

T. C.
GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

KURUMSAL YÖNETİM DÜZEYİNİN
BELİRLEYİCİLERİ VE ETKİLERİ
ÜZERİNE İMKB'DE BİR UYGULAMA

SÜLEYMAN ÖZKAN KAYAGİL
YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİMDALİ

GEBZE
2012

T. C.
GEBZE YÜKSEK TEKNOLOJİ ENSTİTÜSÜ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

KURUMSAL YÖNETİM DÜZEYİNİN
BELİRLEYİCİLERİ VE ETKİLERİ
ÜZERİNE İMKB'DE BİR UYGULAMA

SÜLEYMAN ÖZKAN KAYAGİL

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İŞLETME ANABİLİMDALİ

TEZ DANIŞMANI: DOÇ. DR. SELİM AREN

GEBZE
2012

ÖZET

TEZİN BAŞLIĞI: KURUMSAL YÖNETİM DÜZEYİNİN BELİRLEYİCİLERİ VE ETKİLERİ ÜZERİNE İMKB'DE BİR UYGULAMA

YAZAR ADI : SÜLEYMAN ÖZKAN KAYAGİL

Bu çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim düzeylerinin belirleyicileri ve gelişen kurumsal yönetim uygulamalarının etkileri araştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda şirketlerin piyasa değerlerinin kurumsal yönetim düzeylerinin gelişmesinde en önemli belirleyici olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı zamanda piyasa değerinin kurumsal yönetim düzeyini açıklamadaki bu gücü şirketlerdeki kurumsal yatırımcı oranının kurumsal yönetim düzeyine etkisini de gölgelemekte olduğu tespit edilmiştir. Diğer yandan şirketlerdeki gelişen kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu ilişki şirketlerde bir sene önce karları azaltıcı yönde yapılan kar yönetimi uygulamaları ile birlikte vekâlet maliyetlerinin belirginleşmesi ile daha da güçlenmekte olduğu görülmüştür. Son olarak artan kurumsal yönetim uygulamalarının yabancı yatırımcı tercihlerini de etkilediği ve bu yatırımcıların tercihlerini kurumsal yönetimi uygulamaları gelişmiş şirketlerden yana kullandığı sonucuna ulaşılmıştır.

SUMMARY

TITLE OF THESIS: AN EMPIRICAL RESEARCH ON ISTANBUL STOCK EXCHANGE ABOUT THE DETERMINANTS AND EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE LEVEL

NAME OF THE AUTHOR: SÜLEYMAN ÖZKAN KAYAGİL

In this paper, the determiners of corporate governance level for the firms active in Istanbul Stock Exchange and the effects of improving corporate governance applications are examined. As a result of this work, it is found out that the market values of the firms are the strongest determinants in the improvement of corporate governance level. At the same time, the power of market value as such a determinant overshadows the impact of investor ratio over the corporate governance level. On the other hand, it is detected that there is a positive correlation between ever-improving corporate governance applications and financial performance. This correlation gets even stronger as agency costs gets more apparent because of earning management moves made to decrease profit levels one year ago. Lastly, it is stated in the paper that increase in the application of corporate governance moves affects foreign investor preferences and that such investors prefers the firms with high level of corporate governance level.

TEŞEKKÜR

Tez çalışmam boyunca hiçbir fedakârlıktan kaçmayarak gerek bilimsel gerekse psikolojik desteğini hiç esirgemeyen sayın hocam Doç. Dr. Selim Aren'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Yüksek Lisans eğitimim sırasında bana verdikleri destek ve sağladıkları imkânlardan ötürü Genel Müdürümüz Sn. Ş. Kemal Saraç'a ve Yücel Boru ve Profil Endüstrisi A.Ş. Mali İşler Bölümü yöneticileri Sn. Mete Kurtsoy, Sn. Fatih Korhan, Sn. Ali Efe, Sn. Hayri İğret ve Sn. Tevhide Büyük'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Tez çalışmam sırasında fikir alışverişinde bulunduğum değerli arkadaşım Doruk Kıncal'a, yoğun ve stresli geçen bu süre boyunca bana desteklerini esirgemeyen annem, ağabeyim ve Arş. Gör. Tuğçe Yöntem'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER DİZİNİ

ÖZET.....	III
SUMMARY	IV
TEŞEKKÜR.....	V
İÇİNDEKİLER DİZİNİ	VI
SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ	VII
TABLOLAR DİZİNİ	VIII
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	IX
1. GİRİŞ	1
2. TEMEL KAVRAMLAR.....	3
2. 1. Vekâlet Maliyetleri.....	4
2. 2. Kurumsal Yönetim	6
2. 3. Yönetim Kurulları	8
2. 4. Yasal Düzenlemeler	11
3. LİTERATÜRÜN GELİŞİMİ	14
3. 1. Yatırımcı Koruması.....	15
3. 2. Sahiplik ve Kontrol Yapısı	17
3. 3. Firma Performansı.....	24
4. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA KURUMSAL YÖNETİM DÜZEYİNİN BELİRLEYİCİLERİ VE ETKİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA	26
4. 1. Araştırmanın Amacı	26
4. 2. Veriler.....	26
4. 3. Araştırmanın Hipotezleri ve Modeli.....	27
4. 4. Araştırmanın Değişkenleri	32
4. 5. Analizler	37
5. SONUÇ	45
5. 1. Çalışmanın Kısıtları.....	47
5. 2. Gelecek Çalışmalar İçin Öneriler	47
KAYNAKÇA.....	48

SİMGELER VE KISALTMALAR DİZİNİ

KISALTMALAR

İMKB

SPK

OECD

ROA

ROE

ABD

AÇIKLAMALAR

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Sermaye Piyasası Kurulu

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

Toplam Aktif Karlılığı

Toplam Öz kaynak Karlılığı

Amerika Birleşik Devletleri

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 4. 1. Kurumsal Yatırımcı Oranı ve Kurumsal Yönetim Düzeyine İlişkin Regresyon Analiz Sonuçları	38
Tablo 4. 2. Dış Finansman İhtiyaçları, Kurumsal Yatırımcı Oranı ve Piyasa Değerine İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları	39
Tablo 4. 3. Piyasa Değeri ve Kurumsal Yönetim Düzeyine İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları	39
Tablo 4. 4. Kurumsal Yatırımcı Oranı, Piyasa Değeri ve Kurumsal Yönetim Düzeyine İlişkin Korelasyon Analizi Sonuçları	40
Tablo 4. 5. Kurumsal Yatırımcı Oranı, Piyasa Değeri ve Kurumsal Yönetim Düzeyine İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları	41
Tablo 4. 6. Kurumsal Yönetim Düzeyi ve FVÖK/Toplam Aktiflere İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları	42
Tablo 4. 7. Kurumsal Yönetim Düzeyi ve Tobins Q oranına İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları.....	42
Tablo 4. 8. Kurumsal Yönetim Düzeyi ve Yabancıların Toplam Payına İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları	43
Tablo 4. 9. One Sample T Test Analiz Sonuçları.....	44
Tablo 4. 10. Kurumsal Yönetim FVÖK/Toplam Aktiflere İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları	44
Tablo 4. 11. Kurumsal Yönetim Tobins Q oranına İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları	44

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 3. 1. Kurumsal Yönetime İlişkin Bilanço Modeli	14
Şekil 3. 2. Piramit Yapı Örneği.....	19
Şekil 4. 1. Araştırmanın Teorik Modeli.....	31
Şekil 4. 2. Ara Değişken Etkileri	40

1. GİRİŞ

Sanayi devriminden bu yana ekonomi dünyası sürekli olarak değişim ve gelişim süreci içerisinde. Gelişen ekonomi ile birlikte piyasalardaki oyuncu sayısı her geçen gün artmakta ve muazzam bir rekabet ortamı oluşmaktadır. Bu rekabet ortamında bir adım öne geçmek isteyen şirketler üretim faktörlerini daha verimli kullanabilmek amacı ile operasyonel ve yönetsel anlamda uzmanlaşma çabası içerisine girmişlerdir. Bu süreç beraberinde profesyonellik kavramını doğurmuştur. Şirketlerde yaşanan profesyonelleşme ile birlikte şirket sahipliği ile şirket kontrolü giderek birbirlerinden ayrılarak şirket içerisinde iki ayrı kutup oluşmasına neden olmuştur. Bu iki kutup arasındaki ilişkiler başlangıçta karşılıklı çıkar ilişkisine dayalı olarak gözükse de mesleki uzmanlıkları ve kontrol güçleri sayesinde özel bilgilere sahip olan yöneticilerin kendi menfaatlerini düşünmesi ile birlikte bir çıkar çatışmasına dönüşebilmektedir.

Şirket ortakları ile profesyonel yöneticiler arasındaki yaşanan çıkar çatışmalarına benzer bir durum da özellikle çok ortaklı şirketlerde sermaye paylarının çeşitli nedenlerle dengesiz dağılması durumunda hâkim hissedarlar ve azınlık hissedarlar arasında da yaşanabilmektedir. Böyle bir durumda da hâkim hissedarlar sahip oldukları özel bilgiler sayesinde azınlıkta kalan hissedarlar üzerinden haksız kazanç elde edebilmektedirler.

Söz konusu çatışmalar akademik literatürde vekâlet problemleri olarak adlandırılmaktadır. Vekâlet problemleri yaratmış olduğu maliyetlerle şirketlerin finansal yapılarını etkileyerek sürekliliklerine ciddi zararlar vermektedir. Aynı zamanda bu durum beraberinde getirmiş olduğu güvensizlik ortamı ile birlikte piyasaların gelişimini de engellemektedir. Şirketlerin sürekliliğini sağlayarak piyasalarda güven duyulan bir ortam yaratmak amacı ile çeşitli kurumlar söz konusu vekâlet problemlerinin çözümü için bazı düzenlemelerde bulunmuşlardır. Akademik camiada da geniş yankı bulan bu konu üzerine birçok çalışma yayınlanmış ve vekâlet problemlerinin çözümüne yönelik çeşitli önerilerde bulunulmuştur. Her iki kesimin de yapmış olduğu bu düzenleme ve öneriler bütünü “Kurumsal Yönetim” kavramını doğurmuştur. Ancak kurumsal yönetim kavramını doğuran bu düzenleme ve öneriler

çoğu zaman zorlayıcı hükümler içermemekte, içerse bile uygulanmaması durumunda gerekli yaptırımlar uygulanamamaktadır. Dolayısı ile şirketlerin bazıları kurumsal yönetim uygulamalarına önem verirken bazı şirketler gerekli hassasiyeti göstermemektedirler.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını benimsemelerinin nedenlerini ve gelişen kurumsal yönetim düzeylerinin etkilerini tespit ederek akademik literatüre katkıda bulunmayı amaçlayan bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde konuya genel bir giriş yapılmış, ikinci bölümünde ise vekâlet maliyetleri, kurumsal yönetim, yönetim kurulları ve yasal düzenlemelere ait temel kavramlar açıklanmıştır. Üçüncü bölümde kurumsal yönetim ile ilgili yatırımcı koruması, sahiplik ve kontrol yapısı ve finansal performansa ait literatüre yer verilerek konu detaylandırılmıştır. Dördüncü bölümde ise araştırmanın yöntemi ve deneye dayalı uygulama sonuçları açıklanmış, beşinci bölümde de konu sonuçlandırılmıştır.

2. TEMEL KAVRAMLAR

İşletme literatüründe genel kabul görmüş bir tanımla kurumsal yönetim, finansal fon sağlayıcıların yapmış oldukları yatırımlar karşılığında bir getiri elde edip edemeyeceklerinden emin olmalarını sağlayan yollar ile ilgili bir uygulamalar bütünüdür (Shleifer ve Vishny, 1997). Şirket ortakları ve profesyonel yöneticiler ile ilgili olan bu tanımın dışında yaygın olarak kullanılan diğer bir tanım da ise kurumsal yönetim; şirket kontrolü elinde olmayan hissedarların kontrol gücü elinde olan hissedarlar veya profesyonel yöneticiler tarafından sömürülmesini önleyici mekanizmalar bütünü olarak ifade edilmektedir (La Porta vd., 2000).

ABD'deki Enron ve Worldcom, İtalya'daki Parmalat ve Hindistan'daki Satyam gibi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki birçok şirket skandalı modern şirketlerde "Kurumsal Yönetim" kavramını gündeme getirmiştir. Finansal organizasyonlardaki yönetim kurullarının ve icracı yöneticilerin gerek kişisel gerek mesleki ahlaksızlıkları global finansal krizlerin meydana gelmesine zemin hazırlamış ve kişilerin modern kapitalizme duydukları güven azalmıştır. Bu durum şirketlerdeki kurumsal yönetim mekanizmaları da dâhil olmak üzere Anglo-Sakson Kapitalizmi üzerindeki tartışmaları yoğunlaştırmıştır (Whitley, 2009'dan Aktaran: Filatotchev ve Nakajima,2010).

Düzenleyici kuruluşlar piyasalarda kaybolan güveni tekrar kazanmak adına şirketler üzerinde kurumsal yönetim mekanizmalarını güçlendirmeleri için baskı kurmaya başlamışlardır (Filatotchev ve Nakajima, 2010). Bu doğrultuda gerek özel sektör girişimleri (bkz. Cadbury Komite raporu, Greenbury Komite raporu, Hampel Raporu) gerekse OECD ve ABD gibi (bkz. OECD kurumsal yönetim ilkeleri, Sarbaney-Oxley Yasası) kurum ve devletler kurumsal yönetim ile ilgili çeşitli çalışmalar yapmışlardır (Doğan, 2007).

La Porta ve diğerlerinin öncülüğünde bir grup akademisyen de kurumsal yönetim kavramını ülkelerdeki hukuksal sistemlerin kökenlerine göre değerlendirerek ABD ve İngiltere'nin aksine yoğunlaşmış sermaye sahipliği olan ülkelerde de tartışılır bir kavram haline getirmiştir.

Kurumsal yönetim kavramının kökeni; modern şirketlerdeki sahiplik ve kontrol ayrımı olarak açıklanan ve bilgi asimetrisi kaynaklı vekâlet teorisine dayanmaktadır. 1932 yılında Berle ve Means tarafından temelleri atılan vekâlet teorisi; Jensen ve Meckling (1976)'ın yapmış oldukları çalışmalar ile modernize edilmiştir (Gompers vd., 2003).

2. 1. Vekâlet Maliyetleri

Vekâlet teorisi şirket sahipleri (principal(s)) ve şirket yöneticileri (agent) arasındaki sözleşmelere dayalı ilişkileri ve şirket sahiplik durumunu inceler. Şirket sahipleri yönetim becerilerine güvendikleri yöneticiler ile şirket değerini yükseltmek üzere anlaşmalar yapmaktadır. Teoride karşılıklı çıkar ilişkisine dayalı gibi görünmekte olan bu anlaşmaların bir noktadan sonra profesyonel yöneticilerin ve şirket sahiplerinin kişisel çıkarlarını öne çıkarması ile bir çıkar çatışmasına döneceğinden bahsedilmektedir. Bu çıkar çatışmasından kaynaklanan maliyetler “Vekâlet Maliyetleri” olarak adlandırılmaktadır. Jensen ve Meckling vekâlet maliyetlerini üç grupta tanımlamaktadır.

- Şirket sahipleri tarafından yapılan gözetim harcamaları (Monitoring Costs)
- Yöneticiler tarafından yapılan teminat sağlayıcı harcamalar (Bonding Cost)
- Önlenebilen Maliyetler (Residual Cost)

Şirket sahipleri, bilgi asimetrisi nedeniyle herhangi bir hak kaybına maruz kalmamak ve şirket yöneticilerinin almış olduğu kararları denetlemek için bir takım gözetleme ve denetleme harcamaları yapmaktadır. Bu harcamalar şirket için bir maliyet unsuru olacaktır.

Şirketlerdeki vekâlet maliyetleri rekabet ortamında işletmeler için finansal anlamda önemli bir dezavantaj oluşturmaktadır. Fama ve Jensen (1983) şirketlerin bu rekabet ortamı içerisinde ayakta kalabilmek için vekâlet problemi kaynaklı maliyetlerin kontrolünün mutlaka sağlanması gerektiğini vurgulamışlardır. Şirketlerdeki sahiplik ve kontrol ayrımı; şirket ortakları ve profesyonel yöneticiler arasında çıkar çatışmalarına bağlı olarak bazı problemler yaratmaktadır. Bu çıkar çatışmalarını dengeleyici bir takım sözleşmeler yapılmaktadır. Söz konusu sözleşmelerde

yatırımcıların üstlenmiş oldukları riskleri azaltmak adına nakit akış haklarını koruyucu olarak sabit ödeme ve teşvik ödemeleri gibi bazı vaatlerde bulunmaktadır. Gerçekleşen ödemeler ile vaat edilen ödemeler arasındaki fark negatif olduğu durumda şirketler adına bir maliyet unsuru oluşmaktadır.

Jensen ve Meckling son olarak önlenemeyen maliyetlerden bahsetmişlerdir. Bu maliyetlere örnek olarak çıkar çatışmaları sonucunda şirket kaynaklarının optimal kaynaklara yönlendirilmemesinin şirketlere yüklediği ek maliyetler gösterilebilir.

Yukarıda ifade edilen teorik alt yapı üzerinde çalışan Shleifer ve Vishny (1997) vekâlet teorisini şu şekilde özetlemişlerdir: Vekâlet teorisinin özünü yönetim ve finans ayrımı veya daha yaygın kullanılan bir anlatımla sahiplik ve kontrol ayrımı oluşturur. Girişimciler veya yöneticiler yatırımcılardan sağlamış oldukları fonları daha verimli kullanarak fonların değerini yükseltebilir. Dolayısı ile yatırımcıların fonlarının yüksek getiri elde etmesi için insan sermayesinin yönetimi konusunda uzmanlaşmış profesyonel yöneticilere ihtiyaçları vardır. Aynı şekilde profesyonel yöneticiler de kendi yatırımlarını yapacakları kadar bir fon birikimleri bulunmadığından finansörlere ihtiyaç duyarlar. Yatırımcılar profesyonel yöneticilere emanet ettikleri fonların bir zarara uğramadan kendilerine döneceğinden nasıl emin olacaklardır? Bu bağlamda vekâlet teorisi yatırımcıların fonlarının sömürülmediğinden veya boş projelerde harcanmadığından emin olmalarını açıklar.

Yöneticiler ve şirket ortakları üzerine şekillenen vekalet problemleri benzer bir şekilde şirket üzerinde ortaklığı bulunan kişi ve kurumlar arasında da kendisini hissettirmektedir. La Porta ve diğerleri (1999) kontrol gücü elinde olan hissedarların (Insider shareholders) kişisel karlarını ön plana alarak, şirkete fon yatırımı yapmış olan azınlık hissedarlar (minorities) ve kreditorler üzerinden bir sömürü gerçekleştirebileceğini belirtmiştir. Yine aynı şekilde Kula (2006)'nın aktardığı şekliyle Claessens ve diğerleri (1999) Doğu Asya'daki işletmelerde temel temsilci çatışmasının azınlık hissedarların kontrol gücü elinde olan hâkim hissedarlar tarafından sömürülmesi sonucu oluştuğunu vurgulamaktadır.

2. 2. Kurumsal Yönetim

Firmaların amacı hissedar değerini artırmaktır. Ancak, firma, hissedarların güvenini sağlayamaz ise, firma değeri de yok olur. Şirketleşmenin sağladığı bütün üstünlükler ancak güven sağlanabilirse gerçekleşebilir. Etkin bir kurumsal yönetim sistemi, yatırımcıların işletmelere ve piyasalara karşı güven duymalarını sağlar (Kim ve Nofsinger, 2003'den aktaran; Kargın (2006).

Hissedar Değerini aşağıdaki şekilde formüle edilebilir (Gürbüz ve Ergincan,2004).

Hissedar Değeri= Toplam Hissedar Sayısı x (Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri-Vekalet Maliyetleri)

Kurumsal yönetim uygulamaları temsil maliyetlerini azaltarak hissedar değerini artırmayı amaçlamaktadır. Böylelikle profesyonel yöneticiler ve kontrol gücüne sahip hissedarlar tarafından hak gaspına uğramayacağına emin olan yatırımcıların piyasalara olan güveni yeniden kazanılmış olacaktır.

Yukarıdaki yaklaşım kurumsal yönetimin dar kapsamdaki amaçları arasında yer almaktadır. Kurumsal yönetimin temel amacı şirketle doğrudan ve dolaylı ilişki içerisinde olan tüm paydaşların haklarının korunmasıdır. “Kurumsal yönetiminin geniş kapsamdaki diğer amaçları ise (Aktan, 2006);

- Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerinin keyfi kullanımının engellenmesi,
- Şirket hissedarlarının eşit muameleye tabi tutulmasının sağlanması,
- Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması, bu çerçevede örneğin, azınlık haklarının korunması,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının açık olarak belirlenmesi,
- Yatırımcıların haklarının korunması,
- Vekâlet(Temsil) maliyetlerinin azaltılması,

- Şirket kazancının pay sahiplerine ve daha genel olarak tüm menfaat sahiplerine hakları oranında geri dönüşümünün sağlanması,
- Büyük hissedarların azınlık hisselerine el koyma tehlikesinin önüne geçilmesi,
- Risk alan sermayedarlar ile karar veren profesyonelin çıkar çelişkisinin kurallara bağlanarak kontrol altına alınmaya çalışılması,
- Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından güven tesis edilmesi ve sermaye maliyetinin düşürülmesi, şirketin hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynaklarına kolay erişim imkânlarının artırılması,
- İşletmelerin etkin yönetimi ile hissedar kazancının en üst düzeyde gerçekleştirilmesidir.”

Kurumsal yönetim söz konusu amaçlarına ulaşmak için şirket içi ve şirket dışı bazı mekanizmalara ihtiyaç duymaktadır. Şirket içi mekanizmalara; sahiplik yoğunluğu ve yönetim kurulları yapıları örnek gösterilebilirken, şirket dışı mekanizmalara yasal koruma örnek gösterilebilir.

Sahiplik yoğunluğunun kurumsal yönetim ile ilgili yapılan çalışmalarda vekâlet problemlerini azaltıcı ve artırıcı iki tür etkisinden bahsedilmektedir.

Vekâlet problemlerini azaltıcı etkisi olarak sahiplik ve kontrol ne kadar örtüşürse problem ortadan kalkacaktır (Belen, 2008). Ayrıca şirket ortakları arasında büyük hissedarların ve kurumsal yatırımcıların bulunması firma operasyonları ve yönetimini hem teşvik edecek hem de bunlar üzerindeki gözetleme etkinliğini artıracaktır (Kim vd., 2007).

Ancak teoride yukarıdaki görüşlerin aksini savunan görüşler de mevcuttur. Shleifer ve Vishny (1997), La Porta ve diğerleri (2000) ve Claessens ve diğerleri (1999) şirketlerde kontrolü elinde bulunduran büyük hissedarların her ne kadar profesyonel yöneticiler ile ilgili vekâlet problemlerini çözücü etkisi bulunsa da ellerinde bulundurdukları kontrol gücü ile şirket içersindeki azınlık hissedarlar üzerinde bir sömürü gerçekleştirilebileceklerini vurgulayarak vekâlet problemine yeni bir boyut kazandırmışlardır.

Hissedarlara karşı yönetim sorumluluğunun yanında, şirketlere stratejik yön verme ve şirket operasyonlarını gözetleme görevlerinden dolayı yönetim kurulları kurumsal yönetim mekanizmaları içerisinde önemli bir yere sahiptir (Stuart, 2006). Kurumsal yönetim bakımından firmalardaki güç dengesi son derece hassas ve kırılgandır. Pay sahipleri, yöneticiler ve yönetim kurulu üyeleri bu güç dengesinin üçlü sac ayağını oluştururlar. Bu üçlü denge içinde yönetim kurulu, şirket çalışanları ile pay sahipleri arasında aracılık rolünü üstlenmektedir (Özsoy, 2011).

2. 3. Yönetim Kurulları

Yönetim kurulları icracı ve icracı olmayan üyelerden oluşur. İcracı üyeler şirket yönetimine kendi alanlarındaki tüm konularda önemli stratejik rehberlik sağlamaktadır. İcracı olmayan yöneticiler ise işletme içerisinde icra görevi olmayan ortaklardan veya geçmişinde akademisyenlik, banka üst düzey yöneticiliği gibi diğer alanlarda uzman ve şöhretli kişilerden oluşur. İcracı olmayan yöneticiler yönetim kurulu faaliyetlerini ve şirket finansal raporlarının kalitesini gözetler (Hermalin ve Weisbach, 1998'den aktaran: Brown vd., 2011).

“Kurumsal yönetim düzeyi açısından şirketlerdeki yönetim kurullarının yapıları önem kazanmaktadır. Dünyadaki yönetim kurulu yapıları incelendiğinde “temel olarak iki tür yönetim kurulu yapısından söz edilebilir: tekil ve ikili yönetim kurulları. Tekil yapıda, icracı olan ve olmayan yönetim kurulu üyelerinin bir araya geldiği tek bir yönetim kurulu vardır. Bu sistemde icracı yönetim kurulu üyeleri iki fonksiyonu birden yerine getirir, hem operasyonlardan hem de yönetim kurulu kararlarının icrasından sorumludurlar. İkili yönetim kurulu yapısında “üst düzey” yönetim kurulunda yalnızca icracı olmayan üyeler yer alır. Bu kurulun temel görevi gözetim, kontrol ve stratejik konularda danışmanlık yapmakla sınırlıdır. İkinci yönetim kurulu ise icracı üyelerden oluşur. İkili yönetim kurulları Avusturya, Danimarka, Almanya ve Hollanda'da uygulanmaktadır. Finlandiya, Norveç, İsviçre ve Fransa'da istenilirse bu yapı uygulanabilirse de uygulamasına seyrek olarak rastlanmaktadır. İngiltere, Türkiye ve ABD'de tekli yapı uygulanmaktadır” (Van den Berghe, 2002'den aktaran, Özsoy, 2011).

İkili yapılarda şirket yönetim kurullarının kendilerinden beklenen denetleyici ve teşvik edici özellikleri sergileyebilecekleri kabul edilir. Ancak tekli yönetim kurullarında denetleyici bir üst mekanizmanın bulunmaması hâkim hissedarların yönetim kurulu üzerinde üstünlük sağlayarak azınlık hissedarlar üzerinde bir sömürü gerçekleştirmesine sebep olabilir. Yine benzer bir şekilde profesyonel yöneticiler sahip oldukları özel bilgiler sayesinde kişisel karlarını ön plana çıkarabilirler. Bu durumun ortadan kaldırılması ve kurumsal yönetim amaçlarına ulaşılabilmesi için şirket yönetim kurullarında, yönetim kurulunun genişliği, icracı olmayan üyelerin varlığı, kurumsal yönetim ve denetim komitelerinin varlığı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığı ve yönetim kurulu başkanı ile icra kurulu başkanının ayrılması önem arz eder.

Yönetim kurulu genişliği kurumsal yönetim literatüründe oldukça tartışmalı bir konudur. Bir grup yazar, üye sayısı çok olan yönetim kurullarının üst yönetim tarafından baskı altına alınamayacağı nedeniyle şirket faaliyetlerinin denetimi ve gözetimi konusunda oldukça etkin olduğuna inanmaktadır. Ayrıca geniş yönetim kurullarının üye sayısı çokluğu nedeni ile daha çok bilgi birikimine ve beceriye sahip olacağını ve şirkete daha iyi bir danışmanlık hizmeti sağlayacağını söylemektedirler (Goodstein vd., 1994, Forbes ve Milliken, 1999, Mak ve Roush, 2000). Ancak bir grup yazar da geniş toplulukların koordinasyonun zor olduğunu ve bu nedenle şirket stratejik kararlarının alınmasında aksaklıklar çıkacağını belirterek üye sayısı az olan yönetim kurullarının şirket faaliyetleri üzerinde denetim ve gözetim etkinliklerinin daha fazla olacağını belirtmişlerdir (Jensen, 1993 ve Yermack, 1996).

Yönetim kurullarının bünyesinde icracı olmayan üyelerin ve bağımsız üyelerin bulunması şirketlerdeki kurumsal yönetim düzeyinin yüksek olduğuna işaret eder (Filatotchev ve Nakajima, 2010). Yönetim kurulları, şirket üst yönetiminin performansını değerlendirmek ve iyi performans gösteremedikleri takdirde yönetimi değiştirmekten sorumludur. Ancak yönetim kurulunda icracı üyelerin sayısı icracı olmayan üyelere oranla daha fazla olması durumunda, yönetim kurulunun üst yönetimi değiştirmesi zorlaşacaktır. Bunun sebebi ise icracı yöneticilerin kariyerlerinin şirket üst yöneticisine bağlı olmasıdır, kendi kariyerlerini riske atmak istemeyen icracı yönetim kurulu üyeleri şirket üst yönetiminin değişmesi konusunda isteksiz davranacaktır. Dolayısı ile performansın kötü olması durumunda üst

yönetimi değiştirme görevi icracı olmayan üyelere düşecektir (Weisbach, 1988). Bu nedenle yönetim kurullarının şirket kurumsal yönetim düzeyine katkıda bulunabilmesi için bünyesinde icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri bulundurmaları gerekmektedir. Her bağımsız yönetim kurulu üyesi aynı zamanda icracı olmayan yönetim kurulu üyesidir. Dolayısı ile şirket üst yönetimini gözetleme konusunda icracı olmayan yöneticiler ile temel olarak benzer nedenlerden dolayı etkilidirler. Ancak bir yönetim kurulu üyesinin “bağımsız” olarak nitelendirilebilmesi için bazı nitelikler taşıması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kurumu’na göre bağımsız yönetim kurulu üyelerinin aşağıdaki niteliklerin tümüne haiz olmaları gerekmektedir (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri).

Bu nitelikler;

- şirket, şirketin ilişkili taraflarından biri veya şirket sermayesinde doğrudan veya dolaylı olarak %5 veya daha fazla paya sahip hissedarların yönetim veya sermaye bakımından ilişkili olduğu tüzel kişiler ile kendisi, eşi ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhri hısımları arasında, son beş yıl içinde, doğrudan veya dolaylı istihdam, sermaye veya önemli nitelikte ticari ilişkinin kurulmamış olması,
- Son beş yıl içerisinde, başta şirketin denetimini, derecelendirilmesini ve danışmanlığını yapan şirketler olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin faaliyet ve organizasyonunun tamamını veya belli bir bölümünü yürüten şirketlerde çalışmamış ve yönetim kurulu üyesi olarak görev almamış olması,
- Son beş yıl içerisinde, şirkete önemli ölçüde hizmet ve ürün sağlayan firmaların herhangi birisinde ortak, çalışan veya yönetim kurulu üyesi olmaması,
- Yönetim kurulu görevi dolayısıyla hissedar ise sermayede sahip olduğu payın oranının %1’den fazla olmaması ve bu payların imtiyazlı olmaması,
- Bağlı oldukları mevzuata uygun olması şartıyla üniversite öğretim üyeleri hariç, kamu kurum ve kuruluşlarında, aday gösterilme tarihi itibarıyla ve seçilmesi durumunda görevi süresince, tam zamanlı çalışmıyor olmasıdır.

Yönetim kurullarında icra kurulu başkanı ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olmaması şirket kurumsal yönetim düzeyi için diğer bir belirleyicidir. Jensen (1993) icra kurulu başkanlığı ile yönetim kurulu başkanlığının aynı kişide toplanmasının icra kurulu başkanına yönetim kurulu karar alma süreçlerinde oldukça güç kazandıracağını belirtmektedir. Bu sayede icra kurulu başkanı alınan kararlarda kişisel karlarını hiç zorlanmadan öne çıkartabilecektir. Aynı zamanda bu durum yönetim kurullarının bir denetim mekanizması olarak çalışmasını sekteye uğratabilecektir. Bu nedenlerden dolayı İngiltere ve birçok ülkede şirket kurumsal yönetim düzeyini artırmak için icra kurulu başkanlığı ile yönetim kurulu başkanlığının ayrılması tavsiye edilmektedir (Chen ve Al-Najjar, 2011).

Yönetim kurullarında denetim ve kurumsal yönetim komitelerinin varlığı şirket içi kurumsal yönetim mekanizmalarının işlerliği açısından oldukça önemlidir. Denetim komiteleri şirket finansal raporlama süreçlerini denetleyerek tüm paydaşların karar alma süreçlerinde bu raporlara güvenlerini temin etmektedir. Ayrıca dış denetçiler ve şirket içi finans yöneticileri ile düzenli olarak gerçekleştirdikleri toplantılarda; şirketin finansal durumunu, denetim süreçlerini ve iç muhasebe kontrol sistemlerini değerlendirerek şirket içerisindeki güven ortamını sağlarlar (Klein, 2002). Kurumsal yönetim komiteleri ise şirketin bulunduğu ülkenin kurumsal yönetim konusunda yapmış olduğu yasalara veya tavsiyelere uyup uymadığını denetlemekle ve kurumsal yönetim konusunda yönetim kuruluna tavsiyelerde bulunmakla yükümlüdür (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri).

2. 4. Yasal Düzenlemeler

Bir kurumsal yönetim mekanizması olarak yasal sistemler, özellikle şirket içi mekanizmaların etkin olarak işlemediği durumlarda söz konusu mekanizmaların işlerlik kazanabilmesi için düzenleyici bir kimlik taşımaktadırlar.

Dünyada kurumsal yönetim ile ilgili yasal düzenlemeler incelendiğinde İngiltere’de yönetim kurullarını düzenleyerek kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmeyi amaçlayan düzenleme önerileri göze çarpar (Vinten,2002’den aktaran, Doğan,2007). Bu uygulamaları takiben Amerika Birleşik Devletleri’ndeki muhasebe hileleri sonucu yaşanan skandallardan sonra 2002 yılında kabul edilen Sarbanes-

Oxley Yasası, kurumsal yönetimle ilgili çok önemli düzenlemeler getirmiştir. Sarbanes-Oxley Yasası'nın, hem şirketlerin yönetilmeleri ile ilgili düzenlemeler yapması, hem kurumsal yönetimi şirket yönetiminin merkezine alan yasal düzenleme olması, hem de şirket müdürü (CEO) ve denetim kuruluna çıkar çatışmalarının önlenmesine ilişkin görevler yüklemesi kurumsal yönetime bakışı değiştiren üç önemli özelliktir (L.E. Mitchell'den aktaran, Doğan, 2007).

Shleifer ve Vishny (1997) literatürde bir diğer kurumsal yönetim mekanizması olan sahiplik yoğunluğunun vekâlet problemi temelli sorunları çözebilmesi için beraberinde kurumsal yönetimle ilgili yasal düzenlemenin de sağlanması gerektiğini belirtmiştir. Bu düşüncenin altında azınlık hissedarların hakim hissedarlar tarafından sömürülebileceği ihtimali yatmaktadır.

Kurumsal yönetim ile ilgili yasal düzenlemelere örnek olarak, bir hisse bir oy uygulaması, posta yolu ile oy kullanma, birikimli oy kullanımı, genel kurul öncesi hisselerin bloke edilememesi, azınlık hakları ve rüçhan hakkı gösterilebilir (La Porta vd., 2000).

Ayrıca kurumsal yönetim ile ilgili OECD 1999 ve 2004, SPK 2003 gibi kurumların çeşitli düzenlemeleri bulunmaktadır. Bu düzenlemeler "Kurumsal Yönetim İlkeleri" adıyla dört başlık altında sıralanmıştır: Pay sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulları.

Pay sahipliği ana başlığı altında düzenlenen kurumsal yönetim ilkeleri, pay sahiplerinin haklarının koylaştırılması, bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurula katılım hakkı, oy hakkı, azınlık hakları, kar payı hakları ve paylarının devri gibi konularda çeşitli düzenlemeler içermektedir. Bu düzenlemelere örnek olarak şirketlerde pay sahipleri ile ilişkiler birimi kurulmasının zorunlu hale getirilmesi ve pay sahiplerinin özel denetim talebinde bulunma hakları verilebilir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ana başlığı altındaki düzenlemeler ise, mevzuat dışında kamuya hangi bilgilerin açıklanacağını, bu bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkla ve hangi yollardan kamuya duyurulacağını, yönetim kurulunun veya yöneticilerin basın ile hangi sıklıkla görüşeceğini, kamunun bilgilendirilmesi için

hangi sıklıkla toplantılar düzenleneceğini, şirkete yöneltilen soruların yanıtlanmasında nasıl bir yöntem izleneceğini ve benzeri hususları içerir. Bu doğrultuda şirket internet siteleri ve faaliyet raporlarının içeriği hakkında çeşitli düzenlemeler yapılmıştır.

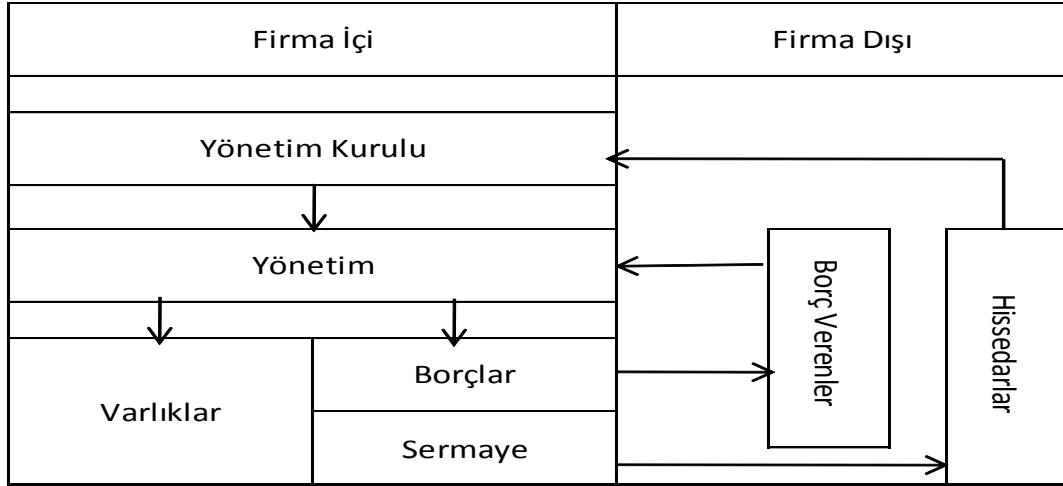
Menfaat sahipleri ile ilgili kurumsal yönetim ilkelerine göre şirketler; çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar gruplarının mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle düzenlenen haklarını koruma altına almakla yükümlüdürler. Bu konu ile ilgili olarak kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde, menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, insan kaynakları politikaları, müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler ve etik değerler ve sosyal sorumluluk başlıkları altında çeşitli düzenlemeler bulunmaktadır.

Yönetim kurulları ile ilgili kurumsal yönetim ilkeleri; kurulların işlevleri, faaliyet esasları, yapıları, toplantı şekilleri, bünyelerinde oluşturulan komiteler, üyelerine ve üst düzey yöneticilerine sağlanan mali haklar gibi konularda çeşitli düzenlemeler içermektedir. Söz konusu düzenlemeler yönetim kurullarının stratejik planlama ve denetim fonksiyonlarının işlerliğini sağlayarak, başta pay sahipleri olmak üzere tüm paydaşların menfaatlerini korumayı amaçlamaktadır(SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri).

3. LİTERATÜRÜN GELİŞİMİ

İşletme literatüründeki birçok çalışmada kurumsal yönetim firma içi yönetim ve firma dışı yönetim olarak iki farklı kategoride gruplandırılmıştır. Bilanço modeli esas alınarak hazırlanan Şekil 1’de söz konusu ilişkiler anlatılmaktadır.

Şekil 3. 1: Kurumsal Yönetime İlişkin Bilanço Modeli



Kaynak: (Ross vd., 2005'den aktaran Stuart, 2006)

Diyagramın sol tarafında firma içi yönetimin temelleri açıklanmaktadır. Şirket ortaklarına vekil olan profesyonel yöneticiler hangi varlıklara yatırım yapılacağına ve bu yatırımların nasıl finanse edileceğine karar verirler. Söz konusu kararları denetleyici olarak iç yönetim sisteminin tepesinde tavsiye ve gözetleme görevleri ile şirket ortaklarına karşı sorumluluğu bulunan yönetim kurulu yer almaktadır. Diyagramın sağ tarafında ise firmaların artan sermaye ihtiyaçlarını karşılayan firma dışı yönetim unsurları bulunmaktadır.

Bu noktada şirkette fon sağlayanlar ile fonları yönetenler arasında bir ayrım oluşmaktadır. Bu ayrım kurumsal yönetim ihtiyacını oluşturan en temel nokta olarak kabul edilebilir (Stuart, 2006).

3. 1. Yatırımcı Koruması

Şirket içerisindeki sermaye ve kontrol sahiplerinin ortak bir payda üzerinde dürüst bir şekilde çalışması her zaman mümkün olmamaktadır. Bazı durumlarda şirket içerisindeki büyük ortaklar bazı durumlarda ise profesyonel yöneticiler kişisel karlarını ön plana çıkartabilmektedir.

Şirkete sağlanan fonlar gerçekçi bir şekilde yatırımlar için harcanmadan kontrol hakkı elinde olan hissedarlar veya yöneticiler tarafından sömürülebilmektedir. Sömürü birçok şekilde gerçekleşebilir. Bu, kimi zaman finansal hilelerle kârı makyajlamak şeklinde olabileceği gibi, kimi zamanda transfer fiyatlaması, hisse senedi sulandırma ve varlık satışı gibi yollarla fonların, kontrol hakkı elinde bulunan hissedar ve yöneticilerin, sahip oldukları diğer şirketlere transfer etmesi şeklinde olabilir (La Porta vd., 2000).

Yöneticiler, şirket fonlarının doğrudan sömürülmesi dışında kar yönetimi gibi değişik uygulamalarla da ellerinde bulundurdukları kontrol gücüyle kişisel çıkarları doğrultusunda faaliyette bulunabilmektedirler. Aren (2003) yapmış olduğu çalışmada, şirket yöneticilerinin; daha fazla prim almak, planlı ve plansız yönetim değişikliklerinden etkilenmemek adına şirket karlarını gerçekten farklı gösterme eğilimi içerisinde olduklarını ifade etmiştir.

Çoğu ülkede azınlık hissedarların ve borç verenlerin kontrol hakkı elinde olan hissedarlar veya yöneticiler tarafından sömürülmesi yahut yanıltılması oldukça maliyetli olduğundan dolayı yatırımcı koruması çok önemli hale gelmiştir. Özellikle dış finansmana bağımlı olan şirketlerde bu risk ön plana çıkmaktadır.

Leuz ve diğerleri (2003) Worldscope veri tabanındaki 31 ülkede faaliyet gösteren 8.616 finansal olmayan şirketin 1990 ve 1999 yılları arasındaki kar yönetimi uygulamalarının söz konusu ülkelerdeki yatırımcı koruma düzeyiyle bir ilişkisinin olup olmadığını araştırmışlardır. Araştırmalarının sonucunda şirket hisselerinin yaygın olduğu, yatırımcı korumasının güçlü olduğu ve finansal piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde kar yönetimi uygulamalarının, sahiplik

yoğunluğu yüksek olan, yatırımcı koruması gelişmemiş ve finansal piyasaları sığ olan ülkelere nazaran göreceli olarak daha az rastlandığı sonucuna ulaşmışlardır.

La Porta ve diğerlerinin 1998 yılında 49 farklı ülke üzerinde şirket ortaklarının ve borç verenlerin yasal olarak ne kadar korunduklarını inceledikleri ünlü “Law ve Finance” adlı çalışmalarında ülkelerarası yasal korumanın o ülkelerdeki hukuk sistemlerinin kökeni ile ilişkisinin olduğunu savunmuşlardır. Aynı çalışmada İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri gibi “ortak hukuk” ülkelerinde yatırımcı korumasının güçlü, Alman ve İskandinav sivil hukuk ülkelerinde orta ve Fransız Hukuk sistemine bağlı olan ülkelerde zayıf olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca sahiplik yoğunluğunun özellikle yasal korumanın olmadığı ülkelerde oldukça yüksek oranda olduğunu belirtmişlerdir.

Özellikle yasal koruması gelişmemiş ülkelerde sahiplik yoğunluğu yasal korumanın ikamesi olarak kabul edilmektedir. Shleifer ve Vishny (1997) sahiplik korumasının vekâlet teorisi kaynaklı problemleri çözmeye oldukça etkin olduğunu ortaya koymuşlardır. Ancak aynı çalışmada sahiplik yoğunluğunun yüksekliği vekâlet problemlerini minimize etse de kontrol hakkı elinde olan büyük ortakların elinde bulundurdukları güç ile kişisel çıkarlarını ön plana alıp azınlık hissedar haklarını ihlal edebilecekleri yönünde bulgulara da ulaşmışlardır.

La Porta ve diğerlerinin yine 1999 yılında 27 gelişmiş ülkedeki 30 firmada büyük şirketlerin sahiplik yapısını ve son kontrol sahibi ortaklarını inceledikleri başka bir çalışma, yatırımcı koruması gelişmiş ülkeler hariç olmak üzere firmaların genellikle aileler ve devletin elinde olduğunu göstermektedir. Hisseleri dağılmış şirketlerin ise azınlıkta kaldıkları görülmüştür. Bu çalışmadaki bir diğer sonuç ise kontrolü elinde bulunduran ortakların ellerindeki kontrol gücünün piramit yapılar sayesinde nakit akış haklarını aştığı yönündedir.

Yatırımcı koruması diğer ülkelere oranla geride kalmış¹ bir diğer ülke olan Türkiye’de yapılan çalışmalar da bu savları destekler niteliktedir. Demirağ ve

¹ La Porta ve diğerlerinin 1998 yılında yayınladıkları “Law ve Finance” adlı makalede Türkiye’nin yatırımcı koruması bakımından oldukça zayıf olduğu söylenen Fransız Hukuk Sisteminde yer aldığı ve bu hukuk sistemini benimsemiş 21 ülke arasından hissedar hakları korunması bakımından 19. sırada olduğu belirtilmiştir.

Serter'in 2003 yılında, 1999 yılı sonu itibari ile İMKB'deki ilk 100 endeksi üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında sahiplik yoğunluğunun oldukça yüksek olduğunu belirtmişler ve şirketlerin kontrollerinin ailelerin elinde olduğunu açıklamışlardır. Aynı çalışmada Türkiye'deki büyük şirket grupları ve piramit yapılar sayesinde şirket ortaklarının nakit akış haklarından çok daha fazla kontrol hakkı sağladıkları sonucuna da ulaşılmıştır.

Shinong ve diğerleri (2009) ise devlet kontrolündeki firmalar için sahiplik ve yasal koruma arasındaki tipik ilişkinin var olmadığını iddia etmişlerdir. Devlet politik gücünü kullanarak şirket yönetimi üzerinde gözetleme ve denetleme faaliyetlerini yürütebilmekte ve diğer hissedarların haklarını koruyabilmektedir.

3. 2. Sahiplik ve Kontrol Yapısı

Yatırımcı korumasının şirket içi boyutları incelendiğinde şirket kontrolünün önemli bir odak noktası olduğu ortaya çıkmaktadır.

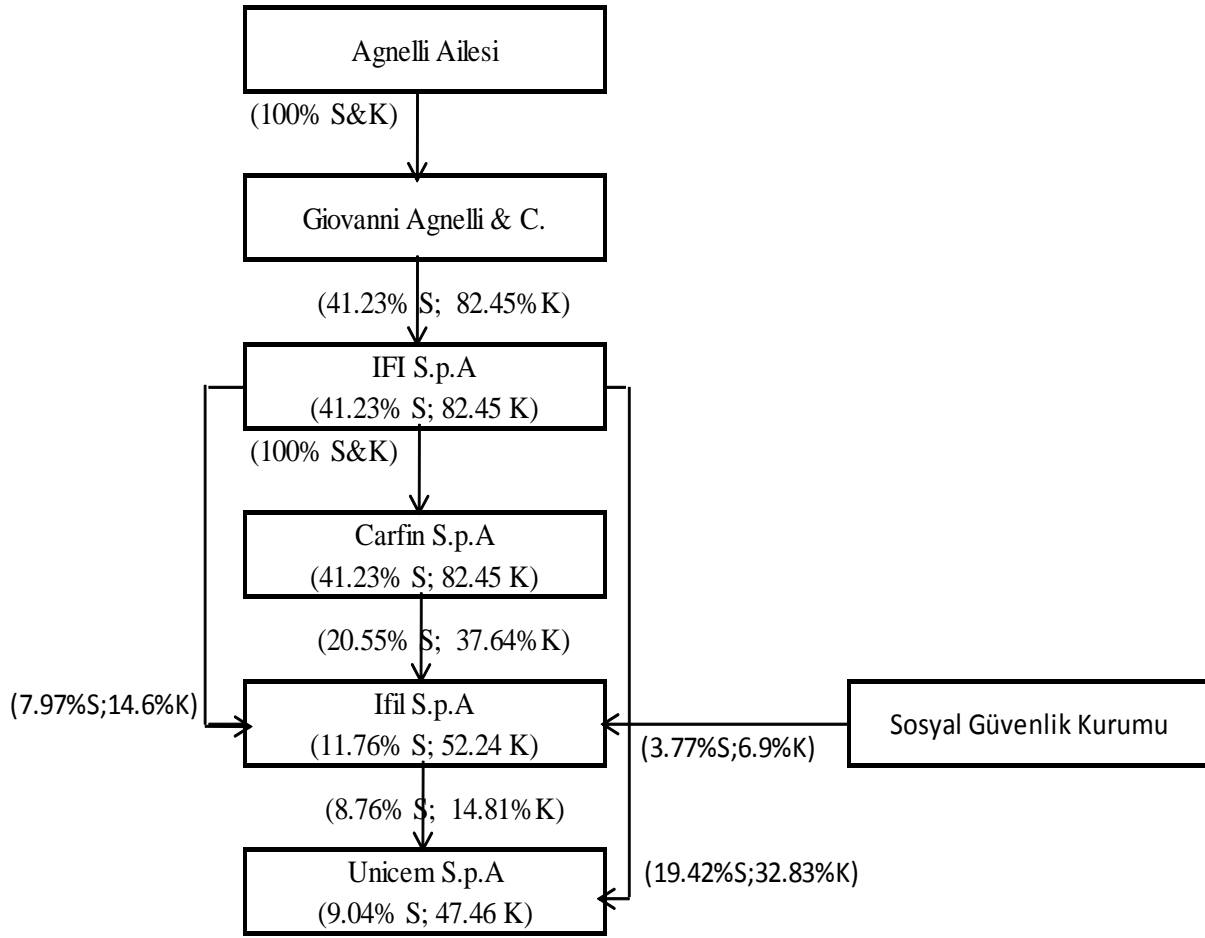
Şirket kontrolü genel kabul görmüş bir kavram olarak şirket üzerindeki oy hakkı ile açıklanmaktadır, ancak her zaman doğrudan oy hakkından yola çıkarak bir kişinin bir şirket üzerinde ne kadar kontrol hakkına sahip olduğunu bulmak gerçekten çok zordur. Çünkü günümüzde şirket ortaklık yapıları şirketlerin gerçek ortaklarının ve kontrol edenlerinin bulunmasının zorlaştığı oldukça karmaşık bir hal almıştır.

Özellikle Kıta Avrupa'sında ve Asya'da bulunan şirketlerde şirket ortakları piramit yapılar sayesinde nakit akış haklarından daha fazla oranda kontrol hakkını ellerinde tutabilmektedirler (Levy, 2007). Dyck ve Zingales (2004) ve Leuz ve diğerleri (2003) şirket kontrolünün elde tutulmasının şirket ortaklarına bazı özel karlar sağladığını belirtmiştir. Dolayısı ile şirket kontrolünü ele geçirmek için bir savaş vardır, kişi ve kurumlar bu savaşta kazanan taraf olmak için farklı yollara başvururlar.

Nakit akış haklarından daha fazla kontrol hakkı sağlamak için birkaç farklı yol mevcuttur. Holdingler, grup şirket yapıları, çift sınıflı hisse senetleri, çapraz hissedarlıklar ve piramit yapılar bu yollara örnek verilebilir. Faccio ve Lang (2002)

tarafından 13 Batı Avrupa ülkesindeki 5.232 şirketin kontrol ve son sahiplik yapısı incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda hisseleri yaygın olan şirketlerin oranının %36,93, aile şirketlerinin oranının ise %44,29 olduğu ortaya çıkmıştır. İngiltere ve İrlanda gibi “ortak hukuk” mensubu ülkelerde yaygın hissedarlık mevcut iken “Roma Hukuku” kökenli hukuk sistemlerini benimsemiş Kıta Avrupa’sı ülkelerinde firmaların kontrollerinin ağırlıklı olarak ailelerin elinde olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmanın bir diğer sonucu ise finansal şirketlerin ve büyük şirketlerin hisseleri yaygın iken finansal olmayan ve göreceli olarak daha küçük firmaların sahiplik yoğunluğunun yüksek olduğu yönündedir. Aynı çalışmada çift sınıflı hisse senetleri ve piramit yapılar sayesinde büyük hissedarların kontrol gücünü artırdıklarını söylemişler ancak sahiplik ve kontrol ayrımının çok az ülkede gerçekleştiğini belirtmişlerdir.

Şekil 3. 2: Piramit Yapı Örneği



Kaynak:(Faccio ve Lang, 2002)

Şekil 2’de İtalya’daki büyük bir şirket grubunun kontrol ve sahiplik yapısı gösterilmiş ve Agnelli Ailesinin Unicem üzerindeki kontrolü nasıl sağladığı açıklanmıştır. Şirket sahipliği ve kontrolü² sırası ile “S” ve “K” harfleri ile gösterilmektedir. Nakit akış hakkı olarak da adlandırılan şirket sahipliği ile kontrol hakkı arasındaki ilk ayırım çift sınıflı hisse senetleri ile meydana gelmiş ve şirket kontrolü için ilk avantaj burada sağlanmıştır³. Unicem doğrudan iki büyük hissedar tarafından kontrol edilmektedir: IFI ve IFIL. IFIL; 7.97% S; 14,6% K oranları ile

² Sahiplik ve Kontrol ayrımı sadece şirket ortakları ile profesyonel yöneticiler arasında gerçekleştiğini düşünmek yanlıştır. Söz konusu ayırım şirket ortakları arasında da gerçekleşebilmekte bir kısım şirket ortakları şirket sahibi iken aynı zamanda şirket kontrolünü de elinde bulundurabilmekte, bazı ortaklar ise şirket içinde diğer ortaklardan daha fazla hisse sahibi olmasına rağmen şirket kontrolünde yer alamayabilmektedirler.

³ Şekilde de görüleceği üzere Giovanni Agnelli IFI şirketi üzerinde %41,23 oranında nakit akış hakkına sahip iken elinde bulundurduğu çift sınıflı hisse senetleri sayesinde $(41,23 \times 2) = \%82,45$ oranında kontrol hakkına sahip olmaktadır.

doğrudan, 20.55% S; 37.64% K oranları ile Carfin üzerinden IFI tarafından kontrol edilmektedir. Carfin tamamı ile IFI tarafından kontrol edildiği için burada piramit yapıdan çok grup içi kontrol zincir sistemi hâkimdir. IFI doğrudan Agnelli Ailesi üyesi Giovanni Agnelli tarafından kontrol edilmektedir. Agnelli ailesinin Unicem üzerinde hiçbir hissesi bulunmamasına rağmen IFI-IFIL-Carfin-Unicem şeklindeki piramit yapı sayesinde şirketin kontrolünü sağladığı görülmektedir (Faccio ve Lang, 2002).

Kurumsal yönetim literatüründe sahiplik ve kontrol ayrımının yanı sıra sahiplik ve kontrolün kimler tarafından elde tutulduğu, bu kişi ve kurumlarının farklılaşmasının yatırımcı koruması ile vekâlet maliyetleri bakımından ne türlü etkilerinin olduğu da detaylı şekilde incelenmiştir.

Delgado-Garcia ve diğerlerinin 2000-2007 yılları arasında İspanyol firmaları üzerine yaptıkları çalışmada; şirketlerdeki büyük ortağın kendi gücünü artırırken şirket itibarını düşürdüğünü yönünde bulgular sağlamıştır. Şirketlerde hâkim ortağın varlığı, kontrol gücü anlamına gelmektedir. Bu kontrol gücü beraberinde kişisel karlar getirme ihtimali paydaşlar için olumsuz bir durumdur. Kendi çıkarlarının arka planda kalacağına inanan paydaşlar şirket hakkında olumsuz düşüncelere kapılmakta ve bu durum da şirket itibarını düşürebilmektedir.

Orbay ve Yurtoğlu 1990-2003 yılları arasında Türkiye'deki halka açık 218 şirket üzerinde yaptıkları panel analiz sonucunda şirketlerin %80'den fazlasının bir büyük ortağın elinde olduğunu belirtmişlerdir. Bu noktadan hareket ederek hâkim hissedarlık yapılarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkilerini araştırabilmek için araştırmacılar oy hakları ile nakit akım hakları arasındaki sapmanın Türkiye'deki kurumsal yatırımlar üzerindeki etkisini belirlemeye çalışmışlardır. Şirket performansı olarak kurumsal yatırım performansı, bu performansın ölçüsü olarak ise sermaye maliyeti ile ilgili olarak yatırım karlılığını seçmişlerdir. Firma performansını kurumların yatırım performansı olarak belirlemelerinin nedenini ise diğer çalışmalarda kullanılan aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve Tobin's Q gibi ölçütlerin işletme dışı faktörlere oldukça duyarlı olması olarak belirtmişlerdir.

Ruiz-Mallorquí ve Sanatana-Martin'in 1996-2009 yılları arasında İspanya Borsasındaki 111 şirketi panel analiz yöntemi ile inceledikleri çalışmalarında banka ve yatırım fonlarının şirketleri kontrol etmesi durumunda firma değeri üzerinde nasıl bir etkisi olacağını araştırmışlardır. Bankalar, yatırım fonları ve diğer büyük hissedarların oy hakları seviyesinden yola çıktıkları makalelerinde şirket kontrolünü bankaların veya yatırım fonlarının elinde bulundurup bulundurmamasına göre sahiplik yapısının firma değeri üzerinde farklı etkileri olduğunu bulmuşlardır. Şirket ortakları arasında bankalar olduğu zaman firma performansı ile negatif, yatırım ortaklıkları bulunduğu zaman ise firma değeri ile pozitif bir ilişkinin bulunduğunu iddia etmişlerdir. Söz konusu farklı etkilerin sebebi olarak yöneticilerinin kredi operasyonları, nakit akım yönetimi gibi bankalar ile çok sık gerçekleştirilen işlemlerde banka yöneticileri ile anlaşıp şirket fonlarını özel karları doğrultusunda kullanabilmesi ve dolayısı ile firma performansının negatif etkilenebileceği sayılmıştır. Yatırım fonlarının şirketlere yapmış oldukları yatırımların altında ise risk çeşitlendirmesi yatmaktadır. Bu sebepten ötürü şirket kontrolünde söz sahibi olan yatırım fonları şirketin finansal performansını düşürücü etkenlere karşı önlemini almaktadır. Dolayısı ile şirket ortakları arasında bir yatırım fonu bulunduğu zaman şirket performansı ile pozitif ilişki olduğu ifade edilmiştir.

Mizuno (2010) Tokyo Borsası'nda işlem gören firmalar üzerinde yaptığı çalışmada kurumsal yatırımcıların şirket ortağı olmasının kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini artıracaklarını ifade etmişlerdir. Buna karşın kurumsal yatırımcılar ile finansal performans arasında bir ilişki olduğuna ilişkin bir bulguya ulaşamamıştır.

Şirket kontrolünün kimlerin elinde olduğu firma dışı unsurlardan biri olan borç verenler için de oldukça önemlidir. Bu önem firma riskine bağlı olarak borç maliyetleri üzerinde olumlu veya olumsuz değişimlere neden olabilecek ve dolayısı ile firmanın finansal performansını etkileyebilecektir.

Anderson ve diğerlerinin 2003 yılında yapmış oldukları çalışmada borç verenlerin davranışları üzerinden kurucu aile yapısındaki şirketlerde vekâlet borç maliyetleri arasındaki ilişkileri incelemişlerdir. Lehman Brothers Bond Database ve S&P 500 Endüstri İndeksi'ndeki şirketler üzerine yaptıkları çalışmalarının

sonucunda kurucu aile yapısı içerisindeki şirketlerde borçların vekalet maliyetleri üzerinde belirgin azaltıcı etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Aynı şekilde bağımsız yönetim kurullarının da borçların vekalet maliyetleri üzerinde azaltıcı etkisinin mevcut olduğunu söylemişlerdir. Ancak şirket CEO'sunun aile üyesi olması durumunda bu maliyetlerin arttığını söylemelerine rağmen yine de aile şirketi olmayanlara göre daha düşük seviyede olduğunu eklemişlerdir. Bu pozitif ilişkinin temelinde firma riski yatmaktadır. Firma riski ne kadar yüksek olursa borç verenler bu riski karşılamak üzere o kadar yüksek faiz oranları isteyecek ve dolayısı ile borç maliyetleri artacaktır.

Borç verenlerin yatırım kararlarına şirket kurumsal düzeyi açısından bakıldığında şirket kontrolü yanında şirket şeffaflık düzeyi, ideal yönetim kurulu yapıları gibi firma riskini etkileyen diğer unsurlar da önem arz etmektedir. İşletme literatüründe özellikle gelişmekte olan ülkelerde yabancı portföy yatırımcılarının yatırım kararlarında söz konusu hususları dikkate aldıklarına ilişkin çalışmalara rastlamak mümkündür.

Bu çalışmalara örnek olarak Mangena ve Tauringana (2007)'nin 2001-2004 yılları arasında Afrika'nın en büyük ikinci borsası olan Zimbabwe'deki 67 şirket üzerinde yapmış oldukları çalışmaları örnek olarak gösterilebilir. Araştırmacılar çalışmalarında; şirket hisselerindeki kurumsal yatırımcı sahipliğinin oranı, yönetim kurullarındaki icracı olmayan yöneticilerin yüzdesi ve denetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayısı ile şirket hisselerinin yabancı sahipliği arasında pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Şirket yönetim kurullarının kurumsal yönetim bakış açısı ile idealize edilmesindeki en büyük etken şüphesiz ki söz konusu ülkelerdeki azınlık haklarını düzenleyici yasal uygulamalardır. Kim ve diğerlerinin (2007) on dört Avrupa ülkesinde gerçekleştirdikleri çalışmalarında azınlık hakları koruması ile sahiplik yapısı arasındaki genel kabul görmüş ters yönlü ilişkiyi tekrar ispatlarken, azınlık hakları koruması ile bağımsız yönetim kurulları arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Bir ülkedeki yatırımcı koruması ne kadar iyiyse o ülkedeki şirketlerin yönetim kurullarında o kadar bağımsız yönetim kurulu üyesi olduğu ile ilgili önemli

kanıtlar sunmuşlardır. Sahiplik yapısı ile yönetim kurulu bağımsızlığı arasında ise negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Azınlık haklarını düzenleyici yasal düzenlemeler dışında yönetim kurulu yapılarını belirleyen değişkenler de mevcuttur.

Linck ve diğerleri (2008) firmaların piyasa değerleri, borç oranları, farklı iş alanlarında faaliyet göstermeleri ve finansal performanslarının, yönetim kurulu genişliği ve bağımsız üye sayısı üzerinde etkili olduklarını vurgulamaktadırlar. Bu görüşlerinin arkasında yatan ana prensip karmaşık firmaların ideal yönetim kurulu yapılarına duydukları ihtiyaçtır. Farklı coğrafyalarda üretim gösteren, yaptıkları iş dolayısı ile karmaşık bir üretim ve finansal sistemi bulunan şirketler, yönetim kurullarında konuları hakkında uzman üyeler bulundurmak isteyecektir. Dolayısı ile bu durum şirket yönetim kurullarının genişlemesine ve bağımsız üyelerin artmasına neden olacaktır.

Yönetim kurulları gibi azınlık hissedarlar ile şirketteki hâkim hissedarlar arasındaki ilişkilerde düzenleyici etkisi olduğuna inanılan bir diğer konu da şirketlerin kar dağıtım politikalarıdır. İşletme literatüründe kurumsal yönetim kalitesinin ikamesi olarak şirket kar dağıtımını kullanan çalışmalara rastlamak mümkün olmaktadır.

Bae ve Goyal'in (2010) kurumsal yönetimin finansal liberalizasyon sürecinde firmalara katkı sağlayıp sağlayamadığını test etmek için Güney Kore'deki liberalizasyon sürecine paralel olarak firmaların kurumsal yönetim yapılarını inceledikleri çalışmalarında, kurumsal yönetimi üç farklı değişkenle ölçmüşlerdir: Grup üyesi olup olmaması, sahiplik yoğunluğu ve şirket kar payı dağıtımı. Çalışmalarının sonucunda iyi kurumsallaşmış firmaların liberalizasyonunun ardından borsadaki hisselerinde belirgin bir yükselme olduğu ortaya çıkmıştır. Firmalardaki yabancı ortak sayısının ise kurumsal yönetim yapısı gelişmemiş şirketlere oranla kurumsal yapısı gelişmiş şirketlerde oldukça yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

3. 3. Firma Performansı

Sahiplik ve kontrol ayırımından doğan vekalet problemleri beraberinde bir takım maliyetler doğurmakta, bu maliyetler de firma finansal performansını olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Gompers ve diğerlerinin 2003 yılında yapmış oldukları çalışmada; Amerika Birleşik Devletleri'ndeki 1500 firmanın kurumsal yönetim yapısı ile finansal performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Kurumsal yönetim kalitesini yöneticiler ve şirket ortakları arasındaki güç dengesinin kurulması olarak kabul eden araştırmacılar, bu konu hakkında ölçüm yapabilmek için kurumsal yönetim ile ilgili yirmi dört farklı madde içeren bir indeks kurmuşlar, finansal performans ölçütleri olarak borsa hasılatı ve firma değeri değişkenlerini kullanmışlardır. Borsa hasılatı olarak hisse senedi getiri oranları, firma değeri olarak ise Tobins Q Oranı değişkenlerini kullandıkları çalışmalarının sonucunda ise kurumsal yönetim ile borsa hasılatı ve firma değeri ilişkisinin pozitif⁴ yönde olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Aynı çalışmada şirketlerdeki düşük hissedar hakları korumasının; düşük karlılık, düşük satış büyümesi ve yüksek sermaye giderlerine neden olacağına dair kanıtlar sunmuşlardır.

Price ve diğerlerinin 2010 yılında Meksika'daki kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans ve şeffaflık üzerinde olan etkilerini araştırdıkları çalışmalarında ise kurumsal yönetim ve firma performansı arasında bir ilişki tespit edememişlerdir. Bu ilişkinin tespit edilememesinin nedenini ise azınlık hissedarlar ve hâkim ortaklar arasındaki vekâlet maliyet problemini, şirketlerin kar dağıtım politikaları ile çözmüş olmaları olarak açıklamışlardır.

Bir işletmedeki kurumsal yönetim kalitesine işaret eden ve dolayısı ile firma performansı üzerinde etkisi olması beklenen önemli bir gösterge ise şirket tepe yöneticilerine ödenen ücret ve benzeri ödemelerin yüksekliğidir. Ücret yüksekliğinin temel nedeni ise bilgi asimetrisi derecesinin yüksek olması olarak açıklanabilir. Aynı şekilde yüksek bilgi asimetrisi de vekalet maliyetlerinin yüksekliğine işaret eder.

⁴ 1990 Eylül 1999 Aralık aylarını kapsayan çalışmada 90'lı yılların başında kurumsal yönetim index'inin 1 puan artması durumunda Tobins Q değerinin %2,4 ve 90'lı yılların sonuna geldiği vakit ise %8,9 artışı hesaplanmıştır.

Bilindiği üzere yüksek vekâlet maliyetleri de kurumsal yönetim kalitesinin düşüklüğü ile ilgilidir ve finansal performansı düşürücü etkilere sahiptir (Core vd., 1999).

Kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki ilişkiye etkisi olan değişkenler de mevcuttur.

Örneğin Chen ve diğerlerinin 2010 yılında yayınlanan çalışmalarında şirketlerin dış finansman ihtiyaçlarının kurumsal yönetim kalitelerinin derecelerini artırıcı bir etki yarattığını vurgulamışlardır. Şirketlerde iyi kurumsal yönetim uygulamaları olduğu zaman, bunun yatırımcılara bilgi asimetrisi kaynaklı problemlerin daha az olacağını işaret ettiğini belirten araştırmacılar, bu konunun da yöneticiler ve hissedarlar arasındaki zıt isteklerin azalacağı yönünde bir etkisinin olduğuna vurgu yapmışlardır. Bu etkilerin nihayetinde de hissedarların servetinde artış meydana geleceğini, bu durumun şirketin yatırım çeşitliliğini artıracak ve böylelikle fon arz eden kesimden kolaylıkla ve az maliyetli bir şekilde dış finansman ihtiyacının karşılanabileceğini ifade etmişlerdir. Kurumsal yönetim uygulamaları iyi olan şirketlerin piyasa likiditelerinin daha iyi olması muhtemeldir, aynı şekilde bu şirketler için sermaye maliyetleri de oldukça düşüktür. Dış finansman ihtiyaçları ise bilgi asimetrisinden dolayı maliyetlidir. Araştırmacılar; dış finansmana ihtiyaç duyan şirketlerin bilgi asimetrisinden kaynaklanan maliyetleri azaltmak için kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini artırmaya çalıştıklarını belirtmişlerdir. Çalışmalarının sonucunda ise dış finansman ihtiyaçları ile kurumsal yönetim kalitesi üzerinde pozitif bir ilişki olduğu ile ilgili kanıtlar sunmuşlardır.

4. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA KURUMSAL YÖNETİM DÜZEYİNİN BELİRLEYİCİLERİ VE ETKİLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4. 1. Araştırmanın Amacı

Bilindiği üzere ABD'deki Sarbanes-Oxley yasası ve OECD'nin yayınlamış olduğu "Kurumsal Yönetim İlkeleri", ABD ve diğer ülkelerdeki şirketlerin kurumsal yönetim yapılarının şekillenmesinde büyük rol oynamışlardır. Dünyadaki bu gelişmelere paralel olarak Türkiye'de de Sermaye Piyasası Kurumu, yayınlamış olduğu "Kurumsal Yönetim İlkeleri" ile halka açık şirketlerin kurumsal yönetim yapılarını şekillendirmeye çalışmaktadır. Ancak şirketlerin kurumsal yönetim düzeylerinin şekillenmesinde söz konusu düzenlemelerin dışında birçok faktör etkili olmaktadır. Diğer taraftan Berle ve Means'den (1932) bu yana vekâlet problemlerinin dolayısı ile kurumsal yönetim eksikliğinin şirketlere ne gibi etkileri olduğu tartışma konusudur. Özellikle vekâlet problemlerinden kaynaklanan maliyetlerin finansal performansa doğrudan etki edip etmediği ve yatırımcıların yatırım tercihlerinde söz konusu problemleri göz önünde bulundurup bulundurmadığı tartışmaları halen devam etmektedir.

Bu çalışmada yukarıdaki kurumsal yönetim çerçevesi içerisinde öncelikle İMKB'de faaliyet gösteren şirketlerin, yasal düzenlemeler dışında kurumsal yönetim düzeylerinin gelişmesine neden olan diğer faktörlerin belirlenmesi amaçlanmaktadır. Diğer taraftan şirketlerin gelişen kurumsal yönetim düzeylerinin, finansal performans ve yabancı yatırımcı tercihleri üzerinde bir etkisinin olup olmadığı araştırılarak akademik literatüre katkıda bulunmak amaçlanmaktadır.

4. 2. Veriler

Çalışmanın örneklemini İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sportif ve Mali Endeksleri hariç olmak üzere tüm endeksinde analiz dönemimiz olan 2009 ve 2010 yıllarında kesintisiz olarak işlem gören 162 şirket oluşturmaktadır. Bu şirketlere ilişkin veriler sadece ikincil kaynaklardan elde edilmiştir. Piyasa Değeri, Dış

Finansman İhtiyaçları, Firma Performansı ve Kar Yönetimi ile ilgili veriler Finnet Analiz (Excel Add-In) veri tabanından, şirketlerdeki Kurumsal Yatırımcı ve Yabancı Yatırımcılara ilişkin veriler ise Merkezi Kayıt Kuruluşu internet sitesinde yer alan yıllık istatistik raporlarından sağlanmıştır. Kurumsal Yönetim ile ilgili veriler için ise şirketlerin internet sitelerinde yer alan kurumsal yönetim uyum raporlarından yararlanılmıştır.

4. 3. Araştırmanın Hipotezleri ve Modeli

Kurumsal yatırımcılar firmalara yapmış oldukları yatırımların getirisinden emin olabilmek için ellerinde bulundurdukları güç sayesinde firmalardan; şirket içerisinde bağımsız denetim mekanizmalarının kurulması ve yönetim kurullarının komite bazlı yönetim kurullarına dönüştürülmesi gibi şirket kurumsal yönetim düzeyini artırıcı etkisi de bulunan bazı taleplerde bulunmaktadır (Mizuno, 2010). Bu taleplerin yanında kurumsal yatırımcılar yapmış oldukları yatırımlardan yeterli getiriye elde edebilmek için şirket yönetimi üzerinde gözetleme etkinlerini artırmaktadır. (Brav vd., 2008 ve Del Guercio ve Hawkins, 1999'den Aktaran: Hadani, vd., 2011, Mande, vd.; 2011). Buradan hareketle ilk hipotezimiz;

H1: Firmadaki Kurumsal Yatırımcı Oranının Yüksekliği Firmanın Kurumsal Yönetim Düzeyini Arttırır.

Chen ve diğerleri (2010) dış finansman ihtiyaçları ile firma büyüklüğü arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir. Ruiz-Mallorquí ve Sanatana-Martin (2011) bankaların hâkim şirket ortağı yahut ikinci veya üçüncü büyük ortak olması durumunda pozitif bir ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir. Aynı şekilde Baek ve diğerleri (2004) kurumsal yatırımcılar ve firma büyüklüğü arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Dolayısı ile takip eden hipotezlerimiz;

H2a: Firmanın Dış Finansmana İhtiyaç Duymaması Firma Büyüklüğünü (Piyasa Değeri) Arttırır.

H2b: Kurumsal Yatırımcı Oranının Yüksekliği Firma Büyüklüğünü (Piyasa Değeri) Arttırır.

Mande ve diğeri (2011) küçük şirketlerin kamu tarafından yeterince gözetlenmemesi ve bu şirketler üzerinde kapsamlı analizlerin yapılmaması nedeni ile küçük şirketler içerisinde asimetrik bilgi düzeyinin yüksek olduğunu ve dolayısı ile kurumsal yönetim düzeylerinin düşük olduğunu belirtmiştir. Aksu ve Köseadağ (2006) bu görüşle tamamen tutarlı olarak büyük firmaların özellikle mali aracı şirketler tarafından yakından takip edildiğini ve politik risklerden kaçındıkları için kurumsal yönetim düzeylerini artıracaklarını söylemişlerdir. Diğer yandan Linck ve diğeri (2008) ve Coles ve diğeri (2008) piyasa değeri yüksek şirketlerin karmaşık olan operasyonlarını yürütebilmek ve gözetleyebilmek için yönetim kurullarını genişletme ve kurul içerisindeki bağımsız üyelerin sayısını artırma eğilimi içinde olduklarını vurgulamıştır. Buradan hareketle hipotezimiz,

H3: Firma Büyüklüğü (Piyasa Değeri) ile Kurumsal Yönetim Düzeyi Arasında Pozitif Bir İlişki Vardır.

Mizuno (2010) ve Mande ve diğeri (2011) kurumsal yatırımcı oranı ve kurumsal yönetim düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğunu ifade etmişlerdir. Aynı şekilde Linck ve diğeri (2008) ve Guest (2008) firma büyüklüğü ile kurumsal yönetim düzeyi arasında da pozitif bir ilişkinin olduğunu belirtmişlerdir. Diğer yandan Ruiz-Mallorquí ve Sanatana-Martin (2011) kurumsal yönetim düzeyinin belirleyicileri olan kurumsal yatırımcı oranı ve firma büyüklüğü arasında da pozitif bir ilişki olduğunu ifade etmiştir. Bu ilişkilerin yanında Guest (2008) firma büyüklüğünün kurumsal yönetim düzeyinin çok önemli bir belirleyicisi olduğunu belirtmiştir. Gerek kurumsal yatırımcı oranı, firma büyüklüğü ve kurumsal yönetim düzeyi arasındaki üçlü pozitif ilişki gerek firma büyüklüğünün kurumsal yönetim düzeyinin çok önemli bir belirleyici olması firma büyüklüğünün kurumsal yatırımcı oranının kurumsal yönetim düzeyine etkisini gölgelediği şüphesi uyandırmaktadır. Burdan hareketle takip eden hipotezimiz;

H4: Firma Büyüklüğü (Piyasa Değeri), Kurumsal Yatırımcı Oranının Kurumsal Yönetim Düzeyine Etkisini Gölgelemektedir.

Kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkinin teorik temelleri şirket paydaşları arasındaki bilgi asimetrisi kaynaklı vekâlet problemlerine

dayanmaktadır (Jensen ve Mecling, 1976). La porta ve diğerleri (1999) kontrol gücüne sahip olan hissedarların özel karlarını koruma güdüsüyle şirket kaynaklarını iktisap etmesi dolayısı ile firma değerinin düştüğü yönünde bulgulara ulaşmıştır. Diğer taraftan Gompers ve diğerleri (2003) ABD'deki düşmanca ele geçirme piyasaları odaklı çalışmalarında 1990 yıllar boyunca 1500 firmayı incelemişler ve şirketlerdeki kurumsal yönetim düzeylerinin hisse senedi getirisi ile pozitif ilişkili olduğunu açıklamışlardır. Klapper ve Love (2004) gelişmekte olan ülkelerde hissedar hakları ve performans adlı çalışmalarında firmalardaki kurumsal yönetim düzeyi ile firma Tobin's Q oranı ve ROA'sı arasında pozitif bir ilişkiye rastlamışlardır. Kula (2005) ise yönetim kurulu başkanı ve icracılık ayrılığı ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki raporlamıştır. Buradan hareketle takip eden hipotezlerimiz;

H5a: Kurumsal Yönetim Düzeyi Yükseldikçe firmanın kârlılığı (FVÖK/Toplam Aktifler) artar.

H5b: Kurumsal Yönetim Düzeyi Yükseldikçe Firmanın Tobins Q oranı Yükselir.

Firmalardaki yetersiz şeffaflık düzeyleri asimetrik bilgi problemlerine yol açmaktadır. Firmalardaki asimetrik bilgi problemi ise yabancı yatırımcıların yatırımın geri dönüşü hesaplamalarındaki risk primini artırmaktadır. Dolayısı ile yabancı yatırımcılar yatırım tercihlerini asimetrik bilgi düzeyi düşük olan firmalardan yana kullanacaklardır (Jiang ve Kim, 2004). Diğer yandan Mangena ve Taurigana (2007) ve Barniv ve Bao (2009) yabancı yatırımcıların yatırım tercihlerinde şirketlerdeki kurumsal yönetim mekanizmalarını dikkate aldıklarını ifade etmişlerdir. Dolayısı ile takip eden hipotezimiz;

H6: Kurumsal Yönetim Düzeyi Yükseldikçe Ülkedeki Yabancı Yatırımcıların Firmayı Tercih Etme Durumu Artar.

Klapper ve Love (2004) ve Gompers ve diğerleri (2003) kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerdeki vekâlet maliyetlerini azaltarak firma performansını arttırdığını ifade etmişlerdir. Hazarika ve diğerleri (2012) ve Hadani ve diğerleri (2011) ise şirketlerdeki kar yönetimi uygulamalarının vekâlet maliyetlerini

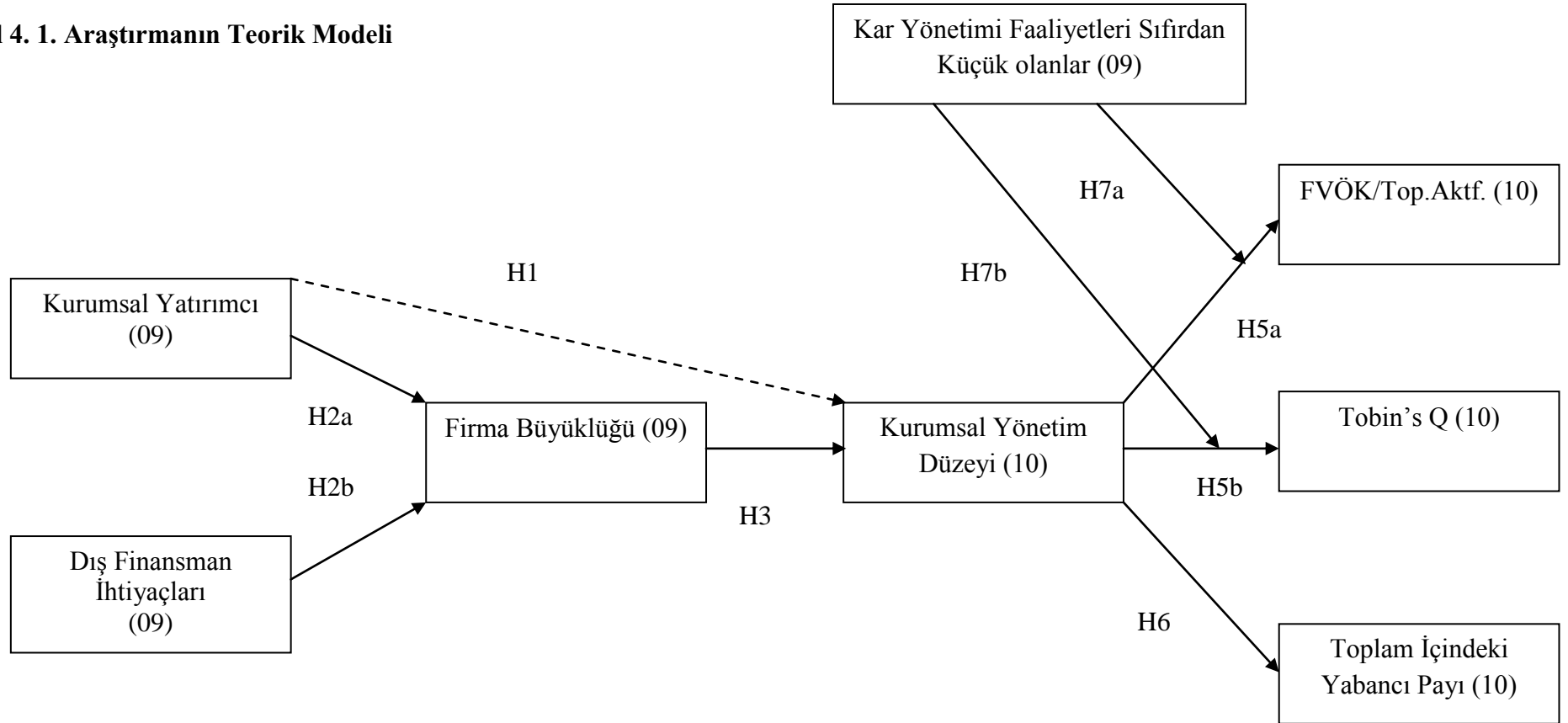
yükselttiğini ifade etmişlerdir. Dolayısı ile kar yönetimi uygulamalarının yapıldığı şirketlerde vekâlet maliyetleri belirgindir ve bu şirketlerde gelişen kurumsal yönetim uygulamaları vekâlet maliyetleri belirgin olmayan şirketlere oranla firma performansını artırma konusunda daha etkilidir. Bu noktadan hareketle takip eden hipotezlerimiz;

H7a: Bir önceki sene kârları azaltıcı yönde yapılan Kâr Yönetimi faaliyetleri Kurumsal Yönetim Düzeyinin firma performansı (FVÖK/Toplam Aktifler) üzerindeki etkisini artırır.

H7b: Bir önceki sene kârları azaltıcı yönde yapılan Kâr Yönetimi faaliyetleri Kurumsal Yönetim Düzeyinin firma performansı (Tobins Q) üzerindeki etkisini artırır.

Yukarıdaki hipotezlerimizi test etmek için kullanacağımız model aşağıdaki şekilde resmedilmiştir. Modelin sol tarafında şirketlerdeki kurumsal yönetim düzeyinin belirleyicileri arasındaki ilişkiler, sağ tarafında ise kurumsal yönetim düzeyinin etkilerini gösteren ilişkiler gösterilmiştir.

Şekil 4. 1. Araştırmanın Teorik Modeli



4. 4. Araştırmanın Değişkenleri

Araştırmamızda kullanacağımız değişkenlerimiz, Firma Büyüklüğü, Dış Finansman İhtiyaçları, Kurumsal Yatırımcı Oranı, Kurumsal Yönetim Düzeyi, Kar Yönetimi Uygulamalarının Yönü, Firma Performansı ve Yabancı Yatırımcı Tercihleridir.

Firma Büyüklüğü

Çalışmamızda Firma Büyüklüğünü vekâleten ilgili şirketin 2009 yılı sonundaki Piyasa Değerinin Doğal Logaritması kullanılmıştır (Aksu ve Köseadağ, 2006, Yu, 2008, Lasfer, 2006).

Dış Finansman İhtiyaçları

Örneklelimizde yer alan şirketlerin dış finansmana ihtiyaç duyup duymadığını tespit amacı ile Demirgüç-Kunt ve Maksimovic (1998) ve Durnev ve Kim (2005)'in geliştirmiş oldukları yaklaşım izlenecektir (Chen vd., 2010). Söz konusu yaklaşımda şirketin gerçekleşen büyüme oranının sürdürülebilir büyüme oranından büyük olması durumunda takip eden yıl boyunca dış finansman ihtiyacı duyması beklenmektedir. Çalışmada gerçekleşen büyümeyi vekâleten ilgili yılda gerçekleşen Toplam Aktif Büyüme Yüzdesi, sürdürülebilir büyümeyi vekâleten ise $ROE/(1-ROE)$ formülasyonu kullanılacaktır. Çalışmamızda ROE ilgili şirketin yılsonu net karlarının şirket öz sermayesine oranlanması sonucu hesaplanmıştır. Toplam Aktif Büyüme Yüzdesi ve $ROE/(1-ROE)$ oranları arasındaki fark pozitif ise şirketin ilgili yılda dış finansmana ihtiyaç duyması beklenmekte ve değişkenimiz "1" değerini almakta aksi takdirde ise şirketin aktif büyümesini kendi kaynakları ile finanse edeceği düşünülerek dış finansmana ihtiyaç duymaması beklenmekte ve değişkenimiz "0" değerini almaktadır.

Kurumsal Yatırımcı Oranı

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem yapan Kurumsal Yatırımcıların tespiti amacıyla Merkezi Kayıt Kuruluşu ile elektronik posta yoluyla iletişime geçerek yatırımcı sınıflandırmasına ilişkin kimlik tiplerine ilişkin bilgiler elde edilmiştir. Söz konusu kimlik tipleri aşağıdaki şekilde belirtilmiştir.

- Tüzel Kişiler: Ticaret Sicil Kaydı Bulunan Yatırımcılar.
- Gerçek Kişiler: Medeni Kanun'da Tanımı Yapılmış kişiler.
- Fon: Yatırım Fonu Niteliğindeki Yatırımcılar.
- Yatırım Ortaklığı: Yatırım Ortaklığı Niteliğindeki Yatırımcıları.
- Diğer: Dernek ve Vakıf Benzeri Yatırımcılar.

Çalışmamızda Kurumsal Yatırımcılar olarak yukarıda tanımları verilen; Tüzel Kişiler, Fon Yatırımcıları, Yatırım Ortaklıkları ve Diğer Yatırımcılar kabul edilmiştir. Daha sonra ise kurumsal yatırımcıların ilgili şirketteki kurumsal yönetim düzeyinin etkisinin belirlenmesi amacı ile Kurumsal Yatırımcı Oranı; söz konusu yatırımcıların ellerinde bulundurdukları hisselerin şirketin borsada işlem gören hisselerine oranlanması sonucu hesaplanmıştır(Mizuno, 2010).

Kurumsal Yönetim Düzeyi

Çalışmamızda şirketlerin Kurumsal Yönetim Düzeylerini belirlemek amacı ile altı maddelik bir ölçek geliştirilmiştir. Söz konusu ölçeğin ilk beş maddelik kısmı şirketlerin yönetim kurulu yapıları ile ilgilidir. Ölçeğin son maddesini ise dört büyük denetim şirketinden birisi ile denetim sözleşmesi imzalayıp imzalamaması oluşturmuştur (Mitton, 2002). Yönetim kurullarının gözetleme ve denetleme faaliyetlerini yerine getirebilmeleri için; üye sayısının çokluğu (Forbes ve Milliken, 1999, Goodstein vd., 1994 ve Mac ve Roush, 2000), icracı olmayan üyelerin icracı üyelere oranına fazlalığı ve bağımsız üyelerin bulunması (Filatotchev ve Nakajima,2010, Bhagat ve Black,1999), denetim komitelerinin bulunması (Klein, 2002) ve son olarak yönetim kurulu başkanlığı ile icra kurulu başkanlığının kişi olarak ayrılması (Jensen, 1993) önem arz etmektedir. Bu doğrultuda şirket yönetim kurullarının yukarıda belirtilen özellikleri taşıyıp taşıyamaması ve dört büyük denetim

şirketinden birisi ile denetim sözleşmesi imzalayıp imzalamaması değerlendirmeye tutulmuş ve aşağıdaki şekilde puanlanmıştır.

- İlgili şirketin yönetim kurulu üye sayısı örneklem ortalamasından büyükse, '1', değilse '0' puan,
- İlgili şirketteki icracı olmayan üye sayısı icracı üye sayısından büyükse '1', değilse '0' puan,
- İlgili şirket bünyesinde Sermaye Piyasası Kurumu'nun tanımladığı özellikleri taşıyan bağımsız üye bulunduruyorsa '1', bulundurmuyorsa '0' puan,
- İlgili şirket yönetim kurulunda Kurumsal Yönetim Komitesi oluşturmuşsa⁵ '1', oluşturmamışsa '0' puan.
- İlgili şirketin yönetim kurulu başkanlığını ve icra kurulu başkanlığını aynı kişinin yürütmemesi durumunda '1', yürütmesi durumunda '0' puan⁶,
- İlgili şirketin bağımsız denetim hizmetini dört büyük olarak adlandırılan "Price Waterhouse Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young ve KPMG" denetim şirketlerinden alması durumunda '1', aksi takdirde '0' puan verilmiştir.

Örneklemimizde bulunan 162 şirket yukarıdaki şekilde puanlamaya tabi tutularak her şirketin Kurumsal Yönetim Düzeyleri en düşük seviye 0 puan ve en yüksek seviye 6 puan olarak belirlenmiştir

⁵ Denetim Komitelerinin SPK tarafından İMKB'de işlem gören şirketler için kurulması zorunlu olduğu için, bu komite yerine kurumsal yönetim komitesi ele alınmıştır.

⁶ İcracı ve icracı olmayan üye ayrımı yapılmayan şirketler için 2. Ve 5. Maddeler için 0 puan verilmiştir.

Kar Yönetimi

“Örneklelimizdeki firmalarının kar yönetimini tespit etmek amacı ile Düzeltilmiş Jones Modeli kullanılmıştır (Aren, 2003). Düzeltişmiş Jones Modeli üç aşamalı bir modeldir.

Eşitlik (4. 1)

$$\text{Toplam Tahakkuklar} = \frac{\Delta\text{Dönen Varlıklar} - \Delta\text{KVB} - \Delta\text{Nakit} + \Delta\text{UVYK ve KVYK} - 12 \text{ Aylık Amor}}{\text{Önceki Dönem Aktif Toplamı}}$$

İlk olarak yukarıdaki formül yardımı ile toplam tahakkuklar hesaplanır. Bu işlemin ardından Toplam Tahakkukları tahmin etmek için aşağıdaki model oluşturulur.

Eşitlik (4. 2)

$$\text{Toplam Tahakkuklar} = \beta_1 \left(\frac{1}{\text{Toplam Aktifler}_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta\text{Gelirler}_{t-1}) + \beta_3 (\text{Arazi} + \text{Bina} + \text{Makina}_{t-1}) + e_t$$

Son olarak kar yönetiminin güçlü bir işareti olarak kabul edilen ihtiyari tahakkuklara ilişkin regresyon modeli oluşturulur.

Eşitlik (4. 3)

$$\text{İhtiyari Tahakkuklar} = \beta_1 \left(\frac{1}{\text{Toplam Aktifler}_{t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta\text{Gelirler}_{t-1} - \Delta\text{Alacaklar}_{t-1}) + \beta_3 (\text{Arazi} + \text{Bina} + \text{Makina}_{t-1}) + e_t$$

Çalışmamızda Düzeltilmiş Jones Modeli takip edilerek ilk eşitliğimizden hareketle her firma ve her analiz yılı için toplam tahakkuklar hesaplanmıştır. Daha sonra ikinci eşitlikte ifade edilen regresyon modeli yardımı ile (β_1, β_2 ve β_3) regresyon katsayıları hesaplanmış ve kar yönetimi faaliyetlerinin varlığına işaret ettiği kabul edilen ihtiyari tahakkuk tahmin modeline (β_1, β_2 ve β_3) regresyon katsayıları olarak kullanılmıştır.

Eşitlik (4.1), (4.2) ve (4.3)'de Toplam ve İhtiyari Tahakkuk hesaplamalarında kullanılan bilanço kalemleri ile ilgili açıklamalar aşağıdaki gibidir.

Dönen Varlıklar

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki dönen varlık değerleridir.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki kısa vadeli borçlar değerleridir.

Nakit

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki nakit kalemidir.

Uzun ve Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki kısa vadeli borçlar ve uzun vadeli borçlar toplamıdır.

Amortismanlar

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki maddi duran varlıkları için birikmiş amortisman değerleri.

Önceki Dönem Aktif Toplamı

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki toplam aktif değerleridir.

Alacaklar

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki kısa vadeli alacaklar ve diğer alacak değerleridir.

Gelirler

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki esas faaliyet karı, diğer faaliyetlerden gelirler ve karlar ve karlar kalemlerinin toplamıdır.

Arazi, Bina ve Makine

Firmaların SPK'nın istediği formatta ve bağımsız denetimden geçmiş şekliyle elektronik ortamda sundukları bilançolarındaki arazi ve arsalar, binalar ve makine ve cihazlar kalemlerinin toplamıdır”.

Firma Performansı

Çalışmamızda firma performansını vekaleten ROA ve Tobin's Q oranları kullanılmıştır(Klapper ve Love, 2004). ROA oranı firmanın muhasebe performansını, Tobin's Q oranı ise piyasa performansını temsil etmektedir. Çalışmamızda ROA oranı Faaliyet ve Vergi Öncesi Karın Toplam Aktiflere oranlanması sonucu elde edilmiştir. Tobin's Q oranı ise ilgili şirketin Piyasa Değerinin yine aynı şirketin Toplam Aktiflerine oranlanması sonucu hesaplanmıştır.

Yabancı Yatırımcı Oranı

Yabancı Yatırımcı Oranı; yabancı yatırımcıların ellerinde bulundurdukları ilgili şirket hisselerinin borsadaki toplam yabancı payına oranlanması sonucu hesaplanmıştır(Mangena ve Tauringana, 2007).

4. 5. Analizler

Çalışmamızda hipotezler tek tek test edilerek, raporlanıp yorumlanmıştır.

H1: Firmadaki Kurumsal Yatırımcı Oranının Yüksekliği Varlığı Firmanın Kurumsal Yönetim Düzeyini Arttırır.

Yukarıdaki hipotezimi test etmek amacı ile eşitlik (4. 4)'deki basit regresyon modeli kurulmuştur.

$$KYD_{it} = \beta_1(KYO)_{it-1} + e_{it-1} \quad (4. 4)$$

Yukarıdaki regresyon modelinde bağımlı değişkenimiz, Kurumsal Puanı (KYD) , Bağımsız değişkenimiz ise Kurumsal Yatırımcı Oranıdır (KYO). Ayrıca t-1 2009 yılını t dönemi ise 2010 yılını temsil etmektedir.

Tablo 4. 1. Kurumsal Yatırımcı Oranı ve Kurumsal Yönetim Düzeyine İlişkin Regresyon Analiz Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R ²	P
Bağımlı Değişken	Kurumsal Yönetim Düzeyi			0,634	0,000
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yatırımcı Oranı	0,798	0,000		

Yapılan regresyon analizinde Kurumsal Yatırımcı Oranı ile Kurumsal Yönetim Düzeyi arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Tablo 4.1'den de anlaşılacağı üzere modelimiz 0,000 hata payı düzeyinde anlamlıdır ve modelin açıklama oranı yaklaşık olarak 0,64'tür. Kurumsal Yatırımcı Oranıdaki bir puanlık artış Kurumsal Yönetim Düzeyinde 0,798'lik bir artışa sebep olmaktadır. Bu bilgiler ışığında birinci hipotezimiz doğrulanmaktadır.

H2a: Firmanın Dış Finansmana İhtiyaç Duymaması Firma Büyüklüğünü (Piyasa Değeri) Artırır.

H2b: Kurumsal Yatırımcı Oranının Yüksekliği Firma Büyüklüğünü (Piyasa Değeri) Artırır.

Yukarıdaki hipotezlerimizi test etmek amacı ile eşitlik (4.5)'deki regresyon modeli kurulmuştur.

$$\ln PD_{it} = \beta_1(KYO)_{it} + \beta_2(DFI)_{it} + e_{it} \quad (4.5)$$

Yukarıdaki regresyon modelinde bağımlı değişkenimiz, Piyasa Değerinin Doğal Logaritması ln (PD), Bağımsız değişkenlerimiz ise Kurumsal Yatırımcı Oranı (KYO) ve Dış Finansman İhtiyaçlarıdır (DFI).

Tablo 4. 2. Dış Finansman İhtiyaçları, Kurumsal Yatırımcı Oranı ve Piyasa Değerine İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R ²	P
Bağımlı Değişken	Piyasa Değeri			0,430	0,000
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yatırımcı Oranı	0,632	0,000		
	Dış Finansman İhtiyaçları	-0,130	0,032		

H2a ve H2b hipotezlerimizin sınanması için kurulan regresyon modelinin test sonuçları yukarıdaki gibidir. Modelimizin açıklama oranı 0,43'tür ve 0,000 hata payı düzeyinde anlamlıdır. Tek başına Kurumsal Yatırımcı Düzeyindeki bir birimlik artış Piyasa Değerinde 0,63'lük bir artışa sebep olurken, Dış Finansman İhtiyacındaki bir birimlik azalış Piyasa Değerinde 0,13'lük bir artışa sebep olmaktadır. Kurumsal Yatırımcı Oranı değişkeni 0,000 hata payı düzeyinde, Dış Finansman İhtiyaçları Değişkeni ise 0,05 hata payı düzeyinde anlamlıdır. Bu bilgiler ışığında H2a ve H2b hipotezlerimiz de doğrulanmaktadır.

H3: Firma Büyüklüğü (Piyasa Değeri) ile Kurumsal Yönetim Düzeyi Arasında Pozitif Bir İlişki Vardır.

Yukarıdaki hipotezimi test etmek amacı ile eşitlik (4. 6)'deki basit regresyon modeli kurulmuştur.

$$KYD_{it} = \beta_1(KYO)_{it-1} + e_{it-1} \quad (4. 6)$$

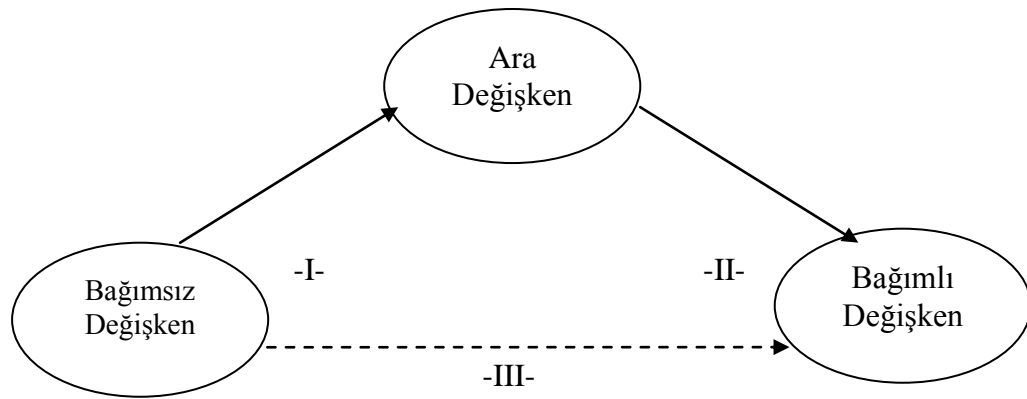
Tablo 4. 3. Piyasa Değeri ve Kurumsal Yönetim Düzeyine İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R ²	P
Bağımlı Değişken	Kurumsal Yönetim Düzeyi			0,828	0,000
Bağımsız Değişkenler	Piyasa Değeri	0,911	0,000		

Üçüncü hipotezimizi test etmek amacı ile kurmuş olduğumuz regresyon modelinin sonuçları yukarıdaki gibidir. Modelin açıklama oranı 0,83'tür ve 0,000 düzeyinde anlamlıdır. Şirketlerin piyasa değerlerinin doğal logaritmasındaki bir birimlik artış kurumsal yönetim düzeyi üzerinde 0,911 değişime neden olmaktadır. Regresyon sonuçları incelendiğinde Piyasa Değerinin Kurumsal Yönetimin Düzeyinin çok önemli bir belirleyicisi olduğu görülmektedir.

H4: Firma Büyüklüğü (Piyasa Değeri), Kurumsal Yatırımcı Oranının Kurumsal Yönetim Düzeyine Etkisini Gölgelemektedir.

Bilindiği üzere bir gölgeleme yada ara değişken etkisinden bahsedilebilmesi için şekil 1’de gösterilen I, II ve III ilişkilerinin bulunması ve ara değişkenin modele dahil edildikten sonra III. İlişkinin azalması veya tamamen ortadan kalkması gerekmektedir (Demircan, 2003’den aktaran: Alpkan vd., 2005).



Şekil 4. 2. Ara Değişken Etkileri

Şekil 4. 2’yi çalışmamıza uyarladığımız da bağımsız değişkenimiz “Kurumsal Yatırımcı Oranı”, ara değişkenimiz “Piyasa Değeri” ve bağımlı değişkenimiz “Kurumsal Yönetim Düzeyi” olmaktadır.

I, II ve III ilişkilerinin tespiti amacı ile aşağıdaki korelasyon tablosunu oluşturuyoruz.

Tablo 4. 4. Kurumsal Yatırımcı Oranı, Piyasa Değeri ve Kurumsal Yönetim Düzeyine İlişkin Korelasyon Analizi Sonuçları

KORELASYON ANALİZİ	Kurumsal Yatırımcı Oranı	Piyasa Değeri	Kurumsal Yönetim Düzeyi
Kurumsal Yatırımcı Oranı	1	0,648**	0,375**
Piyasa Değeri	0,648**	1	0,516**
Kurumsal Yönetim Düzeyi	0,375**	0,516**	1

** Korelasyon %99 düzeyinde anlamlıdır.

Görüldüğü üzere ilk olarak yapılan korelasyon analizi Kurumsal Yatırımcı Oranı, Piyasa Değeri ve Kurumsal Yönetim Düzeyi arasında 0,99 güvenirlilikte ilişkilerin olduğunu göstermektedir.

Bu analizleri takiben yapılan regresyon analizi sonuçları aşağıdaki tabloda raporlanmıştır.

$$KYD_{it} = \beta_1 \ln (PD)_{it-1} + \beta_2 KYO_{it-1} + e_{it-1} \quad (4.7)$$

Tablo 4. 5. Kurumsal Yatırımcı Oranı, Piyasa Değeri ve Kurumsal Yönetim Düzeyine İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R ²	P
Bağımlı Değişken	Kurumsal Yönetim Düzeyi			0,259	0,000
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yatırımcı Oranı	0,07	0,433		
	Piyasa Değeri	0,47	0,000		

Tablo 4.5'te görüldüğü üzere ilk hipotezimiz çerçevesinde yapılan analizde anlamlı olan Kurumsal Yatırımcı Oranı, Piyasa Değeri değişkenin gölgeleme etkisi sonucu 0,5 hata payı ile anlamsız hale gelmiştir.

Kurumsal yönetim düzeyinin belirlenmesi amacı ile yapmış olduğumuz analizleri özetlediğimizde; Piyasa Değerinin Kurumsal Yönetim Düzeyinin çok önemli bir belirleyicisi olduğu, aynı şekilde tek düşünüldüğünde Kurumsal Yatırımcı Oranın da Kurumsal Yönetim Düzeyinin bir belirleyicisi olmasına rağmen Piyasa Değerinin ara değişken (mediating effects) etkisi ile Kurumsal Yatırımcı Oranını gölgelediği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak Kurumsal Yatırımcı Oranı ve Dış Finansman İhtiyaçları Piyasa Değeri üzerinden Kurumsal Yönetim Düzeyini etkileyebilmektedirler.

H5a: Kurumsal Yönetim Düzeyi Yükseldikçe firmanın kârlılığı (FVÖK/Toplam Aktifler) artar.

H5b: Kurumsal Yönetim Düzeyi Yükseldikçe Firmanın Tobins Q oranı Yükselir.

H5a ve H5b hipotezlerimizi test etmek amacı ile aşağıdaki basit regresyon modelleri oluşturulmuştur.

$$FV/AK_{it} = \beta_1(KYD)_{it} + e_{it} \quad (4.8)$$

$$Q_{it} = \beta_1(KYD)_{it} + e_{it} \quad (4.9)$$

Tablo 4. 6. Kurumsal Yönetim Düzeyi ve FVÖK/Toplam Aktiflere İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R ²	P
Bağımlı Değişken	FVÖK/ Toplam Aktifler			0,384	0,000
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yönetim Düzeyi	0,623	0,000		

H5a hipotezimizi test etmek için kurmuş olduğumuz basit regresyon modelinin sonuçları yukarıdaki gibidir. Modelin açıklama oranı yaklaşık olarak 0,384'tür ve modelimiz 0,000 hata payı düzeyinde anlamlıdır. Analiz sonuçlarına göre Kurumsal Yönetim Düzeyindeki bir birimlik artış firma FVÖK/Toplam Aktifler oranında %62,3'lük bir artışa neden olmaktadır. Dolayısı ile H5a hipotezimizi kabul ediyoruz.

Tablo 4. 7. Kurumsal Yönetim Düzeyi ve Tobins Q oranına İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R2	P
Bağımlı Değişken	Tobins Q			0,275	0,000
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yönetim Düzeyi	0,529	0,000		

Yine aynı şekilde H5b hipotezimizi test etmek için kurmuş olduğumuz basit regresyon modelinin sonuçları da yukarıdaki gibidir. Modelin açıklama oranı yaklaşık olarak 0,28'dir ve modelimiz 0,000 hata payı düzeyinde anlamlıdır. Analiz sonuçlarına göre Kurumsal Yönetim Düzeyindeki bir birimlik artış firma Tobin's Q oranında 0,53'lük bir artışa neden olmaktadır ve 0,000 hata payı ile anlamlıdır. Bu sonuçlara göre H5b hipotezimiz kabul edilmektedir.

H6: Kurumsal Yönetim Düzeyi Yükseldikçe Ülkedeki Yabancı Yatırımcıların Firmayı Tercih Etme Durumu Artar.

Tablo 4. 8. Kurumsal Yönetim Düzeyi ve Yabancıların Toplam Payına İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R2	P
Bağımlı Değişken	Yabancıların Top. Payı			0,121	0,000
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yönetim Düzeyi	0,355	0,000		

Ülkedeki yabancı yatırımcıların firmayı tercih etmelerinde Kurumsal Yönetim Düzeyinin etkisini gösteren regresyon modeli 0,000 hata payı düzeyinde anlamlıdır ve modelin açıklama oranı 0,121'dir. Bağımsız değişkenin katsayı da 0,000 hata payı düzeyinde anlamlı ve bir birimlik değişimin bağımlı değişken üzerindeki değişimi %35 civarındadır.

H7a: Bir önceki sene kârları azaltıcı yönde yapılan Kâr Yönetimi faaliyetleri Kurumsal Yönetim Düzeyinin firma performansı (FVÖK/Toplam Aktifler) üzerindeki etkisini artırır.

H7b: Bir önceki sene kârları azaltıcı yönde yapılan Kâr Yönetimi faaliyetleri Kurumsal Yönetim Düzeyinin firma performansı (Tobins Q) üzerindeki etkisini artırır.

Firmaların Kâr Yönetimi faaliyetlerini tespit etmek için Düzeltilmiş Jones Modeli kullanılmıştır. Bu modelden hareketle her firmanın ihtiyari tahakkukları hesaplanmıştır. Hesaplanan ihtiyari tahakkuklardan hareketle kâr yönetim faaliyetlerinin yönü araştırılmıştır.

Kurumsal yönetim düzeyinin hesaplandığı yıldan bir önceki yılda yapılan kârları azaltıcı yöndeki (negatif ihtiyari tahakkuklar) faaliyetler bir sonraki sene Kurumsal Yönetim düzeyi ile birlikte kârlarda daha yüksek bir artışa sebep olması beklenmektedir. Bunun için ilk olarak bir önceki yıldaki ihtiyari tahakkuklardan hareketle kâr yönetim faaliyetlerinin araştırılabilmesi için ihtiyari tahakkukları sıfırın altında olan ve üstünde olan firmalar iki gruba ayrılmıştır. İhtiyari Tahakkukları "0"ın altındaki olan firmaların bulunduğu grubun ortalaması "one sample t test"e

tabi tutularak bu grubun ihtiyari tahakkuklarının ortalamasının “0” ‘a eşit kabul edilip edilemeyeceği araştırılmıştır.

Tablo 4. 9. One Sample T Test Analiz Sonuçları

	Ortalama	Test Değeri	t değeri	P
İhtiyari Tahakkukları “0”ın Altında Olan Firmalar	-0,0341910	0	1,901	0,074

Görüldüğü gibi analiz neticesinde %10 hata payı ile bu gruptaki firmaların ihtiyari tahakkuk ortalamaları kâr yönetiminin olmadığı durum olan “0”a eşit kabul edilememektedir. Buradan hareketle H7a ve H7b hipotezlerimizi test etmek amacı ile 2009 yılında karları azaltıcı yönde kar yönetimi faaliyetleri yapan firmaların Kurumsal Yönetim Düzeyi ile FVÖK/Toplam Aktifler ve Tobins Q arasındaki ilişkiler araştırılmıştır.

Tablo 4. 10. Kurumsal Yönetim FVÖK/Toplam Aktiflere İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R ²	P
Bağımlı Değişken	FVÖK/ Toplam Aktifler			0,745	0,000
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yönetim Düzeyi	0,871	0,000		

Tablo 4.10’da görüldüğü üzere Kurumsal Yönetim Düzeyinin Katsayısı H5a hipotezimiz çerçevesinde yapılan analizimizde 0,623 iken 0,871’e yükselmiştir. Bu bilgiler ışığında H7a hipotezimiz doğrulanmıştır.

Tablo 4. 11. Kurumsal Yönetim Tobins Q oranına İlişkin Regresyon Analizi Sonuçları

REGRESYON ANALİZİ	DEĞİŞKENLER	β	P	R2	P
Bağımlı Değişken	Tobins Q			0,658	0,000
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yönetim Düzeyi	0,823	0,000		

Bir önceki analizimize benzer şekilde Kurumsal Yönetim Düzeyi Katsayısı H5b hipotezimiz çerçevesinde yapılan analize oranla daha yüksektir. Dolayısı ile H7b hipotezimiz de doğrulanmaktadır.

5. SONUÇ

Modern şirketler, piyasalarda yaşanan rekabet ortamındaki konumlarını güçlendirmek amacıyla; aldıkları eğitim ve mesleki tecrübeleri ile üretim faktörlerinin bileşimi olan sermaye ve iş gücünü daha verimli kullanması muhtemel profesyonel yöneticilere ihtiyaç duymaktadırlar. Profesyonel yöneticiler ise kendi yatırımlarını gerçekleştirebilecek sermaye birikimine sahip olmadıkları için yönetim yeteneklerini kullanabilecekleri şirketlere ihtiyaç duyarlar. Karşılıklı bu ihtiyaçlar doğrultusunda şirket sahipleri şirketin yönetimini ve dolayısı ile kontrolünü profesyonel yöneticilere emanet ederler. Bu durum ise modern şirketlerde sahiplik ve kontrolün ayrılmasına neden olmaktadır. Önceleri karşılıklı çıkar ilişkisine dayalı bu ayırım, şirket kontrolünü elinde bulunduran profesyonel yöneticilerin sahip oldukları özel bilgileri kendi menfaatleri doğrultusunda kullanması ile birlikte şirket içerisinde çeşitli çıkar çatışmalarının yaşanmasına sebebiyet vermektedir.

Sahiplik ve kontrol ayırımı özellikle ABD ve İngiltere dışındaki şirketlerde yukarıda anlatılan durumdan daha farklı nedenlerle yaşanabilmektedir. Ortak sayısı birden fazla olmasına rağmen, ABD ve İngiltere'deki kadar çok olmayan şirketlerde sermaye paylarının çeşitli sebeplerle dengesiz dağılması durumunda şirket kontrolü hâkim hissedarların eline geçmektedir. Bu durum ise hâkim hissedarların ellerindeki kontrol gücünü kullanarak kendi menfaatlerini öne çıkartmaları nedeniyle çıkar çatışmalarının farklı şekilde yaşanmasına sebebiyet vermektedir.

Sahiplik ve kontrol ayırımından kaynaklanan vekâlet problemleri yaratmış oldukları maliyetler ile şirketlere çok ciddi zararlar vermektedirler. Bu maliyetler şirketlerin faaliyet gösterdikleri piyasaları da etkilemekte ve sonuç olarak piyasalarda ve şirketler içerisinde ciddi bir güvensizlik ortamı yaratmaktadır. Söz konusu problemlerin yaratmış olduğu maliyetleri azaltmak adına çeşitli kişi ve kurumlar bazı öneriler ve düzenlemelerde bulunmuş, bu öneriler ve düzenlemeler bütünü ise "Kurumsal Yönetim" kavramını doğurmuştur. Bu bağlamda Kurumsal yönetim; şirketleşerek yaratılan katma değerden, bu katma değerın yaratılmasında payı bulunan tüm kesimlerin genel kabul görmüş ekonomik doktrinle belirlenen nispette pay almalarını güvence altına alan uygulamalar bütünü olarak ifade edilebilir.

Araştırmamızda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim düzeylerinin belirleyicileri ve etkileri araştırılmıştır. Bu doğrultuda akademik literatürde yer alan ilişkilerden yola çıkarak araştırmanın teorik modeli oluşturulmuştur. Araştırma modelinde kurumsal yönetim düzeyinin belirleyicileri olarak; kurumsal yatırımcı oranı, firma büyüklüğü ve dış finansman ihtiyaçları kabul edilmiş ve bu ön kabullerin test edilmesi amacı ile çeşitli analizler yapılmıştır. Diğer yandan araştırma modelinde belirlenen kurumsal yönetim düzeyi, firma performansı ve yabancı yatırımcı tercihleri arasındaki ilişkiler analiz edilerek, kurumsal yönetim düzeyinin etkileri belirlenmeye çalışılmıştır.

Çalışmamızın sonucunda şirketlerdeki kurumsal yönetim düzeyinin en büyük belirleyicisinin şirketlerin piyasa değerlerinin ve dolayısı ile firma büyüklüğünün olduğu tespit edilmiştir. Literatürle paralel olan bu sonuç, büyük şirketlerin kurumsal itibarlarını zedelememek adına kurumsal yönetim düzeylerini artırma yoluna gittikleri şeklinde yorumlanabilir. Kurumsal yönetim düzeyinin diğer bir belirleyicisinin ise şirketlerdeki kurumsal yatırımcıların oranı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak şirketlerin piyasa değerlerinin kurumsal yönetimi açıklama gücü kurumsal yatırımcı oranının etkisini de beraberinde taşıması ile bu ilişkiyi gölgelenmektedir. Kurumsal yatırımcı oranı ise dış finansman ihtiyaçları ile birlikte kurumsal yönetim düzeyini ancak şirketlerin piyasa değeri üzerinden etkileyebilmektedir.

Kurumsal yönetim düzeyinin etkilerini belirlemek amacı ile yapmış olduğumuz analizler neticesinde, şirketlerdeki kurumsal yönetim düzeyinin hem muhasebe performansını hem de piyasa performansını artırdığı yönünde bulgulara ulaşılmıştır. Diğer yandan kurumsal yönetimin firma performansını artırmadaki gücünün, şirketlerin bir sene önce yapmış oldukları kar yönetimi faaliyetleri sonrası vekâlet maliyetlerinin belirginleşmesi ile birlikte daha da arttığı görülmüştür. Bu sonuçlar şirketlerdeki asimetrik bilgiye bağlı çıkar çatışmalarının yaratmış olduğu maliyetleri kurumsal yönetim uygulamaları ile azaltabilen şirketlerin finansal performanslarını da bu şekilde artırabildikleri şeklinde yorumlanabilir. Son olarak kurumsal yönetim düzeyi ile yabancı yatırımcı tercihleri arasındaki ilişkileri belirlemek amacı ile yapılan analizler sonucunda yabancı yatırımcıların tercihlerinde

şirketlerin kurumsal yönetim düzeyini dikkate aldıkları yönünde bulgulara ulaşılmıştır.

5. 1. Çalışmanın Kısıtları

Araştırma sonuçlarının genelleştirilebilmesi hususunda bazı kısıtlar mevcuttur. Bu kısıtlardan en önemlisi araştırma örnekleminin sadece İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren şirketlerden seçilerek oluşturulmasıdır. Söz konusu seçimin temel nedeni ise Türkiye'deki şirketlerin finansal tablolarının açıklanması ilgili mevcut yasaların sadece İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren şirketler ile ilgili olarak zorunlu hükümler içermesidir. Ayrıca yabancı yatırımcıların tercihleri ise ancak İMKB'deki şirketler için tespit edilebilmektedir.

5. 2. Gelecek Çalışmalar İçin Öneriler

Gelecek çalışmalarda kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiler üzerine çalışma yapmak isteyen araştırmacılara 2012 yılında Türk Ticaret Kanununun değişmesiyle birlikte finansal tabloların açıklanması tüm şirketler için zorunlu olacağından çalışma örnekleminin İMKB dışındaki şirketleri de içine alacak şekilde oluşturulması önerilmektedir. Ayrıca kurumsal yönetimin etkilerinin daha da net belirlenmesi amacı ile kurumsal yönetimin şirketlerin kurumsal itibarı ile ilişkisinin araştırılması önerilmektedir.

KAYNAKÇA

1. Aksu, M., Köseadağ A. (2006) Transparency & Disclosure Scores and Their Determinants in the Istanbul Stock Exchange, *Corporate Governance: An International Review*, 14(4): 277-296.
2. Aktan, Ç.C. , (2006) Kurumsal Şirket Yönetimi: İyi Şirket Yönetimi için Kurallar ve Kurumlar, *SPK Araştırmalar Serisi,4*, 1-28.
3. Alpkan, L., Ergün, E., Bulut Ç. ve Yılmaz., C. (2005) Şirket Girişimciliğinin Şirket Performansına Etkileri, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 6(2): 175-189.
4. Anderson, R. C., Mansib, S. A. and Reeb, M. R. (2003) Founding Family Ownership and The Agency Cost of Debt, *Journal of Financial Economics*, 68(2): 263–285.
5. Aren, S. (2003) Yöneticilerin Kar Yönetimi İle İlgili Tutumları ve İMKB’de Bir Uygulama, *Yayımlanmamış Doktora Tezi, Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü*, Kocaeli.
6. Bae, K. H. and Goyal, V. K., (2010) Equity Market Liberalization and Corporate Governance, *Journal of Corporate Finance*, 16(5): 609–621.
7. Baek, Jae-Seung, Kang, Jun-Koo and Park, K. S. (2004) Corporate Governance and Firm Value: Evidence From Korean Financial Crisis, *Journal of Financial Economics*, 71(2): 265-313.
8. Barniv, R.R. and Bao, Y. (2009) Where Corporate Governance and Financial Analysts Affect Valuation, *Journal of International Financial Management & Accounting*, 20(3) : 240-273.
9. Belen, M. (2008) Bir Kurumsal Yönetim Modeli Olarak Türkiye’de Nakit Akım Haklarının Ötesinde Kontrol Hakları Sağlayan Şirket Kontrol

Bıçimlerinin Finansal Etkinliğinin Testi (Piramit Yapılar, Çapraz Hissedarlık and İki Sınıflı Hisseler), *Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.*

10. Bhagat S., and Black B. (1999) The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, *Business Lawyer*, 54(3): 921-963.
11. Brown, P., Beekes, W., Verhoeven P. (2011) Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review, *Accounting and Finance*, 51(1): 96-172.
12. Chen, C. H., Al-Najjar B. (2011) The Determinants of Board Size and Independence: Evidence From China, *International Business Review (Baskı Aşamasında)*.
13. Chen, W. P. , Chung, H. , Hsu, T. L. and Wu, T. L. (2010) External Financing Needs, Corporate Governance, and Firm Value, *Corporate Governance: An International Review*, 2010, 18(3): 234–249.
14. Claessens, S., Djankoy, S., Joseph P.H. Fan and Larry H.P. Lang (1999) Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia: *Social Science Research Network Electronic Library Working Paper*, (<http://papers.ssm.com/sol3/papers>).
15. Coles, J. L., Daniel, N.D. and Naveen L. (2008) Boards: Does One Size Fit All ?, *Journal of Financial Economics*, 87(2): 329-356.
16. Core, J. E., Holthausen, R. W. and Larcker, D. F. (1999) Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 51(3): 371-406.
17. Delgado-García, J. B., Quevedo-Puente, E. de. and Fuente-Sabaté J. M. (2010) The Impact of Ownership Structure on Corporate Reputation: Evidence From Spain, *Corporate Governance: An International Review*, 8(6): 540–556.

18. Demirağ, İ. and Serter, M. (2003) Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies, *Corporate Governance: An International Review*, 11(1): 40-51.
19. Doğan, M. (2007) Kurumsal Yönetim, *Siyasal Kitapevi*, Ankara.
20. Dyck, A. A. and Zingales, L. (2004) Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, 59(2): 537–600.
21. Faccio, M. and Lang, L. H. P. (2002) The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, 65(3): 365–395.
22. Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983) Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics*, 26(2): 327-349.
23. Filatotchev, I., and Nakajima C. (2010) Internal and External Corporate Governance: An Interface between an Organization and its Environment, *British Journal of Management*, 21(3): 591-606.
24. Forbes, D. P. and Milliken, F. (1999) Cognition and Corporate Governance: Understanding Board of Directors as Strategic Decision-Making Groups, *Academy of Management Review*, 24(3): 489-505.
25. Gompers, P. A., Ishii, J. L. and Metrick, A. (2003) Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 107-55.
26. Goodstein, J., Gautam, K. and Boeker, W. (1994) The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change, *Strategic Management Journal*, 15(3): 241-250.
27. Guest, P. M. (2008) The Determinants of Board Size and Composition: Evidence From The UK, *Journal of Corporate Finance*, 14(1): 51-72.

28. Gürbüz A.O., Ergincan Y. (2004) Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, *Literatür Yayıncılık*, İstanbul.
29. Hadani, M., Goranova, M. and Khan R., (2011) Institutional Investors, Shareholder Activism, and Earnings Management, *Journal of Business Research*, 64(12): 1352-1360.
30. Hazarika, S., Karpoff, J.M. and Nahata, R. (2012) Internal Corporate Governance, CEO Turnover, and Earnings Management, *Journal of Financial Economics* 104(1): 44-69.
31. Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-60.
32. Jensen, M., (1993) Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit and The failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48(3): 831-880.
33. Jiang, L. and Kim J. B. (2004) Foreign Equity Ownership and Information Asymmetry: Evidence From Japan, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15(3): 185-211.
34. Kargın, S. (2006) Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı, *Yayımlanmamış Doktora Tezi, Celal Bayar Üniversitesi, Manisa*.
35. Kim, K. A., Chatjuthamard, P. K. and Nofsinger, J. R. (2007) Large Shareholders, Board Independence, and Minority Shareholder Rights: Evidence From Europe, *Journal of Corporate Finance*, 13(5): 859-880.
36. Klapper, L. F. and Love I. (2004) Corporate governance, investor protection, and performance in emerging market, *Journal of Corporate Finance*, 10(5): 703-728.

37. Klein, A. (2002) Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earning Management, *Journal of Accounting and Economics*, 33(3): 375-400.
38. Kula, V. (2005) The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: evidence from Turkey, *Corporate Governance: An International Review*,13(2): 265-276.
39. Kula, V. (2006) Kurumsal Yönetim: Hissedarların Korunması Uygulamaları and Türkiye Örneği, *Papatya Yayıncılık*, İstanbul.
40. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999) Corporate Ownership Around The World, *Journal of Finance*, 54(2): 471-517.
41. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (2000) Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58(1-2):3–27.
42. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113–1155.
43. Lasfer, M. A. (2006) The Interrelationship Between Managerial Ownership and Board Structure, *Journal of Business Finance and Accounting* 33 (7-8) : 1006-1033.
44. Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. D. (2003) Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison, *Journal of Financial Economics*, 69(3): 505–527.
45. Levy, M. (2007) Control in Pyramidal Structures, *Working Paper* , *Brussels Dulbea University*.
46. Linck, J.S., Netter, J.M., Yang, T. (2008) The Determinants of Board Structure, *Journal of Financial Economics*, 87(2): 308-328.

47. Mak, Y.T. and Roush, M. L.(2000) Factor Affecting the Characteristics of Board of Directors: An Empricial Study of New Zealand Initial Public Offering Firms, *Journal of Business Research*, 47: 147-159.
48. Mande V., Young K. Park, and Myungsoo Son (2011) Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter?, *Corporate Governance: An International Review (Baskı Aşamasında)*.
49. Mangena, M., Tauringana, V. (2007) Disclosure, Corporate Governance and Foreign Share Ownership on Zimbabwe Stock Exchange, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(2): 53-85.
50. Mitton, T. (2002) A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis, *Journal of Financial Economics*, 64(2): 215-241.
51. Mizuno, M. (2010) Intitutional Investors, Corporate Governance and Firm Performance in Japon, *Pacific Economic Review*, 15(5): 653-665.
52. OECD, (1999) OECD Principles of Corporate Governance, *OECD yayınları, Paris*.
53. Orbay, H. and Yurtoğlu, B.B. (2006) The Impact of Corporate Governance Structures on the Corporate Investment Performance in Turkey, *Corporate Governance: An International Review*, 14(4): 349–363.
54. Özsoy, Z. (2011) Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları, İmge Kitapevi, Ankara.
55. Price, R., Roma'n, F. J. and Rountree, B. (2011) The Impact of Governance Reform on Performance and Transparency, *Journal of Financial Economics*, 99(1): 76–96.

56. Ruiz-Mallorquí, M. V. and Santana-Martín, D. J. (2011) Dominant Institutional Owners and Firm Value, *Journal of Banking & Finance*, 35(1): 118–129.
57. Sermaye Piyasaları Kurulundan Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No:56). <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null> Erişim Tarihi: 26.03.2012.
58. Shinong, W., Nianhang X. and Qingbo Y. (2009) State Control Investor Protection, and Ownership Concentration: Evidence From China, *Corporate Governance: An International Review*, 17(2): 176–192.
59. Shleifer, A. and Vishny, R. (1997) A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52(2): 737–83.
60. Stuart; L. G. (2006) Recent Development in Corporate Governance: An Overview, *Journal of Corporate Finance*, 12(3): 381-402.
61. Weisbach, M. S., (1988) Outside Directors and Ceo Turnover, *Journal of Financial Economics*, 20(1): 431-460.
62. Yermack, D., (1996) Higher Market Valuation Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-212.
63. Yu, F. (2008) Analyst Coverage and Earnings Management, *Journal of Financial Economics*, 88(2): 245-271.

