlarında da başarılı olunması zorunlu hale gelmiştir. Markanın faaliyet gösterdiği sektörlerdeki değerinin en önemli ölçütlerinden birisi de markanın değeridir. Marka değeri tek başına finansal bir olgu değildir, aynı zamanda markanın piyasaya sunduğu ürünlerin kalitesi, müşteri memnuniyeti oranı ve patenti alınmış markaların sayısı gibi pek çok kriteri içinde barındırmaktadır (Aktuğlu, 2004: 212). Firmaların marka değerini belirlemelerinin en önemli nedeni ise tüketicilerin markanın ürünlerine olan sadakati ve güvenin ölçülmesi anlamına da gelmesidir. Dünyaca tanınan ve bilinen markaların değeri ile tüketici algıları, ürüne olan talepleri arasında doğru bir orantı vardır.

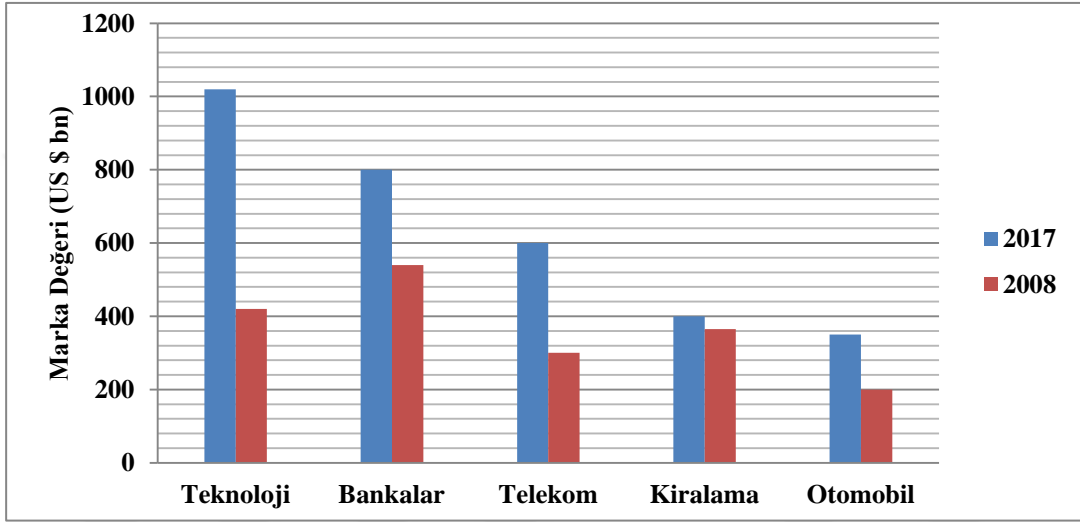
Firmanın karlılığı üzerinde önemli bir etkisi olduğu için marka değerlemesi gereklidir. Markanın, firmanın daha fazla kar elde etme kabiliyeti için önemli bir rolü vardır. Ayrıca markanın, firmanın başarısından doğrudan sorumlu olan kaynaklar ve kabiliyetler üzerinde etkili olduğu belirtilmektedir (Arora ve Chaudhary, 2016: 89).

Marka değeri oluşturmanın anahtarı doğru konumlandırılmış bir markanın varlığıdır. Son yıllarda müşteriler için önemli olan markanın gerçekte nasıl olduğu değil, markanın nasıl olduğuna ait algılardır. Bu nedenle firmalar marka sadakatini arttırarak markalarının rakiplerinden daha çok tercih edilmesini sağlayabilirler (Tosun, 2014: 256).

Teknoloji kullanımının hızla arttığı ve buna bağlı olarak tüm sektörlerin bundan önemli ölçüde etkilendiği bir zaman dilimi yaşamaktayız. Buna paralel olarak Şekil

3 incelendiğinde, toplam marka değeri büyüklüğünde Teknoloji şirketlerinin değerinde 2008-2017 yılları arasında önemli bir artış olduğu görülmektedir. Yine teknoloji kullanımının yaygınlaşmasının etkisiyle Telekom şirketlerinin marka değerinde kayda değer bir artış kaydettiği görülmektedir. Nihayetinde tablonun geneli itibari ile ilgili 5 sektörün marka değerlerinde artışın olduğu gözlemlenmektedir.

Şekil 3: Toplam Marka Değeri En Yüksek İlk 5 Sektör



Kaynak: Brand Finance, 2017.

### 2.8.3. Marka Değerinin Ölçülmesi

Marka; pazarlamanın ana elemanı olduğu halde, markaların değerinin belirlenmesine öncelikle şirket birleşmeleri ve ele geçirmelerinde ihtiyaç duyulduğundan finans departmanın bilgi birikimine ihtiyaç duyulmuştur. Zamanla markanın öneminin artması ve bu değer korunması için çaba sarf edilmesi marka değerinin tespitinin farklı amaçları ortaya çıkmıştır. Markanın, firmaların birbirleri ile olan rekabetlerinin ana aktörü haline gelmesi, markanın değerini koruma çabası finans birimleri ve üst düzey yöneticilerin her zaman odaklandığı bir başlık haline gelmiştir (Ünal, 2005: 33). Marka değerinin öneminin her geçen gün artması bu alana yapılan yatırımları da arttırmıştır.

Marka değerinin artırılması için markanın sadece kendi portföyüne odaklanarak başarılı olması mümkün değildir, aynı zamanda farklı ürün kategorilerine de

odaklanması gerekmektedir. Markanın faaliyet gösterdiği pazardaki yerini ve gücünü gösteren en önemli olgulardan bir tanesi de marka değeridir (Aktuğlu, 2004: 212). İşletmelerin değerinin ölçümünde son yüzyılda değişen en önemli olgulardan birisi haline gelen marka değeri, gelecekte oluşabilecek beklentilere ilişkin fikir sahibi olunmasına da katkı sağlamaktadır.

Bir markanın oluşturduğu bütünü maddi değeri, markanın belli bir zamanda sağladığı gelirler ya da halka arz vb. nedenler söz konusu ise bunun toplam faydasının eklenmesi ile oluşan piyasa değerine marka değerine denilmektedir. Marka değerine, işletmenin elde ettiği finansal getiridir (Tosun, 2014: 257). Tüketici odaklı marka değerine, tüketicinin zihninde marka tarafından oluşturulan ürün ve hizmetlerin değerine arttıran ve onun tamamlayıcısı olan değerlerdir (Aras, 2012: 165). Temelde marka değerine oluşturan ana etkenlerin, tüketiciyi etkileyen ve onun ihtiyaçlarına, beğenilerine hitap eden bir sembol olduğunu görmekteyiz.

Tablo 4'te, Brand Finance tarafından derlenen Dünya'nın en değerli 500 firması raporunda ilk 100'de yer alan markaların sıralamaları görülmektedir. Dünya'nın en değerli markalarının ağırlıklı olarak teknoloji şirketlerine ait olduğu ifade edilebilir. Özellikle, son yıllarda ağırlıklarını daha çok hissettiren bu şirketlerin marka değerleri çoğu gelişmiş ülkenin gayri safi hasılatını geçmiş durumdadır. Marka değerine sıralamasında teknoloji şirketlerini otomobil ve yeme içme şirketleri takip ettiği görülmektedir. Ayrıca giyim markalarının marka değerine azımsanmayacak büyüklüğe ulaşmıştır. Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupalı ülkelerine ait markaların büyük bir ağırlığı göze çarpmaktadır.



**Tablo 4: Dünya'nın En Değerli Markaları (2017)**

2017 Sıralama	2016 Sıralama	Marka İsmi	Faaliyet Alanı	Ülke	Marka Değeri (2017, \$)	% Değişim	Marka Değeri (2016, \$)
1	2	Google	Teknoloji	ABD	109,470	24%	88,173
2	1	Apple	Teknoloji	ABD	107,141	-27%	145,918
3	3	Amazon.com	Teknoloji	ABD	106,396	53%	69,642
4	6	AT&T	Telekom	ABD	87,016	45%	59,904
5	4	Microsoft	Teknoloji	ABD	76,265	13%	67,258
6	7	Samsung Group	Holding	G. Kore	66,219	13%	58,619
7	5	Verizon	Telekom	ABD	65,875	4%	63,116
8	8	Walmart	Perakende	ABD	62,211	16%	53,657
9	17	Facebook	Teknoloji	ABD	61,998	82%	34,002
10	13	ICBC	Bankalar	Çin	47,832	32%	36,334
11	9	China Mobile	Telekom	Çin	46,734	-6%	49,810
12	11	Toyota	Otomobiller	Japonya	46,255	7%	43,064
13	10	Wells Fargo	Bankalar	ABD	41,618	-6%	44,170
14	14	China Const. Bank	Bankalar	Çin	41,377	17%	35,394
15	22	NTT Group	Holding	Japonya	40,542	28%	31,678
16	12	McDonald's	Restoranlar	ABD	38,966	-9%	42,937
17	15	BMW	Otomobiller	Almanya	37,124	6%	34,968
18	23	Shell	Petrol gazı	Hollanda	36,783	16%	31,665
19	18	T (Deutsche Tel.)	Telekom	Almanya	36,433	10%	33,194
20	21	IBM	Teknoloji	ABD	36,112	14%	31,786
21	20	Mercedes-Benz	Otomobiller	Almanya	35,544	11%	32,049
22	27	General	Mühendislik	ABD	35,318	21%	29,211
23	60	Alibaba	Teknoloji	Çin	34,859	94%	17,968
24	24	Walt Disney	Medya	ABD	34,454	10%	31,231
25	25	Chase	Bankalar	ABD	33,737	10%	30,603
26	26	Marlboro	Tütün	ABD	32,471	8%	29,935
27	16	Coca-Cola	Alkolstüz	ABD	31,885	-7%	34,180
28	29	Nike	Gysi	ABD	31,762	13%	28,041
29	32	Bank of China	Bankalar	Çin	31,250	13%	27,735
30	33	Bank of America	Bankalar	ABD	30,273	12%	26,928
31	28	Home	Perakende		30,216	5%	28,798
32	45	Sinopec	Petrol & Gaz	Çin	29,555	47%	20,156
33	43	PetroChina	Petrol & Gaz	Çin	29,003	43%	20,318
34	19	Agr. Bank Of China	Bankalar	Çin	28,511	-12%	32,264
35	31	Mitsubishi Group	Holding	Japonya	27,954	1%	27,775
36	34	Citi	Bankalar	ABD	27,674	6%	26,031
37	35	Xfinity	Telekom	ABD	26,180	8%	24,186
38	42	Oracle	Teknoloji	ABD	25,878	17%	22,136
39	39	Starbucks	Restoranlar	ABD	25,615	10%	23,185
40	47	Huawei	Teknoloji	Çin	25,230	28%	19,743
41	56	Volkswagen	Otomobiller	Almanya	25,014	32%	18,923
42	62	Nissan	Otomobiller	Japonya	24,768	39%	17,785
43	63	IKEA	Perakende	İsveç	24,119	42%	17,009
44	40	CVS Caremark	Perakende	ABD	23,286	2%	22,891
45	54	Siemens	Mühendislik	Almanya	23,088	22%	19,002
46	46	Ford	Otomobiller	ABD	22,432	13%	19,771
47	117	Tencent	Teknoloji	Çin	22,287	124%	9,953
48	48	UPS	Lojistik	ABD	22,128	13%	19,565
49	61	Chevron	Petrol & Gaz	ABD	22,058	24%	17,822
50	30	Vodafone	Telekom	İngiltere	21,831	-22%	27,820
51	53	Orange	Telekom	Fransa	21,526	13%	19,096
52	49	Honda	Otomobiller	Japonya	21,318	10%	19,332
53	44	CSCEC	Mühendislik		21,050	4%	20,214
54	51	Exxon Mobil	Petrol & Gaz	ABD	20,736	8%	19,227
55	52	Cisco	Teknoloji	ABD	20,734	8%	19,162
56	36	HSBC	Bankalar	İngiltere	20,688	-14%	24,174
57	101	Visa	Bankalar	ABD	20,660	81%	11,394
58	67	Soft Bank	Telekom	Japonya	20,621	26%	16,371
59	41	Intel	Teknoloji	ABD	20,369	-11%	22,845
60	37	Hyundai Group	Holding	Güney Kore	19,975	-16%	23,796
61	38	Nestlé	Gıda	İsviçre	19,416	-17%	23,395
62	144	SK Group	Holding	Güney Kore	19,358	126%	8,582
63	74	H&M	Giyim	İsveç	19,177	24%	15,510
64	64	BP	Petrol & Gaz	İngiltere	18,857	11%	16,962
65	78	Total	Petrol & Gaz	Fransa	18,514	26%	14,737

66	57	PWC Pro	Hizmetler	ABD	18,510	0%	18,569
67	55	Pepsi	Alkolsüz İçecekler	ABD	18,279	-4%	18,947
68	120	Dell	Teknoloji	ABD	18,186	86%	9,786
69	71	Bosch	Mühendislik	Almanya	17,991	15%	15,612
70	83	China Telecom	Telekom	Çin	17,599	29%	13,684
71	89	Accenture	Teknoloji	ABD	17,464	38%	12,687
72	90	Sumitomo Group	Holdıng	Japonya	17,209	36%	12,678
73	85	FedEx	Lojistik	ABD	17,092	31%	13,079
74	75	Target	Perakende	ABD	17,016	11%	15,331
75	87	au	Telekom	Japonya	16,919	32%	12,788
76	76	Johnson's	Kozmetik	ABD	16,829	11%	15,115
77	69	Deloitte Pro	Hizmetler	ABD	16,776	4%	16,160
78	80	Boeing	Uzay ve Savunma	ABD	16,333	17%	13,956
79	92	Ping An	Sigorta	Çin	16,324	29%	12,671
80	79	Walgreens	Perakende	ABD	15,969	12%	14,315
81	70	Santander	Bankalar	İspanya	15,929	2%	15,689
82	72	Fox	Medya	ABD	15,814	2%	15,541
83	New	Spectrum	Telekom	ABD	15,738		
84	86	J.P. Morgan	Bankalar	ABD	15,710	21%	12,948
85	65	Allianz	Sigorta	Almanya	15,197	-7%	16,426
86	134	SAP	Teknoloji	ABD	15,158	66%	9,107
87	58	American Express	Bankalar	ABD	15,014	-19%	18,483
88	81	Hitachi Group	Holdıng	Japonya	14,766	8%	13,697
89	105	Uber	Teknoloji	ABD	14,596	32%	11,023
90	115	Zara	Giyim	İspanya	14,399	43%	10,086
91	84	China Merch. Bank	Bankalar	Çin	14,269	8%	13,239
92	88	Lowe's	Perakende	ABD	13,938	10%	12,717
93	100	NBC	Medya	ABD	13,736	20%	11,401
94	73	BNP Paribas	Bankalar	Fransa	13,644	-12%	15,531
95	97	Costco	Perakende	ABD	13,455	14%	11,847
96	77	United Health Group	Sağlık hizmeti	ABD	13,379	-10%	14,934
97	130	JD.com	Teknoloji	Çin	13,377	46%	9,194
98	91	EYPro	Hizmetler	İngiltere	13,357	5%	12,672
99	93	MUFG	Bankalar	Japonya	13,215	4%	12,651
100	207	WeChat	Teknoloji	Çin	13,189	103%	6,496

**Kaynak:** Brand Finance, [https://brandfinance.com/images/upload/global\\_500\\_2017\\_locked\\_website.pdf](https://brandfinance.com/images/upload/global_500_2017_locked_website.pdf) Erişim Tarihi: 15.03.2018.

## 2.8.4. Marka Değerinin Tespitinde Kullanılan Yöntemler

Marka değerlendirme yöntemleri finansal, davranışsal ve karma değerlendirme yöntemleri şeklinde farklılaşmaktadır. Karma değerlendirme yöntemi olarak kabul edilen Brand Finance yöntemi, hem finans bazlı hem de davranışsal bazlı bir değerlendirme yöntemidir. Marka değerlendirme yöntemleri çalışmanın bu bölümünde açıklanmaya çalışılacaktır.

### 2.8.4.1. Finansal Değerleme Yöntemleri

Finansal marka değerlendirme yöntemleri marka için tahsis edilen yatırımlar, markanın şirkete sağladığı ilave kazanç ve markanın faaliyet gösterdiği sektörde oluşan ekonomik değer gibi finansal verilerin bir araya getirilmesi sonucunda değer ölçümü yapılmasını ifade etmektedir (Kendirli, vd., 2016: 74). Finansal değerlendirme yöntemleri içerisinde en çok uygulanan yöntem Hirose yöntemidir.

Japonya Ekonomi Ticaret ve Endüstri Bakanlığı'nın katkıları ile 2002 yılında Dr. Yoshikuni Hirose'nin başkanlığını yaptığı bir komisyon tarafından hazırlanmıştır. Bu yöntemde markanın değeri, işletmelerin yıllık faaliyet raporlarından elde edilen finansal verilerin objektif olarak değerlendirilmesiyle hesaplanmaktadır (Ercan ve Başaran, 2010: 85). Kolay uygulanabilmesi ve ihtiyaç duyulan verileri ulaşımın kolay olması nedeniyle marka değeri ölçülmesinde sıkça kullanılan bir yöntemdir. Bu model firmaların marka değerinin tespit ederken parasal karşılıklarına bakılmış, yani ağırlıklı olarak firmanın finansal verilerinden yararlanılarak ve diğer bilgilere çok itibar edilmeden yapılan hesaplamalardır (Zengin ve Güngördü, 2017: 287). Marka değeri aşağıda detayları verilen faktörlerin fonksiyonu ile ölçülebilmektedir (İlik, 2014: 60-62):

$$MD = f(PD \times SD \times GD,) \quad (2.3)$$

(3) numaralı denklemde; MD: Marka Değeri, PD: Prestij Değişkeni, SD: Sadakat Değişkeni, GD: Genişleme Değişkeni ve  $r_f$ : Risksiz Faiz Oranı'dır.

$$MD = \frac{PD \times SD \times GD}{r_f} \quad (2.4)$$

PD değişkeni, işletmelerin markadan elde ettiği fiyat avantajını bulabilmek için kullanılmaktadır:

$$PD = \frac{1}{5} \sum_{i=-4}^0 \left[ \left( \frac{S_i}{SMM_i} - \frac{S_i^*}{SMM_i^*} \right) \cdot \frac{RPG_i}{FG_i} \right] \cdot SMM_o \quad (2.5)$$

(5) numaralı denklemde; S: Satışlar, SMM: Satılan Malın Maliyeti, S\*: Karşılaştırılan Firmanın Satışları, SMM\*: Karşılaştırılan Firmanın Satılan Malın Maliyeti, RPG: Reklam ve Promosyon Gideri, FG: Faaliyet Giderleri'dir.

Marka Değerinin ölçülmesinde kullanılan ikinci parametre SD değişkenidir. Yıllar itibari ile işletmenin satılan malın maliyeti değerinde meydana gelen devamlılığın değerini tespit etmek amacı vardır. Aşağıdaki formül ile 5 yıllık veriler kullanılarak hesaplanabilmektedir.

$$SD = \frac{\mu_c - \sigma_c}{\mu_c} \quad (2.6)$$

Bu denklemde,  $\sigma_c$  parametresi SMM' nin standart sapmasını,  $\mu_c$  parametresi ise SMM 'nin 5 yıllık ortalamasını temsil etmektedir.

Marka değerinin ölçülmesinde kullanılan son değişken ise (GD) Genişleme Değişkenidir. Bu değişken firmanın markasının bilinirliğini anlamak için yurt dışı satışlar ile işletmenin diğer faaliyetlerinden elde ettiği gelirleri belirlemeye yönelmiştir. Genişleme Değişkeni 2 yıllık veriler kullanılarak şöyle hesaplanabilmektedir.

$$GD = \frac{1}{2} \left[ \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left( \frac{\dot{IHR}_i - \dot{IHR}_{i-1}}{\dot{IHR}_{i-1}} + 1 \right) + \frac{1}{2} \sum_{i=-1}^0 \left( \frac{XS_i - XS_{i-1}}{XS_{i-1}} + 1 \right) \right] \quad (2.7)$$

(2.7) numaralı denklemde; İHR parametresi ihracatı, XS ise firmanın diğer faaliyetlerinden sağladığı gelirleri göstermektedir.

Hirose yönteminde kullanılan parametrelerin çarpımı neticesinde ortaya çıkan sonucun risksiz faiz oranına bölünmesi ile markanın değeri hesaplanabilmektedir.

#### 2.8.4.2. Davranışsal Değerleme Yöntemleri

Davranışsal değerlendirme yöntemleri marka değerini, tüketicilerin kelimeleri ve eylemlerinden oluşturulmaktadır. Tüketicilerin beğeni ve tercihlerini göz önünde bulundurmakta ve marka değerinin tespitinde tüketici davranışlarını temel almaktadır. Bu yöntemde anket ve görüşme verileri kullanılmaktadır (Alper ve Aydoğan, 2017). Marka değeri ölçüm yöntemlerinin ağırlıklı olarak teorik modellere dayandığı görülmektedir.

Modern anlamda pazarlama, tüketici arzu ve isteklerini karşılamak için oluşturulan pazarlama çabalarının toplamıdır. Öncelikli hedef daha çok kar elde etmektense tüketici ile uzun dönemli bir etkileşim içinde bulunmayı hedeflemektedir. İşletmelerin temel yönetim fonksiyonlarından birisi olan pazarlama departmanının denetiminde olan marka, tüm yönetim birimlerini desteklerken, işletmenin aldığı

kararların hayata geçirilmesinde tüketici tercihlerine daha çok önem vermektedir. Marka yönetiminin başarısı tüketici-işletme ilişkisinin başarılı bir şekilde kurulmasına ve karşılıklı etkileşime bağlı olduğu ifade edilebilir (Aktuğlu, 2004: 98). Tüketicilerin, markaya olan bağlılığı ve markanın tüketicilerin zihninde oluşturduğu pozitif algı; markanın değerinin artışına neden olmakta ve marka değerinin ölçülmesinde etkin unsur olmaktadır.

#### **2.8.4.2.1. Marka Sadakati**

Marka sadakati, ikili ilişkilerdeki sadakate benzemektedir. Sadakat insanların dostları, ailesi, arkadaşları, en çok değer verdiği ve en çok güvendiği kişilerle olan ilişkilerine yüklediği manadır. Herkes bu değerlere sahip kişilerle olmak, onlarla vakit geçirmek isteyecek ve hiç kimse onları kaybetmeyi istemeyecektir. Güven, dostluk, sevgi gibi kavramları diğer insanlarda bulamayacak olan kişi, bu duygularına karşılık bulmadığında ise mutsuz olacağı aşikârdır. Elbette insan sevdiği, güvendiği ve birlikte olmaktan mutlu olduğu insanları tercih edecektir. Bu durum aslında bağlılığın ifadesidir ve tüketiciler de bu duyguları yaşadığı markaya bağlılık veya sadakat duyar (Erdil ve Uzun, 2009: 196). Böylece Tüketiciler, markaya yönelik tutum ve davranışlarında hep pozitif ayrımcılık yapma eğiliminde olacaktırlar.

Tüketicinin markaya olan bağlılığının ifadesi olan marka sadakati pazarlamada merkezi bir yapı teşkil etmektedir. Tüketicinin başka bir markayı tercih etmesinin, o markanın fiyatta ya da ürünün özelliklerinde bir değişiklik yaptığında, mümkün olabilmesinin ifadesidir. Tüketicinin marka sadakati arttıkça, tüketicinin rakip markalara karşı olan zaafı azalmaktadır. Markanın değerinin gelecekteki getirisi ile doğru orantılıdır, çünkü marka sadakati direk olarak gelecekteki satışa dönüktür (Aaker, 1991: 58).

Genel manada marka sadakati, bir markanın tüm unsurlarından memnun kalan tüketicilerin aynı markayı tekrar tekrar satın alma niyetinin ölçülmesidir. Satın alma eylemi ile özdeşleştirilmiş olsa da marka sadakatini bu tanımla eşdeğer görmek biraz eksik kalır. Çünkü bir markayı tekrar tekrar satın almak demek, sadakatin yanı sıra rutin olarak bir satın alma eylemini de içinde barındırmaktadır. Araştırma

sonuçlarında, marka ile tüketici arasında duygusal bir bağ oluştuğu takdirde, marka sadakatinin zaten oluştuğu görülmektedir (Tosun, 2014: 241). Ürün ve hizmetlerin tüketicilerce tanınması ve kabul edilmesini sağlayan değerler toplamı olan markalara olan bağlılığı arttırmak pazarlamacıların görevidir. Tüketicilerin markaya olan bağlılığının artırılmasının sağladığı pozitif etki markanın değerinin de artmasına neden olmaktadır. Marka değerinin kalbi olan müşteri sadakati, tüketicilerin bir zaman periyodu boyunca o markayı tekrar tekrar satın almasına neden olmaktadır (Ar, 2007: 103). Marka sadakatinin artırılması işletmenin marka değerine olan katkısını da hızlandırdığı anlaşılmaktadır.

Marka sadakatinin farklı seviyeleri Şekil 4’te gösterilmiştir. Piramidin her basamağı farklı bir zorluğu ve idare edilecek farklı bir varlığı ifade etmektedir. Piramidin en altında bulunun tüketiciler sadakatsiz olanlardır. Sadakatsiz tüketiciler, ürünleri sadece fiyatı düştüğünde veya daha uygun olduğunu düşündükleri zaman tercih edenleri göstermektedir. İkinci basamakta üründen memnun olanları veya en azından hoşnutsuz olmayanları barındırır ve bunlar alışkanlık alıcılarıdır. Üçüncü basamaktakiler üründen memnun olanları ve değiştirmenin maliyetli olacağını düşünenlerin bulunduğu kısımdır. Dördüncü basamakta markayı gerçekten sevenlerin ve beğenenlerin bulunduğu yerdir. Tercihlerinin sebebi ürünü yüksek kaliteli görmeleri veya deneyimlerinden kaynaklanıyor olabilir. Bu bölümdeki müşterilerin markaya karşı bir duygusal bağı vardır ve markayı arkadaş olarak görmektedirler. En üste basamakta kendini tamamen markaya adanmış olanlar yer almaktadır. Karizmatik ve bilindik markalara karşı olan yüksek bağlılığı ifade etmektedir. Örneğin; Gucci, Bentley, Porche ve Rayban markalarına olan tutkulu bağlılık düşünülebilir.

**Şekil 4: Sadakat Piramidi**



**Kaynak:** Aaker, 1991: 59.

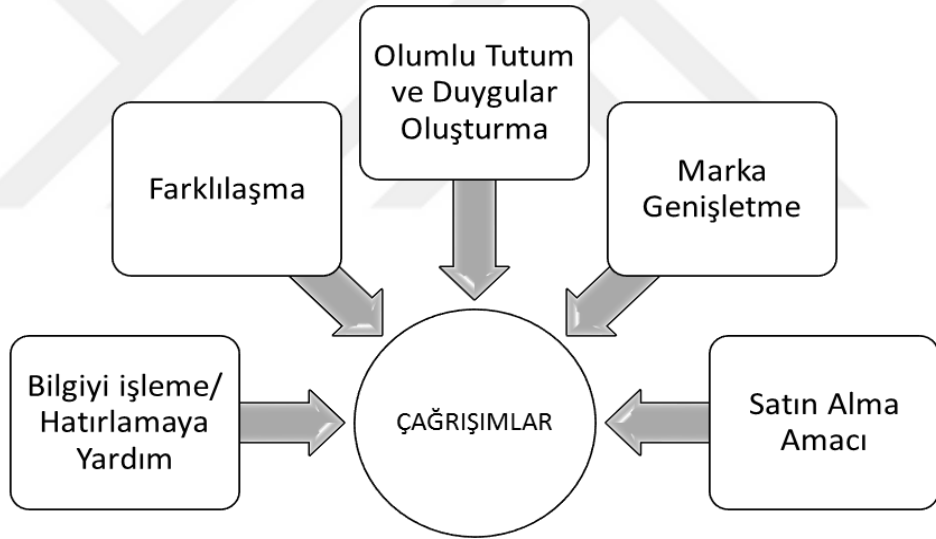
#### **2.8.4.2.2. Marka Çağrışimleri ve İmaj**

Marka çağrışımı, marka ile tüketicinin zihninde bir bağlantı kurulması olarak ifade edilmektedir. Bir markanın esas değerini oluşturan unsur, marka adının meydana getirdiğı çağrışımın tüketiciler için ne manaya geldiğidir. Çağrışım, marka sadakatinin ve satın alma eyleminin gerçekleşmesi için esas teşkil etmektedir. Kuvvetli çağrışımlarla hatırlanan bir marka son derece rekabetçi bir güce sahip olacaktır. Sevecen ve cana yakın bir hizmet sunabileceğı gibi rakip markalardan çok daha farklı özelliklere de odaklanabilecektir. Bazı markaların çağrışimleri, markaya güven ve itibar katarak tüketicilerin satın alma kararını etkileyebilecektir (Erdil ve Uzun, 2009: 263-264). Marka imajı ve çağrışımı satın alma ve marka sadakatinin oluşmasında etkili bir kavram olduğu anlaşılmaktadır.

Marka çağrışimleri bir firmaya; satın alma nedeni oluşturma, farkındalık, marka genişletme ve pozitif algı olanaklarını sağlar. Firmaların karlılığını devamını sağlamanın temeli müşteri-marka ilişkisinden geçmektedir. Yani müşterilerin markaya olan bağlıkları işletmenin karının devamlılığının en önemli ölçütüdür. Müşteri ile marka arasındaki ilişkinin derecesinde çağrışımın etkisi çoktur. Çünkü çağrışım, müşterilerin markayı tercih etmelerini sağlamaktadır. Marka

çağrışımalarının güçlü olmasının nedeni, müşterinin hafızasındaki marka çağrışımalarının oluşturduğu imgenin markanın imajını oluşturmasıdır (Tosun, 2014: 208). Markanın temel değer göstergesi çağrışımaların oluşturduğu gruptur, tüketiciler için algılanan anlamdır. Çağrışımalar, tüketiciler için satın alma kararının ve marka sadakatinin oluşmasını simgelemektedir. Onlarca çağrışım olası ve onların değer meydana getirebilecekleri farklı yollar vardır. Çağrışımaların ve imajın firmalara fayda sağladığı yollar şunlardır: farklılaşma, marka genişletme, satın alma amacı, bilgiyi işleme, olumlu tutum ve duygular oluşturmaktır (Aaker, 1991: 131). İşletmeler, diğer markalardan farklılaşarak tüketici ilgisini çekmeye odaklanmaktadır. Satın alma kararının oluşabilmesi için markanın imajı ve farklılaşması son derece önemlidir. Tüketicilerin zihninde olumlu bir tutum ve davranış uyandıran markalar değerlerini aynı oranda arttırmaktadır.

Şekil 5: Marka Çağrışımları Değeri



Kaynak: Aaker, 1991: 132.

#### 2.8.4.2.3. Marka Farkındalığı

Marka farkındalığı tüketicilerin algılarında ve düşüncelerinde marka mevcudiyetinin gücüdür. Bir ürün topluluğunu içinde barındıran markayı tüketicilerin farkına varma ve hatırlama kabiliyetleridir. Farkındalık ve satın alma eylemi arasında sıkı bir ilişki olduğu görülmektedir. Tüketicilerin tanımadıkları ve kendilerine sağlayacağı tatmini tam olarak bilmedikleri markalara ait ürünleri satın almak istememektedirler. Sloganlar, görsel sunumlar, logolar gibi unsurlar marka



tanımayı kolaylaştırmaktadır. Özellikle hızla tüketilen mal ve hizmetlerde ön plana çıkan unsurlardır. Tüketiciler, markanın ürünlerinin varlığını hissettiklerinde ona olan ihtiyaçlarını anlamalarına ve tüketicilerin eyleme geçerek markanın ürününü satın almalarına neden olmaktadır (Erdil ve Uzun, 2009: 241-242). Tüketicilerin satın alma isteklerini tetikleyen marka farkındalığı, hatırlanma ve farkındalık barındırmaktadır.

Markayı ifade eden ilk boyut markanın bilinirliğidir. Tüketicilerin farklı koşullar altında markayı tanıma yeteneklerinin altında yatan neden markanın bellekte bıraktığı izle ilgilidir. Başka bir ifade ile markanın bilinirliği, onun işlevine ne kadar iyi hizmet ediyor? Marka farkındalığı, bir markanın hatırlanma olasılığına ve bunun kolay olmasına bağlıdır. Marka farkındalığı, markanın bilinirliğinin oluşturulmasına ve hatırlatılma performansından oluşur. Markanın tanınması, tüketicilere marka hakkında ipucu verildiğinde marka ile ilgili daha önce yaşadığı eylemi hatırlamasıdır. Başka bir ifadeyle markayı tanıma, tüketicilerin markayı daha önce gördüğü ve duyduğu gibi doğru şekilde ayırt etmesidir. Marka farkındalığı oluşması için tüketicilerin markayı hafızasında doğru bir şekilde oluşturması gerekmektedir. Marka farkındalığı ve markanın tanınmasının önemi, diğer etkenlerin yanı sıra tüketicilerin mağazada veya mağaza dışında karar verebilmelerine de bağlıdır (Keller, 2019: 3). Nihayetinde marka farkındalığı tüketicilerin satın alma ve tüketim tercihleri üzerinde son derece etkili bir öğedir (Torlak, vd., 2014: 149).

#### **2.8.4.2.4. Algılanan Marka Kalitesi**

Algılanan kalite, ulaşılmak istenen amaca bağlı olarak bir malın kalitesi veya üstünlüğü hakkında tüketicinin farklı seçenekler arasındaki algısıdır. Tüketicilerin verdikleri kararlarda kişilikleri, ihtiyaçları ve tercihleri arasında keskin farklılıklar bulunmaktadır. Tüketicilere neyin önemli geldiği bir algı olması nedeniyle algılanan kaliteyi objektif olarak belirlemek mümkün olmayabilir. Algılanan kalite memnuniyetten farklılaşmaktadır. Tüketici, yeterlilik konusunda beklentisi düşük olduğu için üründen memnun kalabilir. Yüksek algılanan kalite, aşağı seviyelerdeki bir beklenti ile uyumlu olmayabilir. Kalite anlamında zayıf olan bir ürün ucuz olması nedeniyle olumlu algılanabilir, fakat pahalı bir ürünün kalitesindeki bir

zayıflık olumlu algılanmayabilir (Aaker, 1991: 106). Bu bağlamda tüketicinin markaya ilişkin algısında bir standart belirlemek mümkün olamamaktadır.

Kalite, algılanan ve gerçek kalite olmak üzere iki unsura ayrılmaktadır. Gerçek kalite, bir ürünün meydana getirilmesindeki üretim, tasarım ve uygunluk kriterlerinde mükemmel olmayı yani doğru şeyler yapmayı ifade etmektedir. Objektif özellikleri (ambalaj, bakım-onarım, performans, tasarım vb.) içermektedir. Tüketicinin özellikleri ve içinde bulunduğu koşullar nedeniyle ortaya çıkan psikolojik tatmin öğelerini içeren algılanan kalite ise subjektiftir (Tosun, 2014: 228). Algılanan kalite; tüketicilerin hayat koşulları, kültürü ve yaşadığı toplumun özellikleri nedeniyle ilgili markadan beklediği kalite ifadesidir.

#### **2.8.4.3. Karma Yöntemler**

Karma modellere bağlı olarak araştırılan modeller, marka değerlendirme hizmeti sunan firmalara ait modellerden oluşmaktadır. Söz konusu modellere ilişkin bilgiler bu modelleri kullanan danışmanlık firmalarının açıkladığı düzeyde olmaktadır. Interbrand ve Brand Finance, marka değerlendirme konusunda detaylı araştırma yapan şirketlerdir. Bu şirketler, her yıl en değerli markaya sahip şirketleri belirlemekte ve liste halinde yayınlamaktadırlar (Günay, 2017: 371). Brand Finance kuruluşu, 2010 yılından itibaren Türkiye için en değerli 100 marka listesini hazırlamaktadır. Çalışmada marka değerinin ölçütü olarak Brand Finance tarafından Türkiye için derlenen istatistiklerden yararlanılacaktır.

##### **2.8.4.3. 1. Brand Finance Yöntemi**

Merkezi İngiltere’de bulunan Brand Finance PLC tarafından oluşturulan bu değerlendirme yönteminde marka değeri; markalı ürünlerin gelecekteki bir zamanda firmaya kazandıracığı gelirin tahmin edilmesi ve kazanılan gelire markanın ne oranda katkısı olduğunun tespit edilmesine dayanmaktadır. Markanın gelecekte elde edeceği karlılık iskonto edilerek markanın bugünkü değerine ulaşılmaktadır (Günay, 2017: 372).

Brand Finance, markaların değerini ISO 10668 standardı doğrultusunda, “Hak Bedeli” yöntemi ile hesaplamaktadır. Yöntem, bir firmanın markasını açık pazarda

lisanslayarak elde edeceği gelirden yola çıkarak şirketin elde ettiği geliri hak bedeli uyarlayarak net marka değerini ortaya koymaktadır.

Brand Finance yaptığı marka değerlemesini aşağıdaki hesaplama adımlarına göre gerçekleştirmektedir (Brand Finance, 2017, s. 16):

**I. Marka Gücü Endeksi (BSI):** Marka gücü 100 üzerinden belirlenen Marka Gücü Endeksi ile ifade edilmesi:

- Segmentasyon, Marka Değerleminin ilk ve en önemli safhası olarak kabul edilmektedir. Uygun rakiplerin belirlenmesi ve coğrafi dağılım ile ürünlerin dikkate alındığı bölümdür. Segmentasyon yapılmasında yeterli derecede ayrıntılı bir veri toplanmasının zorluğu vurgulanmaktadır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2017, s. 31).
- Pazarlama Yatırımları, Göreceli Ağırlık ve Faaliyetin Performansı hesaplamaları kullanılarak markanın gücü ortaya konulmaktadır. Marka Gücü 0–100 aralığında skorlanmaktadır. Şirketin gelecekte karşılaşacağı risklerin tahmini yapılması için kullanılan bir analizdir. Risk analizinde her bir kriter için 0 ile 20 arasında bir puanlama yapılmakta bunun sonucunda ise 0-100 arasında şirketler değer sahibi olmaktadır. 100 puan alan markanın riskten uzak olduğunu 50 puan ise markanın sektör ortala riski kadar risk barındırdığını bize göstermektedir.
- Endüstri kolları için, satın alma kararında markanın önemini gösteren hak bedeli aralığı ortaya konulmaktadır. Bu oran lüks ürünlerde en yüksek, doğal maddeleri işleyen endüstrilerin emtia ürünlerinde ise en düşük olmaktadır. Bu tespit mukayese edilebilir lisans anlaşmaları incelenerek sağlanmaktadır.

**II. Marka Hak Bedeli Oranı:** Sektörel hak bedeli aralığına marka gücü endeksi skorunun uyarlanması,

Hak bedeli oranının tespiti; bunun için markanın gücü skoru hak bedeli aralığına uyarlanmaktadır. Örneğin, bir endüstri için hak bedeli aralığı %0 -

%5 ve marka gücü 100 üzerinden 80 ise bu sektörde yer alan bir marka için uyarlanacak hak bedeli oranı %4 olacaktır.

**III. Markalı Hasılat:** Gelecekteki gelire marka hak bedeli oranının uyarlanması,

- Şirket hasılatı içerisinde markaya ait payın tespiti: Şirketlerin marka değerinin, gelecekte elde edilecek gelirin ne kadarında etkili olduğunun tespit edildiği aşamadır. Brad finance önceki analiz yöntemlerini dikkate alır ve trade-off analizi yapılarak tüketicilerin markayı tercih düzeyi analiz edilmeye çalışılmaktadır.
- Geçmişte kazanılan gelir, sermaye piyasası uzmanlarının tahminleri ve söz konusu ekonominin büyüme oranları dikkate alınarak gelecekteki gelir tespit edilmektedir.
- Markanın gerçekleştirdiği geliri tespit etmek için hak bedeli oranının gelecekteki gelire uyarlanmaktadır.

**IV. Marka Değeri:** Vergi sonrası markalı hasılatın şimdiki net değere iskonto edilmesi,

- Markanın elde ettiği satış rakamları üzerinden iskonto oranı uygulanarak şimdiki net marka değeri hesaplanmaya çalışılmaktadır.

## 2.9. Literatür Taraması

Bu kısımda kurumsal yatırımcı sahipliği ile firma ve marka değeri arasındaki ilişkiyi konu edinen çalışmalardan bazılarının özetlerine yer verilmektedir.

Kayalı, vd., (2017), çalışmalarında kurumsal yönetim endeksi ile marka değeri arasındaki ilişkiyi enküçük kareler yöntemi kullanarak test etmişler, kurumsal yönetim endeksi ile marka değeri arasında bir ilişki bulamamışlardır.

Ünlü ve Yağlı (2016), kurumsal yönetim uygulamalarının hem iş çevreleri hem de akademisyenlerin önemle üzerinde durduğu konuların başında geldiğini vurgulamışlardır. Bu kapsamda kurumsal yönetim ile marka değeri arasındaki ilişkiyi kurumsal yönetimin; hisse, kamuyu aydınlatma, şeffaflık, yönetim kurulu ve paydaşlar gibi alt kategorilerine ait endeks skorları bağlamında BIST’de işlem gören firmalar özelinde 2011-2015 dönemi için statik panel veri yöntemlerini

(panel rassal etkiler) kullanarak test etmişlerdir. Analizleri sonucunda kurumsal yönetim ile marka değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edememişlerdir.

Basgöze vd., (2016)'da, olay çalışması metodolojisi ve uzun vadeli riske uyarlanmış portföy getirileri kullanılarak marka değerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkilerini, 2010-2014 dönemi kapsamında, BİST'de işlem gören firmalar özelinde incelenmiştir. Bulgular, Türkiye'nin En İyi 100 Marka listesinde yer alan firmaların, marka değerleri listesi açıklandıktan 7 ay sonra anormal getiri elde ettiğini göstermiştir.

Topuz ve Akşit (2016)'da, marka değerinin küresel ölçekte işlem gören firmaların piyasa değerlerine etkisi araştırılmıştır. Örneklem, Interbrand kuruluşu tarafından 2001-2012 döneminde yayınlanan "En İyi 100 Marka" da yer alan firmalardan oluşmuştur. Bulgular, marka değerinin (cari ve gecikme etkileri) hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğunu göstermiştir.

Doğan (2016)'da, yönetici ve yabancı sahipliği ile sermaye yapısı arasındaki ilişki, 2005-2012 döneminde BİST imalat sanayiinde işlem gören 136 firma için statik panel veri yöntemi kullanarak analiz edilmiştir. Analizler sonucunda, yönetim kurulu sahipliği ve yabancı sahipliğinin BİST'te işlem gören imalat sanayii firmalarının finansman kararlarında etkili olduğu görülmüştür.

Haryono ve Paminto (2014), finansal performans ve firma riskinden yola çıkarak kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki doğrusal ve dolaylı ilişkileri Endonezya Borsası'nda madencilik sektöründe işlem gören firmalar bağlamında 2009-2014 dönemi için yapısal eşitlik modelleri kullanarak analiz etmişlerdir. Bu kapsamda, kurumsal yönetim değerlerini OECD veri tabanından temin etmişler, firma değerini temsilen Tobin Q'su ve defter değerini, finansal performansı temsilen Aktif Karlılığı (ROA) ve Net Kar Marjı (NKM) değişkenlerini kullanmışlardır. Firma riskini ise sistematik risk ve kişisel risklerden hareketle türetmişlerdir. Bulgular, kurumsal yönetimin finansal performansı arttırdığını ve firma riskini azalttığını ortaya koymuştur. Buna karşın kurumsal yönetimin firma

değeri üzerinde doğrudan bir etkisi bulunamamıştır. Kurumsal yönetişimin firma değeri üzerindeki etkisi finansal performans kanalıyla bulunmuştur. Firma riski kanalıyla kurumsal yönetişimin firma değeri üzerinde etki tespit edilememiştir. Diğer taraftan firma risk firma değerini etkilemezken, finansal performans pozitif etkilidir.

Thanatawee (2014)'te, Tayland borsasında işlem gören 323 firma için kurumsal sahiplik ile firma değeri arasındaki ilişki 2007-2011 döneminde panel veri yöntemleri kullanılarak test edilmiştir. Analizler yurt içindeki yatırımcıların hisse sahipliğindeki artışların firma değerini arttırdığını ortaya koymuştur.

Acaravcı vd., (2015)'te, kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların performansları üzerindeki etkisini BIST İmalât Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren 126 firma özelinde 2005-2011 dönemi için statik panel veri yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Buna göre aktif kârlılığı ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında negatif ilişki gözlenmiş iken, özkaynak karlılığı ve Tobin Q'su ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Çalışmada ayrıca genel müdürün yönetim kurulunda görevli olması ve en büyük üç hissedarın pay oranının artması halinde firma performansının azalacağı tespit edilmiştir.

Tahir, vd., (2015), çalışmalarında kurumsal yatırımcı sahipliği ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. İlgili firmaların 2008-2013 yılları arasındaki yıllık raporlarını ve mali tablolarını bir araya getiren çalışmalarında OLS ve 2SLS ekonometrik tekniklerini kullanılmışlardır. Kurumsal sahiplik ve firma performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir.

Dana (2015), çalışmasında kurumsal firma sahipliğinin firma performansı üzerindeki etkisini Ürdün özelinde incelemiştir. Firmanın performansının ROA (Varlık Getirisi) ve ROE (Özkaynak Getirisi) uygulanarak ölçüldüğünü belirtmektedir. 2005-2013 yılları arasında Amman Menkul Kıymetler Borsası'nda 82 firmayı panel veri yöntemini kullanarak ölçüme tabi tutmuştur. Sonuç olarak bu firmaların performansı ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında güçlü bir ilişki tespit edememiştir.

Tuan (2014), Vietnam HO Chi Minh Borsası' ndaki şirketlerin özelinde güven ve etik davranışların kurumsal yönetişimin aracı rolü ile marka değerine katkısının bulunup bulunmadığını ANOVA ve yapısal eşitlik modellemesi kullanarak ölçmeye çalışmıştır. Bulgular neticesinde adalet ahlaki ve hesaplama dayalı güven arasında ilişki tespit etmiştir. Kurumsal yönetimin marka değerini son derece önemli derecede arttırdığını ortaya koymuştur.

Alfaraih, vd., (2012), kurumsal yönetim mekanizmalarını inceleyen teorik ve ampirik araştırmalardan hareket eden çalışmalarında Kuveyt Borsasında işlem gören firmaların performansı üzerindeki kurumsal ve devlet sahipliğinin etkileri ampirik olarak araştırılmıştır. Firma performansını ölçmek için Tobin Q ve ROA (Varlık Getiri) kullanılmıştır. Kuveyt Borsasında işlem gören 134 firma incelenmiş ve regresyon analiz sonuçlarında kurumsal yatırımcıların varlığı firma performansında son derece güçlü pozitif etkiler meydana getirdiği ortaya konmuştur. Ayrıca devlet mülkiyetinin söz konusu olduğu firmalarda ise negatif bir etki olduğu belirtilmiştir.

Lanouar ve Elmarzougui (2011), makalelerinde 2002-2005 yılları arasında Fransız finans piyasalarında yer alan 35 şirket için kurumsal sahiplik ve firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Ampirik sonuçlar kurumsal sahipliğin varlığını teyit ederken sahiplik yapısı hakkındaki içselligi savunan çalışmaları ise desteklemiştir. Bu durumda kurumsal sahipliğin Tobin Q'nun eşzamanlı sistemiyle yapılan ölçümünde firma performansına olumsuz bir etkisi bulunduğunu ortaya koymuşlardır.

Lee (2008), Güney Kore' de hisse sahipliği yapısının firmanın finansal performansı üzerindeki etkisi, 2000-2006 yılları arasında panel veri yöntemiyle incelemiş ve mülkiyet yoğunluğu arttıkça varlık getiri oranı ve firmaların performansı olumlu yönde etkilendiğini ortaya koymuştur. Fakat çalışmada firmanın mülkiyetinin yabancı veya kurumsal yatırımcı olması firma performansı arasında bir ilişki bulamamıştır.

Bhattacharya ve Graham (2007), farklı kurumsal yatırımcılar ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Kurumsal yatırımcıları tek bir grup olarak inceleyen diğer çalışmalardan farklı olarak, farklı gruplar şeklinde sınıflandırmıştır. Üç

aşamalı en küçük karalar yöntemi kullanılarak firma performansı ve farklı sınıflardaki kurumsal yatırımcılar arasındaki ilişki ele alınmıştır. Ampirik sonuçlar firma performansı ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında ilişki ortaya konmuştur. Firma performansı üzerinde kurumsal yatırımcıların olumsuz bir etkisi olduğu görülmüştür.

Tsai ve Gu (2007), 1999-2003 yılları arasında casino sektöründeki kurumsal sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki Tobin Q kullanılarak incelemiştir. İnceleme sonunda kurumsal yatırımcı sahipliğinin casino firmalarının performansını pozitif olarak etkilediğini ortaya koymuştur. Finansal kurumların daha düşük finansal kaldıraç sahip büyük casino firmalarına yatırım yapma eğiliminde oldukları belirtmiştir.

Torres ve Tribq (2007), sahiplik yapısı ile tüketici sadakatinin temel itici gücü olan müşteri memnuniyeti ve bunların bir firmanın marka değeri üzerindeki etkileri incelemiştir. Sonuçlar, müşteri memnuniyetinin marka değeri üzerinde direk bir etkiye sahip olduğu, ancak mülkiyet yoğunluğundaki azalmalar nedeniyle bir olumsuzluk olduğunu göstermiştir. İkinci etki, yöneticilerin çoğunlukla müşteri odaklı davranış sergilediklerinde ortaya çıktığı sonucuna ulaşılmıştır. Ampirik analiz yöntemiyle, 2002-2005 dönemi için 11 ülkeden 69 firma içeren panel veri analizi kullanılmıştır.

Pedersen ve Thomsen (2003), sahiplik yapısı ile Avrupa'nın en büyük firmalarının değeri arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Eş zamanlı tahminde bulunmak ve ulusal sanayinin etkilerini kontrol etmek için, en büyük pay sahibinin bir finans kurumu ya da başka bir şirket olduğu sahiplik yoğunluğuna sahip şirketlerin firma değeri üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Eğer en büyük pay sahibi tek bir kişi ya da bir aile ise firmanın değerine bir katkıları olmadığını tespit etmişlerdir. Ayrıca en büyük pay sahibi kamu kuruluşu ise firma değerine etkisi negatif ortaya koymuştur.

Pitabas (2003), kurumsal yatırımcılar ve kurumsal yönetimin Hindistan'dan özelinde incelediği çalışmasında, kurumsal yönetişimin ölçüsü olarak kullanılan on dokuz ölçüsü ile kurumsal yönetim endeksi oluşturmaya çalışmıştır. Bu kurumsal



yönetim endeksinin Tobin Q ve sektöre göre ayarlanmış hisse senedi gelirleri gibi finansal performans ölçütleri arasında pozitif bir etki olduğunu ortaya koymuştur. Yatırım fonlarının daha iyi kurumsal yönetime sahip şirketlere yatırım yaptığı ve kurumsal yönetimin geliştirilmesi için borç verdikleri belirtmektedir.

Duggal ve Millar (1999), çalışmalarında kurumsal yatırımcıların şirket performansına yaptıkları etkiyi incelemişlerdir. 1985-1990 yılları arasında S&P 500 endeksini OLS regresyon modelini kullanmışlar. Kurumsal yatırımcıların firma performansına pozitif bir katkısı olduğunu ancak ilişkinin anlamsız olduğunu tespit etmişlerdir.

Yukarıdaki literatür incelemesinde marka değeri üzerinde çok fazla araştırma yapılmadığı görülmektedir. Bu çalışmada, literatürde henüz yeterince inceleme konusu yapılmamış olan firma ve marka değerinin üzerinde kurumsal yatırımcı sahipliğinin etkileri üzerinde durulmaktadır.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### KURUMSAL YATIRIMCI SAHİPLİĞİ İLE FİRMA VE MARKA DEĞERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ: EKONOMETRİK UYGULAMA

Bu bölümde, kurumsal yatırımcı sahipliği ile firma ve marka değeri arasındaki ilişkinin panel veri analizlerine yer verilmektedir.

#### 3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Son yıllarda kurumsal yatırımcı sahipliği firmaların performansının yanı sıra firma ve marka değerinin de önemli belirleyicilerinden birisi haline gelmiştir. Bu kapsamda çalışmada, kurumsal yatırımcı sahipliğinin firmaların piyasa ve marka değerlerine olan etkilerinin ampirik olarak test edilmesi amaçlanmıştır. Tez çalışmasında, kurumsal yatırımcı sahipliğinin firma değerinin yanı sıra marka değeri üzerindeki olası etkilerinin dinamik ekonometrik yöntemler kullanılarak test edilecek olması, araştırmanın literatüre bir katkısı olarak değerlendirilebilir. Çalışmanın ayrıca; seçilen analiz yöntemi, kullanılan örneklem ve değişkenler bakımından özgün değer içerdiği ifade edilebilir.

#### 3.2. Araştırmanın Temel Hipotezleri

Çalışmada öncelikle üzerinde durulan temel hipotezler; kurumsal yatırımcı sahipliğinin firma değeri üzerindeki etkisini ele alan  $H_1$  hipotezi ile kurumsal yatırımcı sahipliğinin marka değeri üzerindeki etkisini araştıran  $H_2$  hipotezidir.

Çalışmanın temel hipotezleri,

$H_0$ : Kurumsal yatırımcı sahipliği firma değeri üzerinde etkili değildir.

$H_1$ : Kurumsal yatırımcı sahipliği firma değeri üzerinde etkilidir.

$H_0$ : Kurumsal yatırımcı sahipliği marka değeri üzerinde etkili değildir.

$H_2$ : Kurumsal yatırımcı sahipliği marka değeri üzerinde etkilidir.

#### 3.3. Araştırmanın Sınırlılıkları

Çalışmada, Brand Finance kuruluşu tarafından yayınlanan “Marka Değeri 100” listesine, 2012-2017 döneminde aralıksız olarak her yıl giren ve aynı zamanda

BİST’de işlem göre firmalar arasından seçim yapılmıştır. Bu kriterlere uygun olan 21 tane imalat ve teknoloji firması olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, çalışmanın temel sınırlılıklarından birisi olarak değerlendirilmiştir.

### **3.4. Veri, Yöntem ve Bulgular**

Bu çalışmada, Borsa İstanbul (BİST)’da işlem gören imalat ve teknoloji firmaları özelinde, 2012-2017 dönemi için, kurumsal yatırımcı sahipliğinin firma ve marka değeri üzerindeki etkileri dinamik panel veri yöntemleri kullanılarak araştırılmaktadır. Çalışmada kullanılan veri seti Tablo 5’te sunulmaktadır. Buna göre firma ve marka değeri ile ilgili olarak 3 farklı değişken kullanılmaktadır. Bu değişkenlerden 2 tanesi firma değeri ile ilgilidir. Firmanın piyasa değerinin defter değerine oranı (PDDD), firmanın piyasa değerinin doğal logaritması (LNPD) ve Marka değeri (LNMD) değişkenleri bağımlı yani açıklanan değişkenler olarak belirlenmiştir. Firma ve marka değerini etkileyen açıklayıcı değişkenler ise Kurumsal Yatırımcı Sahipliği (LNKYS), Karlılık Oranları (ROA, ROE, FKM, NKM), Faaliyet Oranları (SDH, ADH ve ODH), Likidite Oranları (ATO ve CO), Finansal Yapı Oranları (BOR ve FKO) ve Makroekonomi (GSYH, RER, FAIZ ve TUFÉ) değişkenleri olmak üzere 6 başlık altında toplanmıştır. Uygulamada spesifik olarak firma ve marka değerini etkileyen ana değişken; kurumsal yatırımcıların sermaye bakiyesi tutarlarının doğal logaritması olan LNKYS değişkenidir. Diğer değişkenler, kontrol değişkeni olarak belirlenmiştir. Değişkenlere ait veriler; Merkezi Kayıt İstanbul, İş Yatırım, Kamu Aydınlatma Platformu ve TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden yararlanılarak derlenmiştir. Analizlerde Stata 14.0 paket programı kullanılmıştır.

**Tablo 5: Veri Seti**

Değişkenler		Değişkenin Kısaltması	Değişkenlerin Tanımı	
Değer Değişkenleri	Firma Değeri (1)	PDDD	Firmanın piyasa değerinin defter değerine oranı. firma değerinin vekili olarak kullanılmıştır.	
	Firma Değeri (2)	LNPD	Firmanın piyasa değerinin logaritmasıdır.	
	Marka Değeri	LNMD	Brand Finance Kuruluşu tarafından 2010 yılından bu yana yayınlanan Türkiye'nin En Değerli 100 markası raporlarından alınmıştır. Doğal logaritması kullanılmıştır.	
Yatırımcı Değişkeni	Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	LNKYS	Kurumsal yatırımcıların sermaye bakiyesi tutarıdır. Doğal logaritması kullanılmıştır.	
Karlılık Değişkenleri	Aktif Karlılığı	ROA	Firmanın net karının toplam aktiflere oranıdır.	
	Özsermaye Karlılığı	ROE	Firmanın net karının özsermayeye oranıdır.	
	Faaliyet Kar Marjı	FKM	Firmanın faaliyet karının net satışlara oranıdır.	
Faaliyet Değişkenleri	Net Kar Marjı	NKM	Net karın net satışlara oranıdır.	
	Stok Devir hızı	SDH	Satışların maliyetinin stoklara oranıdır.	
	Alacak Devir hızı	ADH	Net satışların ticari alacaklara oranıdır.	
Faaliyet Değişkenleri	Özsermaye Devir Hızı	ODH	Net satışların özsermayeye oranıdır.	
	Likidite Oranları	Cari Oran	CO	Dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranıdır.
	Asit-Test Oranı	ATO	Dönen varlıklardan stoklar çıkarıldıktan sonra elde edilen değerın kısa vadeli yabancı kaynaklara oranıdır.	
Finansal Yapı Oranları	Borç-Özsermaye Oranı	BOR	Toplam borçların özsermayeye oranıdır.	
	Faiz Karşılama Oranı	FKO	Faiz veya vergi öncesi karın finansal giderlere oranıdır.	
Makroekonomi Değişkenleri	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	GSYH	Bir ülkede bir yılda üretilen nihai mal ve hizmetlerde meydana gelen artışları ifade etmektedir.	
	Reel Efektif Döviz Kuru	RER	Türkiye'nin dış ticaretinde önemli paya sahip ülkelerin para birimlerinden oluşan sepete göre. Türk lirasının ağırlıklı ortalama değerinin enflasyondan arındırılmış biçimidir.	
	Faiz Oranı	FAIZ	Bankalarca TL üzerinden verilen ticari kredilere uygulanan faiz oranıdır.	
	Enflasyon Oranı	TUFE	Tüketici fiyat endekslerini göstermektedir. 2003=100 baz alınmıştır.	

**Kaynak:** 1. Merkezi Kayıt İstanbul, e-veri, <https://www.mkk.com.tr/>

2. İş Yatırım, Piyasa Verileri, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Savfalar/default.aspx>

3. Kamu Aydınlatma Platformu, Finansal Tablolar, <https://www.kap.org.tr/tr/>

4. TCMB, İstatistikler, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <https://evds2.tcmb.gov.tr/> Erişim Tarihi: 15.06.2018.

Çalışmada Brand Finance tarafından Türkiye için hazırlanan “Marka Değeri 100” listesine 2012-2017 döneminde aralıksız olarak giren imalat ve teknoloji firmaları Tablo 6’da verilmiştir.

**Tablo 6: Analizlere Dahil Edilen Firmaların Listesi**

Taş ve Toprağa Dayalı	ŞİŞECAM
Kimyevi, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	AYGAZ, BRISA, DYO BOYA, GOODYEAR
Gıda, İçki ve Tütün	ANADOLU EFES, BANVİT, KENT GIDA, PINAR SÜT, TAT GIDA, TUBORG, ÜLKER BİSKUVİ
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	BOSSA
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	ARÇELİK, FORD OTOSAN, OTOKAR, TOFAŞ, TÜRK TRAKTOR, VESTEL
Diğer İmalat Sanayii	ADEL KALEMCİLİK
Bilişim	İNDEKS BİLGİSAYAR

**Kaynak:** Kamu Aydınlatma Platformu.

Panel veri, çeşitli zaman dilimleri içerisinde firmalar, ülkeler, hane halkları gibi birimlerin yatay kesitleri üzerindeki gözlemlerinin havuzlaştırılması anlamına gelmektedir. Bu gözlemlerin elde edilebilmesi, belirli bir süreç boyunca söz konusu birimlerin ölçülmesi ve izlenmesi ile mümkün olmaktadır (Baltagi, 2005: 1). Panel veri yöntemi sayesinde, birimlere ait farklılıklar kontrol edilebilir, daha bilgilendirici doneler elde edilebilir, daha karmaşık davranışsal modeller oluşturulabilir, zaman boyutunun kısa olmasının dezavantajı giderebilir. Diğer taraftan panel veri yönteminin; ölçüm hatalarının çarpıklığı, seçicilik sorunları ve yatay kesit bağımlılığı şeklinde kısıtları vardır (Baltagi, 2005: 4-9 ; Hsiao, 2006: 3-7).

Panel veri yöntemi kendi içerisinde statik ve dinamik panel veri yöntemi şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Statik panel veri yöntemlerinde (sabit ve rassal etkiler modeli gibi) değişkenlerin kendi gecikmeli değerleri model tahminlerinde yer almazken, dinamik panel veri tahminlerinde (Arellano-Bond (1991), Arellano-Bover (1995) ve Blundell-Bond (1998) tahmincileri gibi) göz ardı edilen bu durum dikkate alınmaktadır. Özellikle gerek mikro gerekse de makroekonomi verileri ile çalışılırken, değişkenlerin kendi değerlerinden etkilenme olasılığı söz konusu olabilmektedir. Örneğin, firmaların kar oranları geçmiş yıl karları ile ilişkili olabilmektedir. Bir firma,  $x_{t-1}$  yılında kar elde etmiş ise bu kar düzeylerinin belirli bir bölümünü tasarruf ve yatırıma kanalize ederek, (diğer değişkenlerin çok değişmediği varsayımı altında)  $x_t$  yılında bu karlılığını sürdürmesi beklenebilir.

Çalışmada kurumsal yatırımcı sahipliği-firma ve marka değeri arasındaki ilişki, Roodman (2006) tarafından geliştirilen Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (Sistem GMM) kullanılarak araştırılmaktadır. Sistem GMM modelinin açıklanmasından önce GMM yönteminin açıklanmasında fayda vardır.

Hansen (1982) tarafından geliştirilen Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM), ekonomik modelin bilinmeyen parametrelerinin tahminlerini üretmek için gözlemlenen ekonomik verileri popülasyon momentindeki bilgilerle birleştiren istatistiksel bir yöntemdir (Zsohar, 2012: 151). Maksimum Olabilirlik Yöntemi (MLE)'nin aksine verilerin dağılımı hakkında tam bilgi gerektirmez. GMM tahmini için yalnızca bir altta yatan modelden türetilen momentlere ihtiyaç vardır. Verilerin dağılımının bilindiği bazı durumlarda, MLE hesaplama açısından çok zor olabilirken, GMM çok kolay olabilmektedir. Model parametrelerinden daha fazla moment koşulu olan modellerde, GMM tahmini, önerilen modelin spesifikasyonunu test etmek için kolay bir yol sağlayabilmektedir. Bu, GMM tahminine özgü olan önemli bir özellik olarak değerlendirilmektedir<sup>1</sup>. ML tahmin edicileri, bir amaç fonksiyonu türetmek için rassal değişkenlerin dağılım aileleri hakkındaki varsayımları kullanırken, GMM tahmin edicileri amaç fonksiyonu türetirken rassal değişkenlerin momentleri hakkında varsayımlar kullanmaktadır (Drukker, 2010: 4).

Moment yöntemi sadece moment koşullarının sayısı tahmin edilmek istenen parametre sayısına eşit olduğunda çalışır. Eğer parametre sayısından daha fazla moment koşulu var ise denklemler sistemi cebirsel olarak aşırı tanımlanmış olur ve çözülemez. GMM tahminicileri ise moment koşullarının kuadratik bir formunu en aza indiren tahminleri seçmektedir. GMM, aşırı tanımlanmış sistemi mümkün olduğu kadar çözer (Drukker, 2010: 9).

Basit doğrusal regresyon modeli,

$$y_t = x_t\theta + e_t \quad (3.1)$$

(1) numaralı denklemde  $y_t$  ve  $e_t$  skalar,  $x_t$  ve  $\theta$  ise parametrelerin sırasıyla  $1 \times K$  ve  $K \times 1$  vektörleridir. Bu denklem aynı zamanda vektör formunda yazılabilir:

$$Y = X\theta + E \quad (3.2)$$

---

<sup>1</sup> <https://faculty.washington.edu/ezivot/econ583/gmm.pdf> Erişim Tarihi: 15.11.2018.

Eğer,  $x_t$  ve  $e_t$  korelasyonlu ise araçsal değişkenler (Instrumental Variables-IV) kullanarak tutarlı bir tahminci elde edilebilir.  $x_t$  değişkeni ile mümkün olduğunca yüksek korelasyonlu ve aynı zamanda  $e_t$  'den bağımsız bir  $1 \times L$  vektörlü  $z_t$  değişkeni bulma fikri, IV ve GMM yöntemlerinin özel durumlarını yansıtmaktadır (Sørensen, 2007: 1-2).

Moment koşulu,

$$E[m_j(y_i\theta)] = 0 \quad j = 1, \dots, J \text{ ve } k < j \quad (3.3)$$

Bu eşitlikte,  $m$ , popülasyondaki beklenen değeri sıfır olan fonksiyonların  $j \times 1$  vektörü,  $\theta$  ise parametrelerin  $k \times 1$  vektörüdür. Verinin örneklem momentleri,

$$\bar{m}_j(\theta) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n m_j(y_i\theta) \quad (3.4)$$

GMM tahmincisi ise

$$\bar{\theta} = \arg \min_{\theta} \bar{m}(\theta)' W^{-1} \bar{m}(\theta) \quad (3.5)$$

Bu denklemde  $W$ ,  $\bar{m}(\theta)$ 'nin asimptotik varyansıdır. Eğer  $W$ ,  $\bar{m}(\theta)$ 'nin tutarlı varyansı ya da doğru tahmini ise  $\hat{\theta}$ ,  $\theta$  için tutarlı ve asimptotik olarak etkin bir tahminci olur (Hall, 1999: 2-3).

Arellano-Bond (1991) ve Arellano-Bover (1995)/Blundell-Bond (1998) tahmincileri şu durumlar için tasarlanmıştır: 1) zaman periyodunun dar buna karşın yatay kesit biriminin fazla olduğu durumlar, 2) doğrusal bir fonksiyonel ilişki durumu, 3) kendi geçmiş gerçekleştirmelerine bağlı değerler alan dinamik değişken durumu, 4) kesinlikle dışsal olmayan bağımsız değişkenler durumu, 5) sabit bireysel etkiler ve 6) birimler arasında değişen varyans ve otokorelasyonun olduğu durum (Roodman, 2006: 1).

Panel veri modellerindeki içsellik probleminin üstesinden gelebilmenin iki farklı yolu vardır: Birincisi araç değişkenleri düzey değerlerini alarak kullanmak, ikincisi ise araç değişkenleri farklarını alarak kullanmaktır.

Arellano ve Bover (1995) tarafından geliştirilen sistem GMM modeli ise araç değişkenleri hem düzey değerlerindeki hem de farklarındaki gecikmeler olarak kullanılmaktadır. Sistem GMM modeli (Labra ve Torrecillas, 2018: 36 ):

$$y_{it} = a_{i,t-1} + \beta x_{it} + u_{it} \quad (3.6)$$

$$u_{it} = \eta_i + \vartheta_{it} \quad (3.7)$$

$$E(\eta_i) = E(\vartheta_{it}) = E(\eta_i \vartheta_{it}) = 0 \quad (3.8)$$

Burada hata terimi  $\varepsilon_{it}$ 'nin iki tane ortogonal bileşeni vardır:  $\eta_i$  sabit etkiler ve  $\vartheta_{it}$  sıra-dışı şoklar (*idiosyncratic shocks*).

Moment koşullarının yanı sıra,

$$E(y_{i1} \vartheta_{it}) = 0, \quad i = 1, \dots, n \quad t = 2, \dots, T \quad (3.9)$$

Bu varsayımlar altında,  $(T - 1)(T - 2)/2$  doğrusal moment koşulları geçerlidir:

$$E(y_i^{t-2} \Delta u_{it}) = 0, \quad t = 3, \dots, T, \quad (3.10)$$

Bu denklemde  $y_i^{t-2} = (y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{it-2})'$  ve  $\Delta u_{it} = u_{it} - u_{i,t-1} = \Delta y_{it} - a \Delta y_{i,t-1}$

$$Z_{di} \begin{bmatrix} y_{i1} & 0 & 0 & \dots & 0 & \dots & 0 \\ 0 & y_{i1} & y_{i2} & \dots & 0 & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots & \dots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & y_{i1} & \dots & y_{iT-2} \end{bmatrix}$$

(7) numaralı denklemdeki moment koşulları daha açık bir şekilde yazılabilir:

$$E(Z'_{di} \Delta u_i) = 0 \quad (3.11)$$

ve  $\alpha$  için Arellano ve Bond (1991) GMM tahmincisi,

$$\hat{\alpha}_d = \frac{\Delta'_{y-1} Z_d W_n^{-1} Z'_d \Delta y}{\Delta'_{y-1} Z_d W_n^{-1} Z'_d \Delta y_{-1}}$$



Bu denklemde  $\hat{a}_d$  bir GMM fark tahmincisidir (Bun ve Windmeijer, 2009: 6).

Arellano ve Bover (1995), düzey GMM tahmincisini önermişlerdir. Bu tahmincinin baz aldığı moment koşulları:

$$E(Z'_{l,i}u_i) = 0 \quad (3.12)$$

Bu denklemde,

$$Z_{l,i} = \begin{bmatrix} \Delta y_{i2} & 0 \\ 0 & \Delta y_{i3} \end{bmatrix} \quad u_i = \begin{bmatrix} u_{i3} \\ u_{i4} \end{bmatrix}$$

Burada,  $Z'_l Z_l$  ağırlık matrisi (burada  $Z'_l = (Z'_{l,1}, \dots, Z'_{l,N})$ ) ile  $E(Z'_{l,i}u_i) = 0$  koşullarına dayalı tek aşamalı GMM tahmincileri düşünülmektedir.  $y'_i = (y_{i3}, y_{i4})'$ ,  $y'_{i-1} = (y_{i2}, y_{i3})'$ . Burada ise  $y$  ve  $y_{-1}$  birimler arasında yığılmıştır. Sonrasında  $a$  için tek-aşamalı GMM tahmincisi,

$$\hat{a}^{lev} = (y'_{-1} Z_l (Z'_l Z_l)^{-1} Z'_l y_{-1})^{-1} y_{-1} Z_l (Z'_l Z_l)^{-1} Z'_l y \quad (3.13)$$

(Hayakawa, 2005: 5).

Blundell ve Bond (1988) ilave moment kısıtlamaları önermişlerdir. Bu ilave moment kısıtlamaları başlangıç değerlerinin dağılımı üzerine yapılmaktadır.  $E(\Delta y_{i1} \eta_{it}) = 0$  varsayımı altında, regressörler olmaksızın basit bir panel AR(1) süreci düşünölsün<sup>2</sup>:

$$y_{i0} = \frac{\eta_i}{1 - \gamma} + \varepsilon_{i0} \quad i = 1, \dots, N \quad (3.14)$$

Yukarıdaki koşul sağlandığında, aşağıdaki  $T - 1$  moment koşullarının kullanılabileceği gösterilebilir:

$$E[(y_{it} - \gamma y_{it-1}) \Delta y_{it-1}] = 0 \quad (3.15)$$

<sup>2</sup> <http://web.sgh.waw.pl/~jmuck/EoPD/Meeting8.pdf> Erişim Tarihi: 05.11.2018.

Sistem tahmincisi standart Arellano-Bond (AB) tahmincisi ile düzey eşitliğini birleştirmektedir. Böylece araç matrisi:

$$Z_{si} = \begin{bmatrix} Z^{AB} & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \Delta y_{i2} & 0 & \dots & 0 \\ 0 & 0 & \Delta y_{i3} & \dots & \cdot \\ \vdots & \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & 0 & \dots & \Delta y_{iT} \end{bmatrix}$$

Roodman (2006) tarafından geliştirilen “xtabond2” tahmincisi ise araçların kullanımında daha fazla seçeneğe sahiptir. Ayrıca bu tahminci bağımlı ya da bağımsız değişkenlerin içselliğinin ayrı ayrı çalışılmasına olanak sağlar (Labra ve Torrecillas, 2018).

### 3.5. Bulgular

Tablo 7’de değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. PDDD oranının ele alınan dönemde seçilen firmalardaki ortalaması 3.19 olarak gerçekleşmiştir. Cari oranın ortalaması 1.58, asit-test oranının 1.14’tür. Cari oranının 2’nin üzerinde, asit-test oranının ise 1’in üzerinde olması arzu edilir. Bu anlamda, ele alınan firma grubunda cari oranın ortalaması arzu edilen seviyenin altında, asit-test oranı ise istenilen düzeyin üzerinde çıkmıştır. Faaliyet kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığının ortalamaları ise sırasıyla; 0.09, 0.07, 0.27 ve 0.17 şeklindedir. Bir serinin kendi ortalaması etrafındaki dağılımının asimetrik olup olmadığını gösteren çarpıklık değerlerine göre LNPD, LNKYS, SDH, FKO, RER ve FAIZ değişkenleri sola çarpık (değişkenin negatif değerler alması), diğer değişkenler ise sağa çarpıktır (değişkenin pozitif olması). Serilerin dik mi yoksa basık mı olduğunu gösteren basıklık değerlerine göre ise LNPD, LNMD, GSYH, RER, FAIZ ve TUFİE değişkenlerinin basıklık değerleri 3’ten küçük olduğundan serilerin dağılımlarının normal dağılıma göre basık, diğer değişkenlerin ise sivri olduğu söylenebilir.

**Tablo 7: Tanımlayıcı İstatistikler**

Değişkenler	Ort	Medyan	Max	Min	Std. Dev.	Çarpıklık	Basklık	Jarque-Bera	Olasılık	Top.	Top. Hata Kareler
PDDD	3.19	2.27	16.14	0.40	2.75	2.49	10.40	417.60	0.000	401.56	943.75
LNPĐ	7.85	7.66	9.95	4.82	1.34	-0.108	1.87	6.901	0.031	943.15	226.5
LNKYS	16.18	16.54	21.88	5.81	3.18	-0.65	3.70	11.53	0.00	2038.44	1263.62
LNMD	18.80	18.53	21.41	16.59	1.21	0.39	2.18	6.67	0.04	2368.49	181.98
CO	1.58	1.40	4.93	0.60	0.63	2.05	9.68	321.77	0.000	199.46	49.75
ATO	1.14	1.03	2.78	0.44	0.40	1.10	4.54	37.92	0.000	143.20	20.47
SDH	-7.88	-5.46	-1.03	-59.16	7.35	-3.56	21.60	2082.72	0.000	-993.41	6756.98
ADH	5.86	4.92	18.40	2.11	3.31	1.68	5.91	103.47	0.000	737.89	1370.09
ODH	3.76	2.72	21.13	0.01	3.46	2.46	10.29	406.23	0.000	473.73	1494.16
FKM	0.09	0.08	0.27	-0.01	0.06	1.05	4.19	30.81	0.000	11.15	0.39
NKM	0.07	0.06	0.97	-0.05	0.10	5.76	49.30	11948.60	0.000	8.90	1.30
ROA	0.27	0.06	25.52	-0.09	2.27	11.08	123.84	79236.76	0.000	33.94	643.13
ROE	0.17	0.14	1.74	-0.49	0.21	3.00	27.68	3386.58	0.000	21.22	5.46
FKO	-30.44	-1.31	4.62	-3327.00	296.16	-11.08	123.79	79171.58	0.000	-3835.52	1096400.0
BOR	2.07	1.32	9.37	0.00	1.95	1.48	4.66	60.35	0.000	260.62	475.67
GSYH	6.85	6.75	11.10	3.18	2.57	0.23	2.07	5.72	0.06	862.47	826.62
REER	98.70	99.36	110.62	85.19	8.34	-0.21	2.00	6.17	0.05	12435.78	8688.44
FAİZ	13.94	14.09	15.97	10.83	1.62	-0.80	2.80	13.53	0.00	1756.65	326.89
TUFE	254.13	251.31	312.14	206.84	35.53	0.28	1.90	8.02	0.02	32020.17	157816.8

Tablo 8’de, piyasa değeri/defter değeri ile kurumsal yatırımcı sahipliği modeline ait GMM Bulguları verilmektedir. (1), (4), (7) ve (20) numaralı modellerde, kurumsal yatırımcı sahipliği ile firma değerini gösteren piyasa değeri/defter değeri oranı arasında pozitif ilişki vardır. (14), (19) ve (20) numaralı modellerde özsermaye devir oranı, (4) ve (11) numaralı modellerde faiz karşılama oranı ve (3) ile (16) numaralı modellerde GSYH değişkenleri istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı çıkmıştır.

LNPĐ’nin bağımlı değişken olduğu modellere ait tahmin sonuçlarının yer aldığı Tablo 9’a bakıldığında; (7), (12), (17) ve (18) numaralı modeller dışındaki tüm modellerde kurumsal yatırımcı sahipliğinin firma değerini pozitif etkilediği görülmektedir. (17) numaralı modelde alacak devir hızı ve cari oran, (11) numaralı modelde faaliyet kar marjı, (13) numaralı modelde asit-test oranı ve tüketici enflasyon oranı, (4) numaralı modelde faiz karşılama oranı, (6) numaralı modelde reel efektif döviz kuru ve (3) numaralı modelde GSYH pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

Marka değeri-kurumsal yatırımcı sahipliği arasındaki ilişkiye ait GMM modeli bulguları Tablo 11’de sunulmaktadır. Buna göre; (1), (2), (3), (4), (5) ve (17) numaralı modeller haricindeki modellerde, kurumsal yatırımcı sahipliği pozitif ve anlamlıdır. Diğer taraftan, cari oran; (2), (3), (5), (6), (8), (9) ve (10) numaralı modellerde, asit-test oranı; (11), (12), (13), (14), (15), (16) ve (19), faaliyet kar marjı;

(9), (10), (11), (12), (13) ve (18), net kar marjı; (14), (15), (19) ve (20), aktif karlılığı (6) ve (16), özsermaye devir hızı, (9), (10), (12), (13), (14) ve (18), reel efektif döviz kuru (6), (8), (15), (16) ve (19), GSYH değişkeni ise (2), (3), (9), (10) ve (18) numaralı modellerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. (12) numaralı modelde borç özsermaye oranı, (9) ve (18) numaralı modelde ise faiz oranı marka değeri üzerinde negatif etkiye sahiptir.

Dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara oranını gösteren cari oranın firma ve marka değeri üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olması, firma ve marka değerini artırmak isteyen firmaların kısa vadeli borçlarını dönen varlıklar ile kapatma oranlarını artırmaları gerektiğine işaret etmektedir. Benzer bir şekilde, firmaların hemen nakite dönüştürebileceği varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama oranını gösteren asit-test oranının, firma ve marka değerini pozitif etkilemesi, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamayabilme noktasında kısa sürede nakite dönüştürülebilecek kaynaklara sahip olması gerektiğini göstermektedir. Diğer taraftan firmaların özkaynaklarını etkin ve verimli kullanmasıyla (bir başka ifadeyle özkaynak devir hızının yükselmesiyle) değerlerinin arttığı görülmüştür. Alacak devir hızının yüksekliği olumlu bir durumu yansıttığı için, bu oranda meydana gelen bir artış çalışma sermayesinin alacaklara olan bağımlılığının azalması yoluyla firma değerinin artırıldığını ifade etmektedir. İşletmenin faiz ve vergi öncesi karlarının faiz giderlerinin kaç katı olduğunu gösteren faiz karşılama oranı arttıkça firma değerini artırması, faiz borçlarını geri ödeme gücünün önemini ortaya koymaktadır.

Makroekonomik göstergelerin firma değerine olan etkisi ele alındığında; GSYH, reel efektif döviz kuru ve TÜFE arttıkça firma değerinin arttığı görülmüştür. İktisadi faaliyetlerin arttığı dönemlerde firmaların değerinin artması beklenen bir sonuçtur. Ayrıca, döviz kurlarının yükselmesi ulusal paranın değer kaybetmesi anlamına gelmektedir. Ulusal paranın değerinin düşmesi ise firmaların ihracatını ve dolayısıyla firma değerlerini artırabilmektedir. Tüketici enflasyon oranları yükseldikçe firmaların değerinin artması ise firmaların ürünlerinin fiyatının yükselmesiyle daha fazla kazanç elde ettiklerini göstermektedir.

Marka değeri açısından bakıldığında, faaliyet kar marjı, net kar marjı ve aktif karlılığı arttıkça marka değerinin yükseldiği görülmektedir. Bu sonuçların beklentiler ile uyumlu olduğu ifade edilebilir. Diğer taraftan, borç özsermaye oranı ve faiz oranı,

marka değeri üzerinde negatif etkili çıkmıştır. Firmanın borçlarının artması marka değerini olumsuz etkilemektedir. Borcun anapara taksit ve faizleri toplamının işletme faaliyetleri sonucunda sağlanan fon kaynakları ile ödenip ödenemeyeceğini gösteren borç özsermaye oranı beklentiler dâhilinde marka değerini olumsuz etkilemektedir. Ayrıca faizler yükseldiğinde firmaların finansman temininin güç hale gelmesi de marka değerine olumsuz yönde etki etmektedir.

Elde edilen sonuçlar ile ilgili bir değerlendirme yapıldığında; kurumsal yatırımcı sahipliğinin hem firma hem de marka değerini artırdığı görülmüştür. Ayrıca, özsermaye karlılığı değişkeni tüm modellerde anlamsız çıkmıştır. Diğer taraftan, marka değerinin bağımlı değişken olduğu modellerde daha fazla anlamlı değişken ve model tahmini yapılmıştır.

Tahmin edilen modellerde otokorelasyon olup-olmadığı ve kullanılan araç değişkenlerin geçerli olup-olmadığını test etmek amacıyla testler yapılmıştır. Marka değerinin, PDDD bağımlı değişken olduğu modellerin tamamında ikinci mertebeden otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. Buna karşın LNPD'nin bağımlı değişken olduğu durumda; 2, 8, 9, 10, 14, 15, 18 ve 19 numaralı modellerde otokorelasyon olduğu tespit edilmiştir. Bunun için söz konusu modellerde iki aşamalı tahmin yöntemi kullanılmış, ancak elde edilen sonuçlarda bu problem giderilememiştir. Bu modeller, gecikme sayısı en fazla 3 olacak şekilde yeniden tahmin edilmiştir. Tablo 10'da yer alan bulgulardan da anlaşılabilceği gibi, gecikme sayısının en fazla 3 seçilmesi sonrasında, 3. mertebeden otokorelasyon sorunu olmadığı görülmüştür. Otokorelasyondan arındırılmış bu modellerden; (9), (10) ve (18) numaralı modellerde kurumsal yatırımcı sahipliği pozitif ve anlamlı çıkmıştır. Diğer taraftan, Hansen testi sonuçları modellerin tümünde kullanılan araç değişkenlerin geçerli olduğunu göstermiştir. Wald testi istatistik değerleri ise modellerin bir bütün olarak anlamlı olduğunu ortaya koymuştur.

Tablo 12'de firma değerinin bağımlı değişken olduğu modellerde elde edilen bulgular, literatürde yapılan diğer çalışmalar ile karşılaştırılmıştır. Buna göre, özsermaye devir hızı, faaliyet kar marjı ve faiz karşılama oranı değişkenleri dışındaki tüm değişkenlere yönelik paralel bulgulara rastlanılmıştır. Diğer taraftan Tablo 13'te firma ve marka değeri modelleri kapsamında, değişkenlere ait bulguların özeti verilmiştir.

**Tablo 8: PDDD-Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları**

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
<b>L.PDDD</b>	0.902*** (0.0429)	0.895*** (0.0671)	0.850*** (0.071)	0.909*** (0.0444)	0.904*** (0.053)	0.870*** (0.0731)	0.882*** (0.0122)	0.877*** (0.0696)	0.859*** (0.0956)	0.868*** (0.0948)	0.906*** (0.0632)	0.863*** (0.0363)	0.868*** (0.0993)	0.886*** (0.0674)	0.888*** (0.0709)	0.855*** (0.067)	0.855*** (0.0919)	0.859*** (0.0982)	0.890*** (0.0700)	0.900*** (0.0384)
<b>LNKYS</b>	0.0211** (0.00849)	0.00557 (0.0521)	0.0039 (0.0532)	0.0299*** (0.0110)	0.0254 (0.039)	0.0104 (0.0701)	0.0126** (0.0065)	-0.0122 (0.0629)	-0.0379 (0.0716)	-0.0258 (0.0742)	0.0203 (0.0505)	-0.0227 (0.0468)	-0.0252 (0.0843)	-0.0124 (0.0536)	-0.00787 (0.0670)	0.012 (0.0725)	-0.162 (0.196)	-0.0422 (0.0815)	-0.00617 (0.0698)	0.0197*** (0.00629)
<b>CO</b>		-0.126 (0.316)	-0.1199 (0.315)		-0.074 (0.354)	0.003 (0.215)		-0.204 (0.317)	-0.188 (0.223)	-0.173 (0.220)							0.1483 (0.045)			
<b>ATO</b>											-0.0460 (0.666)	0.421 (0.686)	0.00688 (0.601)	0.0776 (0.549)	-0.0262 (0.592)	-0.0232 (0.623)		-0.0780 (0.535)	0.132 (0.519)	
<b>SDH</b>	-0.00304 (0.0153)	0.00437 (0.0172)	0.0102 (0.0174)	-0.00268 (0.0165)				0.00757 (0.0171)							0.00417 (0.0161)	0.007 (0.0161)				
<b>ADH</b>					0.0117 (0.0356)													0.429 (0.464)		
<b>ODH</b>						0.0342 (0.0346)	-0.0577 (0.0661)		0.0316 (0.0348)	0.0369 (0.0383)		-0.0634 (0.0661)	0.0476 (0.0319)	0.0388* (0.0230)				0.0355 (0.0303)	0.0403* (0.0242)	0.0490** (0.0241)
<b>FKM</b>									2.003 (2.588)	2.326 (2.768)	1.902 (2.414)	1.486 (2.412)	1.777 (2.914)					1.432 (2.675)		
<b>NKM</b>				-0.252 (1.358)				0.579 (1.312)						-0.303 (0.772)	-0.679 (0.682)				-0.350 (0.668)	0.124 (-1.303)
<b>ROA</b>			-0.5206 (0.525)			-0.3393 (0.3659)										-0.529 (0.531)				
<b>ROE</b>	0.808 (0.828)				0.815 (0.818)			0.715 (0.895)												
<b>BOR</b>							0.251 (0.172)					0.297 (0.182)						0.3164 (0.3026)		
<b>FKO</b>				0.000203* (0.000106)	0.0002 (0.0001)						0.000200* (0.000110)									
<b>RER</b>						0.00421 (0.0131)		0.00413 (0.00945)							0.000199 (0.00826)	-0.0046 (0.0093)				-0.00360 (0.00863)
<b>GSYH</b>		0.113 (0.0726)	0.1715** (0.0842)					0.109 (0.0925)	0.0712 (0.0596)	0.0829 (0.0619)				0.0941 (0.0731)	0.131 (0.0865)	0.190** (0.099)		0.0672 (0.0522)	0.122 (0.0922)	
<b>FAIZ</b>								0.0611 (0.0794)										0.0560 (0.0751)		
<b>TUFE</b>										0.00181 (0.00434)			0.00264 (0.00482)							
<b>Wald</b>	2911***	2619***	3336***	3752***	3167***	2304***	16056***	14749***	2803***	2681***	3532***	15167***	2284***	2779***	8451***	7720***	12525***	3089***	5941***	1452***
<b>Hansen</b>	19.71	18.84	15.92	19.74	16.48	14.57	16.06	16.31	16.53	16.39	18.57	18.06	16.15	15.94	15.95	16.07	18.46	18.17	14.96	19.59
<b>ar(1)</b>	-1.67*	-1.70*	-1.62*	-1.65*	-1.70*	-1.68*	-1.65*	-1.76*	-1.75*	-1.74*	-1.73*	-1.75*	-1.76*	-1.69*	-1.74*	-1.67*	-1.79*	-1.75*	-1.73*	-1.64*
<b>ar(2)</b>	0.81	0.97	0.87	0.81	0.81	0.67	0.88	0.99	0.90	0.92	0.81	0.95	0.76	0.99	0.99	0.91	0.87	0.91	1.00	0.79
<b>Observations</b>	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
<b>Number of id</b>	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21

Not: \*\*\* p<0.01. \*\* p<0.05. \* p<0.1. Parantez içindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir.

**Tablo 9: LNPĐ Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları**

Değişken	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
<b>L.LNPĐ</b>	0.9059*** (0.062)	0.8511*** (0.058)	0.8627*** (0.043)	0.9006*** (0.060)	0.8304*** (0.098)	0.8743*** (0.046)	0.9095*** (0.066)	0.8193*** (0.067)	0.7939*** (0.069)	0.7817*** (0.078)	0.8312*** (0.072)	0.8624*** (0.077)	0.7425*** (0.068)	0.8623*** (0.051)	0.8124*** (0.065)	0.8342*** (0.062)	0.8405*** (0.0882)	0.7338*** (0.083)	0.8346*** (0.063)	0.9184*** (0.050)
<b>LNKYS</b>	0.0449* (0.028)	0.0424** (0.021)	0.0366** (0.016)	0.0478* (0.028)	0.0607* (0.034)	0.0329** (0.013)	0.0482 (0.030)	0.0384** (0.019)	0.0393* (0.023)	0.0398* (0.022)	0.0606** (0.029)	0.0517 (0.035)	0.0370* (0.020)	0.0391** (0.018)	0.0378** (0.019)	0.0381** (0.017)	0.0537 (0.0345)	0.0405 (0.030)	0.0357** (0.017)	0.0435* (0.022)
<b>CO</b>		0.0855 (0.061)	0.0813 (0.057)		0.0624 (0.076)	0.0272 (0.050)		0.0499 (0.056)	0.0429 (0.055)	0.0419 (0.063)							0.131* (0.0707)			
<b>ATO</b>											0.1028 (0.082)	0.1239 (0.091)	0.2532* (0.138)	0.1270 (0.103)	0.1660 (0.122)	0.1536 (0.120)		0.2361 (0.184)	0.1215 (0.102)	
<b>SDH</b>	-0.0075 (0.007)	-0.0080 (0.009)	-0.0067 (0.005)	-0.0083 (0.008)				-0.0069 (0.008)			-0.0119 (0.010)				-0.0052 (0.007)	-0.0059 (0.008)				
<b>ADH</b>					0.0358 (0.025)												0.0359* (0.0195)			
<b>ODH</b>						-0.0051 (0.008)	0.0156 (0.025)		-0.0081 (0.012)	-0.0105 (0.014)		0.0291 (0.030)	-0.0051 (0.012)	0.0023 (0.007)				-0.0099 (0.016)	-0.0028 (0.008)	0.0061 (0.007)
<b>FKM</b>									0.1665 (1.306)	0.1382 (1.489)	2.0386** (0.981)	1.5861 (1.045)	0.4768 (0.979)					0.3971 (2.301)		
<b>NKM</b>				0.5064 (1.186)				0.1793 (0.390)						0.1308 (0.533)	0.0236 (0.510)				0.0366 (0.516)	0.1945 (0.398)
<b>ROA</b>			-0.0661 (0.051)			-0.0502 (0.047)										-0.0620 (0.081)				
<b>ROE</b>	0.2586 (0.445)				0.452 (0.4604)			0.2228 (0.435)												
<b>BOR</b>							-0.0223 (0.048)					-0.0353 (0.056)						0.0135 (0.0185)		
<b>FKO</b>				0.000001* (0.000)	-4.19e-06 (0.00005)						0.000006 (0.001)									
<b>RER</b>						0.0056** (0.003)		0.0038 (0.003)							0.0035 (0.003)	0.0018 (0.003)				0.0033 (0.003)
<b>GSYH</b>		0.0581*** (0.015)	0.0682*** (0.013)					0.0471*** (0.014)	0.0456*** (0.014)	0.0489*** (0.016)				0.0567*** (0.017)	0.0508*** (0.014)	0.0590*** (0.018)		0.0489*** (0.013)	0.0507*** (0.015)	
<b>FAIZ</b>									0.0485* (0.025)										0.0623** (0.025)	
<b>TUFE</b>										0.0028* (0.001)			0.0043*** (0.001)							
<b>Wald</b>	87128***	22780***	31943***	92734***	36369***	50101***	62958***	20964***	19563***	14214***	52999***	55567***	6356***	23507***	20233***	30776***	28923***	10895***	22177***	61699***
<b>Hansen</b>	19.91	19.35	19.13	18.66	17.07	19.60	19.24	18.01	16.76	18.10	17.66	14.40	19.54	18.52	18.29	19.20	18.22	17.37	18.37	19.37
<b>ar(1)</b>	-2.64***	-2.634***	-2.52***	-2.63***	-2.54**	-2.69***	-2.53**	-2.53**	-2.61***	-2.71***	-1.89*	-2.50***	-2.75***	-2.62***	-2.52**	-2.43**	-2.51**	-2.69***	-2.56***	-2.58***
<b>ar(2)</b>	1.29	1.833*	1.45	1.38	1.45	0.91	1.37	1.93*	1.72*	1.85*	1.42	1.49	1.39	1.91*	1.85*	1.48	1.53	1.64*	1.84*	1.28
<b>Observations</b>	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
<b>Number of id</b>	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21

Not: \*\*\* p<0.01. \*\* p<0.05. \* p<0.1. Parantez içindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir.

**Tablo 10: LNPĐ Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları (Otokorelasyondan Arındırılmış Modeller)**

Değişken	(2)	(8)	(9)	(10)	(14)	(15)	(18)	(19)
<b>L.LNPD</b>	0.95479*** (0.036)	0.95119*** (0.040)	0.82324*** (0.069)	0.9024*** (0.0578)	0.95092*** (0.037)	0.94131*** (0.041)	0.77880*** (0.084)	0.94355*** (0.041)
<b>LNKYS</b>	0.00904 (0.014)	0.01254 (0.012)	0.03871** (0.017)	0.0257** (0.013)	0.00830 (0.014)	0.01093 (0.013)	0.04189** (0.019)	0.01125 (0.013)
<b>CO</b>	0.03582 (0.037)	0.04758 (0.046)	0.02145 (0.054)	-0.00116 (0.037)				
<b>ATO</b>					0.10512 (0.076)	0.12147 (0.092)	0.20135 (0.164)	0.12125 (0.090)
<b>SDH</b>	-0.00405 (0.003)	-0.00435 (0.003)				-0.00415 (0.003)		
<b>ADH</b>								
<b>ODH</b>			-0.00271 (0.011)	0.00213 (0.0101)	0.00519 (0.007)		-0.00362 (0.012)	0.00510 (0.008)
<b>FKM</b>			0.48269 (0.874)	0.735 (0.915)			0.18091 (0.942)	
<b>NKM</b>					-0.09778 (0.290)	-0.11668 (0.293)		-0.12972 (0.283)
<b>ROA</b>								
<b>ROE</b>		0.00994 (0.321)						
<b>BOR</b>								
<b>FKO</b>								
<b>RER</b>		-0.00057 (0.002)				-0.00013 (0.002)		-0.00021 (0.003)
<b>GSYH</b>	0.04245*** (0.016)	0.04093** (0.017)	0.04063** (0.016)	0.0437*** (0.017)	0.04169** (0.017)	0.04274** (0.017)	0.03871** (0.016)	0.04354** (0.017)
<b>FAİZ</b>			0.03707 (0.025)				0.04603 (0.028)	
<b>TUFE</b>				0.0004 (0.001)				
<b>Wald</b>	72215***	88844***	25575***	80307***	91240***	74918***	18038***	79166***
<b>Hansen</b>	8.25	8.08	9.00	10.36	8.42	8.42	8.38	8.51
<b>ar1</b>	-2.631***	-2.665***	-2.576***	-2.65***	-2.597***	-2.632***	-2.526**	-2.624***
<b>ar2</b>	1.702*	1.731*	1.733*	1.79*	1.724*	1.704*	1.772*	1.720*
<b>ar3</b>	0.36	0.38	0.38	-0.03	0.41	0.49	0.73	0.37
<b>Observations</b>	105	105	105	105	105	105	105	105
<b>Number of id</b>	21	21	21	21	21	21	21	21

Not: \*\*\* p<0.01. \*\* p<0.05. \* p<0.1. Parantez içindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir.



**Tablo 11: Marka Değeri-Kurumsal Yatırımcı Sahipliği Modeli GMM Bulguları**

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
<b>L.LNMD</b>	0.945*** (0.0521)	0.974*** (0.0101)	0.974*** (0.0102)	0.935*** (0.047)	0.969*** (0.043)	0.891*** (0.0279)	0.922*** (0.0482)	0.897*** (0.0266)	0.980*** (0.0171)	0.979*** (0.0198)	0.781*** (0.0882)	0.765*** (0.0930)	0.987*** (0.0178)	0.966*** (0.0110)	0.890*** (0.0272)	0.892*** (0.0288)	9706*** (0.049)	0.983*** (0.0164)	0.885*** (0.0280)	0.920*** (0.0488)
<b>LNKYS</b>	0.0621 (0.0560)	0.0121 (0.0112)	0.0121 (0.0111)	0.0697 (0.0501)	0.0265 (0.0138)	0.0238** (0.0109)	0.0828* (0.0515)	0.0225** (0.0103)	0.0155** (0.00701)	0.0154** (0.00720)	0.186** (0.0789)	0.202** (0.0886)	0.0135* (0.00712)	0.0144* (0.00888)	0.0239** (0.00998)	0.0218** (0.0109)	0.0234 (0.036)	0.0141** (0.00679)	0.0251*** (0.00974)	0.0829* (0.0517)
<b>CO</b>		0.118** (0.0493)	0.118** (0.0496)		0.1381* (0.081)	0.120** (0.0482)		0.0840* (0.0471)	0.0927* (0.0528)	0.0944* (0.0494)							0.1416 (0.1016)			
<b>ATO</b>											0.463* (0.265)	0.431* (0.263)	0.113** (0.0574)	0.190** (0.0903)	0.121* (0.0717)	0.144* (0.0821)		0.105 (0.0732)	0.161* (0.0838)	
<b>SDH</b>	0.00245 (0.00465)	0.00229 (0.00319)	0.00222 (0.00318)	0.0011 (0.0046)				0.00253 (0.00333)							0.00246 (0.00307)	0.00314 (0.00315)				
<b>ADH</b>					-0.0148 (0.0171)													-0.0137 (0.215)		
<b>ODH</b>						0.00530 (0.00712)	0.0472 (0.0298)		0.0192* (0.0102)	0.0192* (0.0102)		0.142* (0.0730)	0.0194** (0.00913)	0.0146* (0.00782)				0.0184* (0.00993)	0.00808 (0.00691)	0.0194 (0.0128)
<b>FKM</b>									1.472** (0.700)	1.470** (0.707)	3.658* (1.975)	4.250** (1.935)	1.549*** (0.601)					1.548** (0.615)		
<b>NKM</b>				0.612 (0.405)			0.649 (0.448)							0.451* (0.259)	0.483*** (0.183)				0.546*** (0.197)	0.710* (0.440)
<b>ROA</b>			0.00259 (0.00383)			0.0119** (0.00497)										0.0115** (0.00578)				
<b>ROE</b>	0.110 (0.190)				0.0532 (0.1512)			0.0951 (0.132)												
<b>BOR</b>							-0.0649 (0.0412)						-0.172* (0.101)					0.0106 (0.0256)		
<b>FKO</b>				-0.00002 (0.000021)	-0.00005 (0.00003)								-1.32e-05 (5.90e-05)							
<b>RER</b>						0.0150*** (0.00420)		0.0146*** (0.00499)							0.0156*** (0.00508)	0.0155*** (0.00526)				0.0154*** (0.00494)
<b>GSYH</b>		0.0215* (0.0126)	0.0212* (0.0129)					0.00690 (0.0150)	0.0220* (0.0126)	0.0202* (0.0126)				0.0168 (0.0118)	0.00416 (0.0147)	0.00567 (0.0158)			0.0219* (0.0126)	0.00282 (0.0143)
<b>FAIZ</b>									-0.0259* (0.0139)										-0.0270** (0.0137)	
<b>TUFE</b>										-0.00126 (0.000977)				-0.00121 (0.00100)						
<b>Wald</b>	311514***	440114***	472778***	273454***	524333***	528458***	268492***	595392***	827420***	752339***	70046***	96154***	804208***	641089***	540670***	657745***	458792***	843443**	538629***	192329***
<b>Hansen</b>	20.48	19.98	18.93	19.82	19.64	18.51	19.69	18.22	17.7	18.09	17.86	17.25	18.33	19.03	18.43	18.41	19.39	17.91	18.27	20.38
<b>Ar(1)</b>	-2.33**	-2.45**	-2.48**	-2.17**	-2.35**	-2.58***	-2.28**	-2.55***	-2.54***	-2.55***	-2.26**	-2.32**	-2.49**	-2.41**	-2.48**	-2.54***	-2.33**	-2.52**	-2.49**	-2.25**
<b>Ar(2)</b>	1.08	1.30	1.27	0.81	1.20	1.56	1.06	1.48	1.20	1.34	1.37	1.58	1.27	1.03	1.29	1.44	1.25	1.16	1.31	0.88
<b>Observations</b>	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
<b>Number of id</b>	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21

Not: \*\*\* p<0.01. \*\* p<0.05. \* p<0.1. Parantez içindeki değerler dirençli standart hataları göstermektedir.

**Tablo 12: Firma Değerinin Bağımlı Değişken Olduğu Modellerin Bulgularının Karşılaştırılması**

Değişkenler		Değişkenin Yönu	Paralel Bulgular
Yatırımcı Değişkeni	Kurumsal Yatırımcı Sahipliği	Pozitif	Thanatawee (2014) Xiong (2016) Barucci ve Ceccaci (2005) Tsai ve Gu (2007) Mao (2015) Fernando (2007)
Karlılık Değişkenleri	Aktif Karlılığı	Anlamsız	Ayrıçay ve Türk (2014) Biçen ve Sezgin (2017) Gümüş vd. (2017) Savsar (2012)
	Özsermaye Karlılığı	Anlamsız	Türk (2013) Temizer (2015)
	Faaliyet Kar Marjı	Pozitif	
	Net Kar Marjı	Anlamsız	Ayrıçay ve Türk (2014) Birgili ve Düzer (2010) Türk (2013)
Faaliyet Değişkenleri	Stok Devir hızı	Anlamsız	Aras vd., (2017) Birgili ve Düzer (2010) Temizer (2015)
	Alacak Devir hızı	Pozitif	Savsar (2012)
	Özsermaye Devir Hızı	Pozitif	
Likidite Oranları	Cari Oran	Pozitif	Birgili ve Düzer (2010) Gümüş vd. (2017)
	Asit-Test Oranı	Pozitif	Ayrıçay ve Türk (2014) Türk (2013) Temizer (2015)
Finansal Yapı Oranları	Borç-Özsermaye Oranı	Negatif	Ayrıçay ve Türk (2014) Yılmaz (2017) Birgili ve Düzer (2010) He (2013)
	Faiz Karşılama Oranı	Pozitif	
Makroekonomi Değişkenleri	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	Pozitif	Oğuz (2017)
	Reel Efektif Döviz Kuru	Pozitif	Aras ve Mutlu Yıldırım (2018)
	Faiz Oranı	Negatif	Oğuz (2017)
	Enflasyon Oranı	Pozitif	Aras ve Mutlu Yıldırım (2018)

**Tablo 13: Bulguların Özeti**

<b>Değişken/Model</b>	<b>PDDD Modeli</b>	<b>LNPD Modeli</b>	<b>LNMD Modeli</b>
<b>Kurumsal Yatırımcı Sahipliği</b>	Pozitif	Pozitif	Pozitif
<b>Aktif Karlılığı</b>	Anlamsız	Anlamsız	Pozitif
<b>Özsermaye Karlılığı</b>	Anlamsız	Anlamsız	Anlamsız
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	Anlamsız	Pozitif	Pozitif
<b>Net Kar Marjı</b>	Anlamsız	Anlamsız	Pozitif
<b>Stok Devir Hızı</b>	Anlamsız	Anlamsız	Anlamsız
<b>Alacak Devir Hızı</b>	Anlamsız	Pozitif	Anlamsız
<b>Özsermaye Devir Hızı</b>	Pozitif	Pozitif	Pozitif
<b>Cari Oran</b>	Anlamsız	Pozitif	Pozitif
<b>Asit-Test Oranı</b>	Anlamsız	Pozitif	Pozitif
<b>Borç-Özsermaye Oranı</b>	Anlamsız	Anlamsız	Negatif
<b>Faiz Karşılama Oranı</b>	Pozitif	Pozitif	Pozitif
<b>Gayri Safi Yurtiçi Hasıla</b>	Pozitif	Pozitif	Pozitif
<b>Reel Efektif Döviz Kuru</b>	Anlamsız	Pozitif	Pozitif
<b>Faiz Oranı</b>	Anlamsız	Anlamsız	Negatif
<b>Enflasyon Oranı</b>	Anlamsız	Pozitif	Anlamsız

## SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Kurumsal yönetim, kurumsal organizasyonlarda üst yapıların geliştirilmesiyle ilgilidir. Başlıca unsurlarından biri, yöneticilerin etkin gözetiminin tesis edilmesidir. Hissedarlar, bu gözetimi genel kurulda oy kullanarak ve yönetim kurulunu seçerek yapmaktadırlar. Hissedarlara ve bir bütün olarak firmaya karşı sorumlu olan yönetim kurulu, yöneticileri ve yöneticilerin performansını izlemekle görevlidir. Eğer kurumsal yatırımcılar gibi hissedarlar da yönetim kurulundan memnun kalmazlarsa ya hisse senetlerini satarlar ya da hisselerini tutup memnuniyetsizliklerini dile getirirler. Bu durum şirket hisselerinde ve dolayısıyla firma değerinde değer kaybına sebep olabilir (Huyghebaer ve Hulle, 2004: 701).

Kurumsal yatırımcılar özellikle gelişmekte olan piyasaların değişiminde önemli bir rol oynamaktadır. Kurumsal yatırımcı sayısının fazla olduğu piyasalarda oynaklık daha az olmakta ve finansmana ihtiyaç duyan şirketlere kaynak ve sermaye tahsisi etkin ve verimli bir şekilde yapılmaktadır. Alanında uzmanlaşmış ve sermayenin önemli bir bölümünü yöneten kurumsal yatırımcılar, kurumsal yönetimi ve şeffaflığı geliştirmek için şirketlere ve yönetimlerine baskı yapma konusunda inisiyatif alabilmektedirler. Kurumsal yatırımcılar varlıkları bir araya getirerek ölçek ekonomileri elde edebilir, yüksek kaliteli yatırım uzmanları istihdam edebilir, daha iyi yatırım stratejileri geliştirebilir ve hepsi yatırımcılar için daha istikrarlı bir getiri ile sonuçlanan sağlam risk yönetim sistemleri kurabilir (IOSCO, 2012).

Bireysel tasarrufların sermaye piyasalarına aktarımında aracı görevini üstlenen kurumsal yatırımcılar, tasarrufların verimli alanlara kanalize edilmesini sağlayarak ülkelerin kalkınma sürecine katkı vermektedirler. Aynı zamanda kurumsal yatırımcılar, topladıkları fonlar ile hisse senedi piyasalarından hisse senedi satın alarak firmalar için finansman temini yapmaktadırlar. Kurumsal yatırımcılar bu yolla firmaların performansı ve değerleri (firma ve marka değeri gibi) üzerinde önemli etkiler doğurabilmektedir.

Firma değerinin belirlenmesinin temel amacı, piyasada firmanın sahip olduğu varlıkların değeri konusunda bilgi sahibi olan alıcıların kendi istekleriyle ilgili varlıklar için belirledikleri alım ve satım değerini, bir başka ifadeyle firmanın piyasa değerini belirleyebilmektedir. Firma değeri belirlenirken; düzeltilmiş defter

değeri yöntemi, PDDD ve F/K yöntemi, net aktif değeri yöntemi, göreceli değerlendirme yöntemi, iskonto edilmiş nakit akımlar yöntemi ve ekonomik katma değer yöntemi gibi birçok yöntem kullanılmaktadır.

Firmaların hisse senetlerine yatırım yapacak olan yatırımcılar firmanın değerini göz önünde bulundurmaktadırlar. Yatırımcılar, hisse senedinin fiyatının gelecekte yükselme eğiliminde olacağı firmalara yatırım yapmak istemektedirler. Bu noktada yatırımcılar değer analizleri yaparken; temel analiz, teknik analiz ve rassal analiz olmak üzere üç farklı analiz yönteminden yararlanmaktadırlar. Firmaya yatırım yapan kurumsal yatırımcıların firmanın değerine katkı yapabildikleri gerçeği dikkate alındığında, firma değeri ile kurumsal yatırımcı sahipliği arasında iki yönlü bir ilişkinin olduğu ifade edilebilir. Paranın zaman değeri, şerefiye değeri, artık değer ve entelektüel sermaye gibi parametreler firma değerini etkilemektedir.

Zaba-Nieroda (2010)'da belirtildiği gibi, işletmelerin faaliyet gösterdiği piyasa koşullarının dinamik bir yapıda olması ve sürekli değişim göstermesi, onları rekabet avantajı sağlayacak yeni kaynaklar bulmaya teşvik etmektedir. Düşük fiyat, inovatif teknolojiler ya da iyi dizayn edilmiş bir dağıtım ağı gibi niteliklerin rekabetle eşitlenmesi nispeten kolaydır. Bu sebeple rakipler tarafından kopyalanmaları daha zor ve eşzamanlı olarak kalıcı bir rekabet avantajı elde etmeyi sağlayan özellikler daha fazla talep görmektedir. Güçlü bir marka oluşturmak birçok yöneticinin amacıdır, çünkü güçlü bir marka birkaç alıcının satın aldığı bir markadır, tüketicinin bir an için fiyatı unutmamasını sağlayan bir markadır, aynı zamanda alıcılara ortalama bir fiyattan daha fazlasını sunan bir markadır. Marka, bir işletmenin stratejik bir varlığıdır, yani doğrudan marka yönetimi, finansal sonuçlara ve bunun sonucunda bir işletmenin değerine karşılık gelir. Markanın, tüketicilerin satın alma kararını etkileyen ve yönlendiren bir olgu olması firmaların marka değerine olan ilgilerini arttırmaktadır.

Literatürde firma değerini etkileyen faktörlerin sıklıkla çalışıldığı görülse de, marka değerini etkileyen faktörlerin özellikle de kurumsal yatırımcı sahipliğinin üzerinde çok durulmadığı gözlenmiştir. Bu kapsamda bu çalışmada görülen bu boşluğun doldurulması noktasında, BİST'te işlem gören imalat ve teknoloji firmalarında; 2012-2017 döneminde, kurumsal yatırımcı sahipliğinin firma ve marka değeri

üzerindeki etkileri sistem GMM tekniği ile incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre; kurumsal yatırımcı sahipliği arttıkça hem firma değeri hem de marka değeri artmaktadır. Bununla birlikte firma değeri üzerinde; özsermaye devir hızı, alacak devir hızı, faiz karşılama oranı, cari oran, asit-test oranı, faaliyet kar marjı, GSYH, enflasyon oranları ve reel efektif döviz kurları pozitif etkilidir. Marka değeri üzerinde ise cari oran, asit-test oranı, özsermaye devir hızı, faaliyet kar marjı, net kar marjı, ROA, GSYH ve reel efektif döviz kurları pozitif etkili iken, borç özsermaye oranı ile faiz oranları negatif etkilidir.

Kurumsal yatırımcı sahipliği arttıkça firma ve marka değerinin artması, firmaların kurumsal yönetim uygulamalarına daha fazla önem vermeleri gerektiğini ortaya koymaktadır. Firmalar yönetim süreçlerinde; şeffaf, adil, hesap verebilir ve sorumlu davrandıkça performanslarını artıracaklardır. Kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen işletmeler daha fazla kurumsal yatırımcıyı çekeceğinden şirketin hem ekonomik gelişimini hem de tüm paydaşlar nezdinde etkinliğini arttıracaktır.

Cari oran ve asit-test oranının firma ve marka değeri üzerinde pozitif etkili olması, firmaların kısa vadeli borçlarını karşılama yetilerinin artırılması gerekliliğini ortaya koymaktadır. Karlılık değişkenlerinden faaliyet kar marjının firma değeri, faaliyet kar marjı, net kar marjı, ROA'nın marka değerini pozitif etkilemesi iktisadi beklentiler ile uyumludur. GSYH'nin firma ve marka değerini pozitif etkilemesi, iktisadi faaliyetlerin arttığı yani canlanma dönemlerinde firmaların performansının artmasıyla açıklanabilir. Diğer yandan, döviz kurları yükseldikçe firma ve marka değerinin yükselmesi ihracat kanalıyla açıklanabilir. Buna göre döviz kurları yükseldikçe ulusal para değer yitirmekte, bu durum Türkiye'den mal ve hizmet satın almak isteyen ülkelerin gelirlerini nispi olarak artırmakta ve alım güçlerini yükseltmektedir. Kurlar yükseldikçe firmaların ihracat yapma kapasiteleri artmakta, bu durum firmaların performansını yukarıya çekmektedir. Borç-özsermaye oranı ile faiz oranlarının marka değerini olumsuz etkilemesi ise beklenen bir sonuç olarak değerlendirilebilir. Öyle ki firmaların borçları arttıkça, temel faaliyetlerin sürdürülmesi daha da zorlaşmakta, bu durum marka imajını zedelemekte ve marka değerini düşürebilmektedir. Ayrıca faizler yükseldikçe firmaların finansman maliyetleri artacağından marka değeri bundan olumsuz etkilenebilmektedir.

Sonuç itibariyle firma ve marka değerini artırmak isteyen firmaların takip etmesi gereken yolları Şu Şekilde zetlenebilir:

- Firmalar sermaye yapılarını oluştururken finansal maliyetlerini, piyasa ile ilgili bilgi eksikliğini ve işlem maliyetlerini göz önünde bulundurmalı,
- Kurumsal yönetim mekanizmalarını tesis etmeli, bu mekanizmalar var ise daha efektif hale getirmeli,
- Kaynakların daha etkin ve verimli kullanılmasını sağlayacak bir yönetim kurulunu oluşturması,
- Kurumsal yönetim ilkeleri gereğince yönetim performansının daha Şeffaf ve adil değerlendirmeye ve denetime açık olması, bağımsız yönetim kurulu yesi seçilmesi,
- Kurumsal yatırımcı sayısı artırması,
- Firmaların kurumsal yönetim kavramına olan farkındalıklarını artırabilmek için gereken hassasiyeti göstermesi ve inisiyatif alması Şeklinde sıralanabilir.

Bundan sonraki akademik çalışmalarda, alternatif firma ve marka değerleme yöntemleri kullanılarak kurumsal yatırımcı sahipliğinin olası etkileri modellenebilir. Bu çalışmanın en önemli kısıtı, Brand Finance kuruluşu tarafından Türkiye için marka değeri istatistiklerinin 2010 sonrası dönem için derlenmeye baŐlanmasıdır. Özellikle marka değeri ile ilgili yapılacak analizlerde zaman boyutunun uzamasıyla farklı yöntemler kullanılabilir. Bu sayede, uzun dönemli ilişkilerin test edilmesi mümkün hale gelebilecek ve analize dahil edilen her bir birim için ayrı ayrı sonuçlar elde edilebilecektir.

## Kaynakça

- Aaker, D. (1991). *Marka Değeri Yönetimi*. Kapital Medya Hizmetleri A.Ş.
- Alper, D., & Aydoğan, E. (2017). Finansal Bazlı Marka Değerinin Firma Performansı Üzerine Etkisi. *International Journal of Academic Value Studies*, 146.
- As, S. (2013). A Study on Fundamental and Technical Analysis. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 2(5), 44-59.
- Aaker, D. A. (1991). *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand*. New York: Macmillian, inc.
- Abid, G., & Ahmed, A. (2014). Failing in Corporate Governance and Warning Signs of a Corporate Collapse. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 8 (3), 846-866.
- ACCA (2012). The Role of The Board of Directors. [http://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-students/2012s/sa\\_oct12-f1fab\\_governance.pdf](http://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/PDF-students/2012s/sa_oct12-f1fab_governance.pdf) Erişim Tarihi: 05.06.2016.
- Acharya, V., Gabarro, M., & Volpin, P. (2017, 4 23). Competition for Managers, Corporate Governance and Incentive Compensation. [http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public\\_html/AGV\\_paper\\_110512.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/AGV_paper_110512.pdf) Erişim Tarihi: 08.06.2016.
- Aghabaki, M. (2014). Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimleri Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Akın, F., & Ece, N. (2011). Kurumsal Yatırımcı- Giriş. Kurumsal yatırımcılar ve Türk Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcıların Gelişimi Üzerine Bir Değerlendirme. *Anadolu BİL Meslek Yüksekokulu Dergisi*. 5(20), 26-41.
- Aktan, C. C. (2017, 5 7). Kurumsal Şirket Yönetimi. <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/aktan-kurumsal.pdf> Erişim Tarihi: 06.03.2016.
- Aktaş, R. (2013). Kurumsal Yönetimin Faydaları. Kurumsal Yönetim. Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi.
- Aktuğlu, I. K. (2004). *Marka Yönetimi Güçlü ve Başarılı Markalar İçin Temel İlkeler*. İstanbul: İletişim Yayınları.
- Akyüz, Y. (2017). Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Enalizi: İMKB'de İşlem Gören Seramik İşletmelerinde Bir Uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18(2), 339-356.



- Alacaklıoğlu, H. (2009). *Kurumsal Yönetim ve Aile Şirketleri*. İstanbul: Global Kobi Yayınları-2.
- Albayrak, E. (2015). *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar*. Sakarya: Sakarya Üniversitesi.
- Ali, I. M. (2014). Corporate Brand Equity and Firm Performance in The Pharmaceutical Industry in Kenya. *Unpublished MBA Research Project University of Nairobi*.
- Alkan, G. İ., & Demirel, E. (2007). Türkiye'de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(2), 27-39.
- Alfaraih, M., Alanezi, F., & Almujaed, H. (2012). The Influence of Institutional and Government Ownership On Firm Performance: Evidence from Kuwait. *International Business Research*, 5(10), 192-200.
- Ar, A. A. (2007). *Marka ve Marka Stratejileri*. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Ararat, D. M. (2016, 12 19). Kurumsal Yönetim Dediğimizde Ne Anlamalıyız? <http://cgft.sabanciuniv.edu/sites/cgft.sabanciuniv.edu/files/TIKEDergisi.pdf> Erişim Tarihi: 02.06.2016.
- Ararat, M. (2003). *Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Genel Durum ve Yaşanan Sorunlar (Şirketler Açısından)*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- Aras, N. (2012). Marka Değeri Algılamalarının Tüketici Satın Alma Davranışı Üzerine Etkisi. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 7(1), 163-183.
- Aras, G., & Yıldırım, M., F. (2018). The Impact of Corporate Finance Decisions on Market Value in Emerging Markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(9), 1959-1976.
- Aras, G., Furtuna, Ö. K., ve Yıldırım, F. M., (2017), Yatırım ve Finansman Kararlarının Piyasa Değerine Etkisi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9(4), 120-138.
- Arellano, M., ve Bond, S., (1991), Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies* 58, 277-297.
- Arellano, M., ve Bover, O., (1995), Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models, *Journal of Econometrics* 68, 29-51.
- Arı, A., & Özcan, B. (2011). İşçi Gelirleri ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 38, 101-117.
- Arora, S., & Chaudhary, N. (2016). Impact of Brand Value on Financial Performance of Banks: An Empirical Study on Indian Banks. *Universal Journal of Industrial and Business Management*, 4(3), 88-96.

- Aşçıgil, S. (2003). Avrupa Birliği'nde Kurumsal Şirket Yönetimi. A. Tarhan içinde, Kurumsal Şirket Yönetimi. Ankara: T.C. Merkez Bankası.
- Aydın, A. (2010). Türkiye'de Kurumsal Yönetim Uygulamaları ve Öneriler. İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Uluslar arası Finans ABD, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Aydın, Y. (2017). Firma Değerleme Yöntemleri. Kırklareli Dergisi İİBF Dergisi, 1(1), 87-110.
- Aydın, G., & Ulengin, B. (2015). Effect of Brand Equity on Firms' Financial Performance in Consumer Goods Industries. *Journal of Business Economics and Finance*, 4(3).
- Aydın, N., Akgiray, V., Turhan, M. İ., Ergincan, Y., Sevil, G., Çoşgun, M., (2013). *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar*. Anadolu Üniversitesi.
- Ayrıçay, Y., & Türk, V. E., (2014), Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (64), 53-70.
- Aysoy, D. (2011). Kurumsal Yatırımcı Olarak Türkiye'de Emeklilik Yatırım Fonları Ve Fon Performanslarının Analizi.  
[https://angora.baskent.edu.tr/acik\\_arsiv/dosya\\_oku.php?psn=2409&yn=297&dn=1](https://angora.baskent.edu.tr/acik_arsiv/dosya_oku.php?psn=2409&yn=297&dn=1) Erişim Tarihi: 10.05.2017.
- Bagri, S., Sharma, G., Wadhwa, A., Jha, R., & Palanivel, A. (2007). *Introduction to Financial Market*. Central Board of Secondary Education.
- Bahar, O., & Bozkurt, K. (2010). Gelişmekte Olan Ülkelerde Turizm-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 21(2), 255-265.
- Baltagi, B., H., (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition, John Wiley & Sons Ltd, Endgland.
- Barucci E ve Cecacci, S., (2005), On Ownership Structure, Investor Protection, and Company Value in the Italian Financial Market,  
[www1.mate.polimi.it/ingfin/document/barucci\\_ceccacci.pdf](http://www1.mate.polimi.it/ingfin/document/barucci_ceccacci.pdf) Erişim Tarihi: 10.11.2018.
- Basgoze, P., Yıldız, Y., & Metin Camgoz, S. (2016). Effect of Brand Value Announcements on Stock Returns: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Business Economics and Management*, 17(6), 1252-1269.
- Bayri, O. (2006). Paranın Gelecekteki Değeri: Fiyatlar Genel Seviyesi, Faiz Oranları ve Döviz Kurları. Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi, 11(2), 282-304.
- Bhattacharya, P. S., & Graham, M. (2007). Institutional Ownership and Firm Performance: evidence from Finland. School Working Paper-Accounting/Finance Series.

- Biçen, A., ve Sezgin, D., H., (2017), Finansal Oranların Firma Değeri Üzerindeki Etkileri: Borsa İstanbul Bilişim Sektörüne Yönelik Bir Panel Veri Analizi. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 15(3), 25-41.
- Bilir, H., & Kulalı, İ. (2014). İndirgenmiş Nakit Akış ve Göreceli Değerleme Yöntemlerinin Karşılaştırılması. *Siyaset, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2(2).
- Birgili, E. ve Düzer, M., (2010), Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 46, 74-83.
- Bischoff, S., Vladova, G. and Jeschke, S. (2011) Measuring intellectual capital içinde, Jeschke, S., Isenhardt, I., Hees, F. and Trantow, S. (Ed.) Enabling innovation: innovative capability, German and International Views. Berlin, Springer.
- Blundell, R., ve Bond, S.,(1998), Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models, *Journal of Econometrics* 87, 115-143.
- Bonazzi, L., & Islam, S. M. (2017, 04 27). Agency Theory and Corporate Governance: A study Of The Effectiveness of Board in Their Monitoring of The CEO. <http://www.kankaji.com.media/9422/file689.pdf> Erişim Tarihi: 04.08.2017.
- Brand Finance. (2017). The Annual Report On The World's Most Valuable Brands February 2017, [http://brandfinance.com/images/upload/global\\_500\\_2017\\_locked\\_website.pdf](http://brandfinance.com/images/upload/global_500_2017_locked_website.pdf) Erişim Tarihi: 17.08.2017.
- Brione, P., & Nicholson, C. (2017, 12 17). Employee Ownership: Unlocking Growth in the UK Economy. <http://www.centreforum.org/assets/pubs/employee-> Erişim Tarihi: 20.01.2017.
- Bun, M. J., ve Windmeijer, F. (2009). The Weak Instrument Problem of the System GMM Estimator in Dynamic Panel Data Models. *Econometrics Journal*, 12, 1-32.
- Burucu, H., & Öndeş, T. (2016). Finansal Hiyerarşi ve Dengeleme Teorisinin Geçerliliğinin Türk İmalat Sanayi Firmalarında Test Edilmesi. *Sakarya İktisat Dergisi*, 61-76.
- Charfeddine, L., & Elmarzougui, A. (2010). Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from France. *Journal of Behavioral Finance*, 7(4), 35-46.
- Chepkwony, D., Langat, W., & Rop, W., (2018), Influence of Brand Equity On Financial Performance of Mobile Telecommunication Firms in Nairobi, Kenya, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 6(9): 487-531.

- Canyon, M. J. (2017). Executive Compensation and Incentives.  
<http://www.lse.ac.uk/fmg/researchProgrammes/corporateFinance/corporateGovernance/pdf/executiveCompensationAndIncentives.pdf> Erişim Tarihi: 16.02.2017.
- Council, A. C. (2010). Corporate Governance Principles and Recommendations with 2010 Amendments. Australia: ASX Corporate Governance Council.
- Çelik, N., & Bedük, A. (2017). Vekalet Teorisi Yaklaşımı İle İşlem Maliyeti Arasındaki İlişki. *Sakarya İktisat Dergisi*, 43-67.
- Çelik, S., & Isaksson, M. (2013). *Institutional Investors and Ownership Engagement*. OECD Journal: Financial Market Trends, 96.
- Dana, A., N., (2015). The Effect of Institutional Ownership on Firm Performance: Evidence From Jordanian Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 97-105.
- Darman, G. M. (2004). *Corporate Governance Worldwide A Guide To Best Practice For Managers*. Paris/ France: ICC Publishing S.A.
- Darman, G. M. (2009). Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukuksal Düzenleme ve Piyasa Dinamiklerinin Etkisi. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Darman, G. M., Taştan, B., Seçkin, S. S., Kır, & C., (2017). Kurumsal Yönetim. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
- Darskuvienne, V. (2010). *Financial Markets*.  
[https://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/7\\_Financial\\_markets.pdf](https://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/7_Financial_markets.pdf) Erişim Tarihi: 07. 07. 2019.
- Davis, S. (2017). The Anglo-Saxon vs. the Rhine Model of Capitalism.  
[http://faculty.buffalostate.edu/joth/pk2009/Site/program\\_files/susan.pdf](http://faculty.buffalostate.edu/joth/pk2009/Site/program_files/susan.pdf) Erişim Tarihi: 16.03.2017.
- Değertekin, E. A. (2011, 05). *Türkiye'de Yatırım Fonları*.  
[https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM\\_Yayin\\_ve\\_Raporlar\\_Aylik\\_Yayinlar\\_2011\\_gundem\\_201105.pdf](https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Aylik_Yayinlar_2011_gundem_201105.pdf) Erişim Tarihi: 07.07.2019.
- Demir, Ö., & Sezer, E. E. (2014). Kurumsal Yönetim Anlayışında Muhasebenin Yeri ve Önemi: TRB1 Bölgesinde Yapılan Bir Uygulama. *The Journal of Academic Social Science Studies*, 28, 207-223.
- Demirbaş, T., Çetinkaya, Ö., Güneş, V., & Bektaş, N. B. (2017). Yeni Kamu İşletmeciliği Bakış Açısıyla Türkiye'de Belediyelerin Şirketler Yoluyla Hizmet Sunma Modelinin Değerlendirilmesi. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 15(30), 145-175.

- Derindere, S., & Dizdarlar, H. I. (2008). Getiri Aralığında Sistematik Riskin Ölçüsü Olan Beta Üzerine Etkileri: İMKB'de Bir Uygulama. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 10(1), 1-17.
- Dibra, R. (2016). The Collapse of Enron Corporate Governance Failure: The Case Of Enron And Parmalat . *European Scientific Journal*, 12(16), 283-290.
- Doğan, M. (2016). Yönetici ve Yabancı Sahipliğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkileri: BİST'te İşlem Görren İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 14 (28), 49-69.
- Doğan, M., & Topal, Y. (2015). Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(4), 165-177.
- Drukker, D. M. (2010). An Introduction to GMM Estimation Using Stata. In German STATA Users' Group Meeting, unpublished.
- Edwards, F. R. (2003). III. What Went Wrong? U.S. Corporate Governance: What Went Wrong and Can It Be Fixed? B.I.S. and Federal Reserve Bank of Chicago conference.
- Ege, İ., & Topaloğlu, T. N. (2017, 12 16). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(2), 471-492.
- Ehrhardt, M. C. (1994). The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital. President and Fellows of Harvard College.
- Eisenhardt, K. M. (1999). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Ercan, M. K., & Başaran, M., (2010). Marka Değerinin Tespiti. Ankara: Renk Matbaacılık San. Tic. Ltd. Şti.
- Equilar. (2016, 22 4). S&P 500 Median Reported Total Compensation by Sector. Featured Commentary by Meridian Compensation Partners, LLC. Featured Commentary by Meridian Compensation Partners, LLC.
- Erdil, T. S., & Uzun, Y. (2009). *Marka Olmak*. İstanbul: Beta Basım Yayın Dağıtım A.Ş.
- Erdoğan, E. O. (2016). Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: BİST Uygulaması. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (24), 159-181.
- Fernando, C. S., Gatchev, V. A., ve Spindt, P. A. (2007). Institutional Ownership, Share Price Levels, and the Value of the Firm. [https://www.ou.edu/dam/price/Finance/CFS/paper/pdf/SharePriceLevels\\_08-30-07.pdf](https://www.ou.edu/dam/price/Finance/CFS/paper/pdf/SharePriceLevels_08-30-07.pdf) Erişim Tarihi: 08.11.2018.

- Fındık, H. (2013). Finansal Peformansın Değer Odaklı Ölçülmesi: Ekonomik Katma Değer Yaklaşımı. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(8), 90-105.
- Forbes, (2017). The World's Most Valuable Brands. <https://www.forbes.com/powerful-brands/list/#tab:rank> Erişim Tarihi: 27.06.2018.
- Furtuna, Ö. K. (2013). The Impact Of Corporate Governance Mechanisms And Ownership Structure On Agency Costs: Evidence From Turkey. İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme (İngilizce) Ana Bilim Dalı.
- Gencel, M. (1998). *Dünyada ve Türkiyede Yatırım Fonları: Teori ve Uygulama*. <http://docs.neu.edu.tr/library/2621895215.pdf> Erişim Tarihi: 27.06.2018.
- Gospel, H., & Pendleton, A. (2005). Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison. H. Gospel, & A. Pendleton içinde, *Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison* (s. 3). New York: Oxford University Press.
- Göktürk, K. (2013). Türk Ticaret Kanununa Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşme Süreci ve Bazı Sorunlar. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 17, 1-2.
- Gregory, H. J. (2002). Comparative Matrix Of Corporate Governance Codes Relevant To The European Union And Its Member States. Weil, Gotshal & Manges LLP.
- Gümüş, U. T., Şakar, Z., Akkın, G., ve Şahin, M., (2017), Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değer İlişkisi: BİST’de İşlem Gören Çimento Firmaları Üzerine Bir Analiz. *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 9(16), 1-23.
- Günay, B. (2017). Marka Değeri Üzerine Bir Araştırma: BIST 100 Örneği. *Akademik Bakış Dergisi*, 372.
- Gündoğdu, A. (2017). *Finansal Yönetim*. Ankara: Seçkin Yayıncılık San. ve Tic. A.Ş.
- Gündüz, H. İ., Tıraşoğlu, M., & Esenyel, N. M. (2017). Turizm Sektöründe Rassal Yürüyüş Hipotezi Kırılgan Ekonomiler İçin Geçerli Mi? *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi*, 6(3), 22-29.
- Gündüz, Z. (2017). Şirket Değeri. Vergiportali: <https://www.vergiportali.com/doc/sirketdegeri.pdf> Erişim Tarihi: 05.12.2017.
- Güngör, S. (2012). Yatırımcı İlişkileri. Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama. Çorum, Türkiye: Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı.
- Gürbüz, A. O., & Ergincan, Y. (2004). *Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*. Literatür Yayınları.

- Güvercin, C. H. (2004). Sosyal Güvenlik Kavramı ve Türkiye'de Sosyal Güvenliğin Tarihçesi. *Ankara Üniversitesi Tıp Fakültesi Mecmuası*, 89-90.
- Hacırüstemoğlu, R., Şakrak, M., & Demir, V. (2017). Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kâr Yaklaşımı). [archive.ismmmo.org.tr](http://archive.ismmmo.org.tr) Erişim Tarihi: 27.09.2018.
- Hall, B. H. (2016). *Economics of Research and Development*, The International Library of Critical Writings in Economics series, Edward Elgar Publishing, UK.
- Hall, B., H., (1999), Notes on Generalized Method of Moments Estimation <https://www.nuffield.ox.ac.uk/users/hall/gmmnotes.pdf> Erişim Tarihi: 10.11.2018.
- Hansen, L., P., (1982), Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*. 50(4): 1029-1054.
- Hansmann, H. (2017). Ownership of The Firm. <https://web2.uconn.edu/ciom/ownership.pdf> Erişim Tarihi: 05.04.2017.
- Hayakawa, K., (2005), Small Sample Bias Properties of the System GMM Estimator in Dynamic Panel Data Models, <https://hermes-ir.lib.hitu.ac.jp/rs/bitstream/10086/13997/1/D05-82.pdf> Erişim Tarihi: 05.11.2018.
- He, T. (2013). The Comparison of Impact from Capital Structure to Corporate Performance between Chinese and European Listed Firms. Master's thesis, Jönköping International Business School, Jönköping University.
- Hobikoğlu, E. H. (2011). Entellektüel Sermayenin Önemi, Sınıflandırılması ve Ölçülme Yöntemleri: Kurumsal Bir Çerçeve. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1, 86-99.
- Hollis, N. (2008). *The Global Brand: How to Create and Develop Lasting Brand Value in the World Market*. Macmillan.
- Hsiao, C., (2006), Panel Data Analysis - Advantages and Challenges, WISE Working Paper Series, Xiamen University, China.
- Hsu, F. J., Wang, T. Y., & Chen, M. Y. (2013). The Impact of Brand Value on Financial Performance. *Advances in Management and Applied Economics*, 3(6), 129.
- Huyghebaert, N., & Van Hulle, C. (2004). The Role of Institutional Investors in Corporate Finance. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 49(4), 689-726.
- Ibrahim, H., & Samad, F. M. (2011). Agency Costs and Corporate Governance. Corporate Governance and Agency Costs: Evidence From Public Listed Family Firms in Malaysia. Emerald Group Publishing Ltd.

- IOSCO, (2012), Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD384.pdf>  
Tarihi: 15.04.2019.
- İlik, S. (2014). *Hirose Yöntemi ( Hirose Method) Finansal Temelli Marka Değeri Tespiti: Boya Sektöründe Örnek Uygulama*. Ankara: T.C. Türk Patent Enstitüsü Markalar Dairesi Başkanlığı.
- İşeri, M. (2002). Anonim Şirketlerinde Vekalet Sorunu ve Bu Sorunun Çözülmesinde Kullanılan Teknikler. *Journal of Istanbul Kültür University*, 1(2).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Agency Costs. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jerzemowska, M. (2006). The Main Agency Problems and Their Consequences. *Acta Oeconomica Pragensia*, 14(3), 9-17.
- Kanbur, A. (2010). İşletmelerde Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Örgütsel Değerler Üzerindeki Etkileri: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yeralan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma. Malatya, Türkiye: İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karpuzcu, E. (2002). Büyüyen ve Gelişen Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma. İstanbul: Hayat Yayıncılık İletişim Eğitim Hizmetleri ve Tic. Ltd. Şti.
- Kayalı, N., Saygılı, A., T., Soysal, M., & Kayalı, C., A., (2017). Evaluation of Corporate Index Values and Financial Performance of Banks Traded on BIST, *International Journal of Business Management and Economic Research*, 8 (6), 1141-1147.
- Kendirli, S., Kendirli, H. Ç., & Akgün, Z. (2016). Marka Değerleme Yöntemleri: Hiroshi Yöntemi İle Gıda Sektöründe Bir Uygulama. *The Journal of Accounting and Finance*, 74.
- Keasey, K., Thompson, S., & Wright, M. (2005). *Corporate Governance Accountability, Enterprise and International Comparisons*. England: John Wiley & Sons, Ltd.
- Koçer, T. (2014). *İşletme Yöneticiliği*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (2018). Uluslararası Değerleme Standartları. <http://www.tdub.org.tr/Images/Uploads/UDS%202017.pdf>  
Erişim Tarihi: 22.06.2017.
- Korkmaz, T., Aydın, N., & Sayılğan, G. (2013). *Portföy Yönetimi*. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Krišto, J., Stojanović, A., & Pavković, A. (2014). Impact of Institutional Investors on Financial Market Stability: Lessons From Financial Crisis. *International Journal of Diplomacy and Economy*, 102-117.



- Kulalı, İ. (2016). Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli ve Beta Katsayısının Düzenlemeye Tabi Piyasalarda Kullanımı. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 16(31), 274-295.
- Kurtoğlu, P. D. (2016). Kurumsal yönetim dediğimizde ne anlamalıyız? <http://cgft.sabanciuniv.edu/sites/cgft.sabanciuniv.edu/files/TIKEDergisi.pdf> Erişim Tarihi: 17.05.2017.
- Kuyucu, S. (2017). Halka Arz Nedir? Neden ve Nasıl Yapılır? Bors Hocası: <http://www.borsahocasi.net/2016/01/halka-arz-nedir-neden-ve-nasil-yapilir.html> Erişim Tarihi: 21.10.2017.
- Küçükkocaoğlu, G. (2017). Değerleme Yöntemlerinin Gelişimi. <https://baskent.edu.tr/> Erişim Tarihi: 16.02.2017.
- Labra, R. L., ve Torrecillas, C. (2018). Estimating Dynamic Panel data. A Practical Approach to Perform Long Panels. *Revista Colombiana de Estadística*, 41(1), 31-52.
- Laiho, T. (2011). Agency Theory and Ownership Structure- Estimating the Effect Of Ownership Structer on Firm Performance. Aalto University School of Economics.
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2008, 1 15). Models Of Corporate Governance: Who's the Fairest of Them All? Models Of Corporate Governance: Who's the Fairest of Them All? Stanford Graduate School of Business.
- Lawler, G. F., & Limic, V. (2018). Random Walk: A Modern Introduction <http://www.math.uchicago.edu/~lawler/srwbook.pdf> Erişim Tarihi: 13.03.2017.
- Lee, S. (2008). Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea (No. 2008-17). Working Paper, University of Utah, Department of Economics.
- Iskander, M., & Chamlou, N. (2000). *Corporate governance: A framework for implementation*. The World Bank. Maher, M., & Andersson, T. (1999). Introduction. Corporate Governance: Effects On Firm Performace And Economic Growth. OECD.
- Mantysaari, P. (2005). *Comperative Law and Corporate Governance*. P. Mantysaari içinde, Comparative Corporate Govarnance. New York: Spring Berlin Heidelberg.
- Marinova, S., Larimo, J., & Nummela, N. (2017). *Value Creation in International Business*. Springer International Publishing AG Switzerland.
- Mao, L. (2015). State Ownership, Institutional Ownership and Relationship with Firm Performance: Evidence from Chinese Public Listed Firms (Bachelor's thesis, University of Twente).

- McColgan, P. (2011). Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective . Glasgow, United Kingdom: Department of Accounting & Finance, University of Strathclyd.
- Menteş, A. (2009). İçsel/Dışsal Yönetim Mekanizmaları Hukuksal Boyut. A. Mentеш içinde, Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi. İstanbul: Derin Yayınevi.
- Neubauer, F., & Lank, A. G. (1998). The Family Business. London: Macmillian Press Ltd.
- Nicholas, D. W. (2018,). Adjusted-Book-Value Approach to Valuation. <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cp.v1990.n2.5> Erişim Tarihi: 10.07.2019.
- OECD, (2015). Corporate Governance Principles. Türkiye.
- Ogutu, E. O. (2016). Corporate Failure and the Role of Governance: The Parmalat Scandal. *International Journal of Management & Information Technology*, 11(3), 2747-2754.
- Oğuz, S., (2017), Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri Tespitine Etkisi: BİST'te Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü.
- Otten, J. (., Heugens, P. P., & Schenk, E. (2006). Corporate Governance Reforms And Firm Ownership Around The World. Tjalling C. Koopmans Research Institute.
- Önder, Z. (2003). Kurumsal Şirket Yönetimi Konusunda OECD İlkeleri, Diğer İlkeler ve Türkiye. Z. Önder içinde, Kurumsal Şirket Yönetimi. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- Özçalık, M., & Soysal, M. (2016). *Finansal Kurumlar ve Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri*. Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Özdemir, M. (2016). *Finansal Yönetim*. Türkmen Kitabevi.
- Özeroğlu, A. İ. (2014). Türkiye'de Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının Gelişimi Ve Sermaye Piyasaları Üzerindeki Etkileri. *Tarih Okulu Dergisi*, 7(18), 397-419.
- Özsoy, Z. (2011). *Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları*. Ankara: İmge Kitabevi.
- Özvar, K. (2015). Sahiplik Yapısının Kar Dağıtım Politikası Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Parasız, M. İ. (2007). *Finansal Kurumlar ve Piyasalar*. Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

- Rodoplu, G. (2019). 2000'li Yıllara Doğru Türk Sermaye Piyasası. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 63.
- Roodman, D., ( 2006), How to Do xtabond2: An Introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata," Working Papers 103, Center for Global Development.
- Room, A. (1987). *History of Branding*. London: The Macmillian Press Ltd.
- Sancaktar, C. (2017). Sermaye Piyasasının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi. Dokuz Eylül Üniversitesi SBE İktisat Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Sarıkovanlık, V. (2017). *Teknik Analiz*. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu.
- Savsar, A. (2012). Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü.
- SBB Capital Partners, (2012). Şirket Birleşmeleri. Şirket Satın Alma ve Birleşmeleri M&A.  
[http://www.sbbcapitalturkey.com/presentations/m&a\\_turkiye\\_2012.pdf](http://www.sbbcapitalturkey.com/presentations/m&a_turkiye_2012.pdf)  
Erişim Tarihi: 15.05.2017.
- Serinkaya, İ. (2008). Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi Ekonometrik Bir Analiz. Niğde, Türkiye: Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Smith, T. R. (2011). *Agency Theory and Its Consequences: A Study of The Unintended Effect of Agency Theory on Risk and Morality*. Copenhagen: Copenhagen Business School.
- Solomon, J., & Solomon, A. (2004). *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley & Sons Ltd.
- Sørensen, B. E. (2007). Teaching notes on GMM,  
<http://www.uh.edu/~bsorensen/GMM1.pdf> Erişim Tarihi: 16.11.2018.
- SPK (2017). Dar Kapsamlı Sermaye Piyasası Mevzuatı ve Meslek Kuralları. Ankara: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil Eğitim Kuruluşu.
- SPK (2018). Şirketlerin Birleşme veya Devralma Sonrası Performansları. Ankara: SPK.
- SPL. (2014). Finansal Piyasalar. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
- Sreevidya, U. (2014). *Financial Markets and Services*. School of Distance Education.
- Stapledon, G. (1996). *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. New York: Oxford University Press.

- Stuart L. Gillian, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership and The Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Finance* 13 (2), 4-20.
- Syzdykova, A. (2016). Tükiye'de TFRS'ye Göre Şerefiye Değer Düşüklüğü Testi: BIST 100 Şirketleri Tarafından Kullanılan İskonto Oranlarının Analizi. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 2(2), 23-40.
- Şamil, S., & Esmeray, M. (2016). TMS 36 Varlıklarda Değer Düşüklüğü Standardı: BİST 100'de Bir Araştırma. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (48), 175-198.
- Tanrıöver, B., & Çöllü, D. A. (2015). Türkiye'de Yatırımcıların Öngörü Performanslarının Rassal Yürüyüş Modeli Çerçevesinde Analizi. *Business and Economics Research Journal*, 6(2), 127.
- Tekbaş, M. Ş., & Sarıoğlu, S. E. (2017). *Temel Analiz*. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
- Tekbaş, M. Ş., Köse, A., Sarıkovanlık, V., Sarıkovanlık, S. E., Baş, N. K., & Özdemir, K. (2016). *Temel Finansal Matematiği ve Değerleme Yöntemleri*. Ankara: Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
- Temizer, Z., (2015), Finansal Analizde Kullanılan Oranlar İle Firma Değeri İlişkisi: BİST'te Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü.
- Thanatawee, Y. (2014). Institutional ownership and firm value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2).
- Toprak, F. (2015). Hisse Senedi Değerlemesinde Temel Teknik Analiz ve Örnek Uygulama. <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/315496> Erişim Tarihi: 10.01.2018.
- Topuz, Y. V., & Akşit, N., (2016), The Effect of The Brand Value on Firm Value: An Empirical Implementation on Global Brands, *British Journal of Marketing Studies*, 4(1): 21-31.
- Tosun, N. B. (2014). *Marka Yönetimi*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Tuan, L., T., (2014), Corporate Governance and Brand Performance. *Management Research Review*, 37 (1), 45-68.
- Tuna, K. (2007). Bankalarda Kurumsal Yönetim. İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi *Bankacılık Araştırma Merkezi Sosyal Bilimler Dergisi*, (1), 209-221.
- Tsai, H., ve Gu, Z. (2007). Institutional Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from US-based Publicly Traded Restaurant Firms. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 31(1), 19-38.

- Türk, V., E., (2013), Finansal Analiz Oranları ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimleri Enstitüsü.
- Türk Dil Kurumu. (2017).  
[http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com\\_bts&view=bts&kategori1=veritbn&kelimesec=270982](http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&view=bts&kategori1=veritbn&kelimesec=270982) adresinden alınmıştır
- Ungurea, M. (2012). Models and Practices of Corporate Governance Worldwide. *Centre for European Studies (CES) Working Papers, 4.*
- Urooj, S. F., & Khattak, N. Z. (2011). Impact of CEO Succession on Stock Returns. Islamabad. Business & Social Science Research Conference in Dubai, UAE on 3-4th Jan, 2011.
- Usul, H., & Kocabıyık, T. (2010). Kurumsal Yatırımcıların Hisse Senedi Seçiminde Gözönünde Bulundurduğu Etmenlerin Faktör Analiziyle İncelenmesi: Türkiye Örneği. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 15(3), 63-78.*
- Uzgun, B. (2016). Yatırımcı İlişkilerinin Tarihçesi. Yatırımcı İlişkilerinin Önemi ve Fonksiyonu. TÜYİD- Yatırımcı İlişkileri Derneği.
- Ünlü, U., & Yağlı, İ., (2016), Corporate Governance and Brand Value, European Journal of Business and Management, Vol. 8, No. 15.
- Ünal, Ö. (2005). Marka Değerlemesinin Temeli Ve Amacı. Markanın Ekonomik Değeri ve Değerleme Metotları. Ankara: T.C. Türk Patent Enstitüsü MARKALAR Dairesi Başkanlığı.
- Xiong, J. (2016). Institutional Investors, Dividend Policy and Firm Value-Evidence from China. *Open Journal of Social Sciences, 4(08), 120.*
- Yalçın, B. (2012). Dünya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları. Kurumsal Yönetim Ve Firma Değeri İlişkisi: Türkiye Örneği. Ankara, Türkiye: Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü .
- Yalta, A. Y. (2011). *Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar*.  
<http://www.acikders.org.tr/e2%80%9d/> Erişim Tarihi: 15.06.2018
- Yaşar, R. Ş., & Alkan, G. (2016, 05 03). Bağımsız Üyelerin Fonksiyonu. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 18 (Özel Sayı-1), 813-839.*
- Yılğor, A. G., & Yücel, E. (2012). İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 42.*
- Yılmaz, H., (2017). Sermaye Yapısının Firma Değeri ve Firma Performansına Etkisi: Ampirik Bir Analiz. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10 (53), 53-70.*
- Yörük, N. (2017, 12 12). Arbitraj Fiyatlandırma Modelinde Risk Unsurları. *Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi, 14(1), 87-99.*

Żaba-Nieroda, R. (2010). The Importance of Brand in The Corporate identity Business. *Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie*, 2 (16): 181-192.

Zengin, B., & Güngördü, A. (2015). Marka Değerinin Hesaplanması Üzerine Ampirik Bir Çalışma: Finans ve Pazarlama Boyutu. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2), 282-298.

Zsohar, P. (2012). Short Introduction to the Generalized Method of Moments. *Hungarian Statistical Review*, 16, 150-170.

### **İnternet Kaynakları**

Merkezi Kayıt İstanbul, e-veri, <https://www.mkk.com.tr/> Erişim Tarihi: 15.06.2018

İş Yatırım, Piyasa Verileri, <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx> Erişim Tarihi: 15.06.2018

Kamu Aydınlatma Platformu, Finansal Tablolar, <https://www.kap.org.tr/tr/> Erişim Tarihi: 15.06.2018.

TCMB, İstatistikler, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, <https://evds2.tcmb.gov.tr/> Erişim Tarihi: 15.06.2018.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/financial-markets/> Erişim Tarihi: 07.07.2019.

[http://dl4a.org/uploads/pdf/0324319835\\_132032](http://dl4a.org/uploads/pdf/0324319835_132032) Erişim Tarihi: 07.07.2019.

<http://www.ekodialog.com/Konular/kurumsal-yatirimci-kimdir.html> Erişim Tarihi: 11.08.2017.

[https://www.ekodialog.com/finansal\\_eko/finansal\\_mali\\_piyasalar](https://www.ekodialog.com/finansal_eko/finansal_mali_piyasalar) Erişim Tarihi: 07.07.2019

<https://faculty.washington.edu/ezivot/econ583/gmm.pdf> Erişim Tarihi: 08.05.2018.

<http://web.sgh.waw.pl/~jmuck/EoPD/Meeting8.pdf> Erişim Tarihi: 08.05.2018.

<https://www.biymed.com.tr/makaleler/makale.asp?id=4771> Erişim Tarihi: 03.02.2018.

<https://hbogm.meb.gov.tr/aol/kitaplar/aol/2014/girisimcilik2/unite2.pdf> Erişim Tarihi: 05.03.2018.

[https://www.credit-suisse.com/pwp/pb/pb\\_research/technical\\_tutorial\\_de.pdf](https://www.credit-suisse.com/pwp/pb/pb_research/technical_tutorial_de.pdf) Erişim Tarihi: 06.01.2017.

<http://www.newagepublishers.com/samplechapter/001945.pdf> Erişim Tarihi: 16.02.2017.

<https://www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-quick-guide-07-ceo-succession.pdf> Erişim Tarihi: 16.02.2017.

<https://www.mckinsey.com/industries/retail/our-insights/how-turkish-companies-can-become-global-successes> Erişim Tarihi: 15.05.2018.

<https://www.nceo.org/articles/employee-ownership-very-small-businesses> Erişim Tarihi: 15.05.2018.

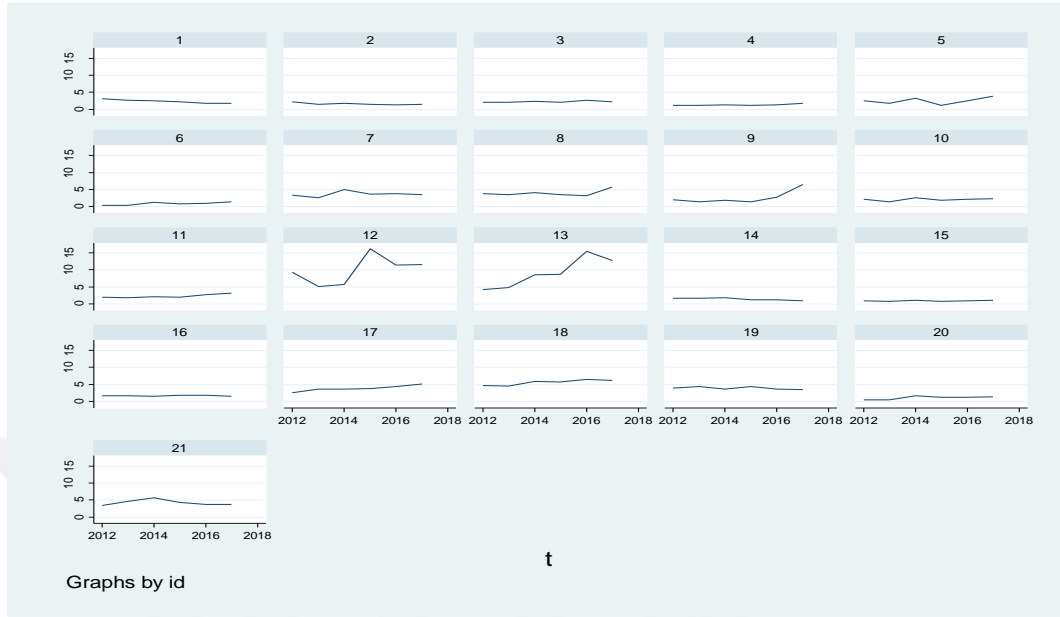
<https://www.businessroundtable.org/archive/resources/2010-principles-of-corporate-governance1> Erişim Tarihi: 28.09.2017.

[www.baskent.edu.tr/~gurayk/investendeksmodelleri.pdf](http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/investendeksmodelleri.pdf) Erişim Tarihi: 18.02.2017.



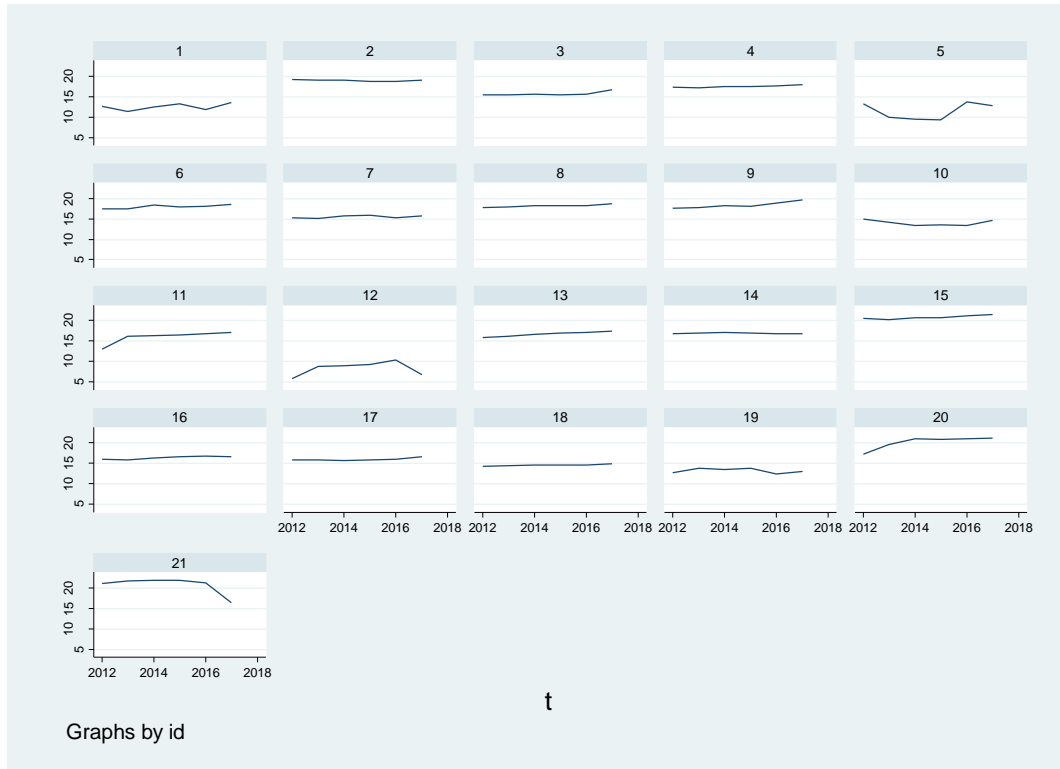
## EKLER

Şekil 6: PDDD Oranının Gelişimi



Not: Grafikte yer alan numaralar şu firmaları göstermektedir: 1. Adel Kalemçilik, 2. Anadolu Efes, 3. Arçelik, 4. Aygaz, 5. Banvit, 6. Bossa, 7. Brisa, 8. Ford Otosan, 9. Dyo Boya, 10. Goodyear, 11. İndeks Bilgisayar, 12. Kent Gıda, 13. Otokar, 14. Pınar Süt, 15. Şişecam, 16. Tat Gıda, 17. Tofaş, 18. Türk Traktor, 19. Tuborg, 20. Vestel, 21. Ülker Bisküvi.

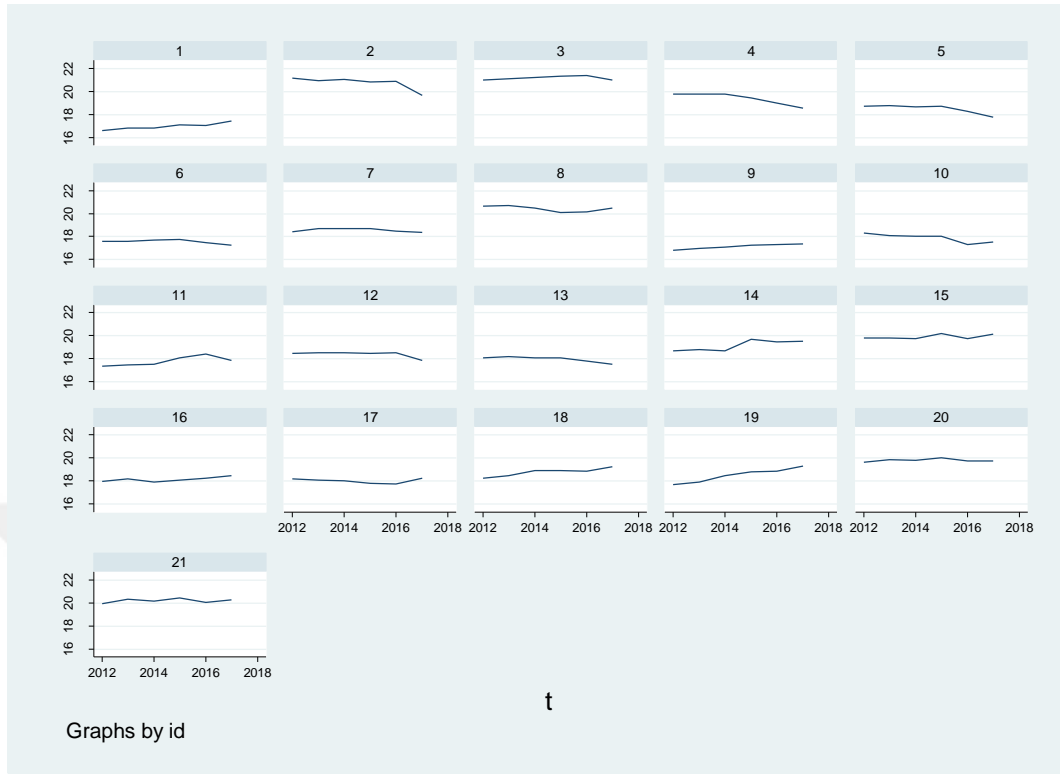
Şekil 7: Kurumsal Yatırımcı Sahipliğinin Gelişimi



Not: Grafikte yer alan numaralar şu firmaları göstermektedir: 1. Adel Kalemçilik, 2. Anadolu Efes, 3. Arçelik, 4. Aygaz, 5. Banvit, 6. Bossa, 7. Brisa, 8. Ford Otosan, 9. Dyo Boya, 10. Goodyear, 11. İndeks Bilgisayar, 12. Kent Gıda, 13. Otokar, 14. Pınar Süt, 15. Şişecam, 16. Tat Gıda, 17. Tofaş, 18. Türk Traktor, 19. Tuborg, 20. Vestel, 21. Ülker Bisküvi.



**Şekil 8: Marka Değerinin Gelişimi**



Not: Grafikte yer alan numaralar şu firmaları göstermektedir: 1. Adel Kalemcilik, 2. Anadolu Efes, 3. Arçelik, 4. Aygaz, 5. Banvit, 6. Bossa, 7. Brisa, 8. Ford Otosan, 9. Dyo Boya, 10. Goodyear, 11. İndeks Bilgisayar, 12. Kent Gıda, 13. Otokar, 14. Pınar Süt, 15. Şişecam, 16. Tat Gıda, 17. Tofaş, 18. Türk Traktor, 19. Tuborg, 20. Vestel, 21. Ülker Bisküvi.