



**T.C.**  
**Hitit Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü**  
**İşletme Anabilim Dalı**

**SAHİPLİK YAPISI VE TEMETTÜ İLİŞKİSİ: İMKB'DE BİR  
UYGULAMA**

**Selim GÜNGÖR**

**Yüksek Lisans Tezi**

**Çorum 2012**



# SAHİPLİK YAPISI VE TEMETTÜ İLİŞKİSİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA

Selim GÜNGÖR

Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı

Yrd. Doç.Dr. İlker SAKINÇ

Çorum 2012

## KABUL VE ONAY

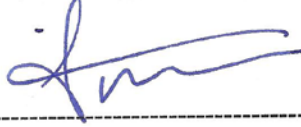
Selim GÜNGÖR tarafından hazırlanan “SAHİPLİK YAPISI VE TEMETTÜ İLİŞKİSİ: İMKB’DE BİR UYGULAMA” başlıklı bu çalışma, 29 Haziran 2012 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

İmza



(Yrd. Doç. Dr. Süleyman AÇIKALIN) (Başkan)

İmza



(Yrd. Doç. Dr. İlker SAKINÇ) (Danışman)

İmza



(Yrd. Doç. Dr. Eşref Savaş BAŞCI)

İmza

(Unvan, Adı ve Soyadı)

İmza

(Unvan, Adı ve Soyadı)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.



Yrd. Doç. Dr. Habib AKDOĞAN

Enstitü Müdürü V.

T.C.

HİTİT ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile bu tezdeki bütün bölümlerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları anladığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (29/06/2012)

SELİM GÜNGÖR



## ÖZET

GÜNGÖR, Selim. Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Çorum, 2012.

Bu çalışmada İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı, 2004-2011 yılları arasında reel ve bankacılık sektörlerinde faaliyet gösteren 271 şirketin sahiplik yapıları tanımlanmış ve sahiplik yapısının temettü üzerindeki etkileri panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. En büyük ortağın hisselerin yaklaşık % 45.37’sine sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle reel ve bankacılık sektörlerinde yer alan şirketlerin çoğunlukla yoğunlaşmış sahiplik yapısında oldukları sonucuna varılmıştır. Sahiplik yapısı iki ana alt değişkenle açıklanmıştır. Bunlar: Sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonudur. Çalışmamızda sahiplik yoğunluğunun artması nakit temettü oranını arttırdığı tespit edilmiştir. Halka açıklık oranının artması ise, nakit temettü oranını azaltmaktadır. Sahiplik kompozisyonu değişkenlerinden yabancı sahiplik ile nakit temettü oranı arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç istatistiksel açıdan anlamlıdır. Buna göre, yabancı sahiplik oranının artması, nakit temettü oranını azaltmaktadır. Ayrıca yönetsel sahiplik oranının artması nakit temettü oranını azaltmaktadır. Ancak bu sonuç istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

**Anahtar Sözcükler:** Sahiplik yoğunluğu, sahiplik kompozisyonu, sahiplik yapısı, kurumsal yönetim ve temettü politikaları.

## ABSTRACT

GÜNGÖR, Selim. The Relationship Between Ownership Structure and Dividend: An Application on ISE, Çorum, 2012.

This study describes the ownership structures of the 271 real and banking sector's companies registered in the Istanbul Stock Exchange between 2004-2011 years and the impact of ownership structure on the dividend by panel data analyzes. It has been observed analyzes that the largest shareholder has about 45.37 percent of the shares. Therefore it has been concluded that the real and banking sector's companies could be characterized as highly concentrated. Ownership structure can be explained by two main sub-variables: Ownership concentration and ownership composition. Our study shows that increasing in ownership concentration increases cash dividend ratio. However raising of going public rates resulted in decline in cash dividend ratio. We have found out that the foreign ownership of ownership composition variables negatively correlates with cash dividend ratio. This result is statistically significant. According to result, increasing in ratio of foreign ownership decreases cash dividend ratio. In addition to increasing in ratio of managerial ownership decreases cash dividend ratio. However, this result is not statistically significant.

**Key Words:** Ownership structure, ownership concentration, ownership composition, corporate governance, dividend policy.

## İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	i
ABSTRACT.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
TABLolar LİSTESİ .....	vii
KISALTMALAR .....	viii
ÖNSÖZ .....	x
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### ŞİRKET SAHİPLİK YAPISI

1.1. SAHİPLİK KAVRAMI.....	4
1.2. SAHİPLİK ÇEŞİTLERİ.....	6
1.3. SAHİPLİK YAPISI TÜRLERİ .....	9
1.3.1. Sahiplik Yoğunluğu .....	9
1.3.1.1. En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı.....	9
1.3.1.2. İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı.....	11
1.3.1.3. Üçüncü Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı.....	12
1.3.1.4. Halka Açıklık Oranı .....	12
1.3.2. Sahiplik Kompozisyonu.....	13
1.3.2.1. Dağınık Sahiplik.....	13
1.3.2.2. Yönetici Sahipliği.....	15
1.3.2.3. Yabancı Sahiplik .....	16
1.3.2.4. Aile Sahipliği.....	21
1.3.2.5. Devlet Sahipliği.....	24
1.3.2.6. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği .....	28

### İKİNCİ BÖLÜM

#### KURUMSAL YÖNETİM VE ŞİRKET SAHİPLİK YAPISI İLİŞKİSİ

2.1. KURUMSAL YÖNETİM (CORPORATE GOVERNANCE) KAVRAMI.....	33
2.1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı .....	35
2.1.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri .....	37
2.1.3. Vekâlet Teorisi ve Vekâlet (Temsil) Sorunu .....	43
2.1.3.1. Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Sorunu .....	44



2.1.3.2. Hissedarlardan Kaynaklanan Vekâlet Sorunu .....	47
2.1.3.3. Borç Verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Sorunu .....	48
2.1.4. Vekâlet Maliyetleri .....	50
2.1.4.1. Denetleme Maliyetleri .....	51
2.1.4.2. Sözleşme Maliyetleri .....	52
2.1.4.3. Artık Kayıp .....	52
2.1.5. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları .....	53
2.1.5.1. Dışsal Yönetim Mekanizmaları .....	53
2.1.5.1.1. Şirket Kontrolünü Ele Geçirme Piyasası .....	53
2.1.5.1.2. Yönetici İşgücü Piyasası .....	54
2.1.5.1.4. Yasal Düzenleyici Sistemler .....	57
2.1.5.1.5. Aktif Hissedarlık .....	59
2.1.5.2. Şirket İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları .....	60
2.1.5.2.1. Yönetim Kurulları .....	60
2.1.5.2.2. Sahiplik Yapısı .....	63
2.1.5.2.3. Yönetimsel Ücret ve Teşvikler .....	64
2.1.5.2.4. Muhasebe ve Denetim .....	65
2.1.5.2.5. En İyi Uygulama Kodları .....	66
2.1.5.2.6. Yatırımcı İlişkileri .....	67
2.1.5.2.7. Temettü Ödemeleri .....	68
2.1.6. Kurumsal Yönetim Modelleri .....	69
2.1.6.1. Kıta Avrupa'sı Modeli .....	69
2.1.6.2. Anglo Sakson Modeli .....	71

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TEMETTÜ POLİTİKALARI

<b>3.1. TEMETTÜ POLİTİKALARININ ÖNEMİ .....</b>	<b>74</b>
<b>3.2. TEMETTÜ POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....</b>	<b>76</b>
3.2.1. Yasal Sınırlamalar .....	76
3.2.2. Şirketin Nakit Durumu .....	77
3.2.3. Kârlardaki İstikrar .....	77
3.2.4. Hissedarların Vergi Oranları .....	77
3.2.5. Enflasyon Oranı .....	78

3.2.6. Kontrol .....	78
3.2.7. Şirketin Halka Açık Olması Veya Bir Holding Kuruluşa Bağlılık.....	78
3.2.8. Belirsizlik .....	79
<b>3.3. TEMETTÜ ÖDEME POLİTİKALARI VE TEMETTÜ ÖDEME</b>	
<b>ŞEKİLLERİ.....</b>	<b>79</b>
3.3.1. Temettü Ödeme Politikaları .....	79
3.3.1.1.Sabit Oranlı Temettü Ödenmesi Politikası .....	79
3.3.1.2.Düzenli Sabit Tutarda Temettü Ödenmesi Politikası .....	80
3.3.1.3. Düzenli Olarak Sabit Tutarlı Temettü Ödenmesi Politikası ve Ek Ödeme	80
3.3.2. Temettü Ödeme Şekilleri .....	81
3.3.2.1. Nakit Olarak Temettü Ödemeleri .....	81
3.3.2.2. Hisse Senedi Şeklinde Temettü Ödemeleri .....	81
3.3.2.3. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alarak Temettü Ödemeleri	81
3.3.2.4.Hisse Senetlerinin Bölünmesi Yoluyla Temettü Ödemeleri .....	82
<b>3.4. TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİLERİ.....</b>	<b>82</b>
3.4.1. Temettü Etkisizliği Teorisi.....	82
3.4.2. Eldeki Kuş ve Bilinmezlik Teorisi.....	83
3.4.3. Vergilendirme Tercihi Teorisi .....	84
3.4.4. Davranışsal Finans .....	85
3.4.5. Asimetrik Bilgi ve Sinyal Yaklaşımı .....	86
3.4.6. Serbest Nakit Akım Hipotezi ve Fazla Yatırım .....	87
3.4.7. Vekâlet Maliyetleri .....	88
<b>3.5. SAHİPLİK YAPISIYLA TEMETTÜ POLİTİKALARI ARASINDAKİ</b>	
<b>İLİŞKİYE YÖNELİK LİTERATÜR ÖZETİ.....</b>	<b>89</b>
3.5.1.Mirzaei'nin Çalışması .....	89
3.5.2.Kumar'ın Çalışması .....	90
3.5.3. Wei, Zhang ve Xiao'nun Çalışmaları .....	90
3.5.4. Shah, Ullah ve Hasnain'in Çalışmaları .....	91
3.5.5. Ullah, Fida ve Khan'ın Çalışmaları .....	91
3.5.6. Mancinelli ve Özkan çalışmaları.....	91
3.5.7.Kouki ve Guizani'nin Çalışmaları .....	92
3.5.8. Mehrani, Moradi, Eskandar'ın Çalışması .....	92

3.5.9. Stouraitis ve Wu'nun Çalışmaları .....	93
3.5.10. Warrad, Abed, Khriasat ve Sheikh'in Çalışmaları.....	93
3.5.11. Ramli'nin Çalışması.....	93

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **SAHİPLİK YAPISI VE TEMETTÜ İLİŞKİSİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA**

<b>4.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU .....</b>	<b>95</b>
<b>4.2. ARAŞTIRMANIN AMACI .....</b>	<b>95</b>
<b>4.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI .....</b>	<b>95</b>
<b>4.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....</b>	<b>96</b>
<b>4.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN MODEL.....</b>	<b>100</b>
4.5.1. Modelde Kullanılan Değişkenler .....	102
4.5.1.1. Sahiplik Yoğunluğu Değişkenleri .....	102
4.5.1.1.1. En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M1).....	102
4.5.1.1.2. İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M2).....	103
4.5.1.1.3. Üçüncü Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M3).....	103
4.5.1.1.4. Halka Açıklık Oranı (HAO) .....	104
4.5.1.2. Sahiplik Kompozisyonu (KOM) Değişkenleri.....	105
4.5.1.2.1. Yabancı Sahiplik (YORT) .....	106
4.5.1.2.2. Yönetimsel Sahiplik (İYKU).....	106
4.5.1.3. Kontrol Değişkenleri .....	107
4.5.1.4. Bağımlı Değişken (Nakit Temettü Oranı-NOMNT) .....	108
<b>4.6. MODELİN ÇÖZÜMLENMESİ VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ</b>	<b>109</b>
.....	<b>109</b>
4.6.1. Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi.....	110
4.6.1.1. Sahiplik Yoğunluğu (YOG) ve Nakit Temettü Oranı (NOMNT) İlişkisi	110
4.6.1.2. Sahiplik Kompozisyonu (KOM) ve Nakit Temettü Oranı (NOMNT)	
İlişkisi .....	113
<b>SONUÇ .....</b>	<b>116</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>120</b>

## TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1. 13 Batı Avrupa Ülkesinde Dağılık Sahiplik Yapısı.....	15
Tablo 1.2. Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörel Dağılımı (2007-2011) .....	19
Tablo 1.3. Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Bölgeler İtibari ile Dağılımı (2007-2011) .....	20
Tablo 1.4. Bazı Avrupa Ülkelerinde Aile Şirketlerinin Tüm Sahiplik İçerisindeki Yüzdesi .....	24
Tablo 1.5. Dünya'da Kurumsal Yatırımcıların Portföyündeki Finansal Varlık Tutarı (Milyar Dolar).....	32
Tablo 2.1. Kurumsal Yönetime İlişkin Tanım ve Yayınlar .....	35
Tablo 2.2. Anglo Sakson, Kıta Avrupa'sı Modellerinin Karşılaştırılması .....	73
Tablo 4.1. En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranının (M1) Tanımlayıcı İstatistikleri .....	103
Tablo 4.2. İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M2) Tanımlayıcı İstatistikleri .....	103
Tablo 4.3. Üçüncü Büyük Ortağın Hisse Oranının (M3) Tanımlayıcı İstatistikleri .....	104
Tablo 4.4. Halka Açıklık Oranı (HAO) Tanımlayıcı İstatistikleri.....	104
Tablo 4.5. Sahiplik Yoğunluğu (YOG) Değişkenlerinin Bağımlı Değişkenle (NOMNT) Karşılıklı Korelasyon Analizi .....	104
Tablo 4.6. Sahiplik Kompozisyonu (KOM) Değişkenlerinin Bağımlı Değişkenle (NOMNT) Karşılıklı Korelasyon Analizi.....	107
Tablo 4.7. Kontrol Değişkeninin Tanımlayıcı İstatistikleri.....	107
Tablo 4.8. Kontrol Değişkenlerinin Bağımlı Değişkenle (NOMNT) Karşılıklı Korelasyon Analizi .....	108
Tablo 4.9. Sahiplik Yoğunluğu (YOG) ve Nakit Temettü Oranı (NOMNT) İlişkisi ...	111
Tablo 4.10. Sahiplik Kompozisyonu (KOM) ve Nakit Temettü Oranı (NOMNT) İlişkisi .....	114

## KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	: Araştırma Geliştirme
BIS	: Bank Of International Settlement (Uluslar arası Ödemeler Bankası)
CEO	: Chief Exutive Officer (İcra Kurulu Başkanı)
EKK	: En Küçük Kareler
GCGF	: Global Corporate Govarnance Forum (Küresel Kurumsal Yönetim Forumu)
HBK	: Hisse Başı Kâr
HAO	: Halka Açıklık Oranı
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IOSCO	: International Organization Securities Commissions
İYKU	: Yönetimsel Sahiplik
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KOİ	: Kamu Ortaklığı İdaresi
KOM	: Sahiplik Kompozisyonu
M1	: En büyük Ortağın Hisse Oranı
M2	: İkinci Büyük Ortağın Hisse Oranı
M3	: Üçüncü Büyük Ortağın Hisse Oranı
OECD	: Organization for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)

ROA	: Aktif Kârlılık
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TL	: Türk Lirası
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TMSK	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	: Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
YKS	: Yönetim Kurulu Sayısı
YOG	: Sahiplik Yoğunluğu
YORT	: Yabancı Sahiplik

## ÖNSÖZ

Bankalar mali piyasaların, üretim işletmeleri ise reel sektörün önemli temsilcilerindedir. Günümüz Türkiye ekonomisinde aktif rol oynayan ve ekonomik kalkınmaya ciddi bir şekilde katkı sağlayan bu işletmelerin farklı sahiplik yapılarının varlığı dikkat çekmektedir. Konuya ilişkin literatür incelemesinde, gerek bankacılık, gerekse reel sektör şirketlerinin sahiplik yapısı ile ilgili çok sayıda çalışmaya rastlanmıştır. Ancak Türkiye örneğinde sahiplik yapısı ile ilgili çalışmalara rastlansa da “sahiplik yapısı-temettü”, ilişkisini araştıran görgül çalışmalar bulunmamaktadır. Bu çıkış noktasından hareketle, İMKB’de işlem gören, ulusal ve uluslar arası alanda faaliyet gösteren bankacılık ve reel sektör şirketleri örneklem olarak seçilmiştir. Bu şirketlerin sahiplik yapısını ortaya koyarak, bu yapının temettü ödemeleriyle ilişkisi olup olmadığı varsa ne tür bir ilişki olduğunu tespit etmek amaçlanmıştır.

Bu tez çalışmasında elde edilen ampirik bulguların hissedarlar, potansiyel yatırımcılar, yöneticiler ve bu konuda çalışma yapacak araştırmacılara faydalı olacağı düşünülmektedir.

## GİRİŞ

Sahiplik, nakit akımı üzerindeki hakları ifade eden bir kavram olup temettü gelirlerinden pay almayı ifade etmektedir. Sahipliğin bir diğer önemli fonksiyonu ise kontrolü elde tutabilmektir. Kontrol ise, hisse senedi sahibine yönetim kurulunun seçimi, imtiyazlı hisse senedi ihracı, hisse bölünmesi ve faaliyetlerde önemli değişiklikler gibi meselelerde oy kullanma imkânı sağlayan hakları ifade etmektedir. Genellikle kontrolü elinde tutanlar, kontrol ettikleri şirketlerde bir kısım sermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise sermaye yoğunluklarının sonucu olarak sahip oldukları şirketler üzerinde kontrolün bir kısmını ellerinde tutarlar. Klasik şirket yapısında sahiplik ve kontrol tek elde olup, sermaye sahibi aynı zamanda şirketi yönetirken; modern şirket yapısında ise, sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılarak, şirketin profesyonel yöneticiler tarafından yönetildiği görülmektedir.

Günümüzde şirketler, hızla değişen ekonomik yapı içinde varlıklarını sürdürebilmek için, değişikliklere olabildiğince çabuk uyum sağlamak zorundadırlar. Şirketler, küreselleşmenin yoğun baskısı altında bir yandan rakipleriyle mücadele etmekte, diğer yanda çıkar gruplarının beklentilerini en iyi şekilde karşılamaya çalışmaktadırlar. Küreselleşmenin etkisiyle şiddetlenen rekabet koşullarına karşı birkaç büyük yatırımcının sermayesine dayanarak büyük yatırımların gerçekleştirilmesi mümkün olamamaktadır. Bu nedenle şirketlerin sahipliği çok sayıda yatırımcı arasında yaygınlaştırılarak, farklı kaynaklardan uygun koşullarda fon temin edilmesini gerektirmektedir. Bu da gelişmiş bir sermaye piyasalarının varlığıyla mümkündür.

Sermaye piyasalarının gelişmesi önündeki engellerden biri vekâlet sorunu olarak bilinen şirketleşmenin yarattığı potansiyel sorundur. Bu sorun, hissedarların vermiş olduğu yetkilerle donanan yöneticilerin bu gücünü hissedarlar aleyhine kendi çıkarlarına yönelik kullanmasından dolayı oluşmaktadır. Bu nedenle vekâlet sorunlarının minimize edilmesine yönelik yapılan çalışmalar vekâlet teorisi olarak adlandırılmaktadır.

Diğer bir yönden vekâlet teorisi sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması üzerinde dururken, paydaşlık teorisi tüm paydaş gruplarının çıkarlarını temsil edecek bir yönetim anlayışını savunmuş, kaynak bağımlılığı teorisi ise şirketlerin sermaye ihtiyacını karşılamaları için yabancı yatırımcıların ülkeye teşvikinin sağlanmasının



yönetimin temel görevi olması gerektiğini öne sürmüştür. Böylelikle bu teorilerin temel teşkil ettiği sahiplik ve kontrol ayrımı, tüm paydaş gruplarının çıkarları ve sermaye ihtiyacının karşılanması noktasında kurumsal yönetim uygulamalarına öncülük etmiştir. Bu uygulamayla yöneticiler, faaliyetlerini yerine getirirken paydaşlarına yönelik sorumluluk bilinciyle hareket ederek şeffaf, adil ve hesap verebilir bir tutum sergilemeleri temin edilmeye çalışılmıştır.

Vekâlet (temsil) sorunun çözümüne yönelik faaliyetler kurumsal yönetimin temelini teşkil etmektedir. Kurumsal yönetim, bir şirketin tarafları ve özellikle de hissedarlar, yöneticiler ve yönetim kurulu arasındaki ilişkileri, yetki ve sorumluluk sınırlarını düzenleyen mekanizmalar bütünüdür. Kurumsal yönetim aynı zamanda, sahipler ile kontrolü elinde bulunduranlar arasındaki çıkar çatışmalarını minimize ederek vekâlet maliyetlerini azaltmak ve şirket değerine katkı sağlamak amacını taşımaktadır.

Herkesçe kabul görebilecek tek bir kurumsal yönetim mekanizmasının uygulanamayacağı gerçeği bilinmesine rağmen, OECD'nin 1999'da yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri doğrultusunda, ülkeler kendi kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamaktadırlar.

OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin referans alınması, temel ilkelerin dünya çapında yaygınlaşmasını ve birbirine yakınlaşmasını sağlamaktadır. Bu ilkeler doğrultusunda ülke koşullarında uygun mekanizmalar kullanılarak, bir ülkedeki kurumsal yönetim düzeyi yükseltilebilmekte ve sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlanabilmektedir.

Şirketlerin temettü ödeme politikaları, vekâlet maliyetlerini azaltmaya yönelik olarak kullanılabilir kurumsal yönetim mekanizmalarından bir tanesidir. Şirketler temettü ödeme oranlarını artırarak, sahipler ile kontrolü elinde bulunduranlar arasındaki çıkar çatışmalarını minimize edebilirler.

Bu araştırmanın amacı, İMKB’de faaliyet gösteren 271 şirketin kurumsal yönetim mekanizmaları öncülüğünde sahiplik-kontrol yapısının özelliklerini ortaya koyarak bu yapının şirketlerin temettü dağıtımlarıyla ilişkisinin olup olmadığının analiz edilmesidir.

Çalışmanın ilk üç bölümü teorik, son bölümü ise uygulama safhasından oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümde şirket sahiplik yapısı kavramı üzerinde durulmaktadır. Sahiplik çeşitleri, sahiplik yapısı türleri, bunların genel özellikleri ve dünyadaki durumu ele alınmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, kurumsal yönetim ve sahiplik yapısı ilişkisi açıklanmaktadır. Kurumsal yönetimin tanımı, OECD ilkeleri, vekâlet sorunu, kurumsal yönetim mekanizmaları ve modelleri ele alınan başlıklardır.

Çalışmanın üçüncü bölümde temettü politikalarının önemi, temettü politikalarının oluşumunu etkileyen faktörler, temettü dağıtım ve ödeme şekilleri, temettü politikası teorileri ve sahiplik yapısıyla temettü politikaları arasındaki ilişkiye yönelik literatür özeti üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın son bölümünde ise, araştırmanın konusuna, amacına, kapsamına, hipotezine, varsayımına, yöntemine ve sınırlılıkları ile ilgili genel bilgilere yer verilmiştir. Devamında ise, analizde uygulanan yöntemlere göre istatistikî sonuçlar yorumlanmıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## ŞİRKET SAHİPLİK YAPISI

### 1.1. SAHİPLİK KAVRAMI

Sahiplik kavramı hakkında birçok tanım yapılmıştır. Ancak temel olarak sahiplik kavramını iki tanımla açıklayabilmek mümkündür. Bunlardan ilki Türk Dil Kurumu'nun resmi internet sitesinde yer alan sahiplik kavramı tanımıdır. Söz konusu tanım ise şu şekildedir:<sup>1</sup>

*“Kendisinin olan bir şeyi yasalar çerçevesinde dilediği gibi kullanabilme hakkını taşıma durumu, iyelik, mülkiyet.”* Bu tanımda “sahiplik”, yasalar çerçevesinde insanlara verilmiş olan tabi haklar olarak belirtilmiştir.

Sahiplik kavramı üzerinde yapılan bir başka tanım ise şu şekildedir:<sup>2</sup>

*“Herhangi bir şeyin, arazinin (taşınmazın), fikri hakların veya diğer varlıkların tasarruf ve kontrol hakkına sahip olma durumu.”* Bu tanımda ise “sahiplik”, herhangi bir şey üzerinde tasarruf ve kontrol gücünü kullanabilme hakkı olarak nitelendirilmiştir.

Sahiplik kültürler arası farklılık arz eden ve tüm kültürlerin ana kaynağını teşkil eden bir kavramdır. Bilim bütün milletler için geçerli değişmez bir sahiplik kavramı aramasına rağmen, herkesçe kabul gören bir sahiplik kavramını oluşturamamıştır. Bunun en önemli nedeni, sahipliğin soyut bir kavram olmayıp, ilkel toplumdan bugüne kadar töre ve kurumların sürekli gelişmesiyle şekillenen bir olgu olmasıdır.

Bir toplumun sahiplik kavramına verdiği değeri tespit edebilmek için o toplumun, iktisadi, sosyal, hukuk ve ahlaki değerlerinin göz önüne alınması gerekir. Çünkü bu kavramlar sürekli birbirleriyle ilişki içerisinde.<sup>3</sup> Her millet için değişmez bir sahiplik kavramının bulunmamasının diğer bir nedeni ise, sahipliğin hukuki bir kurum olduğu kadar, iktisadi ve ahlaki bir kurum da olmasıdır.

<sup>1</sup> Türk Dil Kurumu, “Sahiplik”, t.y., Kaynak: <http://www.tdk.gov.tr/index>, (Erişim Tarihi: 16.01.2012.)

<sup>2</sup> Wikipedia, “Ownership”, t.y., Kaynak: <http://en.wikipedia.org/wiki/Owner>, (Erişim Tarihi:16.01.2012.)

<sup>3</sup> Fikret Eren, “Mülkiyet Kavramı”, *A. Recai Seçkin'e Armağan*, Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1974, S.351, s.765.

Fransız Hukuku'nda sahiplik hakkı 1789 Fransız İhtilalinden önce, feodalite anlamına gelirken, ihtilalin vermiş olduğu etkiyle özgürlük ve eşitlik gibi somut iki kavram haline gelmiştir. İngiliz Hukuk'unda sahiplik hakkı ilk dönemlerde mutlak bir hak olarak kabul edilmesine rağmen zamanla şehir planları ve kamu yararı gibi gerekçelerle bu hakka sınırlamalar getirilmiştir. Roma Hukuk'una göre sahiplik hakkı, sahibine eşyası veya kölesi üzerinde mutlak ve sınırsız tasarruf hakkı tanıyan tabi bir hak olarak nitelendirilmiştir.<sup>4</sup> İslam Hukuku'nda ise sahiplik hakkı, her şeyin sahibinin Allah olduğu bu nedenle insanların mallar üzerinde kullanma, yararlanma ve tasarruf yetkilerini kapsayan hakların Allah tarafından verildiği şeklinde belirtilmiştir.<sup>5</sup>

Türk Hukuku'nda, Türkiye Büyük Millet Meclisi'nce kabul edilen 1921 Anayasası'nda sahiplikle ilgili herhangi bir ilke bulunmamaktadır. 1924 Anayasası'nın 70. Maddesinde yer alan "sahip olma ve tasarruf hakları ve hürriyetleri Türkler'in tabi hukukundandır" hükmüyle bir şeye sahip olma ve onu kullanabilme hakkı Türkler'in doğal hakkı sayılmıştır. Hüküme hiçbir şekilde sınırlandırma getirilmemiş, hatta kamulaştırma sınırlandırılarak sahiplik hakkı güvence altına alınmıştır.

1961 Anayasası, 36. Maddede sahiplik hakkı şu şekilde açıklanmıştır: "Herkes sahiplik ve miras haklarına sahiptir. Bu haklar, ancak kamu yararı amacıyla, kanunla sınırlanabilir."<sup>6</sup> Böylelikle sahiplik hakkı bireysellikten çıkarak toplumsal bir nitelik kazanmıştır.

1982 Anayasasında sahiplik hakkı klasik haklar (35. Madde) arasında düzenlenmiştir. Metin olarak 1961 Anayasası ile aynıdır. 35. Madde gereği yapılacak sınırlamanın kamu yararı amacını taşıması ve kanunla yapılması gerekmektedir. Bu madde sadece sahip olanı değil, yasama, yürütme, yargı organlarını da bağlamaktadır.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Alparslan Altan, *Mülkiyet Hakkı, Güvencesi ve Korunması*, (Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008, s.28.

<sup>5</sup> Yavuz Erdoğan, "Kamu Hukuku Açısından Mülkiyet Hakkı", Askeri Yüksek İdare Mahkemesi (AYİM)", S.14, t.y., Kaynak: [http://www.msb.gov.tr/ayim/Ayim\\_makale\\_detay.asp?IDNO=34](http://www.msb.gov.tr/ayim/Ayim_makale_detay.asp?IDNO=34), (Erişim Tarihi:16.01.2012).

<sup>6</sup> Suat Şimşek, "Türk Hukukunda ve Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesinde Mülkiyet Hakkı", *T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı*, 2011, Yayın No:413, s.226, Kaynak: <http://www.sgb.gov.tr/Yaynlar/T%C3%BCrk%20Hukukunda%20ve%20Avrupa%20%C4%B0nsan%20Haklar%C4%B1%20S%C3%B6zle%C5%9Fmesinde%20M%C3%BClkiyet%20Hakk%C4%B1.pdf>, (Erişim Tarihi:16.01.2012)

<sup>7</sup> Suat Şimşek, "a.g.m.", s.226.

Dünya’da hukuk sistemleri içerisinde hisse senedi sahipleri diğer bir ifadeyle hissedar hakları, üzerinde önemle durulan konuların başında gelmektedir. Hissedar haklarını farklı boyutlarda ele alan hukuk sistemleri Kıta Avrupa’sı ve Anglo Sakson Hukuk Sistemleri’dir. La Porta v.d.’nin çalışmasından aktaran Kula, Kıta Avrupa’sı hukuk sisteminin Anglo Sakson hukuk sistemine göre, yatırımcılara daha zayıf haklar verdiğini belirtmektedir.<sup>8</sup> Anglo Sakson hukukunda belirli bir eylem yasalarda henüz tanımlanmamış veya yasallaşmamış olsa dahi, hâkimler mevcut genel prensiplerden esinlenerek o eylem hakkında karar açıklayabilmektedirler. Yatırımcılar hâkimin bu takdir yetkisini kullanabilme gücü sayesinde şirketteki büyük ortak ve yöneticilerce sömürülmekten korunmuş olmaktadır. Kıta Avrupa’sı hukuk sistemindeki yasal kurallar yasama organı tarafından yapılmaktadır. Bundan dolayı hâkimlerin kanunu eksiksiz uyguladıkları varsayılmaktadır. Ancak, büyük ortak ve yöneticilerin yatırımcıları kanunda açıklanmamış bir yol ile sömürme fırsatı elde ettiklerinde eylemlerine korkmadan devam edebilmektedirler. Bu açıdan, bakıldığında Anglo-Saxon hukuku, Kıta Avrupa’sı hukukuna göre yatırımcıları daha çok korumaktadır.<sup>9</sup>

## 1.2. SAHİPLİK ÇEŞİTLERİ

Sahiplik kavramı, her açıdan çağlar ve sistemler arasında sürekli anlam kazanarak gelişmiştir. Genel haliyle sahiplik çeşitleri şahsi menkul eşya sahipliği, fikri sahiplik, taşınmaz sahipliği, şirket sahiplik yapısı şeklinde sınıflandırılmaktadır.

Şahsi menkul eşya, mal, para, kıymetli evrak, hisse senedi, maddi olmayan varlıklar ve alacaklar gibi bir yerden başka bir yere kolayca taşınabilir varlıklardır.<sup>10</sup> Bu tür varlıklar üzerinde tasarruf ve kontrol gücünü kullanabilme hakkına “şahsi menkul eşya sahipliği” adı verilmektedir.

Fikri sahipliğe ilişkin literatürde yapılmış farklı tanımlar mevcuttur. Bunlardan biri söz konusu kavramı “Ticari değere sahip bilgi” olarak tanımlamıştır. Bir başka tanımda ise fikri sahiplik, “kamunun sahiplik statüsü vermeyi amaçladığı fikir, icat ve

---

<sup>8</sup> Veysel Kula, *Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*, Papatya Yayıncılık Eğitim, 1.Baskı, İstanbul, 2006, s.71-72.

<sup>9</sup> Veysel Kula, *a.g.e.*, s.71-72.

<sup>10</sup> *Wikipedia*, “Personal Property”, t.y., Kaynak:[http://en.wikipedia.org/wiki/Personal\\_property](http://en.wikipedia.org/wiki/Personal_property) (Erişim Tarihi:16.01. 2012.)

yaratıcı ifadeden doğan bir değer”<sup>11</sup> olarak ifade edilmiştir. Bu tanımda da belirtildiği gibi fikri sahiplik somut şeyler üzerindeki sahiplik değil, düşünsel bir çabanın ürünüdür.

Fikri sahiplik somut özelliğini patent ve telif hakları yasası gibi yasalardan almaktadır. Bu nedenle fikri sahiplik genel olarak edebiyat ve sanat eserlerinin korunması anlamında yorumlanan telif hakları ile bağlantılı haklar ve sınaî haklardan oluşmaktadır. Sınaî Haklar ise, iki alanda değerlendirilmektedir: Birinci alan, coğrafi işaretler ve ticari markalar gibi ayırt edici işaretlerin korunmasıdır. Diğer sınaî sahiplik hakları ise teknolojinin yaratılması, tasarım ve teknolojik yeniliği uyarmaya yönelik haklardır. Bu kategoride ise, patentler, endüstriyel tasarımlar ve ticari sırlar yer almaktadır.<sup>12</sup> Bu hakların sosyal amacı, yeni teknoloji geliştirmeye yönelik yatırımların ürünlerini korumayı sağlamaktır. Böylece ar-ge faaliyetlerini finanse etmek için teşvik ve araçlar sunma imkânı elde etmektedir.

Fikri sahiplik, son çeyrek yüzyılda küreselleşme tartışmaları ve pratiğine bağlı olarak sürekli gelişme göstermiştir. Bununla birlikte fikri sahiplik, kurumsal yönetim çalışmaları ve mevcut hukuki sistem çerçevesinde özellikle uluslararası anlaşmalar açısından literatürde önemli bir kavram olarak yerini almıştır.<sup>13</sup>

Taşınmaz sahipliği ise, sahiple sahip olunmaya elverişli taşınmaz şey arasındaki ilişkidir.<sup>14</sup> Medeni Kanun’umuza göre arazi, madenler, tapu kütüğüne bağımsız ve sürekli olarak kaydedilen haklar ve kat sahipliğine tabi olan bağımsız bölümler taşınmaz sahipliğine konu olabilmektedir.<sup>15</sup>

Taşınmaz sahipliği tescille kazanılmaktadır. Ancak miras, mahkeme kararı, icra takibi, işgal, kamulaştırma halleri ile kanunda öngörülen diğer hallerde, sahiplik tescilden önce kazanılmaktadır. Sahibinin taşınmaz üzerinde herhangi bir işlemde

---

<sup>11</sup> M. Tuba Ongun, “Ticaretle Bağlantılı Fikri Mülkiyet Hakları Anlaşması ve Gelişmekte Olan Ülkeler”, *Ekonomik Yaklaşım*, 1996, C:7, S:22, s.61.

<sup>12</sup> Hülya Erbay, *Türk Fikri ve Sınaî Mülkiyet Haklarının AB Mevzuatına Uyum Düzeyinin Tespiti ve Eğitim Gerekerinin Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara, 2007, s.4.

<sup>13</sup> Fahrettin Korkmaz, Derya Tellan, “Fikri Mülkiyet Haklarının Gelişimini İletişim Teknolojileri Örneğinde Değerlendirmek”, t.y., Kaynak:<http://ilet.gazi.edu.tr/posts/download?id=13453>., (Erişim Tarihi: 15.01.2012)

<sup>14</sup> Esin Örucü, “Taşınmaz Mülkiyeti Sınırlamalarına İlişkin Bazı Öneriler”, *Mukayeseli Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 1976, S.13, s.52.

<sup>15</sup> Sema Tepe, *Kamulaştırma ve Mülkiyet İlişkisinin İrdelenmesi Üzerine Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Konya, 2009, s.6.

bulunabilmesi, sahipliğin tapu kütüğüne tesciliyle kazanılırken, sahipliğin devri ise devir sözleşmesinin usule uygun düzenlenmesine bağlıdır.<sup>16</sup> Tapu kütüğüne kayıtlı bir taşınmazın sahipliğinin işgal yoluyla ele geçirilebilmesi için taşınmaz sahibinin izni gerekmektedir. Ancak tapuya kayıtlı olmayan taşınmazlar işgal yoluyla ele geçirilemezler.<sup>17</sup>

Şirket sahiplik yapısı, şirket sermayesini sağlayanların kim olduğunu ve sermaye paylarının büyüklüğünü ifade etmektedir. Şirketlerde hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip olan ortak veya ortaklar bulunabilmektedir. Bu tür şirketlerde hisseler belirli kişilerin elinde bulunmasından dolayı sahiplik ve kontrol gücü bu kişilere aittir.<sup>18</sup>

Günümüz modern şirketlerinde ise, genellikle sahiplik ve kontrol gücü farklı kişilerde bulunmaktadır. Literatürde sahiplik ve kontrolün ayrımıyla ilgili ilk çalışma, Berle ve Means tarafından yapılan “Modern Şirket ve Özel Sahiplik” tir. Berle ve Means, çalışmasında şirket kontrolünü, yönetim kurulunun çoğunluğunu seçme gücü olarak nitelendirmiştir. Ayrıca şirketleri kontrol edilme açısından farklı bir sınıflandırma yaklaşımı geliştirmiştir.<sup>19</sup>

- **Özel Mülkiyetli Şirketler:** Şirketin baskın olan hissedarının, şirket hisselerinin %80 den fazlasına sahip olduğu şirketlerdir.
- **Çoğunluk Kontrollü Şirketler:** Şirketin baskın hissedarının, şirket hisselerinin %50'sinden fazla %80'ninden azına sahip olduğu şirketlerdir.
- **Azınlık Kontrollü Şirketler:** Şirketin baskın hissedarının, hisselerin %20'sinden fazla %50'sinden azına sahip olduğu şirketlerdir. Bu şirketler, oylama hisselerinin önemli bir kısmını elinde bulunduran hissedarlar tarafından kontrol edilmektedir.

---

<sup>16</sup> Blogcu, “Taşınmaz Mülkiyeti”, t.y., Kaynak: <http://emlakbilgi.blogcu.com/tasinmaz-mulkiyeti/7362737>. (Erişim Tarihi: 16.01.2012).

<sup>17</sup> Blogcu, “Taşınmaz Mülkiyeti”, t.y., Kaynak: <http://emlakbilgi.blogcu.com/tasinmaz-mulkiyeti/7362737>. (Erişim Tarihi: 16.01.2012).

<sup>18</sup> Abdurrahman Fettahoğlu. H. Aydın Okuyan, “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*, Eskişehir, 17-19 Haziran 2009, s.4-5, Kaynak: [http://www.econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Fettahoglu\\_Okuyan\\_pdf](http://www.econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Fettahoglu_Okuyan_pdf), (Erişim Tarihi: 16.01.2012.)

<sup>19</sup> Hilal Karabıyık, *Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2011, s. 90.

- **Yasal Araçlar Tarafından Kontrol Edilen Şirketler:** Şirketlerin, yasal imkânların tanıdığı araçlar kullanılarak kontrol edildiği şirketlerdir. Örneğin, holdingler yatırım yaptıkları şirketlerde yönetimde ve kontrolde söz sahibi olmak için holdingleşerek şirket hisselerini toplamaktadırlar.
- **Yönetim Kontrollü Şirketler:** Şirketin yönetim tarafından kontrol edildiği şirketlerdir. Yönetim şirket sahiplerinden oluşabileceği gibi dışarıdan atanmış kişilerden de oluşabilmektedir.
- **Maliklerin Yönettiği Şirketler:** Şirketin sahibi ve yöneticisinin aynı olduğu şirketlerdir.
- **Yönetimsel Şirketler:** Yöneticilerin şirkette hiçbir kontrol hissesine sahip olmadığı şirketlerdir. Yönetimsel şirketler, bir kişi veya birkaç kişiden oluşan grubun kontrol ettiği “Yoğunlaştırılmış Yönetimsel Şirketler” ve bir grubun kontrolünde olmayan “Yaygınlaştırılmış Yönetimsel Şirketler” olmak üzere iki kategoride incelemişlerdir.<sup>20</sup>

### 1.3. SAHİPLİK YAPISI TÜRLERİ

Çalışmamızda sahiplik yapısı türleri sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonu olmak üzere iki grupta ele alınacaktır.

#### 1.3.1. Sahiplik Yoğunluğu

Sahiplik yoğunluğu, bireysel veya kurumsal hissedarların şirketlerin hisse dağılımında sahip oldukları hisse oranına karşılık gelmektedir. Dolayısıyla çalışmamızda sahiplik yoğunluğu, en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı, ikinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı, üçüncü büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı ve halka açıklık oranı üzerinden anlatılacaktır.

##### 1.3.1.1. En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı

En büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı, şirketin en büyük hissesine sahip olan ortağın, toplam hisse senetleri içinde sahip olduğu oran olarak tanımlanmaktadır.

---

<sup>20</sup> Mehmet Gençtürk, “Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2003, C.8, S.2, s. 34-35.



En büyük ortağın sahip olduğu hisse oranlarının fazla olduğu şirketlerde sahiplik ve kontrol tek elde toplanmaktadır. Bu nedenle bu tarz şirketlere yoğunlaşmış sahiplik yapısının var olduğu şirketler denilmektedir.<sup>21</sup> Yoğunlaşmış sahiplik yapısının görüldüğü şirketlere örnek olarak aile şirketleri, halka kapalı ve şahıs şirketleri verilebilir.<sup>22</sup>

En büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının fazla olması, ortaklarla yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarından doğacak vekâlet maliyetlerini azaltmaktadır. Bunun nedeni en büyük ortağın hisse oranı arttıkça, ortağın yönetimi izleme isteğinin o oranda artmasıdır. Ayrıca en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının fazla olması ona hâkim ortak sıfatını kazandırmaktır. Hâkim ortak şirkete kendi yöneticilerini yerleştirmesinden dolayı yöneticilerin fırsatçılığının da önüne geçilmektedir.

Hâkim ortağın var olduğu şirketlerde uzun dönemli karar alma noktasında sıkıntı yaşanmamaktadır. Bunun sonucunda da uzun süreli projelere yatırım yapılması mümkün olabilmektedir.<sup>23</sup>

Gelişmekte olan ülkelerde genellikle hâkim ortağın şirket yönetimini şahsen üstlendiği ve yönetim kurulları ve yönetici pozisyonlarını kendi bünyesinde tuttuğu bilinmektedir. Ancak hâkim ortağın sahip olduğu bu güç onu azınlık ortakların aleyhine sonuçlanacak işlemlere yöneltebilmektedir.<sup>24</sup> Örneğin hâkim ortak şirket kârlarını çalabilmekte veya şirket varlıklarını piyasa fiyatının altında satarak kazanç elde edebilmektedir. Azınlık ortakların aleyhine gerçekleştirilen bu tarz yöntemler çoğu zaman yasalara uygun olmalarına rağmen sonuçları mülksüzleştirme olarak tanımlanmaktadır.<sup>25</sup>

---

<sup>21</sup> Murat Kıyılar. Muhammet Belen, “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri, Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, *İSMMMO 1. Uluslar arası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu*, Antalya, 20-24 Nisan 2005, s.21, Kaynak:<http://archive.ismmo.org.tr/docs/sempozyum/07sempozyum/10.murat%20kilyilar%20muhammed%20belen.doc.>, ( Erişim Tarihi:19.01.2012)

<sup>22</sup> Mehmet Gençtürk, “a.g.m”, s. 234.

<sup>23</sup> Elena Berezneak, *Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi: Türkiye Uygulaması*, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007, s.93.

<sup>24</sup> Şebnem Arıkboğa. Ahmet Menteş, “Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 2009, C: 59, S. 2, s.92

<sup>25</sup> Süleyman Ahmet Menteş, *Kurumsal Yönetim Etkinlik Ölçüm Aracı Olarak Tepe Yöneticisi Değişimi: Türkiye Uygulaması*,(Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008, s.102.

Kula çalışmasında, kurumsal yönetim uygulamalarının zayıf olduğu ülkelerde yatırımların getirileri düştüğü anda hâkim ortakların yöneticilere mülksüzleştirmeyi arttırmaları için baskı yaptığını öne sürmektedir. Ayrıca yazar mülksüzleştirmenin artmasının piyasada şok etkisi yarattığını ve bu durumun şirketi olumsuz yönde etkilediğini de belirtmektedir.<sup>26</sup>

Bir şirkette en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının kontrolü elinde tutabilecek kadar yüksek olması o ortağın nihai ortak olmasını sağlamaktadır. Nihai ortağın sahip olduğu hisse oranı o ortağın şirket kontrolünü sağlayabilmesi için gereken oy oranını karşılamaktadır. Bu nedenle nihai ortağın şirket üzerindeki kontrolünü devam ettirebilmesi için salt çoğunluğu sağlayacak hisse oranına sahip olması gerekmektedir. Bir hisse bir oy olarak nitelendirilen bu durum, nihai ortağın azınlık ortakları mülksüzleştirmesine engel olmaktadır. Ancak nihai ortak, bir hisse bir oy kuralından sapma gösteren hisse senetleri ve çift özellikli hisse senetleri gibi araçlara sahip olduğunda nakit akım hakları üzerinde kontrol hakkı elde edebilmektedir.<sup>27</sup> Örneğin, bir hisse bir oy kuralından sapma gösteren hisse senetlerine sahip olan nihai ortağın, şirketin kontrolünü elinde tutabilmesi için sahip olduğu hisse oranının %51 olması gerekmemektedir.<sup>28</sup> Diğer taraftan çift özellikli hisse senetlerine sahip olan nihai ortak, piyasadan daha fazla finansmanı daha az oranda hisseyle sağlama imkânı elde edebilmektedir.<sup>29</sup>

### **1.3.1.2. İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı**

Bir şirketin ikinci büyük ortağının elindeki kümülâtif hisselerinin toplam hisse senetleri içindeki oranı ikinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranını göstermektedir. İkinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının artması hem hâkim ortak hem de yöneticilerden kaynaklanan birtakım maliyetlerin azalmasına neden olmaktadır. Ayrıca ikinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının artması sahiplik ve kontrol gücünün tek elde toplanmasını da engellemektedir. Ancak şirkette birden fazla büyük ortağın

---

<sup>26</sup> Veysel Kula, *a.g.e.*, s.88.

<sup>27</sup> Veysel Kula, *a.g.e.*, s.90.

<sup>28</sup> İlker Sakınç, *Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İlişkisi*, (Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008, s.112.

<sup>29</sup> İlker Sakınç, *a.g.e.*, s.117.

bulunması halinde ortaklar arasında çatışmalar çıkabilmektedir. Bu durum da şirket performansını olumsuz yönde etkilemektedir.

### **1.3.1.3. Üçüncü Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı**

Bir şirketin üçüncü büyük ortağının elindeki kümülâtif hisselerinin toplam hisse senetleri içindeki oranı üçüncü büyük ortağın sahip olduğu hisse oranını göstermektedir. Üçüncü büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının artması da şirkette hâkim ortağın gücünü sınırlamaktadır. Ayrıca yöneticilerden kaynaklanan vekâlet maliyetlerinin azalmasına neden olmaktadır.

### **1.3.1.4. Halka Açıklık Oranı**

Bir şirketin halka açılmış hisselerinin toplam hisse senetleri içindeki oranı halka açıklık oranı olarak tanımlanmaktadır. Halka açıklık oranları yüksek olan şirketlerde sahiplik ve kontrol ayrımı belirgindir.<sup>30</sup> Ayrıca halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin borç/özsermaye oranları yüksektir. Çünkü bu şirketler yatırımlarını borçla finanse etme yoluna sıklıkla başvurumaktadırlar.

Halka açıklık oranları yüksek olan şirketler, fazla kaynağa sahip olduklarından dolayı maddi duran varlıklara daha çok yatırım yapabilmektedirler. Maddi duran varlıklar, şirketin üretimde kullandığı fiziksel girdi düzeyini belirlemektedir. Bu nedenle büyük ölçekli ve halka açıklık oranı yüksek şirketlerin daha yüksek üretim kapasitelerine sahip olduklarını söyleyebilmek mümkündür. Nitekim bir şirketin başarısı toplam varlık düzeyindeki değişim ölçülerek değerlendirilmektedir.<sup>31</sup>

Halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerde yönetim faaliyetleri uzman kişiler tarafından yürütülmektedir. Şirket yöneticisi olarak nitelendirilen bu kişiler aynı zamanda sermaye sahiplerinin temsilcisi durumundadırlar. Dolayısıyla sermaye sahiplerinin getirilerini maksimize etmek için çalışmak zorundadırlar. Bu yüzden

---

<sup>30</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, *Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması*, (Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2002, s. 63.

<sup>31</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, *a.g.e.*, s.64

hissedarlarla yöneticiler arasında çıkar çatışmaları olabilmektedir. Çünkü yöneticiler şirket kaynaklarını kendi çıkarlarına yönelik kullanabilmektedirler.<sup>32</sup>

Halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerde karmaşık ve dağınık sahiplik yapısı olmasının bazı avantajları vardır. Örneğin bu tarz şirketlerde finansal yenilikler yaparak, kapsam ekonomisinden faydalanma yoluna gidilmesi ve elde edilen deneyimlerin ürün çeşitliliğinin artırılması noktasında kullanılabilmesi mümkündür.<sup>33</sup> Ayrıca halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin karmaşık ve dağınık sahiplik yapısının verdiği etkiyle özsermayeleri fazladır ve daha uzun faaliyet sürelerine sahiplerdir.<sup>34</sup>

OECD ülkelerinde azalan ar-ge harcamalarını desteklemek için hükümetlerin ar-ge sistemlerini güçlendirme yönünde uyguladığı birtakım politikalar vardır. Bu politikalar sayesinde halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin yüksek bir ar-ge harcama tutarına sahip oldukları çeşitli araştırmalar ile kanıtlanmıştır.<sup>35</sup>

### **1.3.2. Sahiplik Kompozisyonu**

Sahiplik kompozisyonu, işletme hissedarlarının bireysel veya kurumsal olarak kimlerden oluştuğunu ortaya koymaktadır. Bu çalışmada sahiplik kompozisyonu, dağınık sahiplik, yönetici sahipliği, yabancı sahiplik, aile sahipliği, devlet sahipliği ve kurumsal yatırımcı sahipliği şeklinde değerlendirilecektir.

#### **1.3.2.1. Dağınık Sahiplik**

Dağınık sahiplik, şirket kontrolünün tek elde toplanmadığı, birden çok hissedar grubuyla paylaşıldığı sahiplik türüdür.<sup>36</sup> Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerdeki halka açık şirketlerde, hisse sahipliği son derece dağılmış bir durumdadır. Dağınık sahiplik yapısında şirket hissedarları arasında baskın sermayedar grubu yoktur. Ayrıca bu tür yapılarda hissedarların birden fazla şirkette küçük yatırımları söz konusudur. Şirketlerin yönetimi ise, genel kurul tarafından hissedarlar adına görevlendirilmiş profesyonel

---

<sup>32</sup> Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Yayınevi, Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, Bursa, 2008, s.260.

<sup>33</sup> Münür Yayla vd., “Bankacılık Sektöründe Yabancı Girişi: Küresel Gelişmeler ve Türkiye”, *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, ARD Çalışma Raporları*, 2005, Yayın No: 6, s.3.

<sup>34</sup> Zafer Ağdelen, Haluk Erkut, “Firma Kurumsal ve Yönetimsel Özelliklerinin İnsan Kaynakları Yönetimi Üzerindeki Etkisinin Analizi”, *Girne Amerikan University J. Soc. & Appl. Sci.*, 2008, C.3, S. 6, s.50

<sup>35</sup> Turan Tuncay Turaboğlu, *a.g.e.* s.65.

<sup>36</sup> İlker Sakınç, *a.g.e.* s. 45.

yöneticilerin kontrolündedir. Nitekim bu yapıda şirketlerin sahipliği ve kontrolü farklı ellerde toplanmıştır.<sup>37</sup>

Dağınık sahiplik yapısının var olduğu şirketlerde sahiplik ve kontrolün ayrılmış olması, hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmalarını da beraberinde getirmektedir. Bu nedenle de bu tarz şirketlerde vekâlet maliyetleri yüksektir. Bu durum şirket yöneticilerinin yönetimde söz sahibi olması ve bazı zamanlarda bu gücü hissedarlar aleyhine kendi çıkarları uğruna kullanmasından kaynaklanmaktadır.<sup>38</sup> Dağınık sahiplik yapısının görüldüğü şirketlerde sermaye girişleri ve borç/özsermaye oranları yüksektir. Bu şirketlerin kaynak sağlama bakımından sıkıntıları olmadığı için kolay bir şekilde maddi duran varlıklara yatırım yapabilmektedirler. Ayrıca bu tarz şirketlerde uzmanlaşma düzeyinin yüksek olması nedeniyle de varlık çeşitliliği de buna bağlı olarak yüksektir.

Dünya’da dağınık sahiplik yapısıyla ilgili çalışmalar incelendiğinde bu çalışmalardan en belirgin olanı Faccio ve Lang’in yapmış olduğu çalışmadır. Faccio ve Lang 13 Batı Avrupa ülkesinde 5232 şirketin sahiplik yapılarını masaya yatırmışlardır.

Araştırma sonuçlarına göre, şirketlerin %36,93’ünde dağınık sahiplik; %44,29’unda aile sahiplik yapısının var olduğunu tespit etmişlerdir. Dağınık sahiplik yapısı noktasında en fazla yoğunlaşmanın İngiltere ve İrlanda’da olduğunu, Kıta Avrupa’sında ise, aile sahipliğinin hâkim olduğunu öne sürmüşlerdir. Ayrıca yazarlar büyük ölçekli ve finansal şirketlerde dağınık sahiplik yapısı, küçük ölçekli ve finansal olmayan şirketlerde aile sahipliğinin görüldüğünü iddia etmişlerdir. Aşağıdaki Tablo.1.1’de 13 ülkede 5232 şirketin dağınık sahiplik oranları gösterilmektedir.<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> İlker Sakınç, *a.g.e.*, s.44, *Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği*, “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?”, *Kurumsal* 2007, s.3, Kaynak: [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Turkey/Local%20Assets/Documents/turkey\(tr\)\\_cgs\\_nedirbuky\\_261206.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Turkey/Local%20Assets/Documents/turkey(tr)_cgs_nedirbuky_261206.pdf), (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

<sup>38</sup> Hilal Karabıyık, *a.g.e.*, s.92.

<sup>39</sup> Mara Faccio. Lary H.P. Lang, “The Ultimate Ownership Of Western European Corporation”, *Journal Of Financial Economics*, 2002, p.379.

**Tablo 1.1. 13 Batı Avrupa Ülkesinde Dağılık Sahiplik Yapısı**

Ülke	Ülke Sayısı	Dağılık Sahiplik Oranları
Avusturya	99	11.11
Belçika	130	20.00
Finlandiya	129	28.68
Fransa	607	14.00
Almanya	704	10.37
İrlanda	69	62.32
İtalya	208	12.98
Norveç	155	36.77
Portekiz	87	21.84
İspanya	632	26.42
İsveç	245	39.18
İsviçre	214	27.57
İngiltere	1,953	63.08
<b>Toplam</b>	<b>5,232</b>	<b>36.93</b>

**Kaynak:** Mara Faccio. Lary H.P. Lang, "The Ultimate Ownership Of Western European Corporation", *Journal Of Financial Economics*, 2002, Num.65, p.379.

### 1.3.2.2. Yönetici Sahipliği

Küçük ölçekli şirketlerde sahiplik ve yöneticilik tek elde toplanmıştır. Büyük ölçekli şirketlerde ise, fonksiyonel sorumluluk ve görevlerin fazlaşması gibi etkenler yönetsel yetkilerin profesyonel yöneticilere devredilmesini gerekli kılmıştır. Ancak bu yetki devri yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkar çatışmalarına neden olmuştur. Bu tür çıkar çatışmalarını önlemek için yönetim kademesinin de şirketin hissedarı olduğu yapıya "yönetici sahipliği" adı verilmektedir.<sup>40</sup> Burada yönetici sahipliğinin temel koşulu, yönetsel kademenin şirket hisselerine sahip olmasıdır. Ancak yönetici sahipliği için yöneticinin hâkim ortak olma zorunluluğu yoktur.

Yönetici sahipliğinin en çok geçerli olduğu sahiplik yapısı türü dağılık sahipliktir. Bunun nedeni, dağılık sahiplik yapısında hâkim ortağın olmayışı ve yöneticilerin çok az bir hisse oranıyla yönetimde söz hakkı bulabilmesidir. Yöneticiler, teşvik amacıyla da şirkete ortak olarak alınabilmektedirler. Burada yönetici sahipliği, yöneticinin vekâlet maliyetleri doğrultusunda hissedar olması şeklindedir. Buradaki amaç yöneticiden doğan vekâlet sorununu ortadan kaldırmaktır. Ancak yöneticinin elinde tutması gereken hisse oranının iyi tespit edilmesi gerekmektedir.<sup>41</sup> Nitekim

<sup>40</sup> Adnan Akın, "Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2004, S. 22, s.129.

<sup>41</sup> İlker Sakınç, *a.g.e.*, s.49, Ali Bayrakdaroğlu, "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2010, C.2, S.2, s.15.

yöneticilerin kontrol edici hissedar olmaları durumunda, yönetici sahipliği hakkından doğan oy gücünü, işini ve sahipliğin kendisine sağladığı özel faydaları şirket aleyhine kullanabilmeleri mümkündür.<sup>42</sup>

Vekâlet teorisine göre, şirkete yeni ortak alındığı zaman yönetici-sahiplerinin şirkete karşı taşıdıkları tutum değişmektedir. Yönetici sahipleri pay sahipliğindeki azalmanın bir sonucu olarak, işletmenin değerini arttırmaya yönelik olmayan kişisel harcamaları arttırma eğilimine girmektedirler. Bu nedenle de yönetici-sahipleriyle yeni hissedar arasında çıkar çatışması ortaya çıkmaktadır.<sup>43</sup> Nitekim Yeni TTK'da yöneticilerin bu şekilde sahiplikten kaynaklanan gücünü ve sorumluluklarını suiistimal etmeleri üzerine, etkili kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirebilmek için bazı hükümler getirilmiştir.<sup>44</sup>

### 1.3.2.3. Yabancı Sahiplik

Yabancı sermaye, bir ülkeye girişi açısından doğrudan ve dolaylı yabancı sermaye yatırımları olmak üzere iki şekilde tanımlanmaktadır. Doğrudan yabancı sermaye yatırımları, yabancılara başka ülkelerdeki şirketlerin fiziki veya ekonomik varlıkları üzerinde tamamen ya da kısmen sahiplik hakkı tanıyan yatırımlardır. Dolaylı sermaye yatırımları ise, bir yabancı şirketin veya yurtdışında yaşayan bir kişinin başka bir ülkenin borsalarında işlem gören şirketlerin menkul kıymetlerini satın almasıyla ortaya çıkan mali işlemlerdir.<sup>45</sup> Tanımlardan da anlaşılacağı üzere yabancı sahipliğin doğabilmesi için, yabancılara başka ülkelerdeki şirketlere doğrudan yatırım yapmaları gerekmektedir. Sahiplik durumuna göre doğrudan sermaye yatırımları ortak girişim, birleşme ve satın alma yatırımı, tam sahiplikteki yatırımlar ve yavru şirket şeklinde gerçekleşmektedir.<sup>46</sup>

---

<sup>42</sup> Süleyman Ahmet Menteş, *a.g.e.*, s.104.

<sup>43</sup> Halil İbrahim Bulut v.d., "Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2009, C.11, S.1, s.104.

<sup>44</sup> *Yeni Türk Ticaret Kanunu*, Madde 146/1-h, 198/1, 200/1, 202/1-d ve 5, 206/1, 220/1, 227/1, 369/1, 516/2-c, 552/1, 553/1, 630/2-3.

<sup>45</sup> Erdem Sağlamer, *Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003, s.2.

<sup>46</sup> Nihat Batmaz, Sevinç Tekeli, *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Polonya Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği*, Ekin Yayınevi, Bursa, 2009, s.7.

Ortak girişim, yabancı yatırımcıların, yatırım yapacağı ülkedeki yerli bir şirketin ortaklarıyla yeni bir şirket kurması ya da mevcut şirketi paylaşması şeklinde gerçekleşmektedir. Bu tip girişimler, kontrol edici hissedarın olmadığı girişimlerdir. Yabancı yatırımcılar, yatırım yaptıkları ülkedeki yasal engellerin fazla olması durumunda ortak yatırıma onay vermektedirler. Bu tür yatırımlarda yabancı yatırımcılar, sermaye, bilgi ve yönetim konusunda destek sağlarken, yerli yatırımcılar da iç piyasanın işleyişi konusunda bilgi vermektedirler. Yabancı ve yerli ortak arasında anlaşmazlık çıkma olasılığının fazla olması nedeniyle ortak girişim uygulamada pek fazla etkili olamamaktadır.<sup>47</sup>

Yabancı bir şirketin başka bir ülkedeki şirketle birleşmesi veya onu satın alması sınır ötesi birleşme ve satın alma yatırımı şeklinde tanımlanmaktadır. Bu tarz yatırımların birtakım avantajları bulunmaktadır. Bunlardan ilki bu yatırımların yeni şirket satın almaktan daha ucuz olmasıdır. İkinci avantajı ise, yabancı yatırımcıların daha hızlı bir şekilde piyasalara girmesini sağlamasıdır. Ancak bu tarz yatırımlar ev sahibi ülke açısından dezavantajlı olarak görülmektedir. Çünkü ev sahibi ülke hükümetleri birleşme veya satın alma tipi yatırımları, sahiplik değişimi olarak düşünmesinden dolayı az faydalı görmektedirler.<sup>48</sup>

Tam sahiplikteki yatırımlarda yabancı yatırımcılar, herhangi bir satın alma veya birleşme yapmaksızın yatırımlarını doğrudan kendileri gerçekleştirmektedirler. Diğer bir ifadeyle yatırım baştan sona yabancı sahipliğindedir. Böyle bir yatırımı gerçekleştirecek olan yatırımcı, yatırım yapmayı düşündüğü ülkeyle ilgili kapsamlı bir alan araştırması yapmalıdır. Burada tek başına hareket etmek zorunda kalan yatırımcı yerli ortağının iç piyasa ile ilgili bilgilerinden yararlanamayacaktır. Ancak yabancı ortağının da kaprislerine de katlanmak zorunda kalmayacaktır.<sup>49</sup>

Yavru şirket ise, yabancı yatırımcıların başka bir ülkede yeni bir şirket kurması ya da mevcut şirketin hisselerinin % 50'sini satın alması şeklinde ortaya çıkan şirket türüdür. Yabancı yatırımcılar çoğunlukla yavru şirketin kontrol edici hissedarı

---

<sup>47</sup> Nuri Yavan, *Türkiye'de Doğrudan Yabancı Yatırımların Lokasyon Seçimi*, İktisadi Araştırma Vakfı, Ofset Matbaacılık, İstanbul, 2006, s.84.

<sup>48</sup> Nuri Yavan, *a.g.e.*, s.85.

<sup>49</sup> Ali Ekber Altınışık, *Uluslararası Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Vergi Özendirmeleri Önlemleri Karşısındaki Durumu ve Vergisel Teşviklerinde Başarısında Çin*, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2006, s.14.



konumundadırlar. Ancak yatırım yaptıkları ülkedeki yasal düzenlemeler bazen bu durumu kısıtlayabilmektedir. Yabancı yatırımcılar, sahip oldukları yavru şirketlere bütün donanımlarını aktarmaktadırlar. Yavru şirketlerde yerli hissedarlar olsa bile kararlar yabancı yöneticiler tarafından alınmaktadır.<sup>50</sup>

Dünya’da doğrudan yabancı sermaye yatırımları incelendiğinde bu yatırımlardan en çok faydalanan ülkelerin sanayileşmiş batı ülkeleri olduğu görülmektedir. Bu ülkelerin başında da ABD gelmektedir. ABD ‘de doğrudan yabancı sermaye yatırımları en fazla petrol, bilgisayar, elektronik, telekomünikasyon ve finansal hizmetler sektörlerine yapılmaktadır.<sup>51</sup>

Son yıllarda birçok gelişmekte olan ülke, yabancı şirketlere birtakım ayrıcalıklar tanıyarak yabancı yatırımları çekmeye çalışmaktadırlar. Geçiş ekonomileri, gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin ekonomik olarak büyümelerine katkı sağlamak için destek vermektedirler. Bu nedenle ülkeler yoğun bir şekilde rekabet etmektedirler.<sup>52</sup>

Türkiye’de doğrudan yabancı sermaye yatırımları coğrafi açıdan incelendiğinde yabancı sermayeli şirketlerin Marmara Bölgesi’nde yoğun olduğu görülmektedir. İstanbul ise yabancı sermaye yatırımlarının en fazla olduğu ildir. İstanbul Ticaret Odası’nın Yeni Kayıt ve Kapanış Yaptıran Şirketlerde Yabancı Yatırımcı Raporu’na göre, 2011 yılında İstanbul’a gelen yabancı sermayenin yüzde 52.82’sini banka-sigorta, Yüzde 6.37’sini kimya plastik kauçuk yüzde 5.40’ı ulaştırma sektörlerine yönelik kullanılmıştır. Ayrıca sektörlere göre yabancı yatırımcının %12.93’ü elektrik-elektronik ve bilişim, %7.72’si inşaat ve % 7.70’i müşavirlik hizmetlerine yatırımlarını gerçekleştirmiştir.<sup>53</sup>

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği’nin açıklamalarına göre, yabancı yatırımcılar halka açık hisse senetlerinin % 62’sine sahiptir. Buna göre, hisse

---

<sup>50</sup> Nuri Yavan, *a.g.e.*, s.84.

<sup>51</sup> Nihat Batmaz, Sevinç Tekeli, *a.g.e.*, s.63.

<sup>52</sup> M. Emin Erçakar. Erdal Tanas Karagöl, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar”, *Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı*, 2011, s.7-8.

<sup>53</sup> *Son Kulis*, “Yabancı Sermaye İstanbul’a Paradan Para Kazanmaya Geldi”, 2012, Kaynak: <http://www.sonkulis.com/ozel-haber/2011de-yabanci-sermaye-istanbula-paradan-para-kazanmaya-geldi-h1677.html>., (Erişim Tarihi: 23 Şubat 2012)

senetlerinin yaklaşık 1/5'i 10 yabancı şirket ve 10 yabancı fonun elinde bulunmaktadır.<sup>54</sup>

Uluslararası doğrudan yatırım girişlerinin sektörel dağılımı ise aşağıda tablo 1.2'de gösterilmiştir:

**Tablo 1.2. Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Sektörel Dağılımı (2007-2011)**

Sektörler (Milyon \$)	2007	2008	2009	2010	2011	2007-2011
Tarım Ormancılık Balıkçılık	9	41	49	82	31	212
<b>Sanayi</b>	<b>5.116</b>	<b>5.174</b>	<b>3.780</b>	<b>2.861</b>	<b>7.771</b>	<b>24.702</b>
Elektrik, Gaz, Su	568	1.053	2.076	1.817	4.259	9.773
İmalat	4.211	3.970	1.615	905	3.364	14.065
Madencilik	337	151	89	139	148	864
<b>Hizmetler<sup>55</sup></b>	<b>14.012</b>	<b>9.532</b>	<b>2.423</b>	<b>3.295</b>	<b>8.085</b>	<b>37.347</b>
Finans	11.662	6.069	666	1.584	6.031	26.012
Gayrimenkul Aracılık Hizmetleri	560	641	560	412	578	2.751
Toptan ve Perakende Ticaret	165	2.085	389	425	523	3.587
İnşaat	285	336	208	308	319	1.456
Ulaştırma, Depolama ve Haberleşme	1.117	170	391	212	239	2.129
Diğer Hizmetler	223	231	209	354	395	1.412
<b>Toplam Girişler (Sermaye)</b>	<b>19.137</b>	<b>14.747</b>	<b>6.252</b>	<b>6.238</b>	<b>15.887</b>	<b>62.261</b>

**Kaynak:** Uluslararası Yatırımcılar Derneği, “Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2011 Yılı Sonu Değerlendirme Raporu”, 2011, Şubat, s.2.

<sup>54</sup> Habertürk, “Yüzde 62’si Yabancılarda Çıktı”, 2012, Kaynak: <http://ekonomi.haberturk.com/finans-borsa/haber/743078-yuzde-62si-yabancilarda-cikti>., (Erişim Tarihi: 17.05.2012)

<sup>55</sup> Alt Sektörler 2011 yılı girişlerine göre sıralanmıştır.

Tablo 1.2 incelendiğinde 2011 yılı toplam doğrudan yabancı yatırım girişlerinin yaklaşık %51'ini<sup>56</sup> hizmet, % 49'unu<sup>57</sup> da sanayi sektörüne yapılan yatırım girişleri oluşturmaktadır. Yabancı yatırım girişlerinden en fazla pay alan sektörler ise finans (yaklaşık % 37<sup>58</sup>) ve enerji sektörleri (yaklaşık %27<sup>59</sup>)'dir.

Uluslararası yabancı yatırımların bölgesel açıdan dağılımı ise aşağıda tablo 1.3'te belirtilmiştir.

**Tablo 1.3. Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişlerinin Bölgeler İtibari ile Dağılımı (2007-2011)**

(Milyon \$)	2007	2008	2009	2010	2011	2007-2011
<b>Avrupa</b>	12.974	11.367	5.234	4.920	12.369	46.864
Pay (%)	67,8	77,1	83,7	80,0	77,9	75,3
<b>Kuzey Amerika</b>	4.223	891	312	378	1.423	7.227
Pay (%)	22,1	6,0	5,0	6,0	9,1	11,6
<b>Asya/Yakın ve Ortadoğu</b>	608	2.184	361	473	1.522	5.148
Pay (%)	3,2	14,8	5,8	7,0	9,6	8,3
<b>Asya/Diğer</b>	797	161	312	455	505	2.230
Pay (%)	4,2	1,1	5,0	7,3	3,2	3,6
<b>Diğer Bölgeler</b>	535	144	33	12	68	792
Pay (%)	2,8	1	0,5	0	0	1,3
<b>TOPLAM</b>	19.137	14.747	6.252	6.238	15.887	62.261

**Kaynak:** Uluslararası Yatırımcılar Derneği, “Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2011 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu”, 2011, s.4.

Tablo. 1.3'e göre, Türkiye'ye yabancı sermaye girişi noktasında Avrupa ülkeleri önemli bir paya sahiptir. Avrupa ülkelerinin son 5 yıldaki yabancı sermaye girişindeki payı % 75,3'tür. Ayrıca Asya ülkelerinin payının % 11,9 (Asya/Yakın ve Ortadoğu

<sup>56</sup> Hizmet Sektörüne Yapılan Yabancı Sermaye Girişleri/ Toplam Yabancı Sermaye Girişleri (8.085/15.887) şeklinde hesaplanmaktadır.

<sup>57</sup> Sanayi Sektörüne Yapılan Yabancı Sermaye Girişleri/ Toplam Yabancı Sermaye Girişleri (7.771/15.887) şeklinde hesaplanmaktadır.

<sup>58</sup> Finans Sektörüne Yapılan Yabancı Sermaye Girişleri/ Toplam Yabancı Sermaye Girişleri (6.031/15.887) şeklinde hesaplanmaktadır.

<sup>59</sup> Enerji (Elektrik, Gaz, Su) Sektörüne Yapılan Yabancı Sermaye Girişleri/ Toplam Yabancı Sermaye Girişleri (4.259/15.887) şeklinde hesaplanmaktadır.

(% 8,3) + Asya/Diğer (% 3,6)) ve Kuzey Amerika ülkelerinin % 11,6'lık bir paya sahip olduğu da görülmektedir.

2011 yılında yabancıların birleşme veya satın alma şeklinde gerçekleştirdiği yatırımlar, çoğunlukla küçük ve orta ölçekli işlem üzerine olmuştur. Özellikle sağlık, finansal hizmetler, üretim, gıda-içecek, e-ticaret ve enerji sektörleri yabancı yatırımcıların ilgi odağı haline gelmiştir.<sup>60</sup>

#### 1.3.2.4. Aile Sahipliği

Aile şirketleri konusunda yapılan birçok tanımda kullanılan ortak birtakım kavramlar vardır. Bu kavramlar, “aile, sahiplik, kültür, yönetim ve işletme”dir.<sup>61</sup> Örneğin aile açısından aile şirketleri; “ ortaklar arasında kan bağı olan şirket diğer bir ifadeyle aynı soydan gelenlerin oluşturduğu şirket” olarak tanımlanmıştır. Sahiplik açısından yapılan tanıma göre aile şirketleri; “ailenin servetini dağıtmamak için kurulmuş bir şirket biçimi” olarak ifade edilmiştir. Yönetim açısından ise şöyle bir tanım yapılmıştır: “Bir şirkette hisse yapısı ne olursa olsun, yönetim faaliyetlerinin yerine getirilmesinde bir aile veya bir aile grubunun var olmasıyla oluşan şirket aile şirkettir.”<sup>62</sup>

Bu çalışmada temel alınacak aile şirketi tanımı da şu şekildedir: “En az iki neslin kurumda temsil edildiği, mirasın dağılmasını önlemek için yönetim kademlerinde aile üyelerinin yer aldığı veya kararların alınmasında büyük ölçüde aile üyelerinin etkili olduğu şirketlerdir.”<sup>63</sup>

Aile şirketlerinin en ayırt edici özelliklerinden biri, şirket yönetimi ile işletme stratejileri üzerinde aile kültürünün açıkça etkili olmasıdır. Bu şirketlerde aile ilişkileri, iş ilişkilerinin önüne geçebilmektedir. Bu nedenle, aile şirketleri uzun vadeli plan ve

<sup>60</sup> Uluslararası Yatırımcılar Derneği, “Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2011 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu”, 2012, s.4.,  
Kaynak:[http://www.yased.org.tr/webportal/English/insight\\_yased/Documents/YASED\\_UDY\\_Raporu\\_2011yilsonu\\_Subat2012.pdf](http://www.yased.org.tr/webportal/English/insight_yased/Documents/YASED_UDY_Raporu_2011yilsonu_Subat2012.pdf), (Erişim Tarihi: 15.04.2012)

<sup>61</sup> İlhami Fındıkcı, *Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma*, Alfa Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2005, s.18

<sup>62</sup> Cihan Kıran, *Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma Sendromu ve İstanbul İOSB'deki Aile Şirketleri Üzerine Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2007, s.1.

<sup>63</sup> Ebru Karpuzoğlu, “ Aile Şirketleri Nedir, Temel Özellikleri Nelerdir?” t.y., *Kobi Finans*, Kaynak: [http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi\\_merkezi/020603/483](http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020603/483), ( Erişim Tarihi: 19.01.2012)

kararlarında şirketin geleceği ölçüsünde, ailenin geleceğini de dikkate alma eğilimi taşımaktadır.<sup>64</sup>

Aile üyeleri, şirketin kurulmasında ve devamında önemli role sahiptirler. Aile üyelerinin sağladığı finansal olanaklar, sosyal ilişkiler ve insan sermayesi işletmenin zor ekonomik dönemlerde ayakta kalmasında ve yaşamını sürdürmesinde önemli bir etkidir.<sup>65</sup> Şirketin sahipleri ve yöneticileri aynı aileden olmalarından dolayı genellikle çıkar çatışması ve fikir ayrılığı çok fazla yaşanmamaktadır.<sup>66</sup> Bu nedenle de bu tarz şirketlerde vekâlet maliyetleri düşüktür.

Aile şirketlerinde ataerkil yönetim yapısı mevcuttur. Kararlar çoğunlukla şirket sahibi tarafından alınmaktadır. Çalışanların fikirlerine önem verilmemekte, “ben olmazsam işler yürümez” düşüncesiyle hareket edilmektedir. Çoğu zaman, diğer aile üyelerinin, kurucunun (patron/baba) fikrine karşıt bir fikir öne sürmeleri aile büyüğüne saygısızlık olarak nitelendirilmektedir.<sup>67</sup> Ancak diğer aile üyelerinin, şirket kurucusunun (patron/baba) uygun görmesiyle istediği pozisyonda çalışabilmesi aile üyelerinin şirkete ve kurucu üyeye bağlılığını arttırmaktadır. Bu da üst yönetimi devralmada rekabet yaşanmasını engellemektedir.<sup>68</sup> En üst yönetimi devralmada rekabet yaşanmaması işletmenin yok oluşunu hızlandıracağına dair görüşler vardır. Bu durumu şu şekilde özetlemişlerdir: İşletmeyi kuran birinci nesildir. İkinci nesil işletmeyi büyütmektedir. Üçüncü nesil ise işletmeyi daha da büyütme yerine şirketteki karmaşık yapıyı şekillendirmek için uğraşmaktadır.<sup>69</sup>

---

<sup>64</sup> Ahmet Faruk Yıldırım, *Türk Aile İşletmelerinde Kurumsallaşmayı Engelleyen Aile Değerleri Üzerine Isparta İlinde Bir Çalışma*, (Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2007, s.13.

<sup>65</sup> Tuğba Karabulut, “Aile İşletmelerinin Kurumsallaşmaya ve Yönetim Fonksiyonlarına Yönelik Yönetim Sorunları: İstanbul’da Tekstil Sektöründe Üretim Yapan Aile İşletmesi Kobiler Üzerinde Bir Araştırma”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2008, C.25, S.2, s.645.

<sup>66</sup> Adrian Cadbury, “Family Firms and Their Governance: Creating Tomorrow’s Company From Today’s”, *Egon Zender International*, 2000, p.6.

<sup>67</sup> Nihat Alayoğlu, *Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma*, Müsiad Yayınları, Yayın No:42, İstanbul, 2003, s.42, Kaynak: [http://www.musiad.org.tr/img/arastirmalariyayin/pdf/yonetim\\_kitapligi\\_02.pdf](http://www.musiad.org.tr/img/arastirmalariyayin/pdf/yonetim_kitapligi_02.pdf), Erişim Tarihi: 20.01.2012)

<sup>68</sup> Cüneyt Sorgun, Murat Türk, “Aile Şirketlerinde Yönetim Sorunları: Adana İlinde Bir Uygulama”, *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2008, C.12, S.1, s.58.

<sup>69</sup> Sema Yolaç, Ebru Doğan, “Küreselleşme Sürecinde Aile İşletmelerinde Yönetim ve Kurumsallaşma”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Mecmuası*, 2011, C. 61, S.2, s.91.

Westhead ve arkadaşları yaptıkları çalışmada, İngiltere'deki birinci neslin ve aynı anda birden fazla neslin birlikte çalıştığı iki farklı aile şirketinin yönetim konusundaki tutum ve davranışlarını incelemiştir. Araştırmada her iki özellikteki işletmede de CEO konumundaki kişi ailedendir. Ayrıca her iki işletmede de yönetim kademesinde az sayıda kişi mevcuttur. Bu iki benzerlik dışında önemli farklılıklarda tespit edilmiştir. Örneğin, çok nesilli işletmelerde CEO'nun çıraklık süresi, birinci nesil işletmelere nazaran daha uzundur. İşletmede çalışacak yöneticilerin tespitinde çok nesilli aile işletmeleri diğerine göre daha fazla aile üyelerini tercih etmektedir. Çok nesilli aile işletmelerinin yönetim kurulu üyeleri arasında aile üyelerinin sayısı daha fazla olmaktadır. Son olarak, yönetimin etkinliği açısından bir karşılaştırma yapılmış ve çok nesilli aile işletmelerinin daha etkin bir şekilde yönetildiği iddia edilmiştir.<sup>70</sup>

Tüm dünyada aile şirketleri kendi ekonomilerine önemli katkılar sağlamaktadır. Bunun en önemli nedeni, şüphesiz bu tür şirketlerin sahiplik yapısı bakımından en fazla orana sahip olmalarıdır. Dünya genelinde KİT dışındaki şirketlerin % 65 ile %90'ı aile şirketi olarak tanımlanmaktadır. İspanya'da %80'i, İtalya'da %95'i, İsviçre'de %85'i ve İngiltere'de yaklaşık % 75'i aile şirkettir. Hindistan, Güney Amerika, Uzak doğu ve Ortadoğu gibi nispeten gelişmekte olan ülkelerde ise, bu oran % 95'lere kadar yükselmektedir.<sup>71</sup>

ABD'de her yıl yayımlanan ve en iyi şirketlerin yer aldığı Fortune 500 sıralamasındaki şirketlerin % 40 'ı, toplam kayıtlı şirketin %90'ı aile şirkettir.<sup>72</sup> Yeni kurulan aile şirketlerinin ortalama yüzde 40'ı daha ilk beş yılda yok olmaktadır. Geri kalan aile şirketlerinin yüzde 66'sı ya birinci kuşakta batmakta ya da el değiştirmektedir. Dolayısıyla ikinci kuşağa kadar yaşayabilen aile şirketlerinin oranı yüzde 20'yi geçmemektedir. İkinci kuşağa kadar yaşayabilen aile şirketlerinin ise yaklaşık yüzde 17'si üçüncü kuşağa kadar devam edebilmektedir. Sonuçta, birinci kuşak tarafından kurulmuş olan 100 aile şirketinden sadece 3,4 tanesi üçüncü kuşağa kadar yaşamını sürdürebilmektedir. İngiltere'de de benzer durum söz konusudur. İngiliz

---

<sup>70</sup> Paul Westhead vd., "Ownership and Management Issues in First Generation and Multi-Generation Family Firms", *Entrepreneurship Regional Development*, 2002, Num.14, pp.247-269.

<sup>71</sup> Adrian Cadbury, "a.g.m", p.5.

<sup>72</sup> H.Melih İltter, Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve KOBİ'lerin Yönetim Sorunları, İTO Yayınları, İstanbul 2001, s.2, Kaynak: <http://www.ito.org.tr/Dokuman/SeminerNot/pdf>, (Erişim Tarihi: 19.01.2012)

şirketlerinin ise ortalama yüzde 3,3'ü üçüncü kuşağa devredilebilmektedir.<sup>73</sup> Aşağıda Tablo.1.4'de bazı Avrupa ülkelerinde ve Türkiye'deki aile şirketlerinin oranı görülmektedir.

**Tablo 1.4. Bazı Avrupa Ülkelerinde Aile Şirketlerinin Tüm Sahiplik İçerisindeki Yüzdesi**

Ülke	Yüzde
Portekiz	70
İspanya	80
İsviçre	85
İsveç	90 >
İtalya	95 >
Türkiye	95 >

**Kaynak:** Arman Kırım, *Aile Şirketlerinin Yönetimi*, Sistem Yayıncılık, 3. Baskı, İstanbul, 2005, s.4.

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi Türkiye'deki aile şirketlerinin oranı yaklaşık % 95'tir. Türkiye'deki aile şirketlerinin yapısı ise birinci ve ikinci nesil aile şirketi şeklindedir. Ülkemizde en büyük 50 şirket incelendiğinde bu şirketlerin yarısından fazlası aile şirketi konumundadır.<sup>74</sup> Tüm ülkeler ele alındığında, aile şirketlerinin milli gelire %45'i ile % 70'i arasında ekonomilere değişen, ama çok önemli katkılarda bulunduğu görülmektedir. Açıkçası, ekonomik faaliyetler içerisinde aile şirketlerinin rolü tüm ülkelerde çok büyüktür.<sup>75</sup>

### 1.3.2.5. Devlet Sahipliği

Devlet sahipliği, devletin herhangi bir şirket, endüstri veya şirket varlıkları üzerinde sermayesi oranında söz sahibi olmasıdır. Devletin sahip olduğu şirketler kâr elde etmeden ziyade sosyal sorumluluğu yerine getirme amacındadırlar.

Kamu sahipliği, hükümet sahipliği veya devlet mülkiyeti olarak da nitelendirilen devlet sahipliği, bireylerin veya toplulukların sahiplik çıkarlarını korumak ve kollamak için var olan bir kavramdır. Kimileri devlet sahipliğini desteklerken, kimileri de buna

<sup>73</sup> Necdet Sağlam, "Dünyada ve Türkiye'de Aile Şirketlerinin Durumu", *Kobi Finans*, t.y Kaynak: [http://www.kobifinans.com.tr/bilgi\\_merkezi/020603/455](http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020603/455). (Erişim Tarihi: 19.01.2012).

<sup>74</sup> Nevzat Tetik, Osman Uluyol, *Aile Şirketlerinin Yapısal Sorunları*, Nobel Basımevi, 1. Baskı, İstanbul 2005, s.7.

<sup>75</sup> Arman Kırım, *Aile Şirketlerinin Yönetimi*, Sistem Yayıncılık, 3. Baskı, İstanbul, 2005, s.3.

karşı çıkmaktadır. Devlet sahipliği destekleyenlerin bu görüşe sahip olmalarının nedenleri ise şöyledir.<sup>76</sup>

**Kamu Hizmetleri:** Devletin vatandaşlardan topladığı vergilerle finanse ettiği hizmetlerdir. Bu hizmetler özel sektör tarafından zorunlu hizmet amacıyla yapılmaz. Özel sektör sağlık ve eğitim gibi kamu hizmetlerini belli bir ücret karşılığında devlet kontrolünde yapmaktadır.

**Zorunlu Hizmetler:** Ahlaki kaygılar nedeniyle devlet tarafından üstlenilen hizmetlerdir. ( Çocuk Esirgeme Kurumu, huzurevleri gibi)

**Etkinlik:** Doğal tekelerde rekabet tahrip edicidir. Doğal tekelerdeki bu durum özel sektör tekelerine geçişi tetiklemektir. Kamu tekellerinin oluşumu seçilmiş hükümetler tarafından gerçekleştirilirken, özel sektör tekelerinde seçim kriteri yoktur. Özel sektör tekelleri kamu düzenine bağlı olmalarına rağmen halkın çıkarlarını gözetme noktasında kamu kadar etkin olamamaktadır.

**Sorumluluk:** Kamu tekelleri de birer tekel olarak görülmesine rağmen, devletin sorumluluğu birkaç sermayedara değil, tüm halka karşıdır.

**Tüketici Çıkarları:** Devlet sahipliği, rekabetin az olduğu yerde tüketici çıkarlarını korumaktadır. Seçimin önemli olduğu ve çok fazla değerlendirmede bulunulamayan sağlık sektöründeki durum örnek olarak verilebilir.

**Kamu Menfaati:** Kârlı bir kamu iktisadi teşebbüsü elde etmiş olduğu bu kârı bütün halkla, özel sektör ise sadece ortaklarıyla paylaşmaktadır.

**Kredi Güvencesi:** Devletin ödemede zorlanmayacağından dolayı kamu kesim tahvillerinin faiz oranı, özel kesim tahvillerinden düşüktür.

**Çalışma Ahlakı:** Kamu yararına çalışma düşüncesi çalışanları olumlu yönde motive etmektedir. Ayrıca bu durum çalışanlara manevi haz duygusu vermektedir. Özel sektör ise, kendi menfaatini düşünerek hizmet vermektedir.

---

<sup>76</sup> Wikipedia, "Public Ownership", t.y., Kaynak: <http://en.wikipedia.org/wiki/Stateownership>. (Erişim Tarihi: 21.02.2012)



**Sermaye:** Devlet sahipliğinin, servetin paylaşımı konusunda dengesizliği önleyen bir yönü bulunmaktadır.

Devlet Sahipliğinin var olduğu şirketlerde sahiplik ve kontrol ayrımı belirgindir. Bu nedenle de hissedarlar ve yöneticilerden kaynaklanan vekâlet maliyetleri yüksektir. Devlet sahipliğindeki şirketler, devlet güvencesi altında oldukları düşüncesiyle rahatlıkla sermaye girişi sağlayabilmektedirler. Ayrıca bu tarz şirketler yeterli sermayeye sahip oldukları için kolay bir şekilde maddi duran varlıklara yatırım yapabilmektedirler. Devlet sahipliğindeki şirketlerin sürekli olarak değişen çağa ayak uydurmak zorunda olmalarından dolayı ar-ge harcamaları yüksektir. Uzmanlaşma derecesinin yüksek olmasıyla beraber varlık çeşitliliği de yüksektir.<sup>77</sup>

Dünya’da devlet sahipliği incelendiğinde, bu sahipliğin yoğun olduğu ülkelerin başında İsveç gelmektedir. İsveç hükümeti 43 şirketin tamamı ve 14’ünün ise bir kısmı olmak üzere toplam 57 şirkete ortaktır. Bu şirketler büyük çapta çalışanıyla önemli değerleri temsil eden bir yapıya sahiptir. Şirketlerin aktif ve profesyonel olması devletin sorumluluğundadır.<sup>78</sup>

Norveç devlet sahipliğinin yoğun olduğu bir diğer ülkedir. Devlet daha çok ticari ve sanayi sektörüne yatırım yapmaktadır. Oslo Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı şirketler arasında devlet şirketlerinin oranı % 20’dir. Bu şirketlerin çoğunda devlet hâkim ortaktır. Tüm çalışanlar açısından kıyaslandığında devlet şirketlerinde çalışanların oranı yaklaşık % 82’dir.<sup>79</sup>

Çin Halk Cumhuriyeti’nde ise, 1984 yılında ilk kez devlet sahipliğinde bulunan bir şirketin hisse senetleri çıkarılmıştır. Ancak bu satış sadece o işletmenin çalışanlarıyla sınırlandırılmıştır. O işletmenin çalışanları dışında hiç kimse o hisselerle sahip olamamıştır. Bu girişimden sonra devlet sahipliğinde önemli ölçüde azalma olmuştur. Birçok devlet işletmesi hisselerini çalışanlarına, anonim şirketlere ve diğer ülke şirketlerine satmıştır. Çin hükümeti artan baskıya karşı 1990 yılında Şanghay ve

---

<sup>77</sup> Hilal Karabıyık, *a.g.e.*, s.92.

<sup>78</sup> *Government Offices Of Sweden*, “The state as a company owner”, 2004., Kaynak: <http://www.sweden.gov.se/sb/d/2106/a/19792>, (Erişim Tarihi: 21.02.2012.)

<sup>79</sup> Roger Josevold Statkonsult, “Reforming Public Enterprises: Norway”, *OECD Public Management Service*, 1998, p.1.

1991 yılında Shenzhen Menkul Kıymet Borsa'larını kurmuştur. Çin'de halka arz edilen şirket sayısı günden güne artış göstermiştir. 1993 yılında 183 şirket piyasada işlem görürken, 1995 yılında bu sayı 323'e yükselmiştir. 1996'da ise, 500'ün üzerinde şirket borsada işlem görür hale gelmiştir. 1995 yılında Menkul Kıymetler Borsası rakamlarına göre, devlet sahipliğinde olan işletme oranı %30,9 olduğu belirtilmiştir.<sup>80</sup>

Devlet sahipliğinin fazla olduğu ülkelerden biri de Rusya'ydı. Ancak piyasa ekonomisinin etkisiyle özelleştirmeler de hız kazanmıştır. 2006 OECD verilerine göre, devletin hisselerinin tamamına sahip olduğu şirket oranı % 11'dir. Devletin hisselerinin % 51 ile %100 arasında sahip olduğu şirket oranı % 12; % 26 ile % 50 arasında sahip olduğu şirket oranı % 25'tir. % 25'inden daha az sahip olduğu şirket oranı ise % 42'dir.<sup>81</sup>

Ülkemizde devlet sahipliğinin olduğu işletmelere Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) denilmektedir. KİT'lerle ilgili çeşitli tanımlar yapılmasına rağmen, literatürde ortak bir tanım üzerinde uzlaşamamıştır. En basit anlamıyla KİT, “ kamu kaynaklarını kullanarak mal ve hizmet üreten kuruluş” olarak tanımlanmaktadır. Bir başka tanımda ise KİT; “girişimci olarak devletin, toplumun bir takım ihtiyaçlarını karşılamak üzere mal ve hizmet üretimi için üretim faktörlerini bir araya getiren, sürekli ve bağımsız olan ekonomik bir birim” olarak ifade edilmektedir.

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT), sosyal ve ekonomik ihtiyaçlar nedeniyle ülkemizde kurulmuş ve geliştirilmiştir. Ekonomik veya siyasal sistemi ne olursa olsun, hemen hemen tüm ülkelerde var olan bu kuruluşların ülkemiz açısından ayrı bir önemi bulunmaktadır. Ulusal Kurtuluş Mücadelemizin başarıyla kazanılmasının ardından, siyasal alanda kazanılan bağımsızlığın ekonomik alanda sağlanacak kalkınma ile destekleneceği gerçeğinden hareketle bu yönde bilinçli bir politika izlenmiştir.

---

<sup>80</sup> Xiaonian Xu. Yan Wang, “Ownership Structure, Corporate Governance and Firms' Performance; The Case of Chinese stock Companies”, *World Bank Policy Research Working Paper*, 1997, Kaynak: [http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/2000/02/24/000009265\\_3\\_971023104034/additional/114514322\\_20041117145034.pdf](http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDS/IB/2000/02/24/000009265_3_971023104034/additional/114514322_20041117145034.pdf), ( Erişim Tarihi: 21.02.2012)

<sup>81</sup> OECD, “High Level Experts Meeting on Corporate Governance Development of State Owned Enterprises in Russia, Meeting co-organised by The Russian Ministry for Economic Development and Trade and the OECD”, 2006, p.8, Kaynak: <http://www.oecd.org/dataoecd/pdf>. Erişim Tarihi: 21.02.2012)

Kamu İktisadi Teşebbüslerin kuruluş amaçlarını genel olarak şu şekilde özetlemek mümkündür:<sup>82</sup>

- Ülkelerin ekonomik kalkınmasını gerçekleştirmek,
- Gelir dağılımında adaleti sağlamak,
- Tekelleri devlet eliyle işletmek,
- Toplumla belirli kalite ve fiyatla mal ve hizmet sunmak,
- Özel sektörünün tek başına giremediği işlere girmek ya da bu konuda özel sektöre öncülük etmek,
- Refahta coğrafi dengeleri gözetmek ve bölgeler arası farkı azaltmak,
- Sanayileşmeyi sağlamak,
- Ekonomiye yön vermek suretiyle düzenlemektir.

#### **1.3.2.6. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği**

Son yıllarda sermaye piyasalarında gözlenen en önemli gelişmelerden biri, emeklilik fonları, hayat sigortası şirketleri ve yatırım fonlarının büyümesiyle ilgili olarak tasarrufların kurumsallaşması olgusudur. Bu durum bireysel yatırımcıların tasarruflarını doğrudan menkul kıymetlere yatırmaları ya da profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilmesi ile ortaya çıkmıştır.<sup>83</sup> Küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten organizasyonlara “kurumsal yatırımcılar” denir.<sup>84</sup>

Kurumsal yatırımcılar kavramı, farklı kurumlar ve kişilerce değişik kategorilere ayrılmaktadır. Bundan dolayı da bazı görüş ayrılıklarına neden olmaktadır. Sermaye piyasaları ile ilgili bazı çalışmalarda ve bazı kurumlarca, kurumsal yatırımcılar olarak; emeklilik fonları, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kurumları, portföy yönetim şirketleri, vakıf ve bağış fonları gibi kurumlar ele alınmaktadır. Kolektif yatırım kuruluşları adı altındaki menkul kıymet yatırım fonları, menkul kıymet yatırım

<sup>82</sup> *Ekodiyalog*, “Kamu İktisadi Teşebbüsleri”, t.y., Kaynak: [http://www.ekodiyalog.com/kamu\\_maliyesi/kamu\\_iktisadi\\_kuruluslari.html](http://www.ekodiyalog.com/kamu_maliyesi/kamu_iktisadi_kuruluslari.html), (Erişim Tarihi:21.02.2012)

<sup>83</sup> Ayhan Algüner, *Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 199, Ankara, 2005, s. 5.

<sup>84</sup> Turan Kocabıyık, *Portföy Oluşturmada Kurumsal Yatırımcı Yaklaşımı*, (Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006, s.18.

ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklığı ve girişim (risk) sermayesi yatırım ortaklığı bu tanımın içinde değerlendirilmemektedir.<sup>85</sup>

Genel itibariyle ele alındığında kurumsal yatırımcı türlerini iki şekilde sınıflandırabilmek mümkündür:

- Yatırım Kurumları (yatırım fonları, para piyasası yatırım fonları)
- Sözleşmeli Kurumlar: ( sigorta şirketleri, emeklilik fonları)

Yatırım fonları, çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü saklayıcı sıfatıyla işleten kuruluşlardır.<sup>86</sup> Para piyasası yatırım fonlarının sağladığı hizmetler ise, sınırlı imtiyazlı çek ve yatırım fonları veya yatırım fonları ile bankalar arası telefonla fon transferidir.

Sözleşmeli kurumlar ise, riski üstlenen önemli finansal kuruluşlardır. Sigorta şirketleri, kişi ve kurumların karşı karşıya oldukları çeşitli riskleri azaltan, mali sistem içinde mevcut fonları tasarrufçu kesimden yatırımcı kesime aktarma görevini üstlenmiş olan aracı kuruluşlardır.<sup>87</sup> Emeklilik Fonları da sözleşmeli bir kurum olup, çalışanlara emekli olduğu zaman gelir kaynağı olabilmesi amacıyla bugünden yaptığı tasarrufların değerlendirildiği finansal fonlardır.

Kurumsal yatırımcılar, küçük yatırımcılara riski dağıtma imkânı vermekte, bu ise doğrudan yatırıma göre yatırımcılara risk ve getiri dengesi sağlamaktadır. Kurumsal yatırımcılar bu dengeyi oluştururken yerli ve yabancı menkul kıymetler kullanılmaktadır. Kurumsal yatırımcılar portföylerine gelen yeni bilgileri çabuk bir şekilde işleme dönüştürebilmek için, geniş ve likit sermaye piyasalarını, standartlaşmış yatırım araçlarını tercih etmektedirler. Likit olmayan varlıklar ise, portföylerinde küçük oranda yer almaktadır.<sup>88</sup>

---

<sup>85</sup> Canan Sancakdar, *Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006, s.15.

<sup>86</sup> Hüseyin Dalğar, *Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*, (Doktora Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006, s.24.

<sup>87</sup> Canan Sancakdar, *a.g.e*, s.38.

<sup>88</sup> Ayhan Algüner, *a.g.e*, s.4.

Kurumsal yatırımcılar, vade açısından varlıklarını ve yükümlülüklerini uyumlaştırmaktadırlar. Yatırım yaparken yüksek risk karşısında yüksek getiri elde edebilmek için uzun vadeli yükümlülüklerle yönelmektedirler.

Kurumsal yatırımcılarla ilgili diğer bir özellik büyük ölçekli olmaları ve bu büyüklüğün yatırımcılara çeşitli faydalar sağlamasıdır. Ölçek ekonomisinden yararlanılması müşteriler için ortalama maliyeti düşürmektedir. Bunun yanı sıra büyük hacimde alım satım işlemleri yapıldığı için düşük komisyon ödeme imkânı bulabilmek mümkündür. Kurumsal yatırımcıların büyük ölçekli olmasının bir diğer faydası ise, bölünemeyen büyük yatırımlar yapma imkânı tanınmasıdır. Kurumsal yatırımcılar büyüklüğe bağlı olarak müdahale imkânına sahiptirler. Ayrıca bu müdahale gücü yatırım yapılan şirketleri kontrol etme imkânı da tanımaktadır.<sup>89</sup>

Kurumsal yatırımcıların şirketlere ilişkin tercihlerinin diğer yatırımcılardan farklı olduğu düşünülmektedir. Söz konusu farklılığın, vekâlet teorisi, piyasa anomalileri ve inançlı sahiplik esasından kaynaklandığı ileri sürülmektedir. Bireysel yatırımcılar yatırımlardaki karar yetkisini kurumsal yatırımcılara bıraktıktan sonra söz konusu kurumsal yatırımcıların tercihlerini sadece denetleyebilmektedirler. Piyasa anomalileri ise, kurumsal yatırımcılarla diğer yatırımcıların tercihlerindeki farklılığın ikinci bir nedenidir. Geçmiş fiyat hareketlerini iyi gözlemleyebilen kurumsal yatırımcılar, piyasa anomalilerinin hareketlerini takip edebilmeleri için farklı tercihler geliştirmeleri gerekmektedir.<sup>90</sup> Farklılığın diğer bir nedeni ise kurumsal yatırımcıların yatırımlarını “inançlı sahiplik esası”na göre yapmak zorunda olmalarıdır. İnançlı sahiplik esası, basiretli, sağduyulu ve zeki bir insanın kendi yatırımlarında göstereceği inanç ve sağduyuyu göstererek yönetmesi prensibidir. İnançlı sahiplik ilkesi, kurumsal yatırımcı yöneticilerinin, kendilerine emanet edilen fonları, tasarruf sahiplerinin çıkarlarına yönelik kullanması, tasarruf sahiplerinin çıkarlarını kendi kişisel çıkarları

---

<sup>89</sup> Derya Aysoy, *Kurumsal Yatırımcılar Olarak Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonları ve Fon Performanslarının Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2011, s. 4.

<sup>90</sup> Serkan Yılmaz Kandır, “Kurumsal Yatırımcıların İMKB Şirketlerine Yönelik Yatırım Tercihlerinin Araştırılması”, *İMKB Dergisi*, 2010, C.11, S. 44, s. 32.

önüne koyarak çalışmasını öngörmektedir. Böylece, inançlı sahiplik esasının kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerini yönlendirdiği düşünülmektedir.<sup>91</sup>

Kurumsal yatırımcıların, kaynakları rasyonel aktarması ve kullanması ekonomik gelişmeye de büyük katkı sağlamaktadır. Ayrıca ellerinde tuttıkları büyük fonların bir kısmı ile ikincil piyasalarda menkul kıymet alım satımı yapmaktadırlar. Dolayısıyla piyasada istikrar sağlayıcı bir rol üstlenmektedirler. Kurumsal yatırımcıların piyasadaki ağırlığı ile piyasadaki finansal derinliğin paralel olduğu düşünüldüğünde, kurumsal yatırımcıların finansal derinleşme noktasında da önemli bir işleve sahip oldukları söylenmektedir. Sonuç olarak, kurumsal yatırımcıların işlevlerini kısaca şu şekilde açıklanması mümkündür:<sup>92</sup>

- Malların, hizmetlerin ve varlıkların el değiştirmesini kolaylaştırmak amacıyla değişime aracılık edilmesi,
- Büyük ölçekli projelerin finansmanını kolaylaştırmak amacıyla tasarruf birikimi ve risk dağıtım sistemi oluşturarak sahipliğin tabana yayılması,
- Risk yönetimi ve risk kontrolü yöntemlerinin geliştirilmesi,
- Fiyat bilgisinin sağlanması,
- Asimetrik bilgi sorununun çözümünün kolaylaştırılmasıdır.

Küreselleşen dünyada sınırların kalkmasıyla birlikte rasyonel yatırımcılar dünyanın her yerinde yatırım yapabilme imkânı bulmaktadırlar. Kurumsal yatırımcıların etkinliği de gün geçtikçe artmaktadır. Kurumsal yatırımcılar ellerindeki fonları en iyi şekilde değerlendirmenin yollarını aramaktadırlar. Aşağıdaki tablo 1.5. kurumsal yatırımcıların sahip olduğu parasal gücü en iyi şekilde açıklamaktadır.

---

<sup>91</sup> Serkan Yılmaz Kandır, “a.g.m.”, s. 32.

<sup>92</sup> Güler Aras, Alövsat Müslümov, Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği, t.y., s.16-17, Kaynak: <http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/books/pdf/>, (Erişim Tarihi: 21.02.2012)

**Tablo 1.5. Dünya'da Kurumsal Yatırımcıların Portföyündeki Finansal Varlık Tutarı (Milyar Dolar)**

Ülke	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Avustralya	416	479	504	523	506	537	593	667	740	.
Avusturya	116	145	161	167	177	193	214	260	280	284
Belçika	153	178	193	198	190	209	236	264	287	296
Kanada	824	907	929	924	894	945	1017	1100	1222	1272
Çek Cumhuriyeti	7	9	9	8	10	10	12	13	13	17
Danimarka	161	186	197	195	193	212	250	294	313	326
Finlandiya	78	105	105	103	106	120	139	167	193	200
Fransa	1292	1578	1736	1753	1693	1818	2089	2310	2564	2581
Almanya	1517	1786	1887	1911	1870	2019	2085	2271	2401	2422
Yunanistan	32	44	38	34	30	33	34	30	27	26
Macaristan	4	5	6	7	8	9	11	14	17	20
İzlanda	.	.	.	10	10	12	14	18	20	23
İrlanda	.	.	.	341	361	412	463	612	735	788
İtalya	683	1025	1035	1012	952	1010	1036	1112	1144	1026
Japonya	4639	5028	4952	4874	5036	5589	6033	7229	7565	.
Kore	.	.	.	.	384	380	421	472	539	646
Lüksemburg	16	19	22	24	23	26	30	36	.	.
Meksika	8	32	30	42	45	48	50	58	71	80
Hollanda	634	727	724	686	619	669	728	821	871	860
Yeni Zelanda	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Norveç	73	84	75	74	74	84	92	103	112	124
Polonya	5	7	12	16	23	29	36	47	64	.
Portekiz	53	57	57	57	57	61	62	72	77	77
Slovak Cumhuriyeti	.	.	0	1	2	2	3	4	4	.
İspanya	332	350	344	349	347	385	418	450	457	445
İsveç	166	205	214	317	274	312	347	420	462	.
İsviçre	.	499	535	537	489	529	570	675	.	.
Türkiye	4	6	6	8	10	16	17	20	16	.
Birleşik Krallık	2718	3143	3051	2848	2507	2732	2918	3397	.	.
ABD	16287	18400	18074	17453	16308	18627	19954	20908	22761	24220
Toplam OECD (17)	29291	33167	32997	32125	30583	34214	36847	40329	.	.

**Kaynak:** Eric Gonnard vd., "Recent Trends in Institutional Investors" *Financial Market Trends*, OECD, 2008, p.5.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KURUMSAL YÖNETİM VE ŞİRKET SAHİPLİK YAPISI İLİŞKİSİ

#### 2.1. KURUMSAL YÖNETİM (CORPORATE GOVERNANCE) KAVRAMI

Eski Fransızca'da "Gouvernance" kavramı XIII. yüzyılda "yönetme biçimi ve yönetme sanatını" belirtmek için kullanılırken, bir yüzyıl sonra aynı anlamla "Governance" olarak literatüre geçmiştir. Unutulan bu kavram 1989 yılında Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletlerin katkılarıyla iyi devlet yönetimi (good public governance) olarak tekrardan kullanılmaya başlanmıştır.<sup>93</sup> Daha sonra "Governance" kavramının başına Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından "özel sektörde iyi yönetimi" ifade etmesi amacıyla "Corporate" kelimesi eklenmiştir.<sup>94</sup>

İngilizce literatüründe "Corporate Governance" olarak yer alan kavram Türkçemizde "Kurumsal Yönetim" ve "Kurumsal Yönetişim" olarak iki şekilde karşılık bulmuştur. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Temmuz 2003'te yayınlanan "Kurumsal Yönetim İlkeleri" başlıklı raporda "Corporate Governance" kavramı "Kurumsal "Yönetim" olarak literatüre sokulmuş ve bu kavram çoğunluk tarafından kabul görmüştür. Burada anlam karmaşası yaratan kelime "Governance" kavramının Türkçe'de tam karşılığının olmamasıdır."Yönetim" dar anlamda bir işin veya durumun yürütülmesini ifade eden "Management" kavramıyla daha fazla örtüşmektedir. "Yönetişim" ise, bir işin veya durumun yürütülmesinin yanında sözkonusu yapının hem ilkesel hem de geleceğe dönük kurumsal perspektifiyle ilgili daha geniş anlamları ifade etmektedir. Bu nedenle "Governance" kavramıyla daha fazla örtüşmektedir. Corporate Governance literatürde "Kurumsal Yönetim" şeklinde kullanıldığı için bizde bu çalışmada "Kurumsal Yönetişim" yerine "Kurumsal Yönetim" kavramını kullanacağız.

<sup>93</sup> Türkan Biçer, *Yükseköğretimde Yönetişim (Governance) ve Türkiye İçin Öneriler*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, İzmir, 2006, s.25.

<sup>94</sup> H. Uğur Altın, *Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim Kavramı ve Türkiye Uygulaması*, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006, s.4.



Bir ülkenin kurumsal yönetimine etki eden en önemli unsurları, ülkenin içinde bulunduğu genel şartlar, sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi ve şirket uygulamalarıdır. Ülke ile ilgili faktörler; ekonomik durum, finansal ortam, rekabet yoğunluğu, bankacılık düzenlemeleri, sermaye sahiplerinin hakları ve benzeri faktörlerden oluşmaktadır. Sermaye piyasası ile ilgili faktörler ise; piyasaya yönelik düzenlemeler ve piyasanın alt yapısı, piyasanın likiditesi, gelişmiş bir yatırımcı topluluğu ve başta muhasebe standartları olmak üzere, uluslararası standartların uygulanma düzeyinden oluşmaktadır. Şirket uygulamalarında ise; finansal ve finansal olmayan bilgilerin kamuya açıklanması, pay sahiplerinin eşitliği, yönetim kurullarının uygulamaları, yönetim kurullarının bağımsızlığı ve bunlara sağlanan maddi menfaatler, sermaye yapısı, halka açıklık, hisse senetlerinin likiditesi, diğer menfaat gruplarının alınan kararlara katılım düzeyi, şirketin çevreye duyarlılığı ve sosyal sorumluluk düzeyidir.<sup>95</sup>

Ülkelerin yapısal özelliklerindeki farklılıklar, herkesçe kabul edilen bir kurumsal yönetim modeli oluşturulmasına engel olmaktadır. Buna rağmen dünyada kurumsal yönetim alanında belirli bir çerçeve oluşturulmasına yönelik çalışmalar tüm hızıyla devam etmektedir. Nitekim bu konuda Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve bu ikisinin temsilcileriyle birlikte oluşturduğu Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) öncü olarak faaliyet göstermektedir. Bunun yanında gelişmiş ekonomilerde dâhil olmak üzere, pek çok ülke mevcut düzenlemeleri gözden geçirmişler veya geçirmektedirler. Örneğin 2002 yılında ABD’de ortaya çıkan şirket skandalları sonucu ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmek amacıyla yeni bir kanunu (Sarbanes-Oxley Yasası) yürürlüğe koymuştur. Benzer şekilde Almanya kurumsal yönetim ilkeleri rehberliğinde yer alan önerileri yasallaştırmış, Rusya kurumsal yönetim düzenlemelerini açıklamıştır. Japonya da şirketler hukukunu gözden geçirerek yenilemiştir.<sup>96</sup>

---

<sup>95</sup> *Sermaye Piyasası Kurulu*, “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, 2003, s.2, Kaynak: [http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal\\_yonetim\\_ilkeleripdf](http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleripdf), (Erişim Tarihi:01.02.2012)

<sup>96</sup> *Sermaye Piyasası Kurulu*, “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, Temmuz 2003, s.2., Kaynak: [http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal\\_yonetim\\_ilkeleripdf](http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleripdf), (Erişim Tarihi:01.02.2012)

### 2.1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı

Kurumsal yönetimin açık bir tanımını vermek kolay değildir. Farklı kurumlar ve araştırmacılar tarafından kurumsal yönetime ilişkin olarak yapılan çok sayıda tanım birbirine benzemektedir. Bu nedenle kurumsal yönetim teriminin tarihsel gelişimini ve kamunun geçmiş dönemlerdeki kurumsal yönetim algısını daha iyi incelememiz gerekmektedir.<sup>97</sup> Kurumsal yönetime ilişkin tanımlar ve yayınlayanlar tablo 2.1’de verilmiştir:

**Tablo 2.1. Kurumsal Yönetime İlişkin Tanım ve Yayınlar**

ÜLKE/ÖRGÜT	YAYINLAYAN	TANIM
OECD	OECD	Bir şirketin yürütülmesinde ve kontrolünde kullanılan içsel araçlar
BELÇİKA	Belçika Şirketler Federasyonu (Federation of Companies)	Yönetim ve icranın organizasyonu
	Brussel Menkul Kıymetler Borsası ve Bankacılık ve Finans Komisyonunun İkili Kodu (Dual Code of the Brussels Stock Exchange and the Banking and Finance Commission)	Bir şirketin yönetimi bağlamında şirketin yönetim organı, sahipleri ve şirketin faaliyet ve durumundan doğrudan etkilenen diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen ilke ve yapılar
DANİMARKA	Nörby Raporu ve Önerileri (Nörby Report & Recommendations)	Bir şirketin yönetim ve kontrolüne ilişkin uygulanan kurallar
İNGİLTERE	Cadbury Report	Bir işletmenin yönetim ve kontrolüne ilişkin sistem
HOLLANDA	Emeklilik Fonları Bakımından Kurumsal Yönetim Araştırma Vakfı El kitabı ve Rehberi	Bir şirketin yönetimi ve yönetim organının denetimine ilişkin yöntemler

**Kaynak:** Gürkan Polat, *Hisse Senetleri Borsaya Kote Olmuş Şirketlerde Kurumsal Yönetim Kapsamında Bağımsız Denetim*, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2006, s.4.

Kurumsal Yönetim en geniş tanımının yukarıdaki tabloya göre OECD tarafından yapıldığını kabul edebiliriz. Kurumsal yönetim üzerine yapılan diğer tanımlardan bazıları ise şöyledir:

<sup>97</sup> A. Osman Gürbüz, Yakup Ergincan, *Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, Literatür Yayınları, İstanbul, 2004, s.5.

Aktan'ın tanımından aktaran Ünal'a göre, kurumsal yönetim tanımı dar ve geniş olmak üzere iki şekilde ifade edilmektedir. Dar anlamıyla kurumsal yönetim, şirket yönetimi, hissedarlar ve paydaşlar arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Bir başka ifadeyle, herhangi bir şirkette hissedarlar dâhil olmak üzere, şirketin yürüttüğü faaliyetler ile doğrudan veya dolaylı olarak ilgili olan tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı ve şirket yönetiminin sorumluluk ve yükümlülüklerini ortaya koymayı amaçlayan bir yönetim felsefesidir. Geniş anlamıyla kurumsal yönetim ise, iyi şirket yönetimi için gerekli olan formel ve informel kurallar bütünüdür. Yazar, iyi şirket yönetimi için, sadece şirket üst yönetiminin ve yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını belirlemenin yeterli olmadığını ileri sürmektedir. Yazar ayrıca iyi şirket yönetimi için şirket içi ve şirket dışı paydaşların haklarının önceden belirlenmesi ve bunların yasal çerçeve içerisine alınmasının da gerekli olduğunu vurgulamaktadır. Ona göre, iyi şirket yönetimi için bunların ötesinde değişim yönetimi, stratejik yönetim, sinerjik yönetim, toplam kalite yönetimi, insan kaynakları yönetimi vs. yönetim ilkelerinin ve yönetim tekniklerinin etkin biçimde şirkette uygulanması gereklidir.<sup>98</sup>

Dünya Bankası'na göre kurumsal yönetim, şirketlerin yönlendirilmesi ve kontrolüne ilişkin yapı ve süreçleri ifade etmektedir. Üst yönetim, yönetim kurulu, hâkim ortaklar, azınlık hissedarlar ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerle ilgilidir. İyi bir kurumsal yönetim, şirketlerin performansını arttırmakta ve şirketin, dış kaynaklara ulaşmasına yardımcı olmaktadır. Bu şekilde sürdürülebilir bir ekonomik büyüme sağlamasına katkıda bulunmaktadır.<sup>99</sup>

TÜSİAD'ın, Dünya Bankası'nın bir çalışmasından aktardığı tanıma göre, bir kurumun beşeri ve finansal sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı göstererek, uzun dönemde ekonomik değer

---

<sup>98</sup> Seda Ünal, *Kamuyu Aydınlatma İlkesi Açısından Kurumsal Yönetimin Önemi ve İMKB'de Bir İnceleme*, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara, 2011, s.4.

<sup>99</sup> Güler Manisalı Darman, *Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukuksal Düzenleme ve Piyasa Dinamiklerinin Etkisi*, (Doktora Tezi), Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2009, s.8.

yaratmaya olanak tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir.<sup>100</sup>

Kula, kurumsal yönetimi şirketin fon sağlayıcılarının haklarının korunmasına yönelik uygulamalar bütünü olarak ifade etmektedir.<sup>101</sup>

Şehirli'de yapmış olduğu çalışmasında kurumsal yönetimi, anonim ortaklıkların yönetilmesinde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve pay sahiplerine dağıtma amacını taşıyan, hissedarların, yöneticilerin ve çıkar sahiplerinin haklarını gözetten bir anlayış olarak tanımlamıştır.<sup>102</sup>

Andrei Shleifer ve Robert Vishny 1997 yılında yazdıkları bir makalede kurumsal yönetimi, “şirketlere finansman sağlayanların uygun bir getiriye temin etmelerine ilişkin ilkeleri inceleyen bir felsefe” olarak ifade etmiştir.<sup>103</sup>

### 2.1.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim, serbest rekabet şartlarının kurumsallaştığı gelişmiş ülkelerde 1930'lardan başlayarak önem kazanmıştır. Son yirmi yılda OECD, Dünya Bankası, kurumsal yatırımcılar, borsalar, ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarının yönlendirmesiyle birçok ülkede kurumların yönetiliş tarzını belirler hale gelmiştir.<sup>104</sup>

1997 yılında Uzak Doğu'da başlayarak dünyaya yayılan ekonomik bunalımın nedenlerini ve sonraki gelişmeleri izleyen OECD Bakanlar Konseyi, ulusal hükümetler, ilgili diğer ulusal kuruluşlar, sermaye sahipleri, şirketin yönetimine katılanların talepleri sonucu, OECD Konseyi 27-28 Nisan 1998 tarihinde bakanlar düzeyinde toplanmıştır. Bu toplantıda kurumsal yönetim ilke ve standartlarının geliştirilmesi talep edilmiştir.

---

<sup>100</sup> TÜSİAD, “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”, 2002, Yayın No.12, s.9, Kaynak: <http://www.ronesansakademi.com/yonetisim/tusiad.pdf>, (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

<sup>101</sup> Veysel Kula, *a.g.e.*, s.12

<sup>102</sup> Kübra Şehirli, “Kurumsal Yönetim: Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü)”, *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi*, 1999, s.8.

<sup>103</sup> Andrei Shleifer, Robert Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 1997, Vol. 52, Num.2, p.737

<sup>104</sup> TÜSİAD, “a.g.m.”, 2002, s.9.

Bu amaçla OECD geçici çalışma grubunun hazırladığı ilkeler (Kurumsal Yönetim İlkeleri) 26-27 Mayıs 1999 tarihinde yayınlanmıştır.<sup>105</sup>

2002 yılında düzenlenen OECD Konseyi toplantısında, OECD üyesi ülkelerde Kurumsal yönetim konusundaki gelişmelerin değerlendirilmesine ve 1999 yılında yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin, gelişmeler ışığında gözden geçirilmesine karar verilmiştir. Bu görev, OECD üyesi ülkelerin (30 ülke)<sup>106</sup> temsilcilerinin bulunduğu Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu'na verilmiştir. Ek olarak Uluslar arası Ödemeler Bankası (BIS) ve Uluslararası Para Fonu (IMF) gözlemci sıfatı ile grupta yer almıştır.

Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu'na, değerlendirmeler için Malî İstikrar Forumu, Basel Komitesi ve Uluslararası Menkul Komisyonlar Örgütü (IOSCO) geçici gözlemci olarak davet edilmiştir.<sup>107</sup>

İlkelerin gözden geçirilmesinde Yönlendirme Grubu yaptığı kapsamlı çalışmalar sonucunda, üyelerin desteği ile “OECD Ülkelerindeki Gelişmeler” başlıklı bir inceleme çalışması hazırlamıştır. Rusya, Asya, Güneydoğu Avrupa, Latin Amerika, Orta Doğu ve Avrasya'da OECD Küresel Kurumsal Yönetim Forumu'nun (GCGF) ve Dünya Bankası ile OECD üyesi olmayan diğer ülkelerin desteğiyle, “Bölgesel Kurumsal Yönetim Yuvarlak Masa Toplantıları” düzenlenmiştir. Öte yandan Yönlendirme Grubu, iş dünyası, yatırımcılar, ulusal ve uluslararası düzeyde profesyonel gruplar, sendikalar, sivil toplum örgütleri gibi pek çok ilgili tarafın görüşüne başvurmuştur.<sup>108</sup>

İlkeler üye ülkeler için bağlayıcı değildir. Bu ilkeler yasal, kurumsal ve düzenleyici çerçeveyi değerlendirmek ve geliştirmek için ister OECD'ye üye olsun veya olmasın tüm ülkelere kendi bünyelerinde kurumsal yönetim düzenlemeleri yapmalarına yardımcı olmayı hedeflemektedir. Ayrıca borsalar, yatırımcılar, işletmeler ve kurumsal

---

<sup>105</sup> Hasan Pulaşlı, *Corporate Governance: Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Sözkese Matbaacılık, Yayın No. 402, Ankara, 2003, s. 32.

<sup>106</sup> İlk üye ülkeleri ABD, Almanya, Avusturya, Belçika, Lüksemburg, İngiltere, İrlanda, İspanya, Norveç, Portekiz, Danimarka, Fransa, Hollanda, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Kanada, Türkiye ve Yunanistan olan OECD, Japonya, Finlandiya, Avustralya, Yeni Zelanda, Meksika, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Kore ve Slovak Cumhuriyeti'nin katılımları ile üye ülke sayısını 30'a çıkarmıştır.

<sup>107</sup> Cem Mert Sivacıoğlu, *Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasalarında Ölçülebilir Etkileri ve Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008, s.43.

<sup>108</sup> OECD, “OECD Principles of Corporate Governance”, OECD Yayınları, Paris, 2004, p. 9-10.

yönetim sürecinin geliştirilmesinde katkısı bulunan diğer kuruluşlara da kılavuz edip önerilerde bulunmayı amaçlamaktadır.<sup>109</sup>

OECD ilkeleri temelde halka açık anonim şirketlerin ihtiyaçları göz önüne alınarak düzenlenmiştir. Bununla birlikte, küçük değişikliklerle, borsaya kayıtlı olmayan şirketlerin de uygulama olanağı bulabilecekleri düzeyde hazırlanmıştır. İlkeler borsa dışındaki şirketler, aile şirketleri ve devlet işletmelerinde de kolayca uygulanabilir özellikler taşımaktadır. Üye devletler OECD prensipleri çerçevesinde kendi ayrıntılı kurumsal yönetim ilkelerini düzenlemeye başlamışlardır<sup>110</sup>.

Kurumsal yönetim ilkeleri altı ana başlıkta toplanmaktadır:<sup>111</sup>

### **1) Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi**

Kurumsal yönetim çerçevesi, şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, hukukun üstünlüğü ilkesi ile uyumlu olmalı, denetleyici, düzenleyici ve uygulayıcı otoriteler arasındaki sorumlulukların paylaşılmasını açık olarak ortaya koymalıdır. Genel ekonomik performans, piyasadaki dürüstlük ve piyasa katılımcılarına sağladığı teşvikler ile şeffaf ve etkin piyasaları geliştirme üzerindeki etkileri dikkate alınarak geliştirilmelidir.

Kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen yasal ve düzenleyici koşullar hukukun üstünlüğü ile uyumlu, şeffaf ve uygulanabilir olmalıdır. Bir organizasyonda farklı otoriteler arasındaki sorumluluk paylaşımı açık olarak ifade edilmeli ve kamu yararına olması sağlanmalıdır. Denetim, düzenleme ve yürütme organları, profesyonel ve nesnel bir şekilde görevlerini yerine getirebilmelerine olanak tanıyacak yetki, güvenilirlik ve kaynaklara sahip olmalıdır. Aynı zamanda, getirdikleri kurallar yerinde, şeffaf ve tamamen açıklanmış olmalıdır.

---

<sup>109</sup> Mahmut Demirbaş, Süleyman Uyar, *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi*, Güncel Yayıncılık, Birinci Baskı, Yayın no:262, İstanbul, 2006, s.49.

<sup>110</sup> Mustafa A.Aysan, *Kurumsal Yönetim ve Risk*, Elit Matbaacılık, 1. Baskı, İstanbul 2007, s. 131.

<sup>111</sup> OECD, "Kurumsal Yönetim İlkeleri", 2004, çev. Kurumsal Yönetim Derneği, 2005, s.13-20, Kaynak: [http://www.tkyd.org/bilgi\\_merkezi/kydyayinlar.oecd2004.pdf](http://www.tkyd.org/bilgi_merkezi/kydyayinlar.oecd2004.pdf), (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

## **2) Hissedar Hakları ve Önemli Görevleri**

Kurumsal yönetim çerçevesi, hissedarlık haklarını korumalı ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır. Bu madde hissedarları, mülkiyetin sahibi olarak tanımaktadır. Hissedarlar, şirketin yasal olarak tanınmış ve bölünebilir hisselerinin sahibi olarak şirketteki çıkarlarını sürdürme veya elden çıkarma hakkına sahiptir. Etkili kurumsal yönetim, bu mülkiyet hakkını koruyan ve güvenli sahiplik, kayıt ve transfer yöntemlerini içeren yasa, prosedür ve uygulamalara dayanmaktadır. Bu ilke, yönetim kurulu üyelerinin seçimi, önemli birleşme ve satın alma işlemlerinin onaylanması gibi kritik şirket kararlarına hissedarların katılım haklarını da tanımaktadır. Öte yandan, şirket pratikte, sadece hissedarlar arasında yapılan oylama ile yönetilemez.

Hissedarlık kurumu, çıkarları, amaçları, yatırım vizyonu ve kapasiteleri farklı bireyler ve kurumlardan oluşur. Bununla birlikte, şirket yönetiminin ticari kararları hızlı bir biçimde alabilme zorunluluğu vardır. Bu gerçeklerin ışığında ve hızla ilerleyen ve sürekli değişen piyasa koşullarında şirket işlerinin sevk ve idaresinin karmaşıklığı karşısında, hissedarların şirket faaliyetlerinin yönetimi sorumluluğunu almaları beklenemez. Şirket stratejisi ve faaliyetleri ile ilgili sorumluluk yönetim kurulunun ve yönetim kurulu tarafından seçilen, yönlendirilen ve gerektiğinde değiştirilen tepe yönetimin elinde toplanmıştır.

## **3) Hissedarların Adil Muamele Görmesi**

Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dâhil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali halinde yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme imkânına sahip olmalıdır.

Bu madde, şirket yönetiminin bütün hak sahiplerine karşı eşit davranmasının ifadesidir. Bu ilke, azınlık hissedarlar ve yabancı ortaklar da dâhil olmak üzere hissedar haklarının korunmasını ve yapılan sözleşmelerin uygulanmasını ifade etmektedir.

Her grupta bütün hissedar aynı oy hakkına sahip olmalı, yatırımcıların şirkete yatırım yapmadan önce şirket ile ilgili bilgilere ulaşma imkânı olabilmelidir. Ayrıca oy hakkındaki her türlü değişiklikler hissedarın oylamasına bırakılmalıdır. Söz konusu

oylar, hisseler üzerinde tasarruf hakkı olan kişiler, varisler veya temsilciler tarafından kullanılmalıdır. Olağan genel kurul toplantısının işlem ve usulleri, tüm hissedarlara adil işlem görmelerine olanak sağlayacak şekilde düzenlenmelidir. İçerden bilgi sağlamak suretiyle gerçekleştirilen kural dışı her türlü işlemler yasaklanmalıdır. Bununla birlikte yönetimde yer alan kişilerin şirketi etkileyen maddi çıkar sağlayıcı her türlü bağlantılar da açıklanmalıdır.

#### **4) Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü**

Kurumsal yönetim çerçevesi, menfaat sahiplerinin haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmektedir. Bu madde, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken toplumsal değerleri yansıtan kanun ve düzenlemelere uyum gösterecek şekilde faaliyet göstermesini ifade etmektedir. Ancak kurumsal yönetim ilkeleri, genel olarak kanunların sorumluluk açısından minimum standartları oluşturduğunu, gerçek anlamda sorumlu şirket davranışının ise yasal zorunlulukların da ötesine geçilerek yerine getirilebileceğini vurgulamaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri bu doğrultuda, çalışanların yönetime katılımını teşvik edici mekanizmaların geliştirilmesini önermekte ve bütün paydaşların kaygılarını yönetim kuruluna iletebilmesi için gerekli ortamın sağlanmasının önemi vurgulamaktadır. Ayrıca, kurumsal yönetim ilkelerinde alacaklıların hakları üzerinde de durulmakta, etkili bir iflas çerçevesi ve alacaklı haklarının etkin bir şekilde icraya konulmasının altı çizilmektedir.

#### **5) Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık**

Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dâhil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır.

Şeffaflık ile ilgili madde, ortaklığın mali durumu, performansı, sahiplik ve yönetim yapıları gibi temel konuları ile ilgili gerçek, yeterli, açık ve karşılaştırılabilir bilgilerin, gereken zamanda kamuya açıklanmasıyla ilgili çalışmaları içermektedir. Şeffaf bir yönetim, ortaklığa sermaye çekmenin en önemli şartı olan yatırımcının



kendini güvende hissetmesi gerekliliğinin esasını teşkil etmektedir. Zira yatırımcılar, ortakları gerçek anlamda inceleyebilme, performanslarını karşılaştırabilme ve kendisi için en uygun kararı verebilme imkânını şeffaf yönetim sayesinde bulabileceklerdir.

Şeffaflık konusunda uygulamada karşılaşılan en ciddi sıkıntılardan biri de çeşitli ülkelerde uygulanan muhasebe standartlarındaki farklılıklar nedeniyle finansal bilgilerin karşılaştırılabilir olmaktan uzaklaşmasıdır. Finansal bilgilerin karşılaştırılabilirliğini sağlamak amacıyla, Avrupa Birliği dünyada herkesçe kabul edilen tek bir muhasebe dili oluşturulması amacıyla 2005 yılından itibaren bütün halka açık şirketlerin, konsolide mali tablolarını Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi tarafından yayınlanmakta olan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) uyarınca hazırlamasını zorunlu kılmıştır. Türk Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) da 2006 yılında UFRS'yi Türkçeye çevirmiştir.

2011 yılında kanunlaşan yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na göre, halka açık olsun olmasın ülkemizdeki tüm işletmelere muhasebe ve finansal raporlama konularında TMSK tarafından yayımlanan, UFRS' ye uyumlu Türkiye Muhasebe Standartları'na uymaları mecburiyeti getirilmiştir.

## **6) Yönetim Kurulunun Sorumlulukları**

Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır.

Hesap verme yükümlülüğü ile ilgili madde, işletme yönetimine ilişkin kural ve sorumlulukların açık bir şekilde tanımlanması, yönetim ile hissedar menfaatleri arasındaki paralelliğin yönetim kurulu tarafından gözetilmesini ifade etmektedir. Hesap verebilirlik ilkesi, hem sorumluluk hem de şeffaflık ilkeleri ile iç içe olarak pay sahiplerinin ve işletme faaliyetleri ile ilgili tüm kesimlerin işletme yönetiminin aldığı kararları ve yaptığı uygulamaları sorgulamasını sağlamaktadır.

Kurumsal yönetim açısından hesap verebilirlik ilkesinin vazgeçilmez koşulu, yönetim kurulu ve tepe yönetim arasında etkin bir işbölümü olmasıdır. Bu nedenle,

kurumsal yönetimle ilgili rapor ve kodlarda yönetim kurullarının yapısı ve işleyişi ile ilgili düzenlemeler ağırlıklı bir yer tutmaktadır.

Bu ilke ışığında yönetim kurulu, önemli yöneticileri seçmek, ödüllendirmek, gerektiğinde değiştirmek ve yönetimin sorunsuz bir şekilde el değiştirmesini sağlamak, şirket kurumsal yönetim uygulamalarını denetlemek gerekli olduğunda değişikliğe gitmek gibi çalışmalarda bulunarak şirkete yön vermelidir. Yönetim kurulu şirket stratejisini belirlemenin yanı sıra, esas itibarıyla, çıkar çatışmalarını engelleyerek ve şirkete yönelik rekabet halindeki talepleri dengeleyerek işletme performansını denetlemek ve hissedarlar için yeterli kazancı elde etmekle yükümlüdür.

Yönetim kurullarının etkin bir biçimde sorumluluklarını yerine getirmeleri için objektif ve bağımsız davranabilmeleri gerekir. Yönetim kurulunun bir başka önemli sorumluluğu, şirketin yürürlükteki vergi, rekabet, iş, çevre, fırsat eşitliği, sağlık, işyeri ve işçi güvenliği yasaları gibi temel mevzuata uymasını sağlamasına yönelik olarak oluşturulan sistemlerin idaresidir.

Yönetim kurulları, sadece şirkete ve hissedarlara karşı sorumlu olmayıp aynı zamanda şirket ve hissedarların menfaatlerine en uygun şekilde hareket etmekle de yükümlüdür. Buna ilaveten, yönetim kurullarından, çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçi kuruluşlar ve yerel topluluklar gibi diğer ilgililerin menfaatlerini eşit ölçüde dikkate alması beklenmektedir.

### **2.1.3. Vekâlet Teorisi ve Vekâlet (Temsil) Sorunu**

Vekâlet Teorisini, finansal yönetimin temel ilkelerinden biri olan bireysel çıkarları düşünme ilkesinin modern şirketler üzerindeki yeni bir uygulaması olarak değerlendirebilmek mümkündür. Bireysel çıkarları düşünme ilkesine göre, bireyler kendi menfaatleri doğrultusunda eylemde bulunma yollarına girmektedirler.<sup>112</sup> Vekâlet teorisi de işte bu yönde, amaç ve çıkarları farklı olan iki grubun vekil ve müvekkil sıfatıyla bir araya gelmesiyle oluşmaktadır. Aynı zamanda bu iki taraf arasındaki ilişkiyi ele alan ve bu oluşan ilişkide ortaya çıkabilecek birtakım sorunları inceleyen bir yaklaşımdır. Teoriye göre, vekâlet veren ve vekil kendi menfaatlerini maksimize edecek

---

<sup>112</sup> Selçuk Balı, *Temsil Maliyeti ve İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2005, s.25.

davranışlarda bulunmaktadır. Bu durumun doğal sonucu olarakta, sözleşmeye konu teşkil eden her menfaat grubunun kendi çıkarlarını arttırmaya odaklandığı görülmektedir. Bu durum vekâlet sorunu olarak tanımlanmaktadır.

Vekâlet sorunu sadece yönetici ile hisse sahibindeki çıkar çatışmaları, diğer bir ifadeyle üst ve ast arasındaki ilişkiler çerçevesinde değil, hâkim hissedar ile azınlık hissedar arasındaki menfaat boyutuyla da incelenmektedir. Vekâlet sorunundan dolayı tüm yatırımcılar kontrolü elinde bulunduran yöneticiler karşısında, kontrolü elinde bulundurmayan yatırımcılar hâkim hissedar karşısında haklarının korunmasına ihtiyaç duymaktadırlar. Ayrıca azınlık hissedarlar, kâr payı politikaları ve yeni hisse edinme gibi konularda hâkim hissedarın sahip olduğu olanaklara ulaşmak istemektedirler. Kurumsal yönetim de işte bu noktada, taraflar arasındaki hakları korumak, vekâlet sorununu minimize etmek için yardımcı bir araç konumundadır.<sup>113</sup> Vekâlet sorunu, vekâlet veren (hissedar), vekil (yönetici) ve borç verenlerden kaynaklanması bakımından üç kategoride ele alınabilir:

#### **2.1.3.1. Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Sorunu**

Vekil konumundaki yöneticiler hissedar haklarını maksimize etmek için görevlendirilmiş ücret karşılığında çalışan kişilerdir. Vekâlet teorisinde, belirli bir ücretle sınırlandırılmış yöneticilerin hissedarların çıkarları dışında hareket etmeyecekleri düşünülmektedir. Aynı şekilde yetki alanları genişleyen yöneticiler şirket performansını olumsuz yönde etkileyecek vekâlet maliyetlerine yol açabilmektedirler. Hissedarlar ve borç verenlerin tasnif etmediği bir şekilde yöneticilerin yaptığı sorunlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

**Aldatma-Kaytarma:** Şirketin ekonomik durumu hakkında daha fazla bilgiye sahip olan yöneticiler, kendi çıkarlarını maksimize etmek uğruna yetki verenlere yanıltıcı bilgiler sunabilmektedirler. Ahlaki tehlike sınıfına giren aldatma olayları, finansal piyasalarda yöneticilerin, piyasa mekanizmasının mükemmel olmamasından

---

<sup>113</sup> Taner Davut Keküllüoğlu, *Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Ticari Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2008, s.5.

dolayı karşılaşılması muhtemel olumsuz sonuçlara şirketin katlanamayacağını bahane ettikleri durumlarda ortaya çıkmaktadır.<sup>114</sup>

**Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması:** Yöneticiler ve şirket yönetiminde söz sahibi olan hissedarlar, kendilerine yönelik getiriler arttıkça temettü ödemelerine sıcak bakmamaya başlamaktadırlar. Bu durumda şirketin tüm nakit akışları, yönetimin kendi çıkarlarına yönelik harcamalarda ve daha düşük getirili yatırım projelerinde kullanılmaktadır.<sup>115</sup> Serbest nakit akışlarını yatırımlarda kullanıp, yatırımdan elde ettiği geliri de borç ve temettüleri finanse etmede kullanmaya sıcak bakmayan yöneticiler, kârlı yatırım fırsatlarından yararlanamamaktadır.<sup>116</sup>

**Varlık İkametine Gidilmesi:** Yöneticilerin iş güvenceleriyle ilgili kuşkuları, onları optimal olmayan yatırımlara doğru yönlendirmektedir. Şirketin zayıflaması veya iflas etmesi yöneticilerin faydalarını ve işlerini kaybetmesi anlamına gelmektedir. Bu nedenle yöneticiler getirisi az; fakat güvenli projelere yatırım yapmaktadırlar. Böylelikle daha az riskli projelere yönelmesi diğer bir ifadeyle en uygun yatırım olanakların terk edilmesi, vekâlet sorunuyla özdeşleşen varlık ikamesi probleminin özünü oluşturmaktadır.<sup>117</sup>

**Finansman Kaynaklarının Seçiminde Tercihlerde Bulunulması:** Yeni projelerin finansmanında yöneticilerin başvurabileceği üç yöntem bulunmaktadır: Bunlar, otofinansman, yeni hisse senedi ihracı ve borçlanmadır. Eğer yöneticiler yüksek oranda temettü dağıtmış ve kaynaklarını azaltmışsa, yatırımlarını finanse etmek amacıyla menkul kıymet piyasasına başvurarak yeni hisse senedi ihracında bulunabilmektedirler. Ancak bu durum şirket hakkında piyasada olumsuz bir imajın oluşması ve gereksiz işlem maliyetlerine katlanması sonucunu doğurmaktadır. Bu da, sermaye maliyetinde artışa neden olmaktadır.

---

<sup>114</sup> Murat Ertuğrul, “Asimetrik Bilginin Hissedar Değerine Etkisi”, *Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2009, s.85-86.

<sup>115</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 2003, S.4, Kaynak: <http://www.e-sosder.com/index.php?sayfa=ozet&no=93.pdf>, (Erişim Tarihi:16.01.2012.)

<sup>116</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet-Temsil Problem ve Maliyetler”, *Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 2004, C.15, S.51, s.113.

<sup>117</sup> Caner Söylemez, *İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2007, s.23.

Artan derecede borç kullanımını ise, şirket toplam riskini arttırmakta ve borç verenlerin yüksek faiz noktasındaki tavrında verdiği dezavantajla birlikte yatırım kararlarında birtakım kısıtlamalara neden olmaktadır. Bu da şirket değerinin azalmasında etkili olmaktadır. Şirketin otofinansman yoluyla tamamen özkaynakla yatırımlarını finanse etmesi az risk içermesinden dolayı vekâlet sorununun çözümünde alternatif etki yaratabilmektedir.<sup>118</sup>

**Şirket El Değiştirmelerinde Yetki Verenlerin Zararına Hareket Edilmesi:** İşletme piyasa değeriyle, iyi bir ürün ve yaygın bir itibara sahip olmaktadır. Bir şirkette uygun olmayan finansal politikalar ve yönetim hataları yüzünden, hisse başı kârlarda azalma oluyorsa; ayrıca serbest nakit akışları da yönetici çıkarları için kullanılıyorsa bu şirketler kolaylıkla ele geçirilebilirler.<sup>119</sup>

Benzer şekilde yöneticiler işlerini kaybetme korkusuyla veya borçlanarak satın almanın özel bir biçimi olan ve yönetimce satın alma olarak adlandırılan işlem öncesinde, potansiyel yatırımcılara nazaran şirket hakkında daha çok bilgiye sahiptirler. Bu nedenle de bu bilgileri gizleyip kendi çıkarları ölçüsünde kullanabilme gücüne sahiptirler.<sup>120</sup>

**Tünelleme/ Hortumlama:** Yöneticiler, şirket varlıklarını veya temettü ödemesi yapmaksızın kârlarını kendi yararlarına şirket dışına transfer edebilmektedirler. Nitekim azınlıktaki pay sahiplerinin haklarını zedeleyici işlemlerle herhangi bir varlık koymaksızın şirketteki payını arttırabilmektedirler.<sup>121</sup>

Buradaki sorun içeriden öğrenenlerin ticareti meselesidir. Bu sorun özetle, şirketin mali yapısı ve yatırım planları gibi birçok konuda bilgi sahibi olan şirket yöneticileri, piyasada olumlu veya olumsuz haberler dolaşmadan önce muhasebe standartlarına aykırı uygulamalar ile kârlarını yükseltmektedirler. Bu şekilde diğer şirket yöneticilerine göre daha fazla ihtimalle ellerinde hisse senedi

---

<sup>118</sup> Ümit Can Güvençer, *Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa, 2008, s.42-43.

<sup>119</sup> Müge İşeri, "Anonim Şirketlerde Vekâlet Sorunu ve Bu Sorunun Çözümlemesinde Kullanılan Teknikler", *Journal Of İstanbul Kültür University*, 2002, S. 2, s. 79.

<sup>120</sup> Ali Ata. Yusuf Ağ, "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi", *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 2010, S.11, s.47.

<sup>121</sup> Ümit Can Güvençer, *a.g.e*, 44.

bulundurmaktadırlar. Bu hisse senetlerinden de, borsada fiyatları düşmeden satmak ve yükselmeden almak suretiyle anormal kazanç elde etmektedirler.<sup>122</sup>

### 2.1.3.2. Hissedarlardan Kaynaklanan Vekâlet Sorunu

Fama ve Jensen'a göre, hak sahipliği, kolaylıkla değiştirilebilen ve haklarının süresi şirket ömrüyle sınırlandırılmış hisse senedine sahip olma durumudur. Bu şekilde hisse senedine sahip ortakların oluşturduğu vekâlet sorununun kaynağı, risk üstlenenle karar vericinin farklı olmasıdır. Diğer bir ifadeyle sahiplik ve kontrol ayrımının şirkette var olmasıdır.<sup>123</sup>

Hissedarların gerek yöneticiler, gerekse borç verenler üzerinde oluşturduğu sorunlar şu başlıklar altında toplanabilir:

**Şirketin Zararına Olacak Şekilde Temettü Ödenmesi:** Bir şirkette geniş nakit rezervleri ve az sayıda iyi yatırım projesi varsa, şirketin hissedarları eldeki nakdin temettü olarak ödenmesini veya yeni hisse almayı isteyebilmektedirler. Hâlbuki tahvil sahipleri şirketin nakdi tutmasını ister; çünkü bu para riski azaltmak için borç ödemelerinde kullanılmaktadır. Bazı durumlarda temettü ödemeleri öyle bir miktara ulaşır ki şirketin borcu ödeyememe riski oldukça artar ve tahvil değeri düşer. Bunun yanında temettü ödemeleri de şirkete ayrı bir işlem maliyeti yüklemektedir. Tahvil sahipleri para kayıplarına karşı korunmak için yeni yatırımlardaki temettü artış oranlarının veya temettü ödemelerinin kazancın belli bir oranıyla sınırlandırılmasını talep edebilmektedirler.<sup>124</sup>

**Hakların Sulandırılması:** Yöneticilere verilmiş olan birtakım yetkilere veya maaş ve ayrıcalık gibi haklara sınırlandırmalar getirilebilir. Bu da yöneticilerin istenilen performansta çalışmalarına neden olmaktadır. Ayrıca tahvil aynı veya daha yüksek düzeyde ek borç çıkarmayacağı beklentisiyle çıkarılmışsa, söz konusu tahvilin yeni borç çıkarması durumunda borç verenlerin beklediği tahvil değeri düşebilmektedir. Burada ele alınması gereken bir başka konu ise, hissedarların sınırlı sorumluluk ilkesiyle

---

<sup>122</sup> Orhan Çelik, *İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi*, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2007, s.116.

<sup>123</sup> Eugene F. Fama. Michael C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims" *Journal Of Laws and Economics*, 1983, Vol.26, Num.2, p.331-332.

<sup>124</sup> Müge İşeri, "a.g.m.", s.81.

hareket ederek borç verenlerden sağlanan kaynakla, yöneticileri yüksek risk ve getirili projelere yönelmesi için zorlamasıdır. Bu durumun nedeni, borç verenlerden hissedarlara akacak olan refahtır.<sup>125</sup>

**Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması:** Hissedarlar, kârlı yatırım fırsatlarını temsil eden pozitif net bugünkü değeri yüksek projeleri reddetmektedir. Bunun yerine şirket kârını temettü olarak ödemeyip, yatırım projelerinin finansmanında kullanmayı tercih edebilmektedirler. Bu durumda yüksek risk getiren bu projeler maksimum getiriyi sağladığında, tahvil sahiplerine sabit bir getiri sağlamaktadır. Bu getirinin büyük bir bölümü ise hissedarlara kalmaktadır. Ancak proje beklenen getiriyi sağlamadığı takdirde hissedarlar, elde edilen nakit akışlarını borç geri ödemesi olarak tahvil sahiplerine veya temettü ödemesi olarak şirkete ortak olan yeni hissedarlara transfer edilmesini reddetmektedirler. Bunun nedeni ise, kendi getirilerini azaltacağını düşünmeleridir.<sup>126</sup>

**Varlık İkamesine Gidilmesi:** Yüksek risk ve getirili projelerin borç verenler ve yöneticilere rant sağlayacağı düşüncesiyle hareket eden hissedarların, yatırımlarını daha düşük riskli ve getirili alanlara kaydırmasıdır.<sup>127</sup>

### 2.1.3.3. Borç Verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Sorunu

Şirket çıkar gruplarından borç verenlerin kendi çıkarlarını gözetmeleri sonucu ortaya çıkan sorunları belirli başlıklar altında sıralamak mümkündür:

**Hakların Sulandırılması:** Borç verenler, şirketle yaptıkları sözleşmelerde birtakım kısıtlamalar getirerek yöneticiler ve hissedarlar karşısında kendilerini güvence altına almak isteyebilirler. Böylece yöneticilerin maaş ve ayrıcalıklarının azaltılması, temettü ödenmemesi veya sınırlandırılması ve pozitif getiriye sahip bazı projelere yönelinmemesi yönünde hükümler koydurarak bunların yerine getirilip getirilmediğini izleyebilirler. Ancak bu durumda yönetici ve şirket sahiplerinin getirilerini negatif yönde etkilemektedir. Eğer borç verenler, şirketin kendilerinden yararlandıklarına

<sup>125</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, “a.g.m.”, s.116.

<sup>126</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, “a.g.m.”, s.116, Müge İşeri, “a.g.m.”, s.83.

<sup>127</sup> Caner Söylemez, *a.g.e.*, s. 28.

inanırlarsa, o şirketle olan ilişkisini kesmekte veya artan riski karşılamak için normalden daha yüksek bir faiz oranı talep edebilmektedirler.<sup>128</sup>

**Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması:** Yatırımın risk düzeyi arttıkça tahvil sahibi ve borç verenlerin getirisi azalmaktadır. Tahvil sahibinin kaybı hissedarın getirisidir. Çünkü tahvil sahiplerinin kaybı da şirketin öz sermaye değerini arttırmaktadır. Tahvil sahipleri ve şirkete borç verenlerde yüksek riske karşı kendilerini korumak için şirket yatırımlarının riskliliğini arttırıcı kararlara bazı sınırlamalar koymaktadırlar. Şirkete kaynak aktarımında bulunan borç verenlerin bu davranışları, net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapılamamasıyla sonuçlanmaktadır. Bu durum aslında yöneticiler ve hissedarların yanında kendileri içinde zarar teşkil etmektedir.<sup>129</sup>

**Kısa Vadeli Yatırımlara Yönelme Sorunu:** Yöneticiler, borçlanmadan dolayı ihtiyatlı davranmak isteyebilirler. Bu nedenle uzun vadeli yüksek riskli ve getirili projelere yerine daha çabuk ödeme imkânı olan kısa vadeli projelere yatırım yapmayı tercih etmektedirler.<sup>130</sup>

**Şirketin Tasfiye Edilmesi:** Hissedarlar, borç verenlere göre sınırlı sorumluluk, temettü ödemeleri ve sermaye kazancı gibi önemli sayılabilecek bazı avantajlara sahiptirler. Buna göre hissedarlar, borç verenlerden sağlanan kaynakların kullanılarak şirketin daha fazla risk üstlenmesini önemsememektedirler.<sup>131</sup> Şirket borç ödeyemez duruma geldiği takdirde borç verenler, şirket ile borçların ertelenmesi veya yeni ödeme cetvellerinin oluşturulmasına ilişkin anlaşmaya varamamaktırlar. Sonuç olarak; borç verenler, şirketin varlıklarının satılarak alacaklarını tahsil etmek yoluna gidilmesini isteyebilmektedirler. Şirketin tasfiyesi olarak adlandırılan bu durumda, şirketin varlıkları satılarak elde edilen gelirle; borç ödemeleri, müşterilerden alınan depozitolar, vergi borçları, çalışanların maaşları, mahkeme ve avukat masrafları ödenmektedir. Geri kalan tutar, ilkin hâkim hissedar grubuna daha sonra azınlık hissedarlar arasında

<sup>128</sup> Selçuk Balı, *a.g.e.*, s.35, Müge İşeri, “a.g.m.”, s.84.

<sup>129</sup> Müge İşeri, “a.g.m.”, s.80, Caner Söylemez, *a.g.e.*, s.29

<sup>130</sup> Ümit Can Güvençer, *a.g.e.*, s.46.

<sup>131</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, “a.g.m.”, t.y.



paylaştırılarak şirketin hukuki varlığı sona erdirilmektedir. Yine bu durumda en yüksek maliyete hissedarlar katlanmaktadır.<sup>132</sup>

#### 2.1.4. Vekâlet Maliyetleri

Yöneticiler, hissedarlar ve borç verenlerden kaynaklanan vekâlet sorunları beraberinde birtakım maliyetlere de neden olmaktadır. Berle ve Means'in çalışmasından aktaran Kahveci, vekâlet maliyetlerini, "kendi adına iş gördürmek için yetki verenle, aldığı yetkiyle hareket eden kişi (vekil) veya kişiler arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklanan sorunları azaltmaya çalışmanın getirdiği maliyetler" olarak adlandırılmaktadır.<sup>133</sup>

Hissedarların yöneticiye karar verme yetkisini devretmesi neticesinde imzalanan sözleşmeden dolayı sözleşme tarafları arasında bilgi farklılıkları ve belirsizlikler ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle yöneticiler ve diğer çalışanlar hissedarların zenginliğini arttıracak çalışmalar dışında başka işlerle ilgilenmektedirler. Buna göre, bireysel değer maksimizasyonunu amaç edinen hissedar ile kendi çıkarını ön planda tutan yönetici arasında meydana gelen çıkar çatışmaları vekâlet maliyetlerinin doğuşuna zemin hazırlamaktadır.<sup>134</sup>

Kaynakların en uygun şekilde kullanımı ve şirket huzurunu sağlamak gerekçesiyle, çıkar gruplarının önceliklerine ulaşma isteklerinden kaynaklanan sorunların azaltılmasına çalışmak için maliyetlere katlanmak kaçınılmaz olabilmektedir.<sup>135</sup>

Hissedarlar ile yöneticiler arasında kurulan ilişki sonucunda içsel ve dışsal kaynaklı olabilen düzenlemeler sonrasında denetleme ve sözleşme maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Şirket değerinde meydana gelen azalıştan kaynaklanan durum artık kayıp

---

<sup>132</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, *a.g.e.*, s.46.

<sup>133</sup> Caner Kahveci, *İç Denetimin Vekâlet Teorisinde Yeri ve Önemi: Bir Bankada Yapılan Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008, s.50.

<sup>134</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, "a.g.m.", s.118

<sup>135</sup> Ümit Can Güvençer, *a.g.e.*, s.52.

olarak ifade edilmektedir. Bu iki maliyetin toplamı da vekâlet maliyetlerini oluşturmaktadır.<sup>136</sup>

Vekâlet maliyetleri, yetki verenlerden kaynaklanan denetleme maliyetleri, vekilden kaynaklanan sözleşme maliyetleri, hem yeki veren hem de vekil tarafından üstlenilen artık kayıp olmak üzere üç aşamada incelenebilmektedir.<sup>137</sup>

#### **2.1.4.1. Denetleme Maliyetleri**

Vekâlet ilişkisiyle birlikte yöneticilerin şirket faaliyetleri hakkında hissedarlara oranla daha fazla bilgiye sahip olmasından dolayı hissedarlar yöneticilerle ilgili kararları kısıtlı rasyonellik koşulu altında vermektedir. Bu durum bilgi asimetrisi sorunu azaltılmadan, vekillerin kendi çıkarlarına yönelik faaliyetlerde bulunmalarını önlemenin daha da zor olacağını belirtmektedir.<sup>138</sup> Dolayısıyla, hissedarların kazançlarını daha yüksek seviyeye çıkartabilmek için yöneticilerin davranışları finansal uzmanlar tarafından denetlenecektir.<sup>139</sup>

Yöneticiler, hissedarların kazançlarının yükselmesini engellemeye yönelik davranışlarda bulunmaktadır. Bu durumun önüne geçebilmek için hissedarlar tarafından birtakım denetim mekanizmaları kurulması gerekmektedir. Maliyet muhasebesi, çeşitli raporlama sistemleri ek yönetim kademeleri, bütçeleme sistemleri ve yönetim kurulları bu denetim mekanizmalarını temsil etmektedir.<sup>140</sup> İşte bu denetim mekanizmalarının sebep olduğu ve hissedarlar tarafından üstlenilen maliyetler toplam denetim maliyetlerini oluşturmaktadır. Hissedarlar bu maliyetleri en aza indirmek için söz konusu denetim mekanizmalarının en iyi şekilde işlemlerini sağlayıp bu konudaki gözlem ve kontrol gücünü arttırmalıdır.

---

<sup>136</sup> Michael Jensen. William H. Meckling “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics*, October, 1976, Vol. 3, Num. 4, p.5.

<sup>137</sup> Michael Jensen, William H. Meckling, “a.g.m”, p.6, 310.

<sup>138</sup> Burak Koçer, *İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Uygulama*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No.201, Ankara, 2006, s.16.

<sup>139</sup> Müge İşeri, “a.g.m.”, s.83.

<sup>140</sup> Burak Koçer, *a.g.e*, s.16

### 2.1.4.2. Sözleşme Maliyetleri

Sözleşme maliyetleri, yöneticilerin hissedarlara zarar verecek faaliyetlerde bulunmayacaklarını, bulunurlarsa bu zararları telafi etmek için çeşitli yaptırımlara katlanacaklarını taahhüt ettikleri sözleşmelerin getirdiği maliyetlerdir.<sup>141</sup> Bu maliyetler finansal olabileceği gibi, yöneticilerin hissedarlara fazladan bilgi vermesi şeklinde de olabilmektedir.

Denetim maliyetlerinin hissedarlarca üstlenildiği söylenmekteyse de gerçekte hissedarların üstlendiği bu faaliyetlerin yürütülmesidir. Çünkü denetleme maliyetlerini, borç verenler hissedar ve yöneticilere, hissedarlar da yöneticilere yüklemektedir. Bu açıdan, sözleşmeden doğan sorumlulukları yerine getirme zorunluluğu olan yöneticilerin varlığında, hissedarlar daha az denetleme yapma gereği duyacaktır.<sup>142</sup>

### 2.1.4.3. Artık Kayıp

Her vekâlet ilişkisinde teorik olarak, hissedar denetleme maliyetlerini, yönetici ise sözleşme maliyetlerini yüklenmektedir. Söz konusu bu maliyetlere katlanılsa da önlenemeyen birtakım artık maliyetler de ortaya çıkmaktadır. Sahiplik ve kontrol ayırımının söz konusu olmadığı durumlar ile yöneticinin hissedarın çıkarını en üst düzeye çıkarmak için aldığı kararlar arasında bir farklılık olmaktadır. Bu durumda hissedar namına verilecek optimal kararlar yöneticinin kararı arasındaki sapma nedeniyle doğan maliyetlerde vekâlet maliyetleri kapsamındadır. Vekâlet maliyetinin bu son unsuru “artık kayıp” olarak adlandırılmaktadır.<sup>143</sup>

Yöneticiler, düşük riskli projelere gireceklerini iddia ederek borç veren veya tahvil sahiplerinden borç almaktadırlar. Ayrıca aldıkları bu borcu da daha yüksek riskli ve getirili projelere yatırmaktadırlar. Sonuç olarak, bu durumun farkına varmayan borç veren veya tahvil sahiplerinden kendilerine refah transferi sağlamaktadırlar. Yüksek riskli projelere girilerek, beklenen getirinin elde edilememesi durumunda ise, aradaki

---

<sup>141</sup> Michael Jensen. William H. Meckling, “a.g.m”, p.5.

<sup>142</sup> Tuncay Turan Turaboğlu, “a.g.m.”, s.120.

<sup>143</sup> Michael Jensen. William H. Meckling, “a.g.m”, p.5.

fark kadar refah kaybı yaşamakta ve bu kayıpta “artık kayıp” olarak tanımlamaktadırlar.<sup>144</sup>

### **2.1.5. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

Kurumsal yönetim mekanizmaları, şirketin etkin yönetim ve kontrolünün nasıl sağlanılacağını, sahiplik ve kontrol ayrımının nasıl olacağını, yönetim kurulunun yönetim ve hissedarlarla ilişkisinin ne düzeyde şekilleneceğini, yöneticilerin şirketin aleyhine olması muhtemel davranışlarının nasıl engelleneceğini ortaya koyan sistemler bütünü olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal yönetim mekanizmalarının sınıflandırılması noktasında herhangi bir ayrım yoktur. Bu nedenle son dönemde yapılan çalışmalarda da olduğu gibi kurumsal yönetim mekanizmalarını dışsal ve içsel yönetim mekanizmaları olarak iki şekilde incelemek mümkündür:

#### **2.1.5.1. Dışsal Yönetim Mekanizmaları**

İşletmenin kendi iradesi dışında gerçekleşen mekanizmalardır. Belli başlıları ise şunlardır:

##### **2.1.5.1.1. Şirket Kontrolünü Ele Geçirme Piyasası**

Şirket kontrol piyasası, finansal açıdan başarısız olan işletmelerin sahipliğinin el değiştirmesini sağlayan bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır.<sup>145</sup> Özellikle, içsel mekanizmalar yeterli derecede başarılı olmadığında, dışsal kesimler için şirketin kontrolünü ele geçirmeye yönelik teşvikler var demektir. Bu mekanizmayla, başarılı şirketlerin kötü yönetilen şirketleri satın alarak ekonomik olarak etkin hale getireceği düşünülmektedir. Hisselerden sağlanan geri dönüş ve hissedar değerinin maksimizasyonu gibi performans göstergeleri tatmin edici düzeyde olmadığında, tepe yönetim şirketin satın alınması tehdidiyle karşılaşmaktadır. Böylece, şirket kontrol piyasası denetlenme işlevini yeterince yerine getirmeyen yönetim kurullarını ikame eden bir kurumsal yönetim mekanizması rolü oynamaktadır.

---

<sup>144</sup> Ümit Can Güvençer, *a.g.e.*, s.57.

<sup>145</sup> Burak Koçer, *a.g.e.*, s.43.

Zira satın alma işlemi sonunda, satın alınan şirketin yöneticileri çoğunlukla işlerini kaybetmekte ve kişisel olarak zarara uğramaktadırlar. Yöneticiler için bu durumu önlemenin en kolay yolu ise şirketi güçlendirerek uzun dönemde rekabet üstünlüğü sağlamaktır.<sup>146</sup>

Diğer potansiyel kurumsal yönetim mekanizmalarında olduğu gibi, kontrolü ele geçirme piyasasının da hissedarlar için açık olmayan bir tarafı söz konusudur. Yönetici ile hissedar arasındaki vekâlet sorununa potansiyel bir çözüm olmasının yanında, bu sorunun çok açık bir işareti de olabilmektedir. Şöyle ki, işletmelerinin büyüklüğünü maksimize etmekle ilgilenen yöneticiler, şirket kaynaklarını hissedarlara nakit olarak döndürmek yerine ele geçirmeler için fazla ödemeler yapmak suretiyle israf edebilmektedirler.<sup>147</sup>

#### 2.1.5.1.2. Yönetici İşgücü Piyasası

Her mal ve hizmetin bir piyasası olduğu gibi, yöneticilerin de hizmetlerini arz ettikleri ve şirketlerin de işgücü talep ettikleri bir piyasa vardır. Yönetici emek piyasası, üst yönetimi faaliyet sonuçları açısından kontrol edebilen, pay sahipleri ve diğer çıkar grupları ile uyumlu olan etkin kurumsal yönetim mekanizmalarından birisidir.<sup>148</sup>

Üst düzey yöneticilerin dış çevredeki olayları algılamaları, örgütlerin çevresel değişimlere karşı almış oldukları kararları büyük bir oranda etkilemektedir. Bu nedenle, değişen dış çevre şartlarına uyum sağlamanın bir yolu, örgütün değişen stratejik ihtiyaçlarına uyum sağlayabilecek yeni bilgiler, yetenekler ve bakış açısı getirebilecek yeni liderler seçmektir.<sup>149</sup>

Pfeffer'den aktaran Karavelli, örgütlerin değişen durumlara uyum sağlayamamalarının nedenini, işe alım ve terfi gibi fırsat olanakları ve ödüllendirme sistemlerine bağlamaktadır. Bunlar genç yöneticilerin sorumluluklarını artırmada ve

---

<sup>146</sup> Burak Koçer, *a.g.e.*, s.43.

<sup>147</sup> Murat Kıyılar. Muhammet Belen, "a.g.m",s.13.

<sup>148</sup> Muzaffer İsmayılov, *Kurumsal Yönetim: Azerbaycan'daki Anonim Şirketlerin Kurumsal Yönetim Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007, s.39.

<sup>149</sup> Ayşe Karaevli, "Yönetici Yedekleme Planı Bir Örgütün Değişim Kapasitesini Nasıl Azaltabilir? Kurumsal Bir Model", *Sabancı Üniversitesi Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2008, C. 5, S. 2, s.4.

stratejik karar alma süreçlerine yeni boyutlar katabilecekleri yüksek mevkilere ilerleme noktasında belirgin bir gecikmeye neden olacağını ileri sürmektedir.<sup>150</sup>

Fama'ya göre, yönetici emek piyasasında yöneticilerin ücretleri belirlenirken veya alternatif iş fırsatları sunulurken geçmişteki performansı göz önünde bulundurulmaktadır. Bu görüş ile birlikte her yöneticinin şirketteki diğer üst ve ast yöneticilerin performanslarına göre çıkarları bulunmaktadır. Bu nedenle bu görüşte, üst ve ast yöneticilerini gözetleme görevinin etkililiği de savunulmaktadır.<sup>151</sup> Ayrıca Türk üst düzey yöneticilerinin içinde buldukları sosyal ve kültürel çevre koşulları dikkate alındığında, üst düzey yöneticiler için “sadakat” en önemli performans kriterlerinden birisini oluşturmaktadır. Dolayısıyla bağlı oldukları kontrol edici hissedarların etkinlik alanı içerisinde hareket etmek zorunda olan üst düzey yöneticilerin performansları daha çok sadakatleri dikkate alınarak değerlendirilmektedir.<sup>152</sup>

#### **2.1.5.1.3. Ürün Piyasasında Rekabet**

Ürün piyasasında yaşanan rekabetin daha iyi bir kurumsal yönetim oluşturmada itici bir güç olduğu düşünülmektedir. İşletmenin ürettiği malların satıldığı ve işletmenin üretim girdilerini sağladığı ürün piyasalarında rekabetin yükselmesi, yöneticilere disipline edici bir etki yaratmaktadır. Yöneticiler işletme kaynaklarını etkin bir şekilde kullanmadıklarında rekabet gücünü kaybederler. Bu durumda şirketi iflasa sürükleyebilir. Bu nedenle özellikle uluslararası rekabetin yönetimi disipline edici rolü, yöneticilerin sorumluluklarını yerine getirmekten kaçınmalarını engellemektedir.<sup>153</sup>

Rekabet sadece ürün fiyatlarında ve kârlarda etkili olan bir faktör olarak karşımıza çıkmamaktadır. Bir işletme güçlü bir rakibine tüm piyasasını kaptırabilmektedir. Gerçekte bu tür bir rekabetin devralma ya da ele geçirme tehdidine alternatif olarak görülebilmesi mümkündür. Ancak güçlü bir işletme, zayıf bir işletmeyi satın alıp, pazarına hâkim olması da karşılaşılabilecek bir durumdur.

---

<sup>150</sup> Ayşe Karaevli, “a.g.m.”, s.5.

<sup>151</sup> Eugene F. Fama, “Agency Problems and The Theory of The Firm”, *Journal of Political Economy*, 1980, Vol.88, Num.2, p.293.

<sup>152</sup> Şebnem Arıkboğa, Ahmet Menteş, “a.g.m.”, s.108.

<sup>153</sup> Franklin Allen. Douglas Gale, “ Corporate Governance and Competition”, *The Wharton Financial Institutions Center*, 1999, p.26.

Büyüme fırsatları diğer işletmelere göre daha fazla olan işletmelerle daha çok hisse senedi ve opsiyona sahip tepe yöneticisi olan işletmeler riskli bir ortamda faaliyette bulunmaktadır. Buna rağmen, bu tür işletmelerin kurumsal yönetimi daha iyi uyguladıkları gözlemlenmiştir. Eğer bir işletmede yöneticiyi kontrol eden etkin bir dışsal kontrol mekanizması yoksa o işletmede dağıtılmayan kârların hissedarların çıkarları doğrultusunda kullanılıp kullanılmayacağına dair tereddüte düşülmesi normaldir. Bu durum İngiltere ve ABD'den ziyade Japonya ve Almanya'da görülen bir problemdir. Daha fazla nakit akışına sahip olan bir işletme, daha fazla yatırım fırsatı ile karşılaşmaktadır. Dolayısıyla yatırımların dağıtılmayan kârlarla gerçekleştirildiği bir finansal sistem daha etkin çalışabilecektir.

Januszewski v.d. çalışmalarında, Alman üretim sektöründe ürün piyasasındaki rekabet ve kurumsal yönetimin verimlilik artışına etkisini incelemişlerdir. Sonuç olarak, yoğun rekabetin yaşandığı piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerde verimlilik artışının yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca reel sektörde faaliyet gösteren güçlü bir işletmenin kontrolünde bulunan işletmelerdeki verimlilik artışının, finansal kurumların kontrolünde bulunan işletmelerin verimlilik artışından daha yüksek olduğunu bulmuşlardır.<sup>154</sup>

Köke ve Renneboog'da ürün piyasasında yaşanan rekabetin, işletmenin verimliliğine etkisi üzerine bir araştırma yapmışlardır. Bu araştırmacılar konuyu piyasa odaklı ve banka odaklı kurumsal yönetim sistemleri olmak üzere iki aşamada incelemişlerdir. Sonuç olarak, performansları düşük İngiliz işletmelerinin, büyük ortakları olduğunda verimlilikte büyük artış sağladıkları; öte yandan, performansı düşük ve finansal açıdan sıkıntı yaşayan Alman işletmelerinin ise, daha fazla banka kredisi kullanma yoluyla verimliliklerini arttırdıkları gözlemlenmiştir.<sup>155</sup>

---

<sup>154</sup> Silke I. Januszewski vd., "Product Market Competition, Corporate Governance And Firm Performance: An Empirical Analysis for Germany", *Research In Economics*, 2002, Vol:56, Num.3, p.322.

<sup>155</sup> Jens Köke. Luc Renneboog, "Do Corporate Control And Product Market Competition Lead To Stronger Productivity Growth? Evidence From Market-oriented And Blockholder-based Governance Regimes", *Tilburg University Discussion Paper Center*, 2003, Num. 14, p.16.

#### 2.1.5.1.4. Yasal Düzenleyici Sistemler

Yasal düzenleyici sistemler, kurumsal yönetim mekanizmalarının temelini oluşturan dışsal sistemlerden birisidir. Yetkili kurul ve kurumların yayınladığı tebliğler, yasalar ve yönetmelikler işletmelerin faaliyetlerini düzenlemek için vardır ve bunlara herkes uymakla mükelleftir. Söz konusu bu düzenlemeler işletmelerin verimlilik, kâr dağıtım politikaları, maliyetler ve denetim mekanizmaları gibi faaliyetler üzerinde etki yaratabilmektedir.

La porta v.d'nin çalışmasından aktaran Menteş, kuvvetli yaptırım gücü olan bir yasal sistemin zayıf yasaların sebep olduğu aksaklıkları giderebileceğini belirtmektedir. Ayrıca şirket yöneticileri tarafından suiistimal edilen hissedarların, etkin çalışan yargı sistemi aracılığı ile korunabileceğini ifade etmektedir. Yasal haklardan doğan yaptırımların kalitesini ölçmek için yargının etkinliği, hukuk düzeni, yolsuzluk, el koyma veya kamulaştırma ve sözleşme ihlali riski olmak üzere beş kriterin kullanıldığını da öne sürmektedir.<sup>156</sup>

Finansal krizler ve skandallar ile yaşanan ciddi sıkıntılar sonucu kurumsal yönetim uygulamalarının güvence altına alınmasına yönelik İngiltere'de Cadbury Raporu, Greenbury Raporu, Hampel Raporu yayınlanmış, ABD' de yeni yasal düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca Sarbanes-Oxley Kanunu ile birlikte iç kontrol sistemi ve iç denetim fonksiyonuna verilen önem daha da artmıştır. Bu süreçte iç denetimin 60 yıllık uluslararası mesleki örgütlenmesinden oluşan kurumsal birikim yapılan düzenlemelere yol gösterici olmuştur.<sup>157</sup> Ülkemizde ise SPK ve Yeni Türk Ticaret Kanunu, Sarbanes-Oxley Kanunu'nda yer alan esasları benimseyen bir yaklaşımla hazırlanmıştır.

Kurumsal yönetim sistemi sonucunda hazırlanan en iyi uygulama kodları mevcut yasal mevzuata ilişkin ve kurumsal çerçeveyi tamamlayan yararlı bir araç konumundadır.<sup>158</sup> Ancak yönetim kurulunun ve üst düzey yönetim teşkilatının kurumsal yönetim donanımı ne denli üst düzeyde olursa olsun, yöneticilerin bir "kurumsal

<sup>156</sup> Süleyman Ahmet Menteş, *a.g.e*, s.93,95.

<sup>157</sup> Ali Kamil Uzun, "Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve İç Denetimin Rolü", *Dünya gazetesi*, t.y., Kaynak: <http://www.icdenetim.net/ic-denetim-nedir/84-aile-isletmelerinde.>, (Erişim Tarihi: 16.01.2012.)

<sup>158</sup> Veysel Kula, *a.g.e*, s.39.



yönetim kılavuzuna” gereksinimleri vardır. Yeni TTK’nın kurumsal yönetime ilişkin çeşitli hükümlere eklediği kurallar ve SPK ilkeleri, Türk Hukuku’nda kurumsal yönetim anlayışı adına önemli bir adım teşkil etmektedir. Ayrıca bir anonim ortaklığın somut kurumsal yönetim yönetimiyle ilgili de genel bir çerçeve ortaya koymaktadır. Bu çerçevenin içi, her bir anonim ortaklığın somut kurumsal yönetim değerleriyle ve stratejisiyle doldurulması gerekmektedir. Bunun aracı ise “Kurumsal Yönetime İlişkin Yan Düzenlemeler” dir. Bu tür düzenlemeler, “Kurumsal Yönetim Kuralları”, “Kurumsal Yönetim Taahhüdü”, “Kurumsal Yönetim Kılavuzu” gibi başlıklarla hazırlanmakta ve bazı anonim ortaklıklar tarafından ilan edilmektedir.<sup>159</sup>

Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda ticari anlamda son yılların en kapsamlı yasal değişiklikleri yapılmıştır. Yeni kanunda yapılan önemli yeniliklerden biri, genel kurulun tüm yetkilerini kullanabilen ve tüm kararlarını alabilen tek pay sahipli anonim şirket ve tek ortaklı limited şirket kurulabilmesi olanağının getirilmesidir. Muhasebe uygulamalarına getirdiği en önemli yenilik ise, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nın özdeşi olan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS)’na uyma zorunluluğunun getirilmesidir.

Bu konuda getirilen diğer önemli bir yenilik, denetçilerin, anonim şirketin organı olmaktan çıkarılıp her ölçekteki şirketlerin denetiminin bağımsız denetim kuruluşlarına bırakılmasıdır. Kanunda, mali yapısı bozulan veya bozulmaya yüz tutan sermaye şirketlerinde tehlikelerin erken teşhisi komitesinin kurulması zorunlu hâle getirilmiştir. Yeni kanunda, pay sahiplerinin kendi çıkarlarına yönelik olarak kullanmak amacıyla şirkete borçlanmaları (iştirak taahhüdünden doğan borç hariç) yasaklanmıştır. Yönetim kuruluna yönelik olarak getirilen değişikliklerde özen borcuna ilişkin yöneticilerin mesleki yeterliliğine önem verilmiş “tedbirli yönetici” ölçüsü getirilmiş ve basiretli iş adamı ölçüsü kaldırılmıştır. Bu kanunda diğer önemli bir değişiklikte, yönetim kuruluna murahaslar ve genel kurulda dâhil hiçbir organa devredemeyeceği görev ve yetkiler vermesidir. Ayrıca hâkim ortak ve bağlı ortaklıklar arasındaki ilişkiler, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve menfaat dengesi temelinde kurallara bağlanmış ve

<sup>159</sup> Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, “Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Ana Sözleşmenin ve Yan Düzenlemelerin (By-Laws) İşlevleri”, 2008, S.6, s.12, Kaynak:[http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Turkeytr\\_kys\\_Kurumsalyonetimilkeleriisiginda\\_anasozlesmeninveyanduzenlemelerinislevleri\\_270308.pdf](http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Turkeytr_kys_Kurumsalyonetimilkeleriisiginda_anasozlesmeninveyanduzenlemelerinislevleri_270308.pdf), (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

yönetimde azınlık hissedarlara da söz hakkı verilerek azınlık hakları güvence altına alınmak istenmiştir. Yeni TTK şeffaflaşmaya büyük önem vererek, her firmanın, kendi web sitesinin olması zorunluluğunu getirmiştir. Web sitesi üzerinden firmaca yapılması gerekli tüm ilanları, finansal tabloları, denetleme raporları başta olmak üzere tüm raporlar ve sermaye piyasası aktörlerini ilgilendiren tüm bilgilerin ilan edilmesini zorunlu uygulamalardır.<sup>160</sup>

#### **2.1.5.1.5. Aktif Hissedarlık**

Hissedarların amacı, işletme faaliyetlerini pozitif yönde ilerletmektir. Bu nedenle işletmelerinde mevcut politika veya kurumsal yönetim anlayışlarında değişikliğe gitmek isteyebilirler. Bu şekilde sözlü ya da yazılı kampanya düzenleme, genel kurulda karar alma gibi yaptıkları değişimler ve oluşumlara hissedar aktivizmi denilmektedir.

İşletmelerin ortaklık yapısı içerisinde birkaç ortağın payının yüksek olması durumunda, aktif hissedarlar şirketin uzun dönemli çıkarlarını gözetmede büyük rol oynamaktadır. Dağınık sahiplik yapısının var olduğu sistemlerde şirketin performansını artırması konusunda hissedarlar aktif motivasyon sağlayamayabilirler. Bu nedenle bu motivasyona kurumsal yatırımcıların sahip olması beklenmektedir.

Hissedar aktivizmde, şirketi etkilemek için görüşlerini açıklayan, önerisini oylamaya sunan ve yıllık hissedar toplantılarını kaçırmayan hissedar “aktif hissedar” olarak nitelendirilir. Ancak hissedarlar arası iletişimin zor ve pahalı olması, yönetimdeki pasif hissedarların da oy kullanmakta istekli olmaları gibi sorunlardan dolayı uygulamada durum böyle değildir.<sup>161</sup>

Hissedar aktivizmi diğer bir ifadeyle aktif hissedarlığın temelinde, hisseleri birçok yatırımcıya dağılmış büyük işletmelerde gözlenen, temsilci çatışmalarından ortaya çıkan potansiyel kazançlara karşı bir tepki vardır. Bu işletmelerde hissedarlar, karar verme yetkisini yöneticilere devretmişlerdir. Yönetim kurulu tepe yönetimini işe

---

<sup>160</sup> Cerebra, “Yeni TTK’nın Muhasebe ve Mali İşler, Finansal Raporlama ve Denetim Fonksiyonlarına İlişkin Getirdiği Yenilikler Nelerdir?”, t.y., Kaynak: <http://www.cerebra.com.tr/turkce/site/yenittkmuhmaliishtml>. (Erişim Tarihi: 19.01.2012.)

<sup>161</sup> Stuart L Gillan, Laura T Starks, “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics*, 2000, Vol. 57, p.279.

alma, işten çıkarma, ücretlerini belirleme ve denetleme sorumluluklarına sahiptir. Bu sorumluluklarını yerine getirmede aksaklıklar yaşadığında, hissedarlar hemen duruma müdahale etmektedir. Bu şekilde de hissedar aktivizmi ortaya çıkmaktadır.

Kurumsal hissedarların hukuksal çevreleri, bilgi edinme güçleri bireysel hissedarlara göre daha organize ve etkindir. Bundan dolayı kurumsal hissedarlar bireysellere göre hissedar aktivizm konusunda daha başarılıdır.

Mello ve Repullo yaptıkları çalışmalarında likiditesi yüksek ve düşük piyasaların aktif hissedarlık durumlarını karşılaştırmışlardır. Sonuç olarak, likiditesi yüksek olan piyasalarda büyük hissedarların yönetimi değiştirmek hususunda ortaya koyduğu aktivizmin pozitif etki gösterdiğini, düşük likideye sahip piyasalarda ise bu etkinin negatif olduğunu bulmuşlardır.<sup>162</sup>

#### **2.1.5.2. Şirket İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

İşletmelerin kendi amaçları doğrultusunda oluşturduğu mekanizmalardır. Belli başlıları ise şunlardır:

##### **2.1.5.2.1. Yönetim Kurulları**

Bir kurumun en önemli varlıkları arasında şüphesiz insan kaynağı ve özellikle yönetim ekibi yer almaktadır. Bu ekibin öncelikle yetkinliği ve performansının iyi ölçülmesi gerekir. Daha sonra ekibin motivasyonunu yüksek düzeyde tutabilecek adil ödüllendirme mekanizmalarına işlerlik kazandırılmalıdır. Bu değerlendirmelerin adil olarak yapılabilmesi ise etkin bir yönetim kurulunun varlığıyla mümkündür.<sup>163</sup>

Yönetim kurulu, pay sahiplerinden oluşan genel kurul tarafından seçilen, karar alma, ortaklık faaliyetlerinin yürütülmesi ve ortaklığın hem hissedarlara hem de üçüncü kişilere karşı temsil etme yetkilerine sahip bir organdır. Yönetim kurulu toplantıları genellikle yönetim kurulu üyelerinin bir araya geldiği, birlikte tartışıp, karar alındığı

---

<sup>162</sup> Antonio S. Mello. Rafael Repullo, "Shareholder Activism is Non- Monotonic in Market Liquidity", *Finance Research Letters*, 2004, Vol: 1, Num:1, p.9.

<sup>163</sup> Yılmaz Argüden, "Kurumsal Yönetişim", *Dünya Gazetesi*, 2007, Kaynak: [www.arguden.net/makale.aspx?id=280](http://www.arguden.net/makale.aspx?id=280). (Erişim Tarihi: 17.01.2012.)

toplantılardır. Bu nedenle büyük önem taşımakta ve doğru planlanıp etkin olarak yürütülmesi gerekmektedir.<sup>164</sup>

Anonim şirket hissedarlarının, özellikle halka açık şirket hissedarlarının karşı karşıya kaldıkları önemli bir sorun, şirketi denetleme ve inceleme sorunudur. Yönetim kurulunun yapısı ve etkinliği şirket açısından önem arz etmektedir. Kurul grup hissedarlar, azınlık hissedarlar ve onların bazıları, yönetici sıfatıyla kurulda faaliyet gösterebilen vekilleri arasında bir köprü gibi hareket etmek zorundadır. Yönetim Kurulu, kurul ile şirket üst yönetimi arasında bir güç dengesi oluşturmaktadır.<sup>165</sup>

Yönetim kurulu kurumsal itibarı korumak ve geliştirebilmek için kurumun tüm hissedarlarına karşı sadece kanunlar açısından değil, aynı zamanda taahhüt ettiği değerler, iş etiği ve kurumsal yönetim ilkeleri açısından da sorumludur. Dolayısıyla, yönetim kurullarına seçilen üyelerin yetkinlikleri ve deneyimlerine, bağımsız olmalarına ve kurulun işlemesi için oluşturulacak kurallara özen gösterilmesi, kurumun başarısı ve sürdürülebilirliğine katkı sağlaması açısından oldukça önemlidir.<sup>166</sup>

Akademik çalışmalarda yönetim kurullarının özellikleri anlatılırken yönetim kurullarının büyüklüğü ve bağımsız yönetim kurulu üyeleri, üzerinde önemle durulan iki kavramdır. Büyüklük üzerine yapılan çalışmalar, tarafsız karar alma ve hızlı karar verme konusunda sayıca az olan yönetim kurullarının sayıca fazla olanlara göre daha etkin olduğunu göstermektedir. Bunun nedeni sayıca az olanların yöneticiler tarafından daha az kontrol edilebilmesidir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleriyle ilgili sunulan hipotez ise şu şekildedir: “Bağımsız, yönetimle hiçbir ailesel ve iş ilişkisi olmayan yönetim kurulu üyeleri, yönetim tarafından atanmış veya yönetime bağlı olan kurul üyelerine göre daha fazla etkindir.”<sup>167</sup>

Hermalin ve Weisbach’ın çalışmalarından aktaran Sakınç, yönetim kurulları hakkında bazı sonuçlara ulaşıldığını belirtmektedir. Bu sonuçlara göre, sayıca az olan ve çok fazla bağımsız üyeye sahip olan kurulların bazı durumlarda yönetimden, hissedar

---

<sup>164</sup> Ali Pashı, *Corporate Governance: Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, Beta Yayınları, 1.Baskı, Yayın No:1432, İstanbul, 2004, s.194.

<sup>165</sup> *Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.*, ”Kurumsal Yönetim Metodolojisi”, t.y. Kaynak: [www.saharating.com/liste\\_goster.asp?bolum=6&id=31](http://www.saharating.com/liste_goster.asp?bolum=6&id=31), (Erişim Tarihi:17.01.2012.)

<sup>166</sup> Yılmaz Argüden, “a.g.m”, s.y.

<sup>167</sup> İlker Sakınç, *a.g.e.*, s.88.

menfaatine kararlar alması noktasında davranmasını talep ettiklerini iddia etmektedir. Aynı zamanda bu iki grup performans açısından başarılı olamayan yöneticileri işten çıkarma yoluna da başvurduklarını ifade etmektedir. Ayrıca, sayıca az olan yönetim kurullarının CEO tazminat planlarının CEO performansına fazla duyarlı olduğunu da belirtmektedir.<sup>168</sup>

Ülkemizde ise, son yıllarda kurumsal yönetim alanında önemli gelişmeler yaşanmıştır. Özellikle halka açık şirketlerde kurumsal yönetime yönelik alınan tedbirler daha fazla olmuştur. Halka açılmamış şirketler ise, kurumsal yönetim ilkelerini giderek daha fazla ve daha etkin şekilde uygulamaya özen göstermektedir. Bu davranışları genellikle şirketlerin yönetim kurulu yapılarının kurumsal yönetim ilkelerine uygun şekilde oluşturulması ve görevlerin ana sözleşmelerinde yazılı esasa bağlanması şeklindedir. Şirketler yönetim kurullarına giderek daha fazla bağımsız üye almaya başlamıştır.<sup>169</sup>

SPK'nın Kasım 2004'te yayımladığı anket çalışmasından aktaran Gürbüz, şirketlerde ortaya çıkan yaygın imtiyaz şeklinin, yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme olduğunu belirtmektedir. İMKB' deki tüm şirketlerde bu oran %43 iken, İMKB-30 şirketlerinde bu oranın %19'da kaldığını iddia etmektedir. Ayrıca yazar şirketlerin %47'si bölünme ve hisse değişimi işlemleri için genel kurul kararına başvurduğunu öne sürmektedir. Maddi veya maddi olmayan varlıklarla ilgili olan işlemlerde ise, %90 oranında yönetim kurulunun karar aldığını belirtmektedir.<sup>170</sup>

Şirketlerin önemli bir bölümünde yönetim kurulu yöneticiler tarafından oluşturulan stratejik hedefleri onaylamaktadır. Nitekim SPK'nın yaptığı anket çalışmasından aktaran yazar, bu oranın %87 olduğunu belirtmektedir. Yazar ayrıca, anketten elde edilen diğer bir sonucun yönetim kurullarının şirket hedeflerine ulaşma

---

<sup>168</sup> İlker Sakıncı, *a.g.e.*, 89.

<sup>169</sup> Osman Gürbüz, "Kurumsal Yönetim Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler", I. Uluslararası Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu, Antalya 2005, s.9, Kaynak: <http://www.archive.ismmmo.org.tr/docs/.../02-OSMAN%20GÜRBÜZ.doc.>, ss.1-19, (Erişim Tarihi: 20.01.2012.)

<sup>170</sup> Osman Gürbüz, "a.g.m.", s.10.

derecesini çoğunlukla ayda bir gözden geçirdiğinin ortaya çıkması olduğunu ileri sürmektedir.<sup>171</sup>

SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerinde vurguladığı noktasından biri, deneyim ve mesleki birikimine dayanarak ortaklığın menfaatlerini ön planda tutan, tarafsız bağımsız üyelerin, mümkün olduğu kadar fazla sayıda yönetim kurulunda yer alması gerekliliğidir.<sup>172</sup>

Kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca, şirketin bütün menfaat sahiplerini etkileyebilecek riskleri minimize etmek için yönetim kurulu tarafından oluşturulması ve işletilmesi gereken iki birim vardır. Bunlardan bir tanesi risk yönetimi, diğeri ise iç kontrol mekanizmasıdır. SPK'nın çalışmasından aktaran Gürbüz, bunlara sahip olan şirketlerin oranının %52 olduğunu IMKB 30 şirketlerinde bu oranın %69'lara kadar çıktığını belirtmektedir. Ayrıca çalışmada, şirketlerin nerdeyse tamamında (%96) yönetim kurulu üyelerinin oy haklarının eşit olduğunu görülmektedir. Son olarak, IMKB 30 endeksi kapsamındaki şirketlerin %42'sinde, tüm şirketlerin ise ancak %26'sında yönetim kurulunda bağımsız üye bulunduğu tespit edilmiştir.<sup>173</sup>

#### **2.1.5.2.2. Sahiplik Yapısı**

Şirket içi kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri de şirketlerin sahiplik yapılarıdır. Şirket sahiplik yapılarını, devlet sahipliği veya özel sahiplik; halka açık veya kapalı; yerli veya yabancı olma; yönetsel, kurumsal ve blok sahiplik gibi farklı açılardan değerlendirebilmek mümkündür.<sup>174</sup>

Araştırmalar büyük şirketlerin çoğunun aileler veya devlet kurumlarından oluşan hâkim hissedarların elinde olduğunu göstermektedir. Örneğin, Kıta Avrupa'sında, kayıtlı şirketler arasında %20 veya daha fazla hâkim hisse yaygındır. Buna karşılık, Doğu Asya'da kayıtlı şirketlerin üçte ikisinden çoğu tek bir hissedar tarafından kontrol edilmektedir. Sahiplik yapıları genel olarak üç şekilde sınıflandırılmaktadır:

<sup>171</sup> Osman Gürbüz, "a.g.m.", s.14.

<sup>172</sup> Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, "Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları", 2007, S.2, s.16, Kaynak: [http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi\\_merkezi/kyd\\_yayinlari/kurumsal\\_yonetimin\\_anonim\\_ortaklik\\_larda\\_yansimalari.pdf](http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi_merkezi/kyd_yayinlari/kurumsal_yonetimin_anonim_ortaklik_larda_yansimalari.pdf), (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

<sup>173</sup> Osman Gürbüz, "a.g.m.", s.14,15.

<sup>174</sup> Murat Kıyılar. Muhammet Belen, "a.g.m.", s.8.

- Aile kontrolündeki şirketler: Asya, Latin Amerika ve bazı Batı Avrupa ülkelerinde (Almanya, İtalya) yaygındır.
- Devlet sahipliği: Eski Sovyet bloğunun halen geçiş aşamasında olan ülkelerinde ve ayrıca Asya’da yaygındır.
- Finans ve sanayi grupları: Japonya, Rusya ve daha az olarak Batı Avrupa’da görülmektedir.<sup>175</sup>

Aile kontrolündeki şirketlerde, sahiplik ve yönetimin (kontrolün) ayrılmamış olması, profesyonel yöneticiler çalıştıran şirketlerdekilere daha önemli yönetim sorunlarına neden olmaktadır. Finans ve sanayi gruplarında şirket içi bağlantılar, çıkar çatışması olan blok hissedarların hâkim olduğu şeffaf olmayan işlemlere yol açabilmektedir. Devlet sahipliğindeki şirketlerde ise, şirketin devlet çıkarlarıyla bağlantısı hissedarların aleyhine sonuçlar doğurabilmektedir.<sup>176</sup>

### 2.1.5.2.3. Yönetmel Ücret ve Teşvikler

Tepe yöneticilerinin aldıkları ücretler, hissedarlar ve yöneticiler arasında vekâlet sorununa neden olmaktadır. Yöneticilere verilen ücretler sabit temellere dayandırılmaktadır. Bu ücretler performansa bağlı bonus, hisse senedi ve opsiyonu ve uzun dönemli teşviklerden oluşmaktadır.<sup>177</sup> Tepe yöneticilere yapılan temel ücret ödemeleri, işletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki duruma göre şekillenmektedir.

İşletmeler, tepe yöneticisine yıllık performansa dayalı olarak ödenen bonus planları önermektedir. Bir bonus planında, yönetici için standart performans değeri belirlenmektedir. Yönetici performansı, standart değerinin altında gerçekleştiğinde bonus ödenmezken, bu performans değerine ulaşıldığında ve geçildiğinde, temel ücretin bir yüzdesi şeklinde belirlenen bonus ödemesi yapılmaktadır.<sup>178</sup>

Hisse senedi opsiyonları ise yöneticilere, şirketin hisselerini ileri bir tarihte, belirlenen fiyattan satın alma hakkı veren sözleşmelerdir. Yönetici opsiyonları satılamamakta ve yönetici şirketten ayrıldığında haklarını kaybetmektedir. Yıllık

<sup>175</sup> Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., “a.g.m.”, t.y.

<sup>176</sup> Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., “a.g.m.”, t.y.

<sup>177</sup> Kevin J Murphy, “Executive Compensation”, *Working Paper*, 1999, p.5.

<sup>178</sup> Kevin J Murphy, “a.g.m.”, p.11.

performansa bağı olarak verilen bu ödeneklere ek olarak bazı şirketler, üç ya da beş yıllık birikimli performansın ortalamasına bağı, uzun dönem teşvik planları da önermektedirler. Örneğin Standart and Poors 500'deki tepe yöneticilerin yaklaşık %27'si 1996 yılında uzun dönem teşvik ödemelerini almıştır.<sup>179</sup> Vekâlet teorisine göre, tepe yöneticilerin performansına göre ödemedede bulunulması hissedarların çıkarlarına göre hareket etme noktasında yöneticileri güdülemektedir.<sup>180</sup>

#### 2.1.5.2.4. Muhasebe ve Denetim

Bir şirketin yönetim olgusunun temelini hesap verme yükümlülüğü oluşturmaktadır. Şirket içinde hesap verme süreci de büyük ölçüde muhasebe bilgileri kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla muhasebe bilgileri olmaksızın etkin bir hesap verme sisteminin kurulması mümkün değildir.

Şirketlerin yönetim faaliyetlerinde şeffaflığı sağlayabilmeleri, etkili ve iyi işleyen hesap verme süreçlerine bağıdır. Şirkette hesap verme süreçlerinin iyi işlemesi için de şeffaf finansal politikaların ve yapıların oluşması gerekmektedir. Muhasebe açısından şeffaflığın sağlanması ise, bilgilerin istenilen ve uygun olan etkinlik ve verimlilikte sunulması, güvenilir, kendi içinde tutarlı olmasıdır.<sup>181</sup>

Öte yandan ekonomik hayatta şeffaflığın sağlanması görevi kurumsal yönetim verilmiş ve denetim de yıllardan beri bu amaç için çalışmış ve çalışmaya da devam etmektedir. Bu açıdan denetimden beklenen faydalarla kurumsal yönetimin amaçları birbiriyle örtüşmektedir.<sup>182</sup>

Kamuya aydınlatma ilkesi çerçevesinde ilgililere sunulması gereken bilgilerin şirket yönetiminden bağımsız olarak hareket eden uzman kişilerce denetlenmesi sermaye piyasası yatırımcılarının şirkete olan güvenini arttırmaktadır. Bu nedenle, mali tablo ve raporların bağımsız denetimden geçmesi piyasa katılımcılarına başlı başına teminat teşkil etmektedir. Mali tablo ve raporların bağımsız denetimden geçmemiş

---

<sup>179</sup> Kevin J Murphy, "a.g.m.", s.27.

<sup>180</sup> Kevin J Murphy, "a.g.m.",s.53.

<sup>181</sup> Orhan Çelik, *a.g.e*, s.36,37.

<sup>182</sup> Mahmut Demirbaş, Süleyman Uyar, *a.g.e*, s.57.



olması, yatırımcı zihninde şirketin işlem ve hesaplarında yolsuzluk bulunduğu dair bir fikir oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu durum şirketin imajı için olumsuz bir durumdur.<sup>183</sup>

#### 2.1.5.2.5. En İyi Uygulama Kodları

En iyi uygulama kodları, kendilerini kurumsal sosyal sorumluluk bakımından rakiplerinden ayırmak isteyen işletmeler tarafından yayınlanan, mevcut hukuki düzeni ve kurumsal süreci tanımlayan, kurumsal yönetim mekanizmalarıdır. Bu kodlar yönetim kurulu ve diğer mekanizmalar açısından en iyi uygulama biçimleri olarak görülmektedir. En iyi uygulama kodları, tepe yöneticiler ile müdürler arasında şeffaflık ve sorumluluk çabalarını yerleştirmeyi amaçlayan ilkeleri tavsiye etmektedir. Ayrıca kurumsal yönetim sistemindeki eksiklikleri gidermeyi amaçlamaktadır. En iyi uygulama kodları, menkul kıymet borsaları veya yönetici dernekleri tarafından çıkarılmıştır. Kurumsal yatırımcılar, bu kodların ilk uygulayıcıları olup, menkul kıymet komisyonlarına, özel derneklere ülke bazında bu kodların uygulanması için baskı yapmışlardır.<sup>184</sup>

Kıta Avrupa’ında uygulanan yasalar en iyi uygulama kodlarının uygulanmasını kısıtlamaktadır. Anglo Sakson ülkeleri en iyi uygulama kodlarını benimsemişlerdir. Bu ülkelerdeki hâkimler mahkemelerde doğrudan bu kodları kullanabilmektedir. Diğer yandan, Kıta Avrupa’sı ülkelerinde ise hâkimler, en iyi yönetim kodlarını düzenleme gücüyle uygulayamamaktadır. Medeni hukuk geleneğinde yasalar ülke parlamentoları tarafından düzenlenmektedir. Bu parlamentolar, işletmenin davranışlarını hissedarlar açısından belirlemektedir. Bu da, azınlık hissedarların göz ardı edilmesine sebep olmaktadır. Bu nedenle bu hukuk sistemini uygulayan ülkelerde en iyi uygulama kodlarını yaygınlaştırmaya çalışılmamalıdır. Bunun yerine, piyasa kontrol mekanizmalarını genişletmek ve yöneticileri korumaktan kaçınmak daha doğru bir davranıştır.<sup>185</sup>

---

<sup>183</sup> Mustafa İhtiyar, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, Beta Yayınları, Yayın No. 1656, 1.Baskı, İstanbul, 2006, s.64.

<sup>184</sup> Alessandro Zattoni. Francesca Cuomo, “Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives”, *Journal Compilation, Blackwell Publishing Ltd*, 2008, Vol.16, Num.1, p.3

<sup>185</sup> Mahmut Erdoğan, *Kurumsal Yönetim ve Şirket Nakit Tutuşuna Etkisi: Bir Dinamik Panel Veri Analizi*, (Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2010, s. 76.

### 2.1.5.2.6. Yatırımcı İlişkileri

Yatırımcı ilişkileri, şirketle, o şirkete yatırım yapacaklar ve finans sağlayıcıları arasında oluşan bağıdır. Etkin piyasa hipotezi ve vekâlet teorisine göre yatırımcı ilişkileri, yöneticilerin davranışlarını denetleme ve devlet ile hissedarlardan gelecek baskıyı en aza indirmeye yönelik çalışmalarda bulunmaktadır. Yatırımcı ilişkileri şirketlerin strateji geliştirmelerinde ve yatırımcıyla yakın ilişki kurmalarında, katılımcılarına yeni bilgiler sunarak piyasayı etkileyebilen önemli bir faktördür. Son yıllarda büyük oranda gerçekleşen şirket iflasları, şirketlerin yatırımcılara olan güvenini kaybetmesinden kaynaklanmaktadır. Bu nedenle şirketler, bu sorunu çözebilmek için yatırımcı ilişkileri mekanizmasını kullanmak zorunda kalmışlardır.<sup>186</sup>

İşletmelerin yatırımcı ilişkilerine yaptıkları yatırımları inceleyen çalışmalar, konunun sebepleri hakkında farklı açıklamalar öne sürmektedir. Bazı araştırmacılar, işletmenin yatırımcıyla olan yakınlığını arttırmak için bu bölüme yatırım yapacağını savunmaktadır. Bazıları ise bilgi asimetrisini ve sermaye maliyetini azaltabilmek için, bilgi açıklamalarını arttırmayı düşünmektedir. Bushee ve Miller'in çalışmalarından aktaran Chang v.d. bir işletmenin yatırımcı ilişkileriyle ilgilenmeye başladıktan sonra, alım-satım faaliyetleri, kurumsal sahiplik, piyasa değerlendirme konularında daha çok açıklama yaptıklarını belirtmişlerdir. Başka araştırmacılar ise, yatırımcı ilişkileri yüksek seviyede olan işletmelerin bilgi asimetrisinin düşük olacağını ileri sürmektedirler. Çünkü bu işletmeler sürekli açıklama yaptıklarından, yatırımcılar şirketin iç politikaları ve gelecekteki beklentileri hakkında bilgilendirilmektedir. Bu nedenle piyasa katılımcılarının bilgi asimetrisi algılamaları azalmaktadır.<sup>187</sup>

Euronext borsalarında internet aracılığıyla yatırımcı ilişkileri düzeyinin belirlemeye yönelik bir araştırma yapılmıştır. Bu çalışmada Belçika, Hollanda ve Fransa'da 50'şer işletmenin web siteleri incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, Fransız ve Hollandalı şirketlerin Belçikalı şirketlere göre yatırımcı ilişkilerinde interneti daha çok kullandığı tespit edilmiştir. Ayrıca büyük şirketlerin küçük şirketlere oranla

---

<sup>186</sup> Millicent Chang vd., "Do Investor Relations Affect Information Asymmetry? Evidence from Australia," *Financial Service Reform*, 2006, p.29-30.

<sup>187</sup> Millicent Chang, v.d., "a.g.m.", p.38-39.

yatırımcı ilişkilerini sürdürme noktasında interneti daha çok tercih ettiği de saptanmıştır.<sup>188</sup>

Türkiye’de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı işletmelerin, yatırımcılarla ilişkilerini geliştirmek için bilgilerini yayınlayan şirketlere yönelik araştırma yapılmıştır. Sonuçta İMKB’de faaliyet gösteren şirketlerin %77’sinde (212 şirket) internet sitesinin bulunduğu saptanmıştır. İnternet sitesi bulunanların ise % 72’sinin (198 şirket) finansal tablolarını, yönetim kurulu üyeleri, sahiplik yapıları, genel kurul gündemleri konularında yatırımcılara bilgi verdikleri tespit edilmiştir. Ancak bütün işletmeler dikkate alındığında işletmelerin yarısının yıllık finansal tablolara sitelerinde yer verdiği, diğer bilgileri ise yarısından azının yayınladığı belirlenmiştir.<sup>189</sup>

#### **2.1.5.2.7. Temettü Ödemeleri**

Yatırımcılar hisse sahiplikleri vasıtasıyla iki tür kazanç elde etmektedirler. Bunlardan birincisi, hisse senetlerinin borsada değer kazanması sonucu elde edilen sermaye kazancıdır. İkincisi ise, yatırımlardan elde ettiği kazançtan yatırım maliyetlerini çıkarıldıktan sonra kalan tutarın hissedarlar arasında dağıtılmasıyla elde edilen temettü kazancıdır. Yöneticilerin yatırımlar sonucu elde ettikleri kârların bir bölümünü veya tamamını hissedarlara dağıtması kurumsal yönetim mekanizmalarından biridir. Yapılan çalışmalarda da bahsedildiği gibi temettü ödemeleri hissedarla yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını minimize etmektedir. Bu durumda vekâlet sorununa alternatif bir çözüm yöntemi şeklindedir.

Yüksek temettü ödemeleri, yöneticileri yeterli nakit akışı oluşturmak ve bu nakit akışlarını maksimum getiriyi sağlayacak projelere yatırımları konusunda itici güç konumundadır. Bu durum hissedarların yöneticileri izleme maliyetlerini azaltıcı etki yaratmaktadır. Ayrıca yüksek temettü ödeyen şirketler büyüme imkânı elde edebilmeleri için daha sıklıkla dış fon sağlama yoluna gideceklerdir. Borç ya da özkaynak elde edebilmek için sürekli finansal piyasalara başvurmak zorunda kalacaktır.

---

<sup>188</sup> Mahmut Erdoğan, *a.g.e.*, s. 74.

<sup>189</sup> *Sermaye Piyasası Kurulu*, “İMKB Şirketleri Tarafından 2005 Yılında Yayınlanan Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarına İlişkin Genel Değerlendirme”, Ankara, 2005, s.9, Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile.pdf>, (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

Bu durumda da şirket finansal piyasaların izlemesine maruz kalacaktır. Bu nedenle de şirket hissedar değerini artırıcı projelere yönelmek zorunda kalacaktır.<sup>190</sup>

### **2.1.6. Kurumsal Yönetim Modelleri**

Dünyada iki temel kurumsal yönetim modeli mevcuttur. Bunlar; Kıta Avrupa'sı modeli ve Anglo-Sakson modelidir. Kıta Avrupa'sı modeli, başta Almanya olmak üzere Fransa, İspanya ve Latin ülkelerini kapsayan ve “paydaş yaklaşımı” olarak kabul edilen modeldir. Anglo Saxon Modeli'nin görüldüğü ülkeler arasında ABD, İngiltere ve Kanada gelmektedir. Ayrıca bu model “hissedar yaklaşımı” adıyla anılmaktadır.<sup>191</sup>

#### **2.1.6.1. Kıta Avrupa'sı Modeli**

Kıta Avrupa'sı modeline göre,<sup>192</sup> işletme yönetimde hissedarlar kadar paydaşların talepleri de göz önüne alınmaktadır. Burada paydaş olarak nitelendirilenler, işletmenin sahipleri ve yöneticileri, hissedarlar, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, rakipler ve devlettir.<sup>193</sup>

Kıta Avrupa'sı modelinde, şirketlerdeki hisse yapısı, sahiplik yoğunluğu şeklindedir. Bu yapı, genel olarak hâkim olarak adlandırılan bir hissedarın, şirket sahipliğinin büyük bölümünü elinde bulundurduğu, geri kalan hisselerin ise “azınlık hissedarlar” olarak adlandırılan yatırımcılar arasında paylaşıldığı durum olarak ifade edilmektedir.

Bu modeldeki hukuk sisteminde, “ikili kurul sistemi” benimsenmiştir. Bu sistemler “klasik sistem” ve “ikili sistem” lerdir. Klasik sistemde ortaklık yönetiminin gözetimi ve ortaklık hesaplarının denetimi görevleri denetçilere verilmiştir. İkili sistemde ise, ortaklık yönetiminin gözetimi ayrı bir denetim organına, hesapların denetimi ise denetçilere verilmiştir. Klasik sistem daha çok İsviçre, Belçika, İtalya gibi ülkelerde görülürken, ikili sistem ise, Fransa, Almanya ve Hollanda'da görülmektedir.

---

<sup>190</sup> Sibel Kargın, *Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı*, (Doktora Tezi), Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa, 2006, s.64.

<sup>191</sup> Seda Ünal, *a.g.e.*, s.29.

<sup>192</sup> Esra Özger, *Kurumsal Yönetim ve İmalat Sektöründe Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009, s.7.

<sup>193</sup> Elif Çelik, *Kurumsal Yönetim Modeli Olarak Paydaş Yaklaşımı: Kamu ve Özel Hastane Karşılaştırması*, (Yüksek Lisans Tezi), Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2007, s.23.

Ayrıca bu modelde, yönetim ve denetim iki ayrı kategoriye ayrılmaktadır. Denetim kurulunda yönetici olarak görev yapmayan üyeler, yönetim kurulunda da yöneticiler yer almaktadır.<sup>194</sup>

Kıta Avrupa'sı Modelinde, borçla finansman daha yaygındır. Şirketler büyük yatırımcılar ve bankalar tarafından finanse edilmektedir. Bu modelde bankalar finansmanını sağladığı şirketlere ayrıca ortak olmaktadır.

Düşmanca ele geçirmelerin nadir olarak görüldüğü bu modelde yönetim düzenlemelerinde içsel denetim mekanizmalarına ağırlık verilmiştir. Modelin tipik özelliği ise aile şirketlerinin çokluğudur.<sup>195</sup>

Bu modelde, büyük hissedarların yönetimde söz sahibi oldukları, ancak hisse yoğunluğunun fazla olması nedeniyle hisse senetlerinin likiditesinin az olduğu gözlemlenmektedir. Ayrıca kısa dönemde hissedarların tatminini hedefleyen fırsatçı şirket uygulamalarının aksine şirketin refahını için gerekli uzun dönemli stratejilerin hayata geçirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bunun için de hissedarlar kadar diğer paydaşların da katkısı gerekmektedir. Hissedarlar kadar şirketin hem iç, hem de dış çevresindeki çıkar gruplarının da dikkate alınması, şirketlerin topluma karşı birtakım sosyal sorumlulukların yerine getirilmesine yönelik politikalar izlemesi şartını da beraberinde getirmektedir.<sup>196</sup> Bu yaklaşım sadece şirketlerin sosyal sorumluluk anlayışıyla kısıtlı kalmamaktadır. Ayrıca yasal düzenlemelerle desteklenmekte ve yönlendirilmektedir.

Bu modelde ortaya çıkan kurumsal yönetim sorunları ise, şirket sahipliği ve kontrolünün nerede ise birleşmesinden kaynaklanan gücün kötüye kullanımı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Bu soruna ek olarak şeffaflığın sağlanamaması, azınlık pay

---

<sup>194</sup> Özhan Tolga Bekâr, *Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yönetimin Rolü*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Fakültesi, İstanbul, 2007, s.17-18.

<sup>195</sup> Türkan Yenigün, *Kurumsal Yönetim ve İşletme İçi Denetim*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008, s.24.

<sup>196</sup> Selçuk Seki, *Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve KOBİ Niteliğindeki Aile İşletmelerinde Uygulanabilirliği: Keşan İlçesi Mobilya Sektöründe Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007, s.16.

sahiplerinin şirket hakkında yeterli bilgi alamamaları bu modelde sıklıkla görülen sorunlardır.<sup>197</sup>

### 2.1.6.2. Anglo Sakson Modeli

Kurumsal yönetim ile ilgili kapsamlı düzenlemelerin İngiltere'deki Cadbury raporu ile başladığı kabul edilmektedir. Kurumsal yönetim düzenlemelerine diğer ülkelerden daha önce ihtiyaç duyulmasının nedeni, Anglo-Amerikan şirketlerinin sermayelerinin, Kıta Avrupa'sındaki şirketlerine oranla çok büyük miktarlara ulaşması ve gelişmiş sermaye piyasalarının ABD ve İngiltere'de olmasıdır.<sup>198</sup> Bununla birlikte ABD ve İngiltere gibi kurumsal yönetim düzenlemelerinin var olduğu ülkelerdeki temel sorun, şirketlerdeki yönetim modellerinin birinci derecede hissedarlara mı, yoksa paydaşlara mı odaklı olması gerektiğidir. Nitekim bu soruna alternatif çözüm yolu noktasında ABD ve İngiltere'nin de içinde bulunduğu Anglo Sakson ülkelerindeki hukuk sisteminin hissedarların korunmasına ilişkin katı düzenlemeleridir. Bu düzenlemeler mevcut ülkelerin "hissedar odaklı" yaklaşım sergilemesini zorunlu kılmaktadır.

Bu modelde kurumsal yatırımcılar çoğunluktadır. Ayrıca şirketin kontrolü bağımsız üyelerin çoğunlukta olduğu yönetim kurulundadır. Kurumsal yatırımcılar, Amerika'da tüm mahalli şirketlerin %51'ine sahiptir. Ancak kurumsal yatırımcıların ortak oldukları şirket ile sıkı ticari ilişkide olmaları, yönetimce yanıtılmaları, ya da politik baskılara maruz kalmaları da bunun olumsuz yönleridir.<sup>199</sup>

Anglo Sakson yönetim modeli, birçok küçük hisse sahibinin bulunduğu dağınık hissedarlık yapısını ortaya koymaktadır. Söz konusu ülkelerde bu durum dışarıdan kontrol ve geniş tabanlı sahiplik yapısı ile dışarıdakiler sistemi olarak tanımlanmaktadır.

Anglo Sakson ülkelerinde sahiplik yapılarının küçük hisse sahiplerinden oluşan dağınık sahiplik şeklinde olması birtakım sorunların ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Üst düzey yönetim faaliyetlerinin denetleyicisi konumunda olan hissedarlar ve yönetim kurulunun küçük hisse sahibi olmaları durumunda, şirket faaliyetlerini denetleme ve

---

<sup>197</sup> Cem Mert Sivacıoğlu, *a.g.e.*, s.70-71.

<sup>198</sup> Kübra Şehirli, *a.g.e.*, s.2.

<sup>199</sup> Veysel Kula, *a.g.e.*, s.42.

gözetleme konusunda yetersiz kalabilmektedir. Bu nedenle yönetim kurulu hissedarlara hesap verme konusunda zayıf kalmaktadır. Ancak söz konusu yönetim modelinde bağımsız yönetim kurulu tarafından sergilenen üst düzey yönetim davranışları, şeffaf ve tarafsız yönetim tarzıyla hissedarları korumaktadır.<sup>200</sup>

Bu modelin şekillenmesinde piyasalar önemli oynamaktadır. Bu nedenle yöneticiler, kararlarında piyasaların baskısını hissetmektedir. Bu nedenle bu model rekabet ve piyasa koşullarının, şirket yöneticilerini hissedarların çıkarları doğrultusunda davranmaya zorlayacağı varsayımına dayanmaktadır.<sup>201</sup>

Anglo-Sakson modelini incelerken konuya likidite açısından bakıldığında, bu ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmişliğiyle paralel olarak son derece likit bir piyasanın varlığından söz edilmesi mümkündür. Ancak bu likidite avantajının karşılığı, yönetim üzerindeki son derece düşük doğrudan kontrol olanağının olmasıdır.

Kıta Avrupa'sı ülkelerinde şirket ele geçirme olayları nadiren yaşanmaktadır. Ancak, Anglo Sakson ülkelerinde şirketlerde yoğun bir hissedar yapısı mevcuttur. Bu nedenle şirketler ele geçirilmeye oldukça müsaitlerdir.<sup>202</sup>

Bu modelde, işletmeler daha önce belirledikleri amaçlarını gerçekleştirdikleri takdirde, toplumun istek ve ihtiyaçlarını en iyi şekilde karşılayacak üretimi gerçekleştirebilirler. Ancak topluma karşı sosyal sorumluluklarına odaklanan yöneticiler, asıl amaçlarını gerçekleştiremezler.<sup>203</sup>

---

<sup>200</sup> Abdulkadir Tuna, *Basel II Çerçevesinde Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Türkiye'deki Ticari Bankalar Üzerine Bir Araştırma*, (Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008, s.16-17.

<sup>201</sup> Selçuk Seki, *a.g.e.*, s.15.

<sup>202</sup> Can Mert Sıvacıoğlu, *a.g.e.*, s.68.

<sup>203</sup> Elif Çelik, *a.g.e.*, s.22.

**Tablo 2.2. Anglo Sakson, Kıta Avrupa'sı Modellerinin Karşılaştırılması**

<b>Kriter</b>	<b>Anglo Sakson</b>	<b>Kıta Avrupa'sı</b>
Ortaklık	Dağınık	Yoğunlaşmış
Ortak Kimliği	Kurumsal Yatırımcılar	Aileler, özel şirketler ve finansal Kurumlar
Kontrol	Yönetim kurulunda	Büyük Hissedarlarda
Yönetim Kurulu	Bağımsız, dış üyeler etkin	İç üyeler ve büyük ortaklarla bağlantılı dış üyeler
Sermaye Piyasaları	Likit	Göreceli olarak likit değil
Kurumsal kontrol Piyasası	Gelişmiş	Kısıtlı
Karşılıklı hissedarlık	Kısıtlı	Yaygın
Koteli şirket sayısı	Çok	Az
Hissedar Yönetici İlişkisi	Kısıtlı, kişisel değil	Yoğun
Yatırımcı ilişkisi	Yaygın	Yaygın değil
Şirket sahipleri ile grup içi şirketlerin uzun süreli ilişkisi	Yaygın değil	Yaygın
Yönetim faaliyetinin açıklanması	Yaygın	Yaygın değil
Hissedar etkinliği	Yaygın	Yaygın değil
En iyi uygulama kodu uygulaması	Etkin	Etkin değil

**Kaynak:** Veysel Kula, a.g.e, s.44.



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TEMETTÜ POLİTİKALARI

#### 3.1. TEMETTÜ POLİTİKALARININ ÖNEMİ

Finansal yönetimin üç temel politikasından biri de temettü politikalarıdır. Temettü politikaları, şirketlerin, elde etmiş olduğu kârlarının ne kadarının hissedarlara dağıtılıp ne kadarının yatırımları finanse etme noktasında şirkette tutacağına yönelik düzenlemeleridir.<sup>204</sup>

Modigliani ve Miller'in temettü etkisizliği teorisine rağmen yönetim kurulları ısrarla temettü dağıtma kararları almaktadırlar. Şirketlerde bu kararlar doğrultusunda yatırımcıların tepkisini çekmemek için temettü dağıtmaya devam etmektedirler. Fischer, "Temettü Bilmecesi" adlı çalışmasında şirketler ve yatırımcıların bakış açısından temettü politikalarını şu iki temel soru üzerinden incelemiştir.<sup>205</sup>

- Şirketler neden temettü öderler?
- Neden temettüler yatırımcılar açısından ilgi çekicidir?

Şirketler mevcut hissedarlarını dağıttığı temettüler ile ödüllendirmektedirler. Dağıtılan temettülerde, yatırımcıları şirketin hisselerini yüksek fiyatta ihraç etmesi noktasında cesaretlendirmektir. Bu nedenle yatırımcılar ya dağıtılan temettüden pay sağlayacağı ya da yatırımda bulunduğu hisse senetlerini gelecekte yüksek fiyatta satacağı düşüncesiyle yatırım yapmaktadırlar.

Temettüler, şirketlerden ortaklara yönelen bir nakit akımıdır. Ayrıca geçmiş ve gelecekteki performansı hakkında bilgi veren bir mekanizmadır. Şirketler en uygun sermaye yapılarını, diğer bir ifadeyle borç/özkaynak oranını belirledikten sonra, özkaynağını nasıl finanse edeceği konusundaki kararı da önemlidir. Özkaynağın ne

<sup>204</sup> Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, *Finansal Yönetim: Değere Dayalı İşletme Finansı*, Gazi Kitapevi, 2.Baskı, Ankara, 2005, s.257.

<sup>205</sup> Fischer Black, "The Dividend Puzzle", *The Journal Of Portfolio Management*, 1976, Special Issue 1996, s.9, Kaynak: <http://web.cenet.org.cn/upfile/46880.pdf>, (Erişim Tarihi: 30.01.2012.)

kadarının yeni sermaye artışıyla, ne kadarının dağıtılmayan kârlarla sağlayacağı konusunda karara varmaları gerekmektedir. Şirketlerin temettü politikaları, elde edilen net kârın hissedarlara ödenen kısmıyla dağıtılmayan kısım arasındaki tercihi göstermektedir. Nakit temettü ödemeleri, şirketin dağıtılmamış kâr tutarını azaltmaktadır. Bu nedenle şirketler, yatırım için gerekli fonları sermaye artışıyla karşılamaktadır.<sup>206</sup>

Temettü politikaları, bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde de finansman kararı rolü üslenebilmektedir. Eğer şirketin sermaye piyasalarından fon sağlama imkânı yoksa kâr dağıtımı, şirketin yapacağı yatırımların tutarlarını azaltmaktadır. Bu da şirketlerin bazı yatırımlardan da vazgeçmelerine neden olmaktadır. Şirketin sermaye piyasalarından fon sağlama imkânının bulunmaması durumunda, kâr dağıtımı, bir finansman kararıdır. Şirket burada, finansman gereksinimini, temettüyü şirket bünyesinde tutmak veya sermaye artışı yoluyla karşılamak yollarından biriyle karşılayacaktır.<sup>207</sup>

Teoride, sermaye kazançları, genellikle temettü ödemelerinden daha düşük oranlarda vergilendirildiği için, temettü ödemelerine nazaran daha avantajlı olmaktadır. Ancak uygulamada, vergi olumsuzluğuna rağmen temettü ödemeleri sermaye kazançlarına tercih edilmektedir. Finans literatüründe, bu olgunun nedeninin araştırılması, önemli bir yer tutmaktadır. Vergi açısından temettü ödemelerine göre ise şöyle bir durum söz konusudur: Yüksek vergi diliminde bulunan yatırımcılar, az miktarda temettü ödeyen ya da hiç ödemeyen şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Eğer yatırımcılar düşük vergi diliminde yer alıyorsa da temettü dağıtımı konusunda cömert olan şirketler onlar için daha cazip gelmektedir.

Temettü politikaları, şirketlerin sahiplik yapılarına göre de farklılık göstermektedir. Örneğin aile şirketleri veya ortak sayısı çok az olan anonim şirketlerde sahiplik ve kontrol tek elde toplanmıştır. Aile şirketlerinde temettü dağıtmak ile dağıtmamak arasında hissedar ve yöneticinin aynı kişiler olması nedeniyle sermaye artışı yönünden fark yoktur. Bu tür şirketlerde temettü dağıtım politikası sadece vergi

---

<sup>206</sup> Osman Okka, *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*, Nobel Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Ankara, 2009, s.532.

<sup>207</sup> Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım Yayın, Yenilenmiş 7. Baskı, İstanbul, 1998, s.778.

tasarrufu sağlama açısından önemlidir. Eğer temettü dağıtım sırasında aile şirket sahibinin ödeyeceği vergi yükü, temettü dağıtmama alternatifine göre daha fazla ise şirketler hiçbir şekilde temettü dağıtmamaktadır. Fakat dağıtılan temettünün vergi yükünün sermaye kazancına göre daha az olması da şirketleri temettü dağıtmaya itmektedir. Halka açık anonim şirket yöneticileri ise, aile şirketi yöneticileri kadar rahat karar alamazlar. Burada yönetim yeni yatırımların finansmanı için elde edilen kârın büyük bir kısmının şirket bünyesinde kalmasını isterse, genel kurulun alacağı kararın doğru karar olduğunu kabul ederek hareket etmelidir. Ancak genel kurul da yapılacak yeni yatırımların öz kaynaklarla finansmanının gelecekte şirketin kârlılığını arttıracığını ve elde edilecek kârlardan ortaklara daha fazla temettü dağıtılacağını ispatlamak zorundadır.<sup>208</sup>

Sonuç olarak, temettü politikaları hem şirket içi çıkar grupları hem de yatırımcılar üzerinde oldukça etkilidir. Bu nedenle şirketler kendi durum ve şartlarını da göz önüne alarak optimal temettü politikalarını belirlemelidirler.

### **3.2. TEMETTÜ POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

Finansın temel politikalarından olan yatırım ve finanslama politikalarında kurallar net bir şekilde ortaya koyulmasına karşın temettü politikalarında kararlar net bir şekilde açıklanamamaktadır. Bu durumun nedeni ise, bazı faktörlerin temettü politikaları üzerinde baskı unsuru olmasıdır. Temettü politikalarını etkileyen faktörler ise şu şekildedir:

#### **3.2.1. Yasal Sınırlamalar**

İşletme sözleşmesinde belirlenen esaslardan hareketle, yasa hükümleri çerçevesinde genel kurul tarafından temettü dağıtım oranları açıklanmaktadır. Ülkemizde kâr payı dağıtım ile ilgili yasal düzenleme Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılmaktadır. TTK'da kâr dağıtım konusunda üç ilke belirlenmiştir. Bu ilkelere birincisi net kâr ilkesidir. Bu ilkeye göre, temettü cari yıl net kârından ve bu amaç için ayrılmış dağıtılmayan kârdan ödenebilir. İkinci ilke ise, esas sermayenin kâr dağıtımından olumsuz olarak etkilenmemesidir. Bu ilkeyle birlikte

---

<sup>208</sup> Nurettin Ünsal, *İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, 1998, s.41.

esas sermayenin temettü olarak dağıtılmasının önüne geçilmiştir. Üçüncü olarak borç ödeme varlığı ilkesiyle de borç tutarı net aktifinden daha yüksek olan şirketlerin temettü dağıtması yasaklanmıştır. Bu ilkeyle de alacaklıların korunması amaçlanmıştır.<sup>209</sup>

### 3.2.2. Şirketin Nakit Durumu

Şirketler yatırımlarını finanse edecek yeterli nakit düzeyine sahip olduğu durumlarda ortaklarına temettü ödemelerini yapabilmektedirler. Aksi takdirde elde ettikleri kâr yüksek dahi olsa temettü dağıtamazlar. Ancak bazı durumlarda elde yeterli miktarda nakit olmasına rağmen temettü dağıtılamayabilir. Bunun nedeni, gelecek dönemlerde ortaya çıkabilecek nakit ihtiyacıdır. Sonuç olarak, temettü dağıtma kararı alınabilmesi için sadece kâr elde edebilmek yeterli değildir. Aynı zamanda temettü ödemelerini gerçekleştirecek düzeyde nakit olması gerekmektedir.<sup>210</sup>

### 3.2.3. Kârlardaki İstikrar

Kamu hizmeti veren şirketler ile kârları istikrarlı olan şirketlerin gelirlerinin düzenli olması sebebiyle diğer şirketlere göre daha yüksek miktarda temettü dağıtabilmektedirler. Ayrıca getirileri, hissedarın temettü yatırımından sağlayacağı getiriden daha yüksek olan şirketler, temettü dağıtmadıkları takdirde hisse senetlerinin pazar fiyatları yükselmektedir. Sonuçta elde edilecek sermaye kazancının getirisi hissedar lehine olacaktır. Bu nedenle de şirketler temettü dağıtmak yerine yatırımları iç fonlarla finanse etme yöntemini tercih edeceklerdir.<sup>211</sup>

### 3.2.4. Hissedarların Vergi Oranları

Şirket hissedarlarından yüksek vergi dilimlerinde yer alanlar, kârların kendilerine dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasını isteyebilmektedirler. Aksi takdirde dağıtılan kârlar yüksek vergi oranlarıyla değerlendirilmiş olduğundan kendilerine daha az miktarda düşecektir. Dolayısıyla vergi oranları temettü kararlarında etkili bir faktördür.<sup>212</sup>

---

<sup>209</sup> Mine Tükenmez vd., *Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre Finansal Yönetim, Vizyon Yayınları*, İzmir, 1999, s.1011.

<sup>210</sup> Muharrem Özdemir, *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara, 1997, s.420.

<sup>211</sup> Osman Okka, *a.g.e.*, s.542.

<sup>212</sup> Muharrem Özdemir, *a.g.e.*, s.421.

### 3.2.5. Enflasyon Oranı

Ülkemiz gibi yüksek enflasyonun var olduğu ülkelerde sabit varlıklara ayrılan amortismanlar, söz konusu varlıkları yenileyebilecek boyutlarda değildir. Bu nedenle bu tür varlıklara yeniden değerlendirme fonu ve yenileme fonu ayrılması gerekir. Bu fonunun ayrılmasıyla birlikte kârdan hissedarlara kalan miktar azalmaktadır. Sonuç olarak, temettü dağıtım miktarları enflasyonist bir ortamdan olumsuz etkilenmektedir.<sup>213</sup>

### 3.2.6. Kontrol

Kontrol biriminin yeni hissedarlarca etkilenmesini istemeyen şirketler, fon ihtiyacını elde ettikleri kârlardan sağlamayı tercih etmektedirler. Böylelikle kontrol şirket içinde kalmaktadır. Bu politikanın en önemli dezavantajı, şirketlerin sermaye maliyetlerini yükseltmesi ve gereksiz bazı yatırımlara girilmesine neden olabilmesidir.<sup>214</sup>

### 3.2.7. Şirketin Halka Açık Olması Veya Bir Holding Kuruluşu Bağlılık

Holding şirketler kendilerine bağlı anonim şirketlerden yüksek oranda temettü dağıtımlarını talep etmektedirler. Ayrıca bu konuda baskı da yapmaktadırlar. Halka açık şirketlerde ise, hissedarlar genellikle elde etmiş oldukları temettüleri tüketimlerini karşılama noktasında kullanmaktadırlar. Bu nedenle kendilerine yüksek temettü dağıtılmasını istemekte ve bu konuda kurullarda etkili olmaktadır. Emekli sandıkları, sigorta kurumları gibi kuruluşlar, yüksek miktarda temettü dağıtan şirketlerin hisse senetlerini satın almayı tercih etmektedirler. Dolayısıyla şirketin hisselerini elinde bulunduran bu tür kuruluşlar da, yüksek temettü dağıtılmasını istemektedirler. Halka açık şirketlerin ne oranda temettü dağıtacakları yasalar da belirtilmiştir. Ancak halka kapalı anonim şirketlerde kârlar dağıtılmayarak, yatırımların finanse edilmesinde kullanılmaktadır.<sup>215</sup>

---

<sup>213</sup> Mine Tükenmez vd., *a.g.e.*, s.1013.

<sup>214</sup> Niyazi Berk, *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, 3. Baskı, İstanbul, 1998, s. 306.

<sup>215</sup> Osman Okka, *a.g.e.*, s.543.

### **3.2.8. Belirsizlik**

Hissedarlar, şirketin finansal sağlamlığı ile ilgili görüşlerdeki belirsizlik nedeniyle şirkete güven duymayabilirler. Bu olumsuz durumu ortadan kaldırmak için şirketler temettü dağıtma yolunu seçmektedirler. Böylece hissedarların, şirketin sağlamlığı ve güvenilirliğiyle ilgili olumsuz düşünceleri ortadan kalkmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasalarında kendilerine fazla güvenilmeyen şirketler, bu güvensizliği ortadan kaldırmak için daha fazla temettü dağıtmayı tercih etmektedirler.<sup>216</sup>

## **3.3. TEMETTÜ ÖDEME POLİTİKALARI VE TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ**

### **3.3.1. Temettü Ödeme Politikaları**

Şirketlerin temettü politikaları, temettü ödeme dönemlerinde takip etmesi gereken ve ne şekilde ödeme yapması gerektiğini belirten bir tür yol haritasıdır. Şirketler temettü ödeme planlarını iki temel amacı gerçekleştirmek için hazırlamaktadırlar. Bunlardan birincisi, hissedarların şirketteki varlıklarını maksimize etmektir. Diğer ise, şirkete yeterli derecede fon sağlayabilmektir. Şirketler kârlarının artması durumunda artan bu kârlarını hemen temettü ödemelerine yansıtmazlar. Kâr elde etme dönemiyle temettü ödemelerinin gerçekleştiği dönem farklıdır. Ancak yönetim kâr artışının devam edeceğine tam olarak emin olduğunda, bu artışı direkt temettü ödemelerine dönüştürmektedir. Şirketlerin uyguladıkları belli başlı temettü ödeme politikaları şunlardır:

#### **3.3.1.1.Sabit Oranlı Temettü Ödenmesi Politikası**

Bu ödeme politikasında, işletme belirli sabit bir oran üzerinden her yıl cari yıl kârından hissedarlarına temettü dağıtmaktadır. Ödenecek olan temettüler, elde edilen kâra bağlı olduğundan, yıllık kâr miktarındaki dalgalanma temettü ödemelerini etkilemektedir. Bu nedenle her yıl farklı miktarda temettü ödemesi

---

<sup>216</sup> Niyazi Berk, a.g.e., s.307.

gerçekleştirilmektedir. Yatırımcılar, gelecek dönemde elde edecekleri temettüyü bilemediklerinden dolayı bu yönteme sıcak bakmamaktadırlar.<sup>217</sup>

### **3.3.1.2.Düzenli Sabit Tutarda Temettü Ödenmesi Politikası**

Bu ödeme politikasında ise, her dönem sabit tutarda temettü ödemesi yapılmaktadır. Sabit tutarda temettü ödemeleri, temettü konusundaki belirsizliği azaltmaktadır. Ayrıca her yıl aynı oranda temettü ödenmesi, hisse senetlerini bir çeşit sabit getirili menkul kıymete dönüştürmektedir. Ancak bu durumun hisse senetlerinin pazar fiyatının artmasını kısıtlayan bir etkisi vardır. Bu nedenle de yatırımcı için şirketin hisseleri cazip olmaktan çıkar. Kurumsal yatırımcılar ise, sabit tutarlı temettü ödenmesi politikasına sıcak bakmaktadırlar. Onlara göre, temettü için riske girmekten bu şekilde bir getiri elde etmek daha iyidir. Aynı zamanda hisse senetlerinin pazar değerinin ne olacağını önceden tahmin edebilen kurumsal yatırımcı bu yatırımdan elde edeceği getiriyi de bilebilmektedir. Kurumsal yatırımcıların bu tip hisse senetlerine yatırım yapmak istemeleri de bu nedenledir.<sup>218</sup>

### **3.3.1.3. Düzenli Olarak Sabit Tutarlı Temettü Ödenmesi Politikası ve Ek Ödeme**

Şirketler düzenli olarak yaptığı temettü ödemelerine ek olarak kârlı dönemlerde temettü dağıtım ilanı verebilmektedirler. Bunun nedeni, yatırımcıların önceden belirlenen temettü oranında bir artış beklemesini önlemektir. Gelirlerinde dalgalanma bulunan şirketler için ek ödeme ilanı uygun bir politikadır.<sup>219</sup> Düzenli olarak sabit tutarlı temettü ödemesi politikasında bazı şirketler sabit kısmı cazip olarak belirlemektedir. Ek kısım ise yatırımcılar için bir ödül niteliğindedir. Bu şekil bir düzenleme şirketin hisse senedinin fiyatını olumlu etkilemektedir.<sup>220</sup>

---

<sup>217</sup> Mine Tükenmez vd., *a.g.e.*, s.1014.

<sup>218</sup> Osman Okka, *a.g.e.*, s.539.

<sup>219</sup> Nurettin Ünsal, *a.g.e.*, s.63.

<sup>220</sup> Osman Okka, *a.g.e.*, s.541.

### 3.3.2. Temettü Ödeme Şekilleri

İşletmeler elde ettikleri kârı farklı şekillerde ödeme imkânına sahiptirler. İşletmelerin söz konusu temettü ödeme şekilleri şunlardır:

#### 3.3.2.1. Nakit Olarak Temettü Ödemeleri

Şirketler elde ettikleri kârları genellikle nakit olarak dağıtmaktadırlar. En çok tercih edilen ödeme yöntemidir. Ayrıca nakit temettü ödemeleri, düzenli, ekstra, özel ve tasfiyede temettü ödemeleri olmak üzere dört farklı şekilde incelenebilir.

Belirli bir plan dâhilinde yapılan temettü ödemelerine düzenli nakit temettü ödemeleri denilmektedir. Bazı zamanlarda şirketler düzenli temettünün yanı sıra ekstra nakit temettülerde dağıtabilirler. Süreklilik göstermeyen bu tarz temettü ödemeleri ekstra temettü ödemeleridir. Özel temettü ödemeleri ise bir defaya mahsus temettü ödemeleridir. Tasfiyede temettü ödemeleri ise, işletmenin tamamen ya da kısmen satılması sonucu gerçekleştirilen temettü ödemeleridir.<sup>221</sup>

#### 3.3.2.2. Hisse Senedi Şeklinde Temettü Ödemeleri

Şirketten fon çıkışını engellemek amacıyla şirket hissedarlarına alacakları temettü karşılığında hisse senedi vererek temettü ödemesi yapılmaktadır. Bu ödeme şeklinde temettü olarak verilen hisse senetlerinin fiyatı piyasa fiyatının altında tutulmaktadır. Bu nedenle hissedarlar temettü kazancıyla birlikte sermaye kazancı da elde etmektedirler.<sup>222</sup> Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemeleri genellikle sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde görülmektedir. Ülkemizde ise, İMKB'ye kayıtlı bazı şirketlerde bu tür uygulamalar gözlenmektedir.<sup>223</sup>

#### 3.3.2.3. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alarak Temettü Ödemeleri

İşletmelerin kendi hisse senetlerini satın alması temettü ödemelerinin bir başka şeklidir. Şirketlerde hisse senetlerinin geri alınması kasa stoku olarak ifade

<sup>221</sup> Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, *a.g.e.*, s.267.

<sup>222</sup> Osman Okka, *a.g.e.*, s.535.

<sup>223</sup> Muharrem Özdemir, *a.g.e.*, s.423.



edilmektedir. Şirkette mevcut hisse senetleri geri alındığında ve kasa stoğu yapıldığında geri kalan hisse senetlerinin sayısı azalmaktadır. Ancak kalan hisse senetlerinin değeri artmaktadır. Hisse senetlerinin geri satın alınması aslında hissedarlara dağıtılacak olan şirket getirileridir. Bu dağıtım, doğrudan temettü ödemesi şeklinde değil de, hisse senedi sayısını azaltarak gerçekleştirilmektedir. Sonuç olarak, bu ödeme yöntemi nakit temettü ödemelerinin bir uzantısıdır.<sup>224</sup>

#### **3.3.2.4.Hisse Senetlerinin Bölünmesi Yoluyla Temettü Ödemeleri**

Bu ödeme yönteminde ise, temettü hem hisse senedi şeklinde verilmekte hem de hisse senetleri bölünmektedir. Şirketler bu iki olayı birlikte gerçekleştirmektedirler. Bir yandan fonların şirket bünyesinde kalması için nakit temettü yerine hisse senedi verilmektedir. Bir yandan da sermaye tutarını düşürmeden şirketteki mevcut hisse senetlerini düşük değerli birçok hisse senedine bölerek, hisse senedi sayısı artırılmaktadır. Buradaki amaç, hisselerle olan talepleri yoğunlaştırmaktır. Ayrıca bu yoğunlaşmaya bağlı olarak düşük değerli hisse senetlerinin değerinin yükselmesini sağlamaktır.<sup>225</sup>

### **3.4. TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİLERİ**

Temettü politikası teorileri, temelde iki farklı görüş etrafında toplanmaktadır. Bunlardan ilki piyasaların mükemmel olduğunu, şirketlerin temettü ödemelerinin hisse senetlerinin değerini etkilemediği yönündedir. Diğerleri ise bu durumun aksini iddia etmektedirler.

#### **3.4.1. Temettü Etkisizliği Teorisi**

Modigliani ve Miller'in 1961 yılında sunduğu makale, temettü ödemelerinin hisse senetlerinin değerini etkilemediğine yönelik ilk teorik çalışmadır. Bu teoriye göre, hisse senedinin değeri, toplam varlıkların getirisine göre şekillenmektedir.<sup>226</sup> Bu nedenle yatırımcılar için önemli olan hisse senetlerinden sağlanan gelirin temettü veya sermaye kazancı şeklinde olması değil, işletmeye yaptıkları yatırımın toplam getirisidir.

<sup>224</sup> Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, *a.g.e.*, s.268.

<sup>225</sup> Emre Kaplanoğlu, *Temettü Politikası Teorileri ve İMKB'de Ampirik Bir Çalışma*, (Yüksek Lisans Tezi), Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli, 2005, s.75.

<sup>226</sup> Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, *a.g.e.*, s.259.

İşletmeler elde ettikleri kârları işletmede tutmayı ya da hissedarlarına dağıtmayı düşünebilirler. Ayrıca yeni finansal kaynak sağlamak amacıyla yeni hisse senetlerini piyasaya sunabilirler. Eğer işletme kârlarını dağıtmayıp işletme de alıkoyarsa hisse senetlerinin değerinde artış olması durumunda yatırımcılar sermaye kazancı, diğer durumda ise temettü kazancı elde etmektedirler. Yatırımcı açısından her iki tür kazançtan elde edilen toplam getiri aynıdır.<sup>227</sup>

Modigliani ve Miller teorisinin belirli varsayımları bulunmaktadır. Bu varsayımlar ise şu şekildedir:<sup>228</sup>

- Sermaye piyasalarında tam rekabet şartları geçerlidir. Ayrıca yatırımcıların tamamı rasyonel hareket etmektedir.
- Şirket ve hissedarlar herhangi bir vergi yüküne katlanmamaktadır.
- Yatırımcıların hisse senedi alım-satım işlemlerinde herhangi bir işlem maliyeti yoktur.
- İşletmeler hisse senetlerini herhangi bir masraf yapmadan ihraç edebilmektedir.
- Yöneticiler ve hissedarlar arasında bir çıkar çatışması yoktur.
- İşletme yöneticileri ile yatırımcılar şirket hakkında aynı bilgilere sahiptir.

Bu teori, "sermaye piyasalarında tam rekabet şartları geçerlidir" varsayımı üzerine kurulmuştur. Diğer varsayımlar, bu varsayımı destekleyici niteliktedir. Bu nedenle bu varsayımlar altında "temettü politikaları ile hisse senedi değeri arasında herhangi bir ilişki yoktur" sonucu çıkarılabilir.<sup>229</sup>

### 3.4.2. Eldeki Kuş ve Bilinmezlik Teorisi

Modigliani ve Miller, temettü politikalarının hisse senetlerinin değeri üzerine herhangi bir etkisinin olmadığını ileri sürmüşlerdir. Ancak bu politikaların hisse senetlerinin değeri üzerinde etkisinin olduğunu savunan görüşler de mevcuttur. Gordon ve Lintner temettü politikasının hisse senetlerinin değeri üzerinde olumlu etkisinin olduğunu ileri sürmektedir. Bu teoriye göre, dağıtılmayan kârlardan elde edilen sermaye kazancının temettü kazancından daha belirsizdir. Bu nedenle dağıtılan temettüler

<sup>227</sup> Mine Tükenmez vd., *a.g.e.*, s.1014.

<sup>228</sup> Ali Bülent Pamukçu, *Finans Yönetimi*, Der Yayınları, Yayın No. 257, İstanbul, 1999, s.300-301.

<sup>229</sup> Osman Okka, *a.g.e.*, s.544.

hissedarların gelirleri konusundaki belirsizliği ortadan kaldırmaktadır.<sup>230</sup> Ayrıca bu teoride yatırımcılar, şirketlerin temettü dağıtımını arttırmaları durumunda, sermaye maliyetlerinin azalacağını ve hisse senetlerinin değerinin artacağını düşünmektedirler.

Gordon ve Lintner'e göre, yatırımcılar temettülerden gelecek 1 birimlik kazancı, sermaye kazancından gelecek olan aynı miktara tercih etmektedirler. Diğer bir ifadeyle yazarlar, eldeki 1 birimi, gelecek olan 1 birimden üstün tutmaktadırlar.<sup>231</sup> Yazarların "eldeki bir kuş daldaki iki kuştan iyidir" şeklinde nitelendirdiği bu modelde, hissedarlar açısından, kârların şirket bünyesinde bırakılmasının fiilen alınan temettüye oranla daha riskli olduğu vurgulanmaktadır. Hissedarlar diğer koşullar sabitken temettü ödeme oranları düşük olan şirketlerin hisse senetlerini yüksek iskonto oranıyla, temettü ödeme oranları yüksek olan şirketlerin hisse senetlerini ise düşük iskonto oranıyla sermayelerine katmaktadırlar. Sonuç olarak, şirketlerin temettü politikası iskonto oranını etkileyebilmektedir.<sup>232</sup>

Eldeki kuş teorisine göre, yatırımcılar ihtiyatlı davranarak bugün az dahi olsa elde edilen temettüleri, gelecekte daha çok elde etme ümidine tercih etmektedirler. Teorinin belirli varsayımları ise şu şekildedir:

- Dış finansman olanağı yoktur ve büyüme için gerekli olan yatırımlar dağıtılmayan kârlarla finanse edilmektedir,
- Temettüleri iskonto etmede kullanılacak iskonto oranı sabittir,
- İç verim oranları sabittir,
- Kâr ve temettü büyüme oranı sabittir.<sup>233</sup>

### 3.4.3. Vergilendirme Tercih Teorisi

Gerek yatırımcıların, gerekse hissedarların alacağı kararlarda vergiler önemli bir yer tutmaktadır. Birçok ülkede vergi yasaları, yatırımcıların ve hissedarların elde ettiği temettüler üzerinde belli oranda vergi ödemelerini öngörmektedir. Bu vergi yüküne

<sup>230</sup> Mine Tükenmez vd., *a.g.e.*, s.1008.

<sup>231</sup> Metin Kamil Ercan, Ünsal Ban, *a.g.e.*, s.262.

<sup>232</sup> Öztin Akgüç, *a.g.e.*, s.780-781.

<sup>233</sup> Süleyman Serdar Karaca, *Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Yönelik Bir İnceleme*, (Doktora Tezi), İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya, 2007, s.99.

katlanmak istemeyen yatırımcılar, temettülerin dağıtılmayıp, şirket bünyesinde alıkoyulmasını istemektedir. Sermaye kazançları temettü kazançlarına göre daha düşük bir oranda vergilendirilmektedir. Ayrıca sermaye kazançlarına uygulanacak verginin hisse senetlerinin satıldığı ana kadar ertelenebilmektedir. Bu nedenle yatırımcılar, düşük oranda temettü dağıtılmasını talep edebilmektedir.<sup>234</sup>

Şirketlerin değişik temettü politikaları olduğu gibi, yatırımcıların da kendilerine ödenen temettü konusunda birtakım tercihleri bulunmaktadır. Üst vergi diliminde bulunan yatırımcılar genellikle elde ettikleri temettüler üzerinden yüksek vergi ödemektedirler. Bu nedenle, düşük temettü ödeyen veya hiç ödemeyen şirketlere yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Alt vergi diliminde yer alan yatırımcılar ise, daha düşük oranda vergi ödeyecekleri için, yatırımlarını yüksek temettü dağıtan şirketlere yapabilirler.<sup>235</sup> Dolayısıyla şirketler temettü politikalarını farklı özellikteki yatırımcı kitlelerini göz önüne alarak oluşturmak zorundadırlar.

#### **3.4.4. Davranışsal Finans**

Shefrin ve Statman, temettünün sermaye kazancına tercih edilme nedenini öz denetim ve pişmanlıktan kaçınma şeklinde iki psikolojik teori üzerinden incelemiştir. Birinci teoriye göre, temettünün sermaye kazancına tercih edilmesini, insanların özdenetim gücünün zayıf olması üzerinden açıklanmıştır. Hissedarlar sermayelerini tüketimlerinden korumak amacıyla mevcut tüketimlerini şirketteki hisselerini ihraç etmek yerine temettü gelirleriyle karşılamayı düşünebilirler. Bu durumda iradesi zayıf hissedarların temettüyü sermaye kazancına tercih ettiği sonucuna varılmaktadır. Pişmanlıktan kaçınma teorisinde de, hissedarın tüketimlerini karşılamak için sattığı hisse senetlerinin fiyatı yükselmesinden dolayı sattığına pişman olmasıdır. Bu durum yoğun bir harcama potansiyeline sahip olan hissedarlar için geçerlidir. Ancak temettü gelirine göre tüketimini gerçekleştiren hissedarın elindeki hisselerin fiyatının yükselmesi

---

<sup>234</sup> Mine Tükenmez vd., *a.g.e.*, s.1009.

<sup>235</sup> Aynur Korgun, “Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye’ye İlişkin Uygulama Önerileri”, *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu*, 1999, s.11.

onun için daha iyidir.<sup>236</sup> Bu nedenle de hissedarlar daha az pişman olmak için daha yüksek temettü dağıtan şirketlere yatırım yapmak istemektedirler.

Davranışsal finansın önemli temsilcilerin olan Kahneman ve Tversky'de belirsizlik altında karar teorisini ileri sürmüşlerdir. Bu teoriye göre, şirketler belirsizlik altında karar verirken değer maksimizasyonuna aykırı hareket edebilmektedirler. Bu nedenle de şirketler kesin ve kesinliği muhtemel iki farklı sonuçtan kesin olan sonuca daha fazla önem vermektedirler. Dolayısıyla kesin sonuçların varlığı durumunda şirketler, herhangi bir riske katlanmadan kazanç elde edebilmektedirler.<sup>237</sup>

### 3.4.5. Asimetrik Bilgi ve Sinyal Yaklaşımı

Asimetrik Bilgi ve sinyal yaklaşımı, temettülerin hisse senetlerinin değeri üzerinde etkisinin olduğunu savunan yaklaşımlardan biridir. Bu yaklaşım, temettü açıklamalarının şirketlerin geleceği konusunda sinyal verdiğini ileri sürmektedir. Uzun vadeli hedef temettü ödeme oranları kararlı olan şirketlerin bu oranı artırması yatırımcılar tarafından gelecekte nakit akışlarının yükseleceği şeklinde değerlendirilmektedir. Bu durum da hisse senedinin değerini yükselmesine sebep olmaktadır. Yöneticilerin kârlı bir yatırım nedeniyle temettü oranlarının düşürüleceği duyurusunu yatırımcılara yapması durumunda da yine hisse senedinin değeri sinyal etkisine bağlı olarak yükselmektedir.<sup>238</sup>

Lang ve Litzenberger çalışmasında yatırımcıların temettü artışlarını, yönetimin nakit akımlarında kalıcı bir artış beklediğinin işareti olarak yorumlayabileceklerini iddia etmektedirler. Yazarlar ayrıca yatırımcıların temettü azalışlarını yönetimin sürekli olarak düşük nakit akımları beklediğinin belirtisi olarak değerlendirebileceklerini de ileri sürmektedirler.<sup>239</sup>

---

<sup>236</sup> Cudi Tuncer Gürsoy, *Finansal Yönetimin İlkeleri*, Doğu Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, 2007,s.619.

<sup>237</sup> Daniel Kahneman. Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, March, 1979, Vol. 47, Num. 2, p.265.

<sup>238</sup> Ali Bülent Pamukçu, a.g.e., 305.

<sup>239</sup> Larry H.P. Lang. Robert H. Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics*, 1989, Vol.24, p.188-190.

Easterbrook'da çalışmasında, temettü artışlarının bir anlam ifade edebilmesi ve yanıltıcı sinyaller vermemesi için piyasaların yeni yatırım imkânları olmayan şirketlerle büyümekte olan şirketleri ayırması gerektiğini belirtmektedir.<sup>240</sup>

Lintner ise, temettü dağıtan şirketlerin, yüksek ödemelerin devam edeceğine inandıkları zamanlarda temettü ödemelerini arttırdığını iddia etmektedir. Lintner burada dikkat edilmesi gereken noktanın şirketlerin ödeme zorunlulukları olduğunu belirtmektedir. Ayrıca yöneticilerin şirketin nakit akımı hakkında yatırımcılardan daha çok bilgiye sahip olmaları durumunda bu bilgileri hisse senetlerinin değerini yükseltmek için kullanabileceğini de ileri sürmektedir.<sup>241</sup>

Baker v.d.'nin çalışmasından aktaran Omağ, sinyal yaklaşımının temettü politikalarını vergilendirme tercihi yaklaşımına göre daha iyi açıkladığını belirtmektedir. Ancak yöneticilerin birçoğunun temettü ilanlarının hisse senetlerinin değerinin belirlenmesinde bilgi unsuru olarak kullanılması konusunda hem fikir olmadıklarını da ifade etmektedir.<sup>242</sup>

#### **3.4.6. Serbest Nakit Akım Hipotezi ve Fazla Yatırım**

Serbest nakit akımı, pozitif net bugünkü değer yaratan projelerin gerçekleştirilmesinden sonra arta kalan nakit akımıdır. Serbest nakit akımı hipotezine göre, temettülerin yüksek olması şirketler için olumlu bir gelişmedir. Bunun nedeni, yöneticilerin serbest nakit akımını dağıtmak zorunda olmalarından dolayı verimsiz projelere yatırım yapmak zorunda kalmalarını engellemektir.<sup>243</sup>

Serbest nakit akımı ile ilgili bir sorun, yönetim ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasından doğan vekâlet sorununun doğal bir sonucudur. Jensen çalışmasında, yüksek düzeyde serbest nakit akımına sahip olan şirketlerin, fazla yatırım yapma düşüncesiyle negatif getirisi olan projelere yatırım yaptıklarını iddia etmektedir. Yazara

---

<sup>240</sup> Frank H. Easterbrook, "Two Agency Cost Explanations of Dividends", *The American Economic Review*, September, 1984, Vol. 74, Num.4, pp. 650-659.

<sup>241</sup> John Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *The American Economic Review*, 1956, Vol.46, Num.2, pp.97-113.

<sup>242</sup> Aclan Omağ, *İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım*, (Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2007, s.140.

<sup>243</sup> Aclan Omağ, *a.g.e.*, s.136.

göre, yöneticiler fazla yatırım yaptıklarında, diğer koşullar sabitken temettülerdeki bir artışın fazla yatırım düzeyini düşürdüğünü öne sürmektedir. Bu şekilde de şirketteki hisse senetlerinin değerinin arttığını belirtmektedir. Temettülerdeki bir azalış söz konusu olduğunda ise, tersi bir sonuç yaratmaktadır.<sup>244</sup> Sonuç olarak, fazla yatırımın, serbest nakit akımlarından doğan vekâlet maliyetlerini azaltıcı etkisi vardır.

Borçlanma derecesinin artırılması da serbest nakit akımları nedeniyle ortaya çıkan vekâlet maliyetlerini azaltan bir unsurdur. Borçlanma derecesinin artırılması, faiz ve yeniden finansman giderlerinin de artmasına neden olmaktadır. Bu durum da öz sermayenin getirisini olumlu yönde etkileyebilmektedir. Şirket satın almaları da serbest nakit akımdan kaynaklanan vekâlet maliyetlerini azaltıcı etkiye sahiptir. Şirketler başka bir şirketi satın alabilmeleri için yeterli finansmanlarının olması gerekmektedir. Bu nedenle şirketler elde ettikleri kârlarını hissedarlarına dağıtmayıp bu kârlarla finansman ihtiyaçlarını karşılamaktadırlar. Böylece serbest nakit akımlarını da korumuş olmaktadır. Ancak, satın aldıkları şirketin getirisi düşük olursa, şirketin nakit akımlarını yanlış kullandığı sonucuna varılmaktadır.<sup>245</sup>

Singh ve Nejadmalayeri çalışmalarında, serbest nakit akımından doğan vekâlet maliyetlerinin düşük büyüme potansiyeline sahip şirketlerde daha fazla görüldüğünü iddia etmektedir. Ayrıca bu maliyetlerin borçlar tarafından kontrol edilebileceğini vurgulamaktadırlar.<sup>246</sup>

### 3.4.7. Vekâlet Maliyetleri

Tutarlı bir şekilde temettü dağıtan şirketlerin, fon ihtiyacını düzenli olarak sermaye piyasasından sağlaması, vekâlet maliyetlerinin de azalmasına sebep olmaktadır. Şöyleki sermaye piyasasının gözü sürekli üzerinde olan yöneticiler, yeni hisse ihraçlarını mümkün olduğu kadar yüksek fiyatla gerçekleştirmek istemektedirler. Dolayısıyla da bu durum işlerini aksatmasına imkân vermemektedir.

<sup>244</sup> Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 1986, Vol.76, Num.2, p.325-326.

<sup>245</sup> Sophie Nivoix, "Dividend Pay-Outs and Leverage in Japanese Firms", *Asian Business & Management*, 2005, Vol.4, Num.2, p. 186-187.

<sup>246</sup> Manohar Singh. Ali Nejadmalayeri, "Internationalization, Capital Structure and Cost of Capital: Evidence from French Corporations", *Journal of Multinational Financial Management*, 2004, Vol.14, p.158.

Yukarıdaki durumun aksine düzenli temettü ödemek kadar hiç temettü ödememek de vekâlet maliyetlerini etkilemektedir. Şirketler yaptıkları yatırımlarının tümünü dağıtılmamış kârlarla finanse edememektedirler. Bundan dolayı da yeni finansal kaynağa ihtiyaç duymaktadırlar. Bu ihtiyacını da yeni hisse senetleri ihraç ederek karşılamaktadırlar. Ancak yeni hisse senedi ihracı halka açıklık oranlarıyla birlikte vekâlet maliyetleri de arttırmaktadır. Bu nedenle şirketler vekâlet maliyetlerinden kaçınabilmeleri için, yatırımlarını olabildiğince dağıtılmamış kârlarla finanse etmelidirler.<sup>247</sup> Sonuç olarak şirketler vekâlet maliyetlerine katlanmamak veya etkisi en aza indirebilmeleri için farklı durum ve şartlara göre farklı temettü politikaları uygulamak durumundadırlar.

### **3.5. SAHİPLİK YAPISIYLA TEMETTÜ POLİTİKALARI ARASINDAKİ İLİŞKİYE YÖNELİK LİTERATÜR ÖZETİ**

Sahiplik yapısı ve temettü politikaları üzerine literatürde birçok çalışma bulunmaktadır. Bu nedenle bu bölümde araştırmamıza da katkı sağlayacağını düşündüğümüz belli başlı çalışmalardan kısaca bahsedilecektir.

#### **3.5.1.Mirzaei'nin Çalışması**

Mirzaei 2004 ve 2009 yılları arasında Tahran Borsa'sında faaliyet gösteren 88 şirketin verilerini sahiplik yapısı ve temettü politikaları açısından incelemiştir. Sahiplik yapısı bağımsız değişkenini, hissedar kompozisyonu ve sahiplik yoğunluğu olmak üzere iki açıdan ele almıştır. Hissedar kompozisyonu değişkenini de kurumsal sahiplik, anonim şirket sahipliği, yönetsel sahiplik olarak bölümlere ayırmıştır. Bağımlı değişkeni ise, temettü ödeme oranları, kontrol değişkenini de kâr büyümeleri ve bir önceki yılın temettü politikaları temsil etmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, anonim şirket sahipliği ile temettü ödeme oranları arasındaki ilişkinin pozitif, kurumsal sahiplik ile temettü ödeme oranları arasında da negatif ilişki olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca

---

<sup>247</sup> Cudi Tuncer Gürsoy, *a.g.e.*, s.621.



temettü ödeme oranları ile yönetsel sahipliğin temettü ödeme oranlarıyla herhangi bir ilişki olmadığını da saptamıştır.<sup>248</sup>

### 3.5.2.Kumar'ın Çalışması

Kumar, Hindistan'da faaliyet gösteren 2575 şirketin 5224 gözlemi üzerine panel veri analizi uygulamıştır. Sahiplik yapısı bağımsız değişkenini temsilen yönetici sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, kurumsal sahiplik ve yabancı sahiplik değerlerini kullanmıştır. Bağımlı değişken olarak temettü ödeme oranları, kontrol değişkeni olarakta kâr büyümeleri, borç/özsermaye ve satışlar/toplam aktifleri analize dahil etmiştir. Sonuç olarak yazar, sahiplik yapılarının temettü politikaları üzerinde önemli bir etkisinin olduğunu tespit etmiştir.<sup>249</sup>

### 3.5.3. Wei, Zhang ve Xiao'nun Çalışmaları

Wei v.d. çalışmalarında Çin Şangay ve Şenzen Borsaları'nda faaliyet gösteren şirketlerin toplam 3994 gözlem verilerini kullanmışlardır. Bu çalışmalarında sahiplik yapısı bağımsız değişkenini, devlet sahipliği ve halka açıklık oranı temsil etmiştir. Bağımlı değişken olarak nakit temettü oranı ve hisse senedi olarak dağıtılan temettü oranı kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak, sahiplik yoğunluğu oranı, şirket büyüklüğü, borçlanmalar, şirket nakitleri, yatırım fırsatları, zaman, performans, bir önceki yılın temettü ödeme politikaları, yabancı sahiplik analizde yerini almıştır. Araştırma sonuçlarına göre, nakit temettü oranıyla devlet sahipliği arasında pozitif, halka açıklık oranıyla nakit temettü oranı arasında negatif ilişki olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca hisse senedi olarak dağıtılan temettü oranıyla halka açıklık oranı arasında pozitif, devlet sahipliği ile hisse senedi olarak dağıtılan temettü oranı arasında negatif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.<sup>250</sup>

---

<sup>248</sup> Hossein Mirzaei, "A Survey On The Relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy in Tehran Stock Exchange", *International Conference on Management, Applied and Social Sciences*, Dubai, 2012, pp. 327-332.

<sup>249</sup> Jayes Kumar, "Ownership Structure and Dividend Policy In India", *Indira Gandhi Institute Of Development Research*, 2003, pp.1-40.

<sup>250</sup> Gang Wei v.d., "Dividend Policy and Ownership Structure in China", 2003, Kaynak: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=463924](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=463924), pp.1-29.

### 3.5.4. Shah, Ullah ve Hasnain'in Çalışmaları

Shah v.d çalışmalarında 2002-2006 yılları arasında Pakistan Karachi Borsa'sında faaliyet gösteren şirketlerin verilerini masaya yatırmışlardır. Araştırmada sahiplik yapısı bağımsız değişkenini, temettü ödeme oranları ise bağımlı değişkeni temsil etmiştir. Kontrol değişkeni olarakta şirket büyüklüğü, kaldıraç oranları ve şirketlerin özsermaye kârlılığı kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre de sahiplik yapısıyla temettü politikaları arasında ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.<sup>251</sup>

### 3.5.5. Ullah, Fida ve Khan'ın Çalışmaları

Ullah, Fida ve Khan çalışmalarında 2003-2010 yılları arasında Pakistan Karachi-100 Endeksi'nde yer alan şirketlerin toplam 461 gözlem verilerini incelemişlerdir. Analizde sahiplik yapısı bağımsız değişkenini temsilen kurumsal sahiplik, yönetsel sahiplik ve yabancı sahiplik değerlerini kullanmışlardır. Bağımlı değişken olarak temettü ödeme oranını, kontrol değişkeni olarakta şirket büyüklüğü, serbest nakit akımları, kaldıraç ve tobin Q'yu analiz kapsamına almışlardır. Analiz sonuçlarına göre elde edilen bulgular ise şu şekildedir:<sup>252</sup>

- Yönetimsel sahiplik ile temettü ödeme oranı arasında negatif,
- Kurumsal ve yabancı sahiplikle temettü ödeme oranları arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

### 3.5.6. Mancinelli ve Özkan çalışmaları

Mancinelli ve Özkan çalışmalarında İtalya Milan Borsa'sında 1996-2001 yılları arasından faaliyet gösteren 139 şirketin verilerini kullanarak analizlerini gerçekleştirmişlerdir. Sahiplik yapısı bağımsız değişkeni olarak büyük hissedarların oy haklarını kullanmışlardır. Büyük hissedarların oy haklarını, %2 ile %5 arasında olanlar ve % 5'ten büyük olanlar olmak üzere iki kukla değişkene ayırarak analize dâhil etmişlerdir. Bağımlı değişkeni temsilen temettü/kazançlar ile temettü/ pazar

<sup>251</sup> Syed Zulfiqar Ali Shah v.d., "Impact Of Ownership Structure On Dividend Policy Of Firm: Evidence From Pakistan", *International Conference on E-Business, Management and Economics*, 2010, Vol:3, Hong Kong, pp. 22-26.

<sup>252</sup> Hamid Ullah v.d., "The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan", *International Journal of Business and Social Science*, 2012, Vol.3, Num.9, pp.298-307.

kapitalizasyonu, kontrol değişkenleri olarakta şirket büyüklüğü, kaldıraç oranları, piyasa değeri/defter değeri oranlarını kullanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre, büyük hissedarların oy haklarıyla temettü arasında negatif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.<sup>253</sup>

### **3.5.7.Kouki ve Guizani'nin Çalışmaları**

Kouki ve Guizani, çalışmalarında Tunusya'da faaliyet gösteren 29 şirketin 1995-2001 yılları arasındaki verilerini incelemişlerdir. Sahiplik yapısı bağımsız değişkenini temsilen devlet ve kurumsal sahiplik ve en büyük beş hissedarın varlığı değerlerini, bağımlı değişken olarakta temettü ödeme oranlarını kullanmışlardır. Kontrol değişkenleri olarakta serbest nakit akımları, gelecekteki büyüme fırsatları, büyüklük ve tobin Q değerlerini analize dâhil etmişlerdir. Analiz sonuçları, Tunusya şirketlerinde yoğun bir sahiplik yapısının var olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca temettü ödeme oranlarıyla kurumsal sahiplik arasında negatif, devlet sahipliği ile temettü ödeme oranları arasında pozitif ilişki olduğunu da saptamışlardır.<sup>254</sup>

### **3.5.8. Mehrani, Moradi, Eskandar'ın Çalışması**

Mehrani, Moradi, Eskandar çalışmalarında İran Tahran Borsa'sında 2000-2007 yılları arasında faaliyet gösteren şirketlerin verilerini analiz kapsamına almışlardır. Yazarlar, sahiplik yapısı bağımsız değişkenini kurumsal sahiplik, kurumsal sahiplik yoğunluğu ve yönetsel sahiplik çerçevesinde incelemişlerdir. Bağımlı değişkeni temsilen, temettü ödeme oranlarını, kontrol değişkenlerini temsilen de şirket büyüklüğü, kaldıraç, piyasa değeri/defter değerini ve nakit akışlarını kullanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre elde ettikleri bulgular aşağıdaki gibidir.<sup>255</sup>

- Kurumsal sahiplik ile temettü ödeme oranları arasında negatif,
- Kurumsal sahiplik yoğunluğu ile temettü ödeme oranlarında pozitif ilişkinin var olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak yönetsel sahiplikle temettü ödemeleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulamamışlardır.

<sup>253</sup> Luciana Mancinelli. Aydın Özkan "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence From Italian Firms", *The European Journal of Finance*, 2006, pp.265-282.

<sup>254</sup> Mondher Kouki. Moncef Guizani," Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market", *European Journal of Scientific Research*, 2009, Vol.25, Num.1, pp.42-53.

<sup>255</sup> Sasan Mehrani v.d., "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from Iran", *African Journal of Business Management*, Vol.5, Num.17, 2011, pp.7516-7525.

### 3.5.9. Stouraitis ve Wu'nun Çalışmaları

Stouraitis ve Wu çalışmalarında serbest nakit akımları hipotezine bağlı olarak sahiplik yapısının temettü üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Bu analizde 1992-2000 yıllarında faaliyet gösteren Japon şirketlerinin 986 gözlem verilerini kullanmışlardır. Yazarlar, sahiplik yapısı bağımsız değişkenini kurumsal (banka) sahiplik ve yönetsel sahiplik çerçevesinde incelemiştir. Bağımlı değişken olarak, temettü verimini, kontrol değişkenleri olarak kaldıraç oranları, yatırımlar, kârlılık, dış finansman maliyeti, risk, şirket büyüklüğü ve piyasa değeri/defter değeri oranını kullanmışlardır. Analiz sonuçlarına göre, düşük büyüme potansiyeline sahip şirketlerin serbest nakit akımlarıyla temettü verimi arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca temettü verimi için yönetsel ve kurumsal sahipliğin duyarlılığının büyüme fırsatlarına bağlı olduğunu da vurgulamışlardır.<sup>256</sup>

### 3.5.10. Warrad, Abed, Khriasat ve Sheikh'in Çalışmaları

Warrad v.d. çalışmalarında Ürdün Borsa'sına kayıtlı endüstri sektöründe 2005-2007 yılları arasında faaliyet gösteren halka açık şirketlerin verilerini incelemiştir. Bağımlı değişken olarak tobin Q ve ROA değerini kullanmışlardır. Bağımsız değişken olarak özel, devlet, aile ve yabancı sahiplik değerlerini analiz kapsamına almışlardır. Araştırma sonuçlarına göre, tobin Q ile devlet, özel ve yabancı sahiplik değişkenleri arasında herhangi bir ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir. Ancak ROA ile yabancı sahiplik değişkenleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu saptamışlardır.<sup>257</sup>

### 3.5.11. Ramli'nin Çalışması

Ramli çalışmasında, 2002-2006 yılları arasında Malezya'da faaliyet gösteren şirketlerin verilerine panel veri analizi uygulamıştır. Bağımlı değişken olarak temettü ödeme oranlarını kullanmıştır. Bağımsız değişken olarak en büyük hissedarın sahiplik oranı, ikinci büyük hissedarın sahiplik oranı ve ikinci büyük hissedarın sahiplik oranı %

---

<sup>256</sup> Aristotelis Stouraitis, Lingling Wu, "The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem", 2004, pp.1-35. Kaynak: [http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR\\_FICHER\\_114\\_1226315600.pdf](http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR_FICHER_114_1226315600.pdf). (Erişim Tarihi: 09.05.2012)

<sup>257</sup> Lina Warrad v.d., "The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence From Jordanian Context", *International Journal of Economics and Finance*, 2012, Vol.4, Num.2, pp.187-195.

5'ten büyükse 1 küçükse 0 değerini gösteren kukla değişkenini analiz kapsamına almıştır. ROA, şirket büyüklüğü, Pazar değeri/toplam aktifler, toplam borçların defter değeri/toplam aktifler ve hisselerin aylık dönüşünün standart sapması (risk) kontrol değişkenleridir. Araştırma sonuçlarına göre elde edilen sonuçlar ise şu şekildedir.<sup>258</sup>

- Malezya şirketlerinde yoğun bir sahiplik yapısı mevcuttur. En büyük hissedarın sahiplik oranının artması temettü ödeme oranlarını da arttırmaktadır.
- İkinci büyük ortağın hisse oranının tatmin edici düzeyde olması durumunda da temettü ödeme oranları artmaktadır.

---

<sup>258</sup> Nathasa Mazna Ramli," Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies", *International Review of Business Research Papers*, 2010, Vol.6, Num.1, pp.170-180.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **SAHİPLİK YAPISI VE TEMETTÜ İLİŞKİSİ: İMKB'DE BİR UYGULAMA**

Bu bölümde İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB'de) faaliyette bulunan şirketlerin sahiplik yapılarıyla temettü ilişkisi bilimsel yönden açıklanmaya çalışılacaktır.

#### **4.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU**

Çeşitli ülkelerde yapılan çalışmalarda şirketlerin sahiplik yapılarının ödeyecekleri temettüyü açıklayabileceği ve şirket sahiplik yapısı değişkenlerinin temettü üzerindeki etkisinin aynı düzeyde olmadığı varsayılmaktadır.<sup>259</sup> Bu nedenle araştırmamızın konusunu şirket sahiplik yapılarının temettüyle ilişkisini ortaya koymaya yönelik uygulamalar oluşturmaktadır.

#### **4.2. ARAŞTIRMANIN AMACI**

Araştırmamızın amacı, 2004-2011 yılları arasında İMKB reel ve bankacılık sektörlerinde faaliyet gösteren toplam 271 şirketin sahiplik yapılarını ortaya koyarak bu yapının şirketlerin temettü ödemeleriyle olan ilişkisini belirleyebilmektir.

#### **4.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI**

Araştırmaya konu olan şirketler İMKB'de işlem gören şirketlerden seçilmiştir. Bu şirketler belirlenirken sektör ayırımına gidilmeksizin reel ve bankacılık sektöründen seçilmesine ve 271 şirketin 8 yıllık (2004-2011) verilerinin sağlıklı bir şekilde toplanabilmesine dikkat edilmiştir. Bundaki amaç, farklı sahiplik yapıları bulunan şirketlerin farklı yıllardaki temettü ödemelerini inceleyerek araştırma konusunda güvenli sonuçlar elde edebilmektir.

---

<sup>259</sup> Hossein Mirzaei, "a.g.m.", pp. 327-332., Gang Wei v.d., "a.g.m.", pp.1-29., Jayes Kumar, "a.g.m.", pp.1-40.

Çalışmaya başlarken 2004-2011 yılları arasında reel, sigortacılık ve bankacılık sektörlerinde faaliyet gösteren toplam 403 şirketin verilerinin tamamı analiz kapsamına alınmıştır. Daha sonra ilgili yılların verilerini karşılamayan toplam 132 şirket (sigortacılık sektöründeki şirketlerin tamamı olmak üzere), analiz dışına çıkarılmıştır. Sonuç olarak, 271 şirketin 8 yıllık verisi toplam 2168 ( 271 x 8) veri analiz edilmiş olup, tüm veriler İMKB internet sitesinde ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan halka açık bilgilerden derlenmiştir.

#### 4.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Ekonometrik araştırmalar yapılırken farklı veri setlerinden yararlanılabilir. Her bir veri seti ise yapılarına uygun modeller ile açıklanabilmektedir. Literatürde kullanılan yatay kesit verileri, zaman serileri ve panel veriler olmak üzere üç tür veri seti mevcuttur. Araştırmamızda sahiplik yapısının temettü üzerindeki etkisi panel veri analiziyle incelenmiştir. Zaman serisi verileri ve yatay kesit verilerin birlikte kullanıldığı ve ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesine dayanan bu araştırma yöntemine “panel veri analizi” adı verilmektedir.<sup>260</sup> Bu analizde zaman serileri ile kesit serileri bir araya getirilerek, hem zaman hem de kesit verilerinin bir arada kullanıldığını bir veri seti oluşturulmaktadır. Söz konusu araştırmamızın zaman verileri 2004-2011 yıllarını kapsarken, kesit verileri ise 271 şirketten oluşmaktadır.

Panel veri türleri açısından ise, panel veri setleri her bir kesit için eşit uzunlukta zaman serisi içeriyorsa bu tür panel verilerine dengeli panel veriler, farklı uzunlukta zaman serisi içeriyorsa bu tür panel verilere ise dengesiz panel veriler denilmektedir.<sup>261</sup>

Panel veri analizi, yatay kesit ve zaman serileri analizlerine oranla daha çok bilgi yansıtabilmektedir. Özellikle mikro bazda şirket davranışlarına dayanarak türetilmiş olan modellerin ölçümü açısından, yine aynı mikro birimler bazında bilgiyi yansıtabilen panel veri analiziyle ölçüm yapmak toplulaştırmadan kaynaklanan bilgi kaybını önlemek açısından oldukça önemlidir. Panel veri kullanan analizlerin toplulaştırılmış

---

<sup>260</sup>Hasan İbicioğlu v.d., “İşletme Yönetim Faaliyetlerine İlişkin Giderlerin Oluşumu ve Panel Veri Analizi Yöntemiyle Tahmini: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Bir Uygulama”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2011, C.7, S.14, s.238.

<sup>261</sup>Mustafa Yılmaz, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008, s.99.

verilere dayanan çalışmalara nazaran konu ile ilgili daha fazla ve daha sağlıklı bilgiler içermesi, kararları şirket düzeyinde alınan ekonomik faaliyetlerin analizinde panel veri kullanılması gittikçe daha çok tercih edilen bir analiz yöntemi haline getirmiştir.

Panel verilerin basit fonksiyonel şekilde gösterimi ise şu şekildedir:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Burada  $i=1, \dots, N$  yatay kesit boyutunu,  $t=1, \dots, T$  zaman serisi boyutunu ifade etmektedir. Genellikle panel veri ölçümlerinde kullanılan modeller tek-yönlü hata terimi varsayımına dayanmaktadır. Bu durumda hata terimi,  $\varepsilon_{it} = \mu_t + v_{it}$  şeklinde belirtilmektedir ve  $\mu_t$  gözlemlenemeyen ve yatay kesite özel etkileri içermekte,  $v_{it}$  ise hata teriminin geri kalan kısmını ifade etmektedir.<sup>262</sup>

Panel veri analizi kesit veriler ve zaman serisi yöntemleriyle karşılaştırıldığında çeşitli avantajları bulunmaktadır. Panel veri kullanmanın avantajları ise şu şekildedir:

- Panel veri setleri, kapsadığı kesitlerin heterojen olduğu bilgisini içermektedir, yani veri seti heterojenliğe karşı kontrol edilmektedir.
- Panel verilerde gözlem sayısının çok olması oluşturulacak regresyon modelinin serbestlik derecesinin yüksek olmasını sağlar.
- Panel veri analizi, zaman serisi ve kesit veri analizlerine göre daha çok değişkenlik arz ettiği için, bu verilerde çoklu bağlantı sorunu daha az olmaktadır.
- Panel verilerde gözlem sayılarının fazla olmasının bir diğer faydası da modelde elde edilen sonuçların güvenilirliklerinin yüksek olmasıdır.
- Panel veriler daha karmaşık yapıya sahip ilişkilerin modellenmesine yardımcı olur.
- Zaman serisi ve kesit verileriyle yapılan tahminler için sapma söz konusu olurken, değişkenlerin birim ve zamana bağlı olarak değişir niteliğinin olmadığı bir durumda panel veri kullanımı sapmayı kontrol altına almamızı sağlar.

---

<sup>262</sup> Bahşeyiş Fıratoğlu, “Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler”, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*, Araştırma Dairesi, 2005, s.13.



- Yatay kesit verileriyle yapılan tahminlemelerde sadece birimler arası farklar incelenebilirken panel veriler yardımı ile hem birimler arası hem de zamana bağlı olarak her bir birimin kendi içinde meydana gelen farklılıklar incelenebilmektedir.

Denklem (1) ile ifade edilen modelde, katsayılar farklı birimler için farklı zaman periyotlarında farklı değerler alabilmektedir. Bu durumda tahmin edilen parametre sayısı, kullanılan gözlem sayısını aşmakta, yani model tahmin edilememektedir. Bu dezavantaj yüzünden panel veri ile yapılan çalışmalarda daha çok hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili farklı varsayımlarda bulunarak farklı modeller elde edilebilmektedir. Farklı varsayımlarla elde edilen modeller “Sabit Etkili” ve “Tesadüfî Etkili” modellerdir. Her iki modelde de,  $e_{it}$  hatalarının tüm zaman dönemlerinde ve tüm bireyler için bağımsız ve  $N(0, \sigma^2)$  şeklinde dağıldığı varsayılmaktadır.<sup>263</sup>

Sabit etki modelinde (fixed effects model) birimlerin davranışlarındaki farklılıklar sabit terimdeki farklılıklarla ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Ancak eğitim katsayılarının sıfır olduğu varsayılmaktadır. Bu modelde, yatay kesit birimleri arasındaki farklılıklar regresyonun parametrik “shift”leri olarak algılanmaktadır. Bu durumda;

$Y_{it} = \beta_0 D + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{it}$  şeklinde ifade edilen ve en küçük kareler (EKK) yöntemiyle ölçülebilen regresyon denkleminde yer alan D matrisi yatay kesit kukla değişkenlerinden oluşmaktadır. Bu yapıda sabit terimlerin birbirine eşit olduğu hipotezi bilinen F-testiyle sınanabilmektedir.<sup>264</sup>

Rassal etkiler modelinde ise, sabit etkiler modelinin aksine bireysel etkiler eğer modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerle ilgili değilse, birimlere özgü sabit terimlerin; birimlere göre rassal olarak dağıldığının varsayılması ve ona göre modelleme yapılması daha uygun olmaktadır.<sup>265</sup> Diğer bir ifadeyle yatay kesit değişkenlerinin arasındaki

---

<sup>263</sup> Vedat Pazarlıoğlu, Özlem Kiren Gürler, “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 2007, C. 44, S. 508, s.37

<sup>264</sup> Bahşeyiş Fıratoğlu, “a.g.m.”, s.14.

<sup>265</sup> Mustafa Özer, Kemal Biçerli, “Türkiye’de Kadın İşgücünün Panel Veri Analizi” *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Eskişehir, 2004, s.72.

farklılıklar rassal değişken olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda yukarıdaki denklemin yerine regresyon;  $Y_{it} = \beta_0U + \beta_1X_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it}$  şeklinde ifade edilmektedir. Burada  $u_{it}$ , i'inci gözlemin rassal hata terimini ifade etmektedir. Sabit etki modelinde kullanılan yatay kesit kukla değişkenleri dolayısıyla serbestlik derecesi düşmektedir. Buna karşılık rassal etki modeliyle yapılan ölçümlerin sapmasız sonuç verebilmesi ise her sabit terimin diğer açıklayıcı değişkenlerden bağımsız olması şartına bağlıdır.

Sabit etki ve rassal etki modelleri arasında yapılacak bir seçimde bu iki konu arasında seçim yapmak bu iki zorluk arasında da seçim yapma zorunluluğunu getirmektedir.

Panel veri analizlerinde sabit etki ya da rassal etki modellerinden hangisinin kullanılması gerektiğine karar verebilmek için "Hausman Model Belirleme Testi" uygulanmaktadır. Bu test, gruba ait spesifik etkinin rassal olduğunu varsayarak modelin açıklayıcı değişkenleri ile modele ait spesifik etkiler arasında korelasyon olup olmadığını belirlemeyi amaçlamaktadır. Hausman test istatistiği rassal etkili modelin hata terimi bileşenlerinin modeldeki bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu hipotezinin geçerliliğini incelemektedir.<sup>266</sup>

Sabit etki model parametre tahmincileri ile rassal etkili modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Sabit etkiler modelinde Hausman istatistiğinin yüksek değerleri tercih edilirken, rassal etkili modelde ise düşük değerler tercih edilmektedir. Hausman test istatistiği (ki-kare) dağılımlıdır. Test istatistiği tablo değerinden daha büyük olduğu durumlarda gruba ait spesifik etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişkinin olmadığı hipotezi reddedilmektedir. Bu durumda, sabit etki modeli, rassal etki modeline tercih edilmektedir. Sabit ya da rassal etkiler modelleri arasındaki belirgin fark, sabit-zaman etkisinin bağımsız değişkenlerle ilişkili ya da ilişkisiz olup olmadığıdır. Rassal etkiler modeli geçerli olduğunda, sabit etkiler tahmincileri tutarlı tanımlanabilen parametre tahminleri vermektedir. Sabit etkiler tahmincisi, diğer bağımsız değişkenlerle ilişkili sabit-zaman faktörlerinin hepsinin ölçülebildiğinden emin olmadıkça rassal

---

<sup>266</sup> Ahmet Karaaslan, Fazlı Yıldız, "Telekomünikasyon Sektöründe Regülasyon ve Özelleştirmenin Etkileri: OECD Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *Yönetim ve Ekonomi*, 2011, C.18, S.2, s. 9.

etkiler tahmincisine tercih edilmemelidir. Gerçekte ne sabit etkili tahminci, ne de rassal etkili tahmincinin mükemmel olduğu söylenebilir. Bunun en önemli nedenini, rassal etkili tahmincinin gerçek etkinin üzerinde sapmalı tahminler vermesi, buna karşılık sabit etkili tahmincinin ise gerçek etkinin altında sapmalı tahminler vermesi oluşturmaktadır.<sup>267</sup>

Modellerin ölçüm teknikleri açısından, basit birleştirme (simple pooling) ve sabit etki modelleri En Küçük Kareler yöntemi (EKK) ile ölçülebilmekte, rassal etki modelinin ölçümü için ise, Genelleştirilmiş EKK yöntemi kullanılmaktadır. Panel veri ölçümlerinde kullanılan sabit etki ve rassal etki modelleri ile sabit terimdeki sapmaların kontrol edilebilmesi mümkün hale gelse de açıklayıcı değişkenlerin katsayıları, yani eğim ile ilgili sapmalar yine de kalmaktadır. Bu tarz muhtemel sapmaların kontrol edilebilmesi ise, şirketlere özel değişkenlerin açıklayıcı değişkenler arasına dâhil edilmesiyle mümkün olabilmektedir.<sup>268</sup>

#### **4.5. ARAŞTIRMADA KULLANILAN MODEL**

Çalışmamızda “sahiplik yapısı” kavramı “sahiplik yoğunluğu” ve “sahiplik kompozisyonu” boyutuyla ele alınacaktır. Sahiplik yoğunluğu, bireysel veya kurumsal hissedarların şirketlerin hisse dağılımında sahip oldukları hisse oranına karşılık gelmektedir. Diğer taraftan sahiplik kompozisyonu, işletme hissedarlarının bireysel veya kurumsal olarak kimlerden oluştuğunu ortaya koymaktadır. Örneğin işletmenin ortakları içerisinde yabancı ortaklar mevcut ise, bu işletme yabancı sahiplik olarak ifade edilmektedir. Bu iki kategorinin hem hissedarların gücünü hem de yönetim üzerindeki öncelik haklarını ve teşvik mekanizmalarını birleştirici bir yapısı vardır.

Hisse Başı Kâr (HBK), Yönetim Kurulu Sayısı (YKS) ve Aktif Kârlılık (ROA), kontrol değişkenleri nakit temettü oranı ile istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyona sahiptir. Çalışmamızda bu değişkenlerinde yardımıyla “sahiplik yoğunluğu” ve “sahiplik kompozisyonu” kavramlarının etkisini araştırmaya çalışacağız. Dolayısıyla aşağıdaki hipotezleri önermekteyiz:

---

<sup>267</sup> Ahmet Karaaslan, Fazlı Yıldız, “a.g.m.”, s.10.

<sup>268</sup> Bahşeyiş FIRATOĞLU, “a.g.m.”, s.14.

Hipotez 1: Temettü (kâr payı) ödemeleri “sahiplik yoğunluğunun” bir fonksiyonudur. Dolayısıyla sahiplik yoğunluğunun artması temettü ödemelerinin artmasına neden olmaktadır.

Temettü:  $f$  (Hisse Başı  $Kâr_{it}$ , Yönetim Kurulu Üye Sayısı $_{it}$ , Aktif Kârlılık $_{it}$ , Sahiplik Yoğunluğu $_{it}$ )

Hipotez 2: Farklı “sahiplik kompozisyonları” kendine özgü farklı özelliklere sahiptir. Bu özellikler de temettü ödemelerini etkilemektedir.

Temettü:  $f$  (Hisse Başı  $Kâr_{it}$ , Yönetim Kurulu Üye Sayısı $_{it}$ , Aktif Kârlılık $_{it}$ , Sahiplik Kompozisyonu $_{it}$ )

Sahiplik yoğunluğu (YOG)’nun temettü ödemelerini etkilediği hipotezi (H1) kontrol değişkeninin yardımıyla aşağıdaki çok değişkenli regresyon modeli ile açıklanmaya çalışılacaktır:

$$\text{Temettü: } \beta_0 + \beta_1 \text{HBK}_{it} + \beta_2 \text{YKS}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{YOG}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Analizde temettü bağımlı değişkenini nakit temettü oranı (NOMNT); kontrol değişkenlerini Hisse Başı Kâr (HBK), Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKS) ve Aktif Kârlılık (ROA) oluşturmaktadır.

Sahiplik Yoğunluğu (YOG) bağımsız değişkenini ise, En büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M1), İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M2), Üçüncü Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M3) ve Halka Açıklık Oranı (HAO) temsil etmektedir.

Sahiplik kompozisyonu (KOM) temettü ödemelerini etkilediği hipotezi (H2) kontrol değişkeninin yardımıyla aşağıdaki çok değişkenli regresyon modeli ile açıklanmaya çalışılacaktır:

$$\text{Temettü: } \beta_0 + \beta_1 \text{HBK}_{it} + \beta_2 \text{YKS}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{KOM}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

İkinci hipotezimiz olan “sahiplik kompozisyonu (KOM) temettü ödemelerini etkilemektedir.” Modelindeki (KOM) değişkenini;

- Yabancı Sahiplik (Foreign Ownership) (YORT)
- Yönetimsel Sahiplik (Managerial Ownership) (İYKU) oluşturmaktadır.

Çalışmamızda sahiplik kompozisyonu (KOM) değişkenleri iki başlık altında toplanmıştır. Bunlar: Yabancı sahiplik (YORT) ve yönetsel sahiplik (İYKU)'tir. Bu değişkenler kukla değişkenlerdir. Yabancı sahiplik (YORT) değişkeni şirket yabancı ortağa sahipse "1", aksi durumda "0" değerini almaktadır. Yönetsel sahiplik değişkeni ise, şirketteki yönetim kurulu başkanı aynı zamanda genel müdürse "1", aksi takdirde "0" değerini almaktadır.

#### **4.5.1. Modelde Kullanılan Değişkenler**

Modelde kullanılan değişkenler 4 gruba ayrılmaktadır. Bu değişkenler: Bağımlı değişken, sahiplik yoğunluğu (YOG), sahiplik kompozisyonu (KOM) bağımsız değişkenleri ve kontrol değişkenleridir.

##### **4.5.1.1. Sahiplik Yoğunluğu Değişkenleri**

Sahiplik yoğunluğu (YOG), hissedarların yönetim üzerindeki etkin gücünü ölçmeye yaramaktadır. Sahiplik yoğunluğu (YOG) değişkenleri, mevcut hissedarlar arasında toplam sermaye payının ne şekilde dağıldığını ortaya koyan değişkenlerdir. Bu çalışmada sermaye yoğunluğunu dört değişkenle açıklamaya çalışılacaktır. Bunlar:

- En büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M1),
- İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M2),
- Üçüncü Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M3)
- Halka Açıklık Oranı (HAO).

##### **4.5.1.1.1. En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M1)**

Sahiplik yoğunluğu (YOG) değişkeni olan "M1" şirketin en büyük hissesine sahip olan bir hissedarın toplam hisse senetleri içindeki oranını göstermektedir. Aşağıdaki tablo 4.1. incelendiğinde "M1" in merkezi eğilim ölçüsünü gösteren ortalama değerinin %45.37 olduğu görülmektedir.

**Tablo 4.1. En Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranının (M1) Tanımlayıcı İstatistikleri**

	M1
Ortalama	45.37
Standart Sapma	24.29
Minimum	0
Maksimum	99.84

Bu oran, analiz kapsamına alınan şirketlerde (271 şirket) en büyük hisseye sahip olan hissedarın gücünü gösteren en önemli ölçüttür. Tüm şirketler içerisinde en büyük hissedar (M1) ortalama olarak hisselerin %45.37'sini elinde bulundurmaktadır. Dolayısıyla, sahiplik yoğunluğu (YOG) açısından “Analiz kapsamına alınan şirketlerde en büyük ortağın payı yüksektir” denilebilmektedir.

#### **4.5.1.1.2. İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M2)**

Bir şirketin ikinci büyük ortağının elindeki kümülâtif hisselerinin toplam hisse senetleri içindeki oranı ikinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranını (M2) göstermektedir. “M2”nin tanımlayıcı istatistikî bilgileri aşağıdaki tablo 4.2.’de gösterilmektedir:

**Tablo 4.2. İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M2) Tanımlayıcı İstatistikleri**

	M2
Ortalama	9.59
Standart Sapma	10.88
Minimum	0
Maksimum	45.44

Sahiplik yoğunluğu ölçütlerinden biri olan ikinci büyük ortağın (M2) toplam ortaklar içindeki hisse oranı ortalama 9.59’dur.

#### **4.5.1.1.3. Üçüncü Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M3)**

Bir şirketin üçüncü büyük ortağının elindeki kümülâtif hisselerinin toplam hisse senetleri içindeki oranı üçüncü büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M3)’nı

göstermektedir. “M3”ün tanımlayıcı istatistikî bilgileri aşağıdaki tablo 4.3.’te gösterilmektedir.

**Tablo 4.3. Üçüncü Büyük Ortağın Hisse Oranının (M3) Tanımlayıcı İstatistikleri**

	M3
Ortalama	2.79
Standart Sapma	4.60
Minimum	0
Maksimum	19.96

Sahiplik yoğunluğunun ölçütlerinden biri olan üçüncü büyük ortağın ise toplam ortaklar içindeki hisse oranı ortalama 2.79’dur.

#### **4.5.1.1.4. Halka Açıklık Oranı (HAO)**

Anonim şirketler birden fazla ortaklığa sahip şirketlerdir. Bazı ortaklar kontrolü elinde tutacak hisse miktarına sahipken bazı ortaklar ise büyük oranlarda hisseye sahip olamayabilmektedirler. Kontrolü elinde tutamayan ve elindeki hisse oranı %1’in üstüne çıkamayan hissedarlar azınlık veya dağılık hissedar olarak adlandırılmaktadır. Halka açıklık oranı (HAO) bu hissedarların oranını etkileyen en önemli ölçüttür. Yoğunlaşmanın fazla olduğu şirketlerde halka açıklık oranı (HAO) azalırken, yoğunlaşmanın az olduğu şirketlerde ise bu oran artmaktadır. Çünkü bu oran ne kadar yüksek olursa o oranda hisselerin birden fazla hissedar arasında paylaşılması gerçekleşmiş olur. Kısaca, yoğunlaşma ile halka açıklık oranı (HAO) ters orantılıdır.

**Tablo 4.4. Halka Açıklık Oranı (HAO) Tanımlayıcı İstatistikleri**

	HAO
Ortalama	38.13
Standart Sapma	23.05
Minimum	0
Maksimum	100

Halka açıklık oranı (HAO) ile ilgili merkezi eğilim ölçüleri aşağıdaki tablo 4.4.’de gösterilmektedir. Buna göre, İMKB’de halka açıklık oranı (HAO) ortalaması %38.13’tür. Halka açıklık oranının (HAO) ortalama değerini gösteren bu oranlar,

dağınık hissedarların yönetim üzerinde çok fazla söz sahibi olmadığının önemli bir göstergesidir.

**Tablo 4.5. Sahiplik Yoğunluğu (YOG) Değişkenlerinin Bağımlı Değişkenle (NOMNT) Karşılıklı Korelasyon Analizi**

Değişkenler	M1	M2	M3	HAO
NOMNT	0.1238***	0,0009	-0.0352	-0.1037***

Not: \*\*\* %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 4.5’de görüleceği üzere, nakit temettü oranı (NOMNT) ile sahiplik yoğunluğu (YOG) bağımsız değişkenlerinden en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M1) arasında pozitif bir korelasyon tespit edilmiştir. Buna göre, en büyük ortağın hisse oranı (M1)’nin artması nakit temettü oranını (NOMNT) arttırmaktadır. Nakit temettü oranı (NOMNT) ile sahiplik yoğunluğu (YOG) bağımsız değişkenlerinden halka açıklık oranı (HAO) arasında negatif bir korelasyon saptanmıştır. Bu sonuç, halka açıklık oranının artmasının nakit temettü oranını (NOMNT) azaltacağı anlamına gelmektedir. M1 ve HAO ile (NOMNT) arasındaki ilişki istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. İkinci büyük ortağın hisse oranı(M2)’nin artması nakit temettü oranı (NOMNT)’nin artmasına, üçüncü büyük ortağın hisse oranı (M3)’nin artması nakit temettü oranı (NOMNT)’nin azalmasına neden olmaktadır. Ancak bu iki sonuç istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

#### **4.5.1.2. Sahiplik Kompozisyonu (KOM) Değişkenleri**

Sahiplik yoğunluğu (YOG) kavramı tek başına sahiplik yapısı kavramını açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Sahiplik yoğunluğu (YOG) yüzde kaç hisse oranıyla şirket yönetimini kontrol altında tuttuğunu göstermektedir. Ancak sahiplik yapısı hakkında bilgi vermemektedir. Bu nedenle çalışmamızda sahiplik yoğunluğu (YOG) ile sahiplik kompozisyonu (KOM) değişkenleri bir arada ele alınacaktır.

Her hissedarın yönetim üzerindeki gücü, beklentileri, uzun ve kısa vadeli planları farklılık arz etmektedir. Bu farklılıklar o ülkedeki kurumsal yönetim davranışlarını şekillendirebildiği gibi potansiyel yatırımcılara tasarruflarını değerlendirme noktasında yol göstermektedir.



Çalışmamızda sahiplik kompozisyonu (KOM) değişkenleri 2 başlıkta incelenmektedir. Bunlar:

- Yabancı Sahiplik (Foreign Ownership) (YORT)
- Yönetimsel Sahiplik (Manegerial Ownership) (İYKU)'tir.

#### **4.5.1.2.1. Yabancı Sahiplik (YORT)**

Yabancı sahiplik (YORT) değişkeni kukla değişken olup, şirkette yabancı ortağın bulunması durumunda bu değişken "1", aksi takdirde "0" değerini almaktadır. Ülkemizde faaliyet gösteren yabancı hissedarlar, tek başına hâkim ortak olabildiği gibi kimi zaman da küçük ortak olabilmektedir. Örneğin reel sektörde Migros A.Ş.'nin hisselerinin büyük bir bölümüne elinde bulunduran yabancı ortak hâkim ortak konumundadır. Diğer taraftan, bankacılık sektörünün büyük şirketlerinden Akbank'ın ortakları arasında hâkim ortak yerli, yabancı ortaksa küçük ortaktır. Ancak bu çalışmada yabancı sahiplik (YORT) olarak hâkim ortak ya da küçük ortak olup olmadığına bakılmaksızın yabancı ortağın şirkette hissesinin bulunması durumunda bu şirketler yabancı sahiplik (YORT) statüsü şeklinde nitelendirilmiştir.

Yabancı sahiplik değişkeninin tanımlayıcı istatistik bilgilerine göre, analiz kapsamına alınan 271 şirketin % 22,69'unda yabancı ortak bulunurken, % 77,31'inde yabancı ortak yoktur. Diğer bir ifadeyle, 271 şirketin yaklaşık 61 adedinde yabancılar şirkete ortakken, yaklaşık 210 adedinde ise yabancı ortak bulunmamaktadır. Yabancı ortak bulunan şirketlerin (61 şirket) bazılarında yabancılar hâkim ortak iken, bazılarında ise yerli ortak hâkim konumdadır.

#### **4.5.1.2.2. Yönetimsel Sahiplik (İYKU)**

Yönetimsel sahiplik (İYKU) değişkeni kukla değişken olup, şirket yönetiminde yer alan yönetim kurulu başkanı aynı zamanda genel müdür sıfatını da beraberinde taşıyorsa "1", aksi durumda "0" değerini almaktadır.

Yönetimsel sahiplik değişkeninin tanımlayıcı istatistik bilgilerine göre, analiz kapsamına alınan 271 şirketin % 5,67'sinde yönetim kurulu başkanı aynı zamanda genel müdürken, % 94,33'ünde ise, yönetim kurulu başkanı aynı zamanda genel müdür

değildir. Diğer bir ifadeyle, 271 şirketin yaklaşık 15 adedinde yönetim kurulu başkanıyla genel müdür aynı kişiyken, yaklaşık 256 adedinde ise yönetim kurulu başkanıyla genel müdür farklı kişilerdir.

Aşağıdaki tablo 4.6.'da bağımlı değişken nakit temettü oranı (NOMNT)'yla sahiplik kompozisyonu (KOM) değişkenlerinin karşılıklı korelasyonu görülmektedir:

**Tablo 4.6. Sahiplik Kompozisyonu (KOM) Değişkenlerinin Bağımlı Değişkenle (NOMNT) Karşılıklı Korelasyon Analizi**

Değişkenler	YORT	İYKU
NOMNT	0.0939***	0.0366*

Not: \*\*\* %1 düzeyinde, \* % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 4.6'da görüleceği üzere, nakit temettü oranı (NOMNT) ile bağımsız değişkenler yabancı sahiplik (YORT) ve yönetsel sahiplik (İYKU) arasında pozitif bir korelasyon tespit edilmiştir. Ancak yabancı sahiplik (YORT) ile nakit temettü oranı (NOMNT) arasındaki ilişki % 1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı iken, yönetsel sahiplik (İYKU) ile nakit temettü oranı (NOMNT) arasındaki ilişki % 10 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlıdır.

#### 4.5.1.3. Kontrol Değişkenleri

Kontrol değişkenleri olarak çalışmamızda "Hisse Başı Kâr" (HBK), Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKS) ve Aktif Kârlılık (ROA) kullanılmıştır.

**Tablo.4.7. Kontrol Değişkeninin Tanımlayıcı İstatistikleri**

	HBK	YKS	ROA
Ortalama	0.5524	6.3431	2.0176
Standart Sapma	3.7019	2.0982	15.1175
Minimum	-43.3101	2	-375.3387
Maksimum	85.0805	14	55.9623

Yukarıdaki tablo 4.7'ye göre, İMKB'deki şirketlerin Hisse Başı Kâr ortalaması % 0.5524'tür. Ayrıca İMKB'deki şirketlerin yönetim kurulu üye sayısı ortalama 6 üyeden oluşmaktadır. Aktif kârlılıkları ise, ortalama % 2.01'dir.

Aşağıdaki tablo 4.8’de kontrol değişkenleri ile bağımlı değişken nakit temettü oranı (NOMNT) arasındaki korelasyon görülmektedir. Her iki grup değişkenler arasında %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki mevcuttur. Bu anlamlı ilişki çalışmada kullanılan panel veri analizi açısından oldukça önemlidir.

**Tablo.4.8. Kontrol Değişkenlerinin Bağımlı Değişkenle (NOMNT) Karşılıklı Korelasyon Analizi**

Değişkenler	HBK	YKS	ROA
NOMNT	0.6794***	0.0982***	0.1501***

Not: \*\*\* %1 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

#### 4.5.1.4. Bağımlı Değişken (Nakit Temettü Oranı-NOMNT)

Mal ve hizmet üreten işletmeler genel olarak kâr sağlama ve topluma faydalı olmak amacı ile faaliyette bulunurlar. Bu yüzden, kâr sağlamak, işletmelerin en önemli amaçlarından birini oluşturmaktadır. Kâr, işletme bilimi açısından belirli bir dönemde yaratılan toplam gelirlerin o dönem içindeki toplam giderlerinden çıkarılması ile elde edilen pozitif farktır. Kâr, her işletmenin öncelikli amacı olup, birçok çalışmada gösterge olarak kabul edilmektedir. Bunun en önemli nedeni, kârın işletmeleri gelişmeye ve büyümeye, üst yönetimi başarıya, çalışanları ise özendirmeye yönelik teşvik aracı niteliğinde olmasıdır. Kimi işletmeler söz konusu elde etmiş oldukları kârları şirket bünyesinde bırakarak yatırım finansmanında kullanmak isterken, kimi ise belli bir oran üzerinden şirketteki mevcut hissedarlarına dağıtma yoluna giderler. Şirketteki hissedarların her birinin kârdan kendine düşen kısmına “kâr payı (temettü)” adı verilir. Bazı şirketler kâr payını hisse senedi şeklinde ortaklarına dağıtma yoluna giderken bazı şirketler ise, nakit olarak dağıtmayı uygun görürler.

İMKB şirketleri genel olarak temettülerini nakit olarak dağıtmaktadır. Hisse senedi olarak temettü dağıtan az sayıda şirket bulunmaktadır. Dolayısıyla bağımlı değişkeni “Nakit Temettü Oranı”nın (NOMNT) temsil etmesinin daha uygun olacağı kanaatindeyiz.

**Nakit temettü oranı (NOMNT):** 1 birim nakit ödenen net temettünün 1 TL nominal değere oranı şeklinde hesaplanmaktadır.

#### 4.6. MODELİN ÇÖZÜMLENMESİ VE SONUÇLARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Çalışmamızda iki hipotezi test etmek için iki model kurulmuştur:

Hipotez 1: Temettü (kâr payı) “sahiplik yoğunluğunun” bir fonksiyonudur. Dolayısıyla sahiplik yoğunluğunun artması temettü ödemelerinin artmasına neden olmaktadır.

Temettü:  $f(\text{Hisse Başı Kâr}_{it}, \text{Yönetim Kurulu Üye Sayısı}_{it}, \text{Aktif Karlılık}_{it}, \text{Sahiplik Yoğunluğu}_{it})$  (1)

Hipotez 2: Farklı “sahiplik kompozisyonu” kendine özgü farklı özelliklere sahiptir. Bu özellikler de temettü ödemelerini etkilemektedir.

Temettü:  $f(\text{Hisse Başı Kâr}_{it}, \text{Yönetim Kurulu Üye Sayısı}_{it}, \text{Aktif Kârlılık}_{it}, \text{Sahiplik Kompozisyonu}_{it})$

Sahiplik yoğunluğu(YOG)’nun nakit temettü oranını etkilediği hipotezi (H1) kontrol değişkeninin yardımıyla aşağıdaki çok değişkenli regresyon modeli ile açıklanmaya çalışılacaktır:

Temettü:  $\beta_0 + \beta_1 \text{HBK}_{it} + \beta_2 \text{YKS}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{YOG}_{it} + \varepsilon_{it}$  (1)

Analizde temettü bağımlı değişkenini “Nakit Temettü Oranı (NOMNT) tanımlamaktadır. Yine aynı şekilde kontrol değişkenleri Hisse Başına Kâr (HBK), Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKS) ve Aktif Kârlılık (ROA) modelde yerini almıştır.

Sahiplik Yoğunluğu (YOG) bağımsız değişkenini ise, En büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M1), İkinci Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M2), Üçüncü Büyük Ortağın Sahip Olduğu Hisse Oranı (M3) ve Halka Açıklık Oranı (HAO) temsil etmektedir.

Sahiplik kompozisyonu (KOM) temettü ödemelerini etkilediği hipotezi (H2) kontrol değişkeninin yardımıyla aşağıdaki çok değişkenli regresyon modeli ile açıklanmaya çalışılacaktır:

$$\text{Temettü: } \beta_0 + \beta_1 \text{HBK}_{it} + \beta_2 \text{YKS}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{KOM}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

İkinci hipotezimiz olan “sahiplik kompozisyonu (KOM) temettüyü etkilemektedir.” Modelindeki (KOM) değişkenini;

- Yabancı Sahiplik (Foreign Ownership) (YORT)
- Yönetimsel Sahiplik (Managerial Ownership) (İYKU) oluşturmaktadır.

#### **4.6.1. Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi**

Sahiplik Yapısı, sahiplik yoğunluğu (YOG) ve sahiplik kompozisyonu (KOM) değişkenlerinden oluşmaktadır. Sahiplik yapısının temettüyle ilişkisinde bu iki kavram üzerinden hareket edilecektir. Temettü değişkenini temsilen nakit temettü oranı (NOMNT) kullanılacaktır.

##### **4.6.1.1. Sahiplik Yoğunluğu (YOG) ve Nakit Temettü Oranı (NOMNT) İlişkisi**

Sahiplik yoğunluğu değişkenlerinin (M1, M2, M3, HAO) nakit temettü oranı (NOMNT)’yla olan ilişkileri kontrol değişkenlerinin yardımıyla panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Bağımlı değişken “NOMNT”, sahiplik yoğunluğu (YOG)’nu temsil eden “M1, M2, M3 ve HAO” bağımsız değişkenlerdir. Tablo. 4.9’da sahiplik yoğunluğu (YOG) değişkenlerinin nakit temettü oranı (NOMNT) bağımlı değişkeni ile ilişkisi verilmiştir.

Tablo. 4.9. incelendiğinde her dört modelde % 1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlar vermektedir. Ayrıca her dört modelin açıklama gücü yaklaşık % 45’tir. Analiz sonuçlarına göre, kontrol değişkenlerinden biri olan “ROA,” değişkeni %1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlıdır. “ROA” değişkeninin katsayısının negatif olması “ROA” ile “NOMNT” değişkenleri arasında ters bir ilişki olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle şirketlerin aktif kârlılığının artması nakit temettü oranında azalma meydana getirmektedir. Yatırım yapılan aktiflerden elde edilen kârın artması işletme yönetimini yeniden yatırım yapmaya teşvik etmektedir. Dolayısıyla dağıtılması düşünülen nakit temettünün yeni yatırımın finansmanında kullanıldığının bir göstergesidir.

**Tablo 4.9. Sahiplik Yoğunluğu (YOG) ve Nakit Temettü Oranı (NOMNT) İlişkisi**

Değişkenler	Bağımlı değişken NOMNT			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Sabit	-0.5327915 -2.70***	-0.3426284 -1.89*	-0.3549107 -2.00**	-0.1676589 -0.86
M1	0.0042985 2.07**			
M2		-0.0004192 -0.09		
M3			0.0029725 0.35	
HAO				-0.0043275 -2.12**
HBK	0.1968362 30.48***	0.1969574 30.46***	0.1969818 30.46***	0.1968937 30.49***
YKS	0.0800391 2.91***	0.0814014 2.95***	0.0813965 2.95***	0.0792175 2.88***
ROA	-0.0041236 -2.93***	-0.0041052 -2.91***	-0.0041213 -2.92***	-0.004188 -2.97***
R <sup>2</sup>	0.4573	0.4559	0.4548	0.4544
F Değeri	237.44***	235.83***	235.87***	237.51***

Not: \*\*\* %1 düzeyinde, \*\*%5 düzeyinde ve \*%10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Diğer kontrol değişkeni olan “HBK”,%1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif işaretlidir. Diğer bir ifadeyle şirketlerin hisse başı kârlarının artması nakit temettü oranlarının da artmasına neden olmaktadır. Kâr ne kadar yüksek olursa ödenecek temettünün de yüksek olması doğaldır. Dolayısıyla işletmelerin ödeyecekleri temettü oranı elde edecekleri kârla doğru orantılıdır.

Son kontrol değişkeni olan “YKS” de % 1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif işaretlidir. Şirketlerin yönetim kurulu üye sayısındaki artış nakit temettü oranını arttırmaktadır. Şirketlerin yönetim kurulları incelendiğinde bu kurulu oluşturan üyelerin genellikle şirket ortaklarından oluştuğu söylenebilir. Aile şirketi tarzında olan şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının çok fazla olmadığı görülmektedir. Yine aynı şekilde aile şirketleri ortaklarına nakit temettü dağıtma yerine büyüme seçeneğini tercih ettiği görülmektedir. Yüksek oranda paya sahip farklı ortaklıkların bir araya gelerek yeni bir şirket oluşturmaları yönetim kurulunda yer alan üyelerin sayısının artmasına neden olmaktadır. Bu farklı ortaklıkların modelimizde bulduğumuz sonuçlara göre

eldeki kuş teorisine uygun hareket ettikleri görülmektedir. Bu teoriye göre, temettü olarak elde edilecek bugünkü 1 TL, gelecekte yatırımlar sonucu elde edilecek 1 TL'den daha değerli olacaktır. Dolayısıyla yönetim kurulu üye sayısının artması, nakit temettü oranı(NOMNT)'nın artmasına neden olacaktır.

Nakit temettü oranı (NOMNT) ve sahiplik yoğunluğu (YOG) arasındaki ilişki incelendiğinde “M1 ve HAO” değişkenleri % 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara sahiptir. En büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının (M1) artması nakit temettü oranı (NOMNT)'ni arttırmaktadır. Bulduğumuz sonuç Ramli<sup>269</sup>'nin çalışmasındaki sonuçla tutarlıdır. Ancak Mirzaei'nin çalışmasındaki sonuçla farklılık göstermektedir. Yazar en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranıyla temettü ödeme oranları arasında istatistiksel açıdan herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmektedir.<sup>270</sup> En büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M1) ne kadar yoğun olursa nakit temettü oranı (NOMNT) o oranda artacaktır. Bunun nedeni en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının artmasının, yönetimi izleme isteğini o oranda arttırmasıdır. Bu durum, en büyük ortağın gözünün sürekli üzerinde olduğu bilen yöneticilere verimli projelere yatırımlarını gerçekleştirmesi için baskı yapmaktadır. Bu da şirket kârının artmasını sağlamaktadır. Şirket kârının artması da nakit olarak dağıtılan temettülerin artmasına neden olmaktadır.

Halka açıklık oranının (HAO) işaretinin negatif olması, nakit temettü oranı (NOMNT) ile arasında ters bir ilişki olduğunu ifade etmektedir. Halka açıklık oranı (HAO) arttıkça nakit temettü oranı (NOMNT) düşmektedir. Bulduğumuz sonuç Wei v.d'nin çalışmalarındaki sonuçla birebir örtüşmektedir.<sup>271</sup> Halka açıklık oranı(NOMNT)'nin artması yönetici hâkimiyetini arttıracaktır. Güç ve yetkiyi elinde bulunduran yönetici kendi yerini sağlama almak için çalışacaktır. Başarısızlıktan dolayı şirketten atılma riskiyle karşılaşmayacak olan yönetici kurum çıkarlarından önce kendi şahsi menfaatlerini ön planda tutacaktır. Bu durum yöneticiden doğan vekâlet maliyetlerini arttıracaktır. Vekâlet maliyetlerinin artması kârlılığı olumsuz yönde etkileyecektir. Kârın düşmesi ise nakit temettü oranı(NOMNT)'ni düşürecektir.

---

<sup>269</sup> Nathasa Mazna Ramli, “a.g.m.”, pp.170-180.

<sup>270</sup> Hossein Mirzaei, “a.g.m.”, pp. 327-332.

<sup>271</sup> Gang Wei v.d., “a.g.m.”, pp.1-29.

Dolayısıyla halka açıklık oranı (HAO)'nın artması nakit temettü oranı(NOMNT)'nin azalmasına neden olmaktadır.

İkinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M2)'nin artması nakit temettü oranı (NOMNT)'ni azaltmaktadır. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bulduğumuz sonuç Ramli'nin çalışmasındaki sonuçla farklılık göstermektedir. Yazar ikinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının artmasının temettü ödemelerini de arttırdığını ileri sürmektedir. Ayrıca bu sonucun istatistiksel olarak anlamlı olduğunu iddia etmektedir.<sup>272</sup> Üçüncü büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M3)'nin artması nakit temettü oranı (NOMNT)'ni arttırmaktadır. Bu sonuçta istatistiksel olarak anlamlı değildir.

#### **4.6.1.2. Sahiplik Kompozisyonu (KOM) ve Nakit Temettü Oranı (NOMNT) İlişkisi**

Nakit temettü oranı (NOMNT) ve sahiplik kompozisyonu (KOM) arasındaki ilişki kurduğumuz 2. modelde ele alınmıştır. Sahiplik kompozisyonu (KOM) iki farklı değişkenle analizde yerini almıştır. Söz konusu değişkenler yabancı (YORT) ve yönetsel sahiplik (İYKU)'tir. Bu iki değişken kukla değişkenleri (dummy variable)'dir. Yabancı sahiplik (YORT) değişkeni şirkette yabancı ortak bulunuyorsa "1", aksi takdirde "0" değerini almaktadır. Yönetsel sahiplik (İYKU) değişkeni yönetim kurulu başkanı aynı zamanda genel müdürse "1", aksi takdirde "0" değerini almaktadır. Analiz sonuçlarına göre elde edilen bulgular aşağıda tablo.11'de rapor edilmiştir.

---

<sup>272</sup> Nathasa Mazna Ramli, "a.g.m.", pp.170-180.



**Tablo 4.10. Sahiplik Kompozisyonu (KOM) ve Nakit Temettü Oranı (NOMNT) İlişkisi**

Değişkenler	Bağımlı Değişken (NOMNT)	
	Model 1	Model 2
Sabit	-0.2677381 -1.51	-0.3268301 -1.85*
YORT	-0.3251226 -3.10***	
İYKU		-0.1460471 -1.15
HBK	0.1962337 30.41***	0.1974629 30.48***
YKS	0.0806713 2.94***	0.0795324 2.88***
ROA	-0.0041058 -2.92***	-0.0040999 -2.91***
R <sup>2</sup>	0.4334	0.4569
F Değeri	239.43***	236.32***

Not: \*\*\* %1 düzeyinde, \*\*%5 düzeyinde ve \*%10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo.4.10. incelendiğinde her iki modelde % 1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlar vermektedir. Birinci modelin açıklama gücü yaklaşık % 43’ken, ikinci modelin açıklama gücü ise yaklaşık % 45’tir. Analiz sonuçlarına göre, yabancı sahiplik (YORT) %1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlıdır. Elde edilen sonuca göre, şirketlerin yabancı sahiplik oranının artması nakit temettü oranı (NOMNT)’nın azalmasına yol açmaktadır. Bulduğumuz sonuç Ullah v.d’nin çalışmalarındaki sonuçla farklılık göstermektedir. Yazar, yabancı sahiplik oranının artmasının temettü ödeme oranını arttırdığını ileri sürmektedir.<sup>273</sup> Ortaklar arasında yabancıların bulunduğu işletmeler rekabet ortamının güçlü olduğu sektörlerde stratejik avantajlara sahiptir. Bu işletmelerin sağladıkları avantaj yabancı ortakların yanlarında getirdikleri değerlerden kaynaklanmaktadır. Bulduğumuz sonuca göre, yabancı ortağın bu söz konusu donanımlarından elde etmiş oldukları kârları ortaklarına dağıtmayıp veya düşük oranda dağıtıp dağıtılmayan kârlarını yatırımlarda kullandığı görülmektedir. Dolayısıyla yabancı sahiplik oranı (YORT) nin artması nakit temettü oranı (NOMNT)’nı azaltmaktadır.

<sup>273</sup> Hamid Ullah v.d., “a.g.m.”, pp.298-307.

Elde edilen diğer sonuca göre ise, Şirketlerin yönetimsel sahiplik (İYKU) oranının artması nakit temettü oranı (NOMNT)'nı azaltmaktadır. Ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bulduğumuz sonuç, Mirzaei'nin çalışmasındaki sonuçla ve Mehrani v.d.'nin çalışmalarındaki sonuçla birebir örtüşmektedir.<sup>274</sup>

---

<sup>274</sup> Hossein Mirzaei, "a.g.m.", pp. 327-332., Sasan Mehrani v.d., "a.g.m.", pp.7516-7525.

## SONUÇ

Çalışmamız, 2004 – 2011 yılları arasında İMKB reel ve bankacılık sektöründe yer alan toplam 271 işletmenin sahiplik yapısının temettü ile ilişkisini tespit etmek amacıyla yapılmıştır. Sahiplik yapısı kavramı iki alt değişkenle incelenmiştir. Bunlar sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonudur.

Sahiplik yoğunluğu (YOG) kavramı, dört değişken yardımı ile açıklanmıştır. Bunlar; en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M1), en büyük ikinci ortağın sahip olduğu hisse oranı (M2), en büyük üçüncü ortağın sahip olduğu hisse oranı (M3) ve halka açıklık oranı (HAO)'dır. İMKB reel ve bankacılık sektörünü incelediğimizde bu sektörlerde yoğun bir sahiplik yapısının var olduğu görülmektedir. Her iki sektör içerisinde en büyük ortak hisselerin (M1) ortalama %45.37'sini elinde tutmaktadır. İkinci büyük ortağın elinde tuttuğu hisse oranı (M2) ortalama %9.59, üçüncü büyük ortağın elinde tuttuğu hisse oranı (M3) % 2.79 ve halka açıklık oranı (HAO) ise ortalama %38.13'tür.

Çalışmamızda sahiplik kompozisyonu (KOM) değişkenleri iki başlık altında toplanmıştır. Bunlar: Yabancı sahiplik (YORT) ve yönetsel sahiplik (İYKU)'tir. Bu değişkenler kukla değişkenlerdir. Yabancı sahiplik (YORT) değişkeni şirket yabancı ortağa sahipse "1", aksi durumda "0" değerini almaktadır. Yönetsel sahiplik değişkeni ise, şirketteki yönetim kurulu başkanı aynı zamanda genel müdürse "1", aksi takdirde "0" değerini almaktadır.

Analiz kapsamına alınan sektörlerde yer alan işletmelerin ortalama %22.69'unun yabancılarla ortaklarla işbirliği içerisinde olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, yerli hissedarlarının paylarının yabancı hissedarlarca satın alındığının önemli bir göstergesidir.

Diğer bir "sahiplik kompozisyonu" değişkeni "yönetsel sahiplik" (İYKU) oranının ortalama % 5.67 olduğu saptanmıştır. Bu durum, analiz kapsamına alınan şirketlerin küçük bir bölümünde yönetim kurulu başkanıyla genel müdürün aynı kişi olduğu anlamına gelmektedir.

Kontrol değişkenleri, hisse başı kâr (HBK), yönetim kurulu üye sayısı (YKS), Aktif Kârlılık (ROA)'dır. İMKB'deki şirketlerin Hisse Başı Kâr ortalaması % 0.5524'tür. Ayrıca İMKB'deki şirketlerin yönetim kurulu üye sayısı ortalama 6'dır. Aktif kârlılıkları (ROA) ise ortalama %2.01'dir.

İMKB'deki şirketler genel olarak temettülerini nakit olarak dağıtmaktadırlar. Hisse senedi olarak temettü dağıtan az sayıda şirket bulunmaktadır. Bu nedenle bağımlı değişkeni "nakit temettü oranı" (NOMNT) temsil etmiştir. Bu değişkenin "sahiplik yoğunluğu (YOG) ve sahiplik kompozisyonu (KOM)" ile ilişkileri de ayrı ayrı incelenmiştir.

Analiz sonuçlarına göre, kontrol değişkenlerinden olan "ROA değişkeninin %1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmektedir. "ROA" değişkeninin katsayısının negatif olması "ROA" ile "NOMNT" değişkenleri arasında ters bir ilişki olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle şirketlerin aktif kârlılığının artması nakit temettü oranında azalma meydana getirmektedir. Yatırım yapılan aktiflerden elde edilen kârın artması işletme yönetimini yeniden yatırım yapmaya teşvik etmektedir. Dolayısıyla dağıtılması düşünölen nakit temettünün yeni yatırımın finansmanında kullanıldığının bir göstergesidir.

Diğer kontrol değişkeni olan "HBK" %1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif işaretlidir. Diğer bir ifadeyle şirketlerin hisse başı kârlarının artması nakit temettü oranlarının da artmasına neden olmaktadır. Kâr ne kadar yüksek olursa ödenecek temettünün de yüksek olması doğaldır. Dolayısıyla işletmelerin ödeyecekleri temettü oranı elde edecekleri kârla doğru orantılıdır.

Son kontrol değişkeni olan "YKS" de % 1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif işaretlidir. Şirketlerin yönetim kurulu sayısındaki artış nakit temettü oranını arttırmaktadır. Şirketlerin yönetim kurulları incelendiğinde bu kurulu oluşturan üyelerin genellikle şirket ortakları tarafından oluşturuğı söylenebilir. Aile şirketi tarzında olan şirketlerde yönetim kurulu sayısının çok fazla olmadığı görölmektedir. Yine aynı şekilde aile şirketleri ortaklarının nakit temettü dağıtma yerine büyüme seçeneğini tercih ettiği görölmektedir. Yüksek oranda paya sahip farklı ortaklıkların bir araya gelerek yeni bir şirket oluşturmaları yönetim kurulunda yer alan üyelerin sayısının

artmasına neden olmaktadır. Bu farklı ortaklıkların modelimizde bulduğumuz sonuçlara göre eldeki kuş teorisine uygun hareket ettikleri görülmektedir. Bu teoriye göre, temettü olarak elde edilecek bugünkü 1 TL, gelecekte yatırımlar sonucu elde edilecek 1 TL'den daha değerli olacaktır. Dolayısıyla yönetim kurulu üye sayısının artması, nakit temettü oranı(NOMNT)'nın artmasına neden olacaktır.

Nakit temettü oranı (NOMNT) ve sahiplik yoğunluğu (YOG) arasındaki ilişki incelendiğinde "M1 ve HAO" değişkenleri % 5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara sahiptir. En büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının (M1) artması nakit temettü oranı (NONMT)'ni arttırmaktadır. En büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M1) ne kadar yoğun olursa nakit temettü oranı (NOMNT) o oranda artacaktır. Bunun nedeni en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının artmasının, yönetimi izleme isteğini o oranda arttırmasıdır. Bu durum, en büyük ortağın gözünün sürekli üzerinde olduğu bilen yöneticilere verimli projelere yatırımlarını gerçekleştirmesi için baskı yapmaktadır. Bu da şirket kârının artmasını sağlamaktadır. Şirket kârının artması da nakit olarak dağıtılan temettülerin artmasına neden olmaktadır.

Dolayısıyla amaçları nakit temettü elde etmek olan potansiyel yatırımcılar, en büyük ortağın sahip olduğu hisse oranının yüksek olduğu şirketlere yatırım yapmalıdırlar.

Halka açıklık oranının (HAO) işaretinin negatif olması, nakit temettü oranı (NOMNT) ile arasında ters bir ilişki olduğunu ifade etmektedir. Halka açıklık oranı (HAO) arttıkça nakit temettü oranı (NOMNT) düşmektedir. Halka açıklık oranı (NOMNT)'nın artması yönetici hâkimiyetini arttıracaktır. Güç ve yetkiyi elinde bulduran yönetici kendi yerini sağlama almak için çalışacaktır. Başarısızlıktan dolayı şirketten atılma riskiyle karşılaşmayacak olan yönetici kurum çıkarlarından önce kendi şahsi menfaatlerini ön planda tutacaktır. Bu durum yöneticiden doğan vekâlet maliyetlerini arttıracaktır. Vekâlet maliyetlerinin artması kârlılığı olumsuz yönde etkileyecektir. Kârın düşmesi ise nakit temettü oranı(NOMNT)'ni düşürecektir. Dolayısıyla halka açıklık oranı (HAO)'nın artması nakit temettü oranı(NOMNT)'nin azalmasına neden olmaktadır.

Ancak halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin karmaşık ve dağınık sahiplik yapısının verdiği etkiyle özsermayeleri fazladır. Bu tür şirketler söz konusu özsermayelerini büyümeye yönelik kullanabilmektedirler. Bu nedenle amaçları büyümek olan potansiyel yatırımcıların halka açıklık oranı yüksek olan şirketlere yatırım yapmaları gelecekte için faydalı olacaktır.

İkinci büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M2)'nin artması nakit temettü oranı (NOMNT)'ni azaltmaktadır ve üçüncü büyük ortağın sahip olduğu hisse oranı (M3)'nin artması nakit temettü oranı (NOMNT)'ni arttırmaktadır. Ancak bu sonuçlar istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Nakit temettü oranı (NOMNT) ile yabancı sahiplik (YORT) arasındaki ilişki %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Elde edilen sonuca göre, şirketlerin yabancı sahiplik oranının artması nakit temettü oranının (NOMNT) azalmasına yol açmaktadır. Ortaklar arasında yabancıların bulunduğu işletmeler rekabet ortamının güçlü olduğu sektörlerde stratejik avantajlara sahiptirler. Bu işletmelerin sağladıkları avantaj yabancı ortakların yanlarında getirdikleri değerlerden kaynaklanmaktadır. Bulduğumuz sonuca göre, yabancı ortağın bu söz konusu donanımlarından elde etmiş oldukları kârları ortaklarına dağıtmayıp veya düşük oranda dağıtıp dağıtılmayan kârlarını yatırımlarda kullandığı görülmektedir. Dolayısıyla yabancı sahiplik oranı (YORT)'nin artması nakit temettü oranı (NOMNT)'ni azaltmaktadır. Bu nedenle amaçları büyümek olan potansiyel yatırımcılar yatırımlarını yabancı sahiplik oranı yüksek olan şirketlere yapabilirler.

Elde edilen diğer sonuca göre ise, şirketlerin yönetsel sahiplik (İYKU) oranının artması nakit temettü oranı (NOMNT)'ni azaltmaktadır. Ancak bu sonuç istatistiksel açıdan anlamlı değildir.

Araştırmamızdan elde edilen sonuçlardan da hareketle sahiplik yapısı temettü açısından önemli bir unsurdur. Temettü ödeme oranları belirlenirken bu duruma dikkat edilmelidir. Potansiyel yatırımcılar hissesini almak istediği şirketlerin sahiplik yapısını da göz önünde bulundurmalarıdır. Yatırım için en doğru karar, ayrıntılı analizler ve değerlendirmeler ışığında açığa çıkmaktadır. Şirketlerin yatırım felsefesi de bu doğrultuda olmalıdır.

## KAYNAKÇA

Ağdelen, Zafer. Haluk Erkut, “Firma Kurumsal ve Yönetimsel Özelliklerinin İnsan Kaynakları Yönetimi Üzerindeki Etkisinin Analizi”, *Girne Amerikan University J. Soc. & Appl. Sci.*, 2008, C.3, S. 6, ss.37-55.

Akgüç, Öztin, *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım Yayın, Yenilenmiş 7. Baskı, İstanbul, 1998.

Akın, Adnan, “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2004, S. 22, ss.127-148.

Alayoğlu, Nihat *Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma*, Müsiad Yayınları, Yayın No:42, İstanbul, 2003, Kaynak: [http://www.musiad.org.tr/img/arastirmalaryayin/pdf/yonetim\\_kitapligi\\_02.pdf](http://www.musiad.org.tr/img/arastirmalaryayin/pdf/yonetim_kitapligi_02.pdf), (Erişim Tarihi: 20.01.2012)

Algüner, Ayhan, *Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No. 199, Ankara, 2005.

Allen, Franklin. Douglas Gale, “ Corporate Governance and Competition”, *The Wharton Financial Institutions Center*, 1999, pp. 1-42.

Altan, Alparslan, *Mülkiyet Hakkı, Güvencesi ve Korunması*, (Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008.

Altın, H. Uğur, *Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim Kavramı ve Türkiye Uygulaması*, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006.

Altınışik, Ali Ekber, *Uluslararası Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Vergi Özendirmeleri Önlemleri Karşısındaki Durumu ve Vergisel Teşviklerinde Başarısında Çin*, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2006.

Aras, Güler. Alövsat Müslümov, Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Rolü: OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği, t.y., ss.5-26, Kaynak: <http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/books/pdf>., (Erişim Tarihi: 21.02.2012)

Argüden, Yılmaz, “Kurumsal Yönetişim”, *Dünya Gazetesi*, 2007, Kaynak: [www.arguden.net/makale.aspx?id=280](http://www.arguden.net/makale.aspx?id=280). (Erişim Tarihi: 17.01.2012.)

Arıkboğa, Şebnem. Ahmet Menteş, “Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 2009, C: 59, S: 2, ss.85-120.

Ata, Ali. Yusuf Ağ, “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 2010, S.11, ss.45-60.

Aysan, Mustafa A., *Kurumsal Yönetim ve Risk*, Elit Matbaacılık, 1. Baskı, İstanbul, 2007.

Aysoy, Derya, *Kurumsal Yatırımcılar Olarak Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonları ve Fon Performanslarının Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2011.

Balı, Selçuk, *Temsil Maliyeti ve İMKB Üzerine Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2005.

Batmaz, Nihat. Sevinç Tekeli, *Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Polonya Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Türkiye Örneği*, Ekin Yayınevi, Bursa, 2009.

Bayrakdaroğlu, Ali, “Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2010, C.2, S.2, ss.11-20.

Bekâr, Özhan Tolga, Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yönetimin Rolü, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Fakültesi, İstanbul, 2007.



Berezneak, Elena, *Bankalarda Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi: Türkiye Uygulaması*, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007.

Berk, Niyazi, *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, 3. Baskı, İstanbul, 1998.

Black, Fischer, “The Dividend Puzzle”, *The Journal Of Portfolio Management*, 1976, Special Issue 1996, pp.8-12., Kaynak: <http://web.cenet.org.cn/upfile/46880.pdf>, (Erişim Tarihi: 30.01.2012.)

*Blogcu*, “Taşınmaz Mülkiyeti”, t.y., Kaynak: <http://emlakbilgi.blogcu.com/tasinmaz-mulkiyeti/7362737>. (Erişim Tarihi: 16.01.2012.)

Biçer, Türkan, *Yükseköğretimde Yönetişim (Governance) ve Türkiye İçin Öneriler*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, İzmir, 2006.

Bulut, Halil İbrahim. Fikret Çankaya. Bünyamin Er, “Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2009, C.11, S.1, ss.101-120.

Cadbury, Adrian, “Family Firms and Their Governance: Creating Tomorrow’s Company From Today’s”, *Egon Zender International*, 2000, pp.2-54.

*Cerebra*, “Yeni TTK’nın Muhasebe ve Mali İşler, Finansal Raporlama ve Denetim Fonksiyonlarına İlişkin Getirdiği Yenilikler Nelerdir?”, t.y, Kaynak: <http://www.cerebra.com.tr//turkce/site/yenittkmuhmaliishtml>. (Erişim Tarihi: 19.01.2012.)

Ceylan, Ali. Turhan Korkmaz, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Yayınevi, Gözden Geçirilmiş 10. Baskı, Bursa, 2008.

Chang, Millicent. Gino D’anna. Iain Watson. Marvin Wee, “Do Investor Relations Affect Information Asymmetry? Evidence from Australia,” *Financial Service Reform*, 2006, pp.27-123.

Çelik, Elif, *Kurumsal Yönetim Modeli Olarak Paydaş Yaklaşımı: Kamu ve Özel Hastane Karşılaştırması*,(Yüksek Lisans Tezi), Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 2007.

Çelik, Orhan, *İşletmelerde Muhasebe Bilgisi ve Şirket Demokrasisi*, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2007.

Dalğar, Hüseyin, *Türk Finansal Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi*, (Doktora Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006.

*Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği*, “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?”, *Kurumsal* 2007, ss.1-12, Kaynak: [http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Turkey/Local%20Assets/Documents/turkey\(tr\)\\_cgs\\_nedirbuky\\_261206.pdf](http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Turkey/Local%20Assets/Documents/turkey(tr)_cgs_nedirbuky_261206.pdf), (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

*Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği*, “Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları”, *Kurumsal Yönetim Serisi*, 2007, S.2, ss.1-20, Kaynak: [http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi\\_merkezi/kyd\\_yayinlari/kurumsal\\_yonetimin\\_anonim\\_ortakliklarda\\_yansimalari.pdf](http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi_merkezi/kyd_yayinlari/kurumsal_yonetimin_anonim_ortakliklarda_yansimalari.pdf), (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

*Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği*, “Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Ana Sözleşmenin ve Yan Düzenlemelerin (By-Laws) İşlevleri”, 2008, S.6,ss.1-16,Kaynak:[http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Turkeytr\\_kys\\_Kurumsal\\_yonetimilkeleriisigindaanasozlesmeninveyanduzenlemelerinislevleri\\_270308.pdf](http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Turkeytr_kys_Kurumsal_yonetimilkeleriisigindaanasozlesmeninveyanduzenlemelerinislevleri_270308.pdf), (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

Demirbaş, Mahmut. Süleyman Uyar, *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi*, Güncel Yayıncılık, Birinci Baskı, Yayın No.262, İstanbul, 2006.

Easterbrook, Frank H., “Two Agency Cost Explanations of Dividends”, *The American Economic Review*, September, 1984, Vol. 74, Num.4, pp. 650-659.

Ekodiyalog., “Kamu İktisadi Teşebbüsleri”, t.y., Kaynak: [http://www.ekodiyalog.com/kamu\\_maliyesi/kamu\\_iktisadi\\_kuruluslari.html](http://www.ekodiyalog.com/kamu_maliyesi/kamu_iktisadi_kuruluslari.html), (Erişim Tarihi:21.02.2012)

Erbay, Hülya, *Türk Fikri ve Sinaî Mülkiyet Haklarının AB Mevzuatına Uyum Düzeyinin Tespiti ve Eğitim Gereklilerinin Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara 2007.

Ercan, Metin Kamil.Ünsal Ban, *Finansal Yönetim: Değere Dayalı İşletme Finansı*, Gazi Kitapevi, 2.Baskı, Ankara, 2005.

Erçakar, M. Emin. Erdal Tanas Karagöl, “Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımlar”, *Siyaset, Ekonomi ve Toplum Araştırmaları Vakfı*, 2011, ss.1-29.

Erdoğan, Mahmut, *Kurumsal Yönetim ve Şirket Nakit Tutuşuna Etkisi: Bir Dinamik Panel Veri Analizi*, (Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2010.

Erdoğan, Yavuz, “Kamu Hukuku Açısından Mülkiyet Hakkı”, Askeri Yüksek İdare Mahkemesi (AYİM)”, S. 14, t.y., Kaynak: [http://www.msb.gov.tr/ayim/Ayim\\_makale\\_detay](http://www.msb.gov.tr/ayim/Ayim_makale_detay), (Erişim Tarihi:16.01.2012).

Eren, Fikret, “Mülkiyet Kavramı”, *A. Recai Seçkin’e Armağan*, Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi, 1974, S.351, ss.765-795.

Ertuğrul, Murat, “Asimetrik Bilginin Hissedar Değerine Etkisi”, *Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2009, ss.73-101.

Faccio, Mara. Lary H.P. Lang, “The Ultimate Ownership Of Western European Corporation”, *Journal Of Financial Economics*, 2002, pp.365-395.

Fama, Eugene F., “Agency Problems and The Theory of The Firm”, *Journal of Political Economy*, 1980, Vol.88, Num.2, pp.288-307.

Fama, Eugene F. Michael C. Jensen, “Agency Problems and Residual Claims” *Journal Of Laws and Economics*, 1983, Vol.26, Num.2, pp.327-349.

Fettahoğlu, Abdurrahman. H.Aydın Okuyan, “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*, Eskişehir, 17-19 Haziran 2009, Kaynak: [http://www.econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Fettahoglu\\_Okuyan\\_pdf](http://www.econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Fettahoglu_Okuyan_pdf), (Erişim Tarihi: 16.01.2012.)

Fındıkçı, İlhami, *Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma*, Alfa Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2005.

Fıratöğlu, Bahşeyiş, “Şirketlerin Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler ve Kriz Dönemlerinde Şirket Davranışlarında Meydana Gelen Değişiklikler”, *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu*, Araştırma Dairesi, Ankara, 2005.

Gençtürk, Mehmet, “Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2003, C.8, S.2, ss. 231-251.

Gillan, Stuart L. Laura T Starks, “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”, *Journal of Financial Economics*, 2000, Vol. 57, pp. 275-305.

Gonnard, Eric. Eun Jun Kim. Isabelle Ynesta, “Recent Trends in Institutional Investors” *Financial Market Trends*, OECD, 2008, pp.1-22

*Government Offices Of Sweeden*, “The state as a company owner”, 2004, Kaynak: <http://www.sweden.gov.se/sb/d/2106/a/19792>, (Erişim Tarihi: 21.02.2012.)

Gürbüz, A. Osman. Yakup Erginçan, *Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, Literatür Yayınları, İstanbul, 2004.

Gürbüz, Osman, “Kurumsal Yönetim Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler”, I. Uluslararası Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu, Antalya 2005, ss.1-19, Kaynak: <http://www.archive.ismmmo.org.tr/docs/.../02-OSMAN%20GÜRBÜZ.doc.>, (Erişim Tarihi: 20.01.2012.)

Gürsoy, Cudi Tuncer, *Finansal Yönetimin İlkeleri*, Doğu Üniversitesi Yayınları, 1.Baskı, İstanbul, 2007.

Güvençer, Ümit Can, *Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa, 2008.

*Habertürk*, “Yüzde 62’si Yabancılarda Çıktı”, 2012, Kaynak: <http://ekonomi.haberturk.com/finans-borsa/haber/743078-yuzde-62si-yabancilar-da-cikti>, (Erişim Tarihi: 17.05.2012)

İbicioğlu, Hasan. Hüseyin Dalğar. Ozan Özdemir, “ İşletme Yönetim Faaliyetlerine İlişkin Giderlerin Oluşumu ve Panel Veri Analizi Yöntemiyle Tahmini: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Bir Uygulama”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2011, C.7, S.14, s.233-244.

İhtiyar, Mustafa, *Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi*, Beta Yayınları, Yayın No. 1656, 1.Baskı, İstanbul, 2006.

İlter, H.Melih, “Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve KOBİ’lerin Yönetim Sorunları”, İstanbul, 2001, ss.1-68, Kaynak: <http://www.ito.org.tr/Dokuman/SeminerNot/pdf>, (Erişim Tarihi: 19.01.2012)

İsmayılov, Muzaffer, *Kurumsal Yönetim: Azerbaycan’daki Anonim Şirketlerin Kurumsal Yönetim Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007.

İşeri, Müge, “Anonim Şirketlerde Vekâlet Sorunu ve Bu Sorunun Çözümlemesinde Kullanılan Teknikler”, *Journal Of İstanbul Kültür University*, 2002, S. 2, ss. 77-86.

Januszewski, Silke I. Jens Köke. Joachim K. Winter, “Product Market Competition, Corporate Governance And Firm Performance: An Empirical Analysis for Germany”, *Research In Economics*, 2002, Vol:56, Num.3, pp.299-332.

Jensen, Michael. William H. Meckling “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics*, 1976, Vol. 3, Num. 4, pp.1-76.

Jensen, Michael C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 1986, Vol.76, Num.2, pp.323-329.

Kahveci, Caner, *İç Denetimin Vekâlet Teorisinde Yeri ve Önemi: Bir Bankada Yapılan Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008.

Kahneman, Daniel. Amos Tversky, “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, March, 1979, Vol. 47, Num. 2, pp.263-292.

Kandır, Serkan Yılmaz, “Kurumsal Yatırımcıların İMKB Şirketlerine Yönelik Yatırım Tercihlerinin Araştırılması”, *İMKB Dergisi*, 2010, C.11, S. 44, ss. 31-61.

Kaplanoğlu, Emre, *Temettü Politikası Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma*, (Yüksek Lisans Tezi), Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli, 2005.

Karaaslan, Ahmet. Fazlı Yıldız, “Telekomünikasyon Sektöründe Regülasyon ve Özelleştirmenin Etkileri: OECD Ülkeleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, *Yönetim ve Ekonomi*, 2011, C.18, S.2, ss.1-21.

Karabıyık, Hilal, *Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2011.

Karabulut, Tuğba, “Aile İşletmelerinin Kurumsallaşmaya ve Yönetim Fonksiyonlarına Yönelik Yönetim Sorunları: İstanbul’da Tekstil Sektöründe Üretim Yapan Aile İşletmesi Kobiler Üzerinde Bir Araştırma”, *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2008, C.25, S.2, ss.644-676.

Karaca, Süleyman Serdar, *Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Yönelik Bir İnceleme*, (Doktora Tezi), İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya, 2007.

Karaevli, Ayşe, “Yönetici Yedekleme Planı Bir Örgütün Değişim Kapasitesini Nasıl Azaltabilir? Kuramsal Bir Model”, *Sabancı Üniversitesi Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 2008, C. 5, S. 2, ss1-40.

Kargın, Sibel, *Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı*, (Doktora Tezi), Celal Bayar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Manisa, 2006.

Karpuzoğlu, Ebru, “ Aile Şirketleri Nedir, Temel Özellikleri Nelerdir?” t.y., *Kobi Finans*, Kaynak: [http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi\\_merkezi/020603/483](http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020603/483), (Erişim Tarihi: 19.01.2012)

Keküllüoğlu, Taner Davut, *Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Ticari Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2008.

Kıran, Cihan, *Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma Sendromu ve İstanbul İOSB’deki Aile Şirketleri Üzerine Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2007.

Kırım, Arman, *Aile Şirketlerinin Yönetimi*, Sistem Yayıncılık, 3. Baskı, İstanbul, 2005.

Kıyılar, Murat.Muhammet Belen, “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri, Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, *İSMMMO 1. Uluslar arası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu*, Antalya, 20-24 Nisan 2005, ss.1-33, Kaynak:<http://archive.ismmo.org.tr/docs/sempozyum/07sempozyum/10.murat%20kıyılar%20muhammed%20belen.doc.>, ( Erişim Tarihi:19.01.2012)

Kocabıyık, Turan, *Portföy Oluşturmada Kurumsal Yatırımcı Yaklaşımı*, (Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2006.

Koçer, Burak, *İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları: İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Uygulama*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No.201, Ankara, 2006.

Korgun, Aynur, "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri", *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu*, 1999, ss.1-46.

Korkmaz. Fahrettin. Derya Tellan, "Fikri Mülkiyet Haklarının Gelişimini İletişim Teknolojileri Örneğinde Değerlendirmek", t.y., Kaynak:<http://ilet.gazi.edu.tr/posts/download?id=13453>., (Erişim Tarihi: 15.01.2012)

Kouki, Mondher. Moncef Guizani," Ownership Structure and Dividend Policy Evidence From The Tunisian Stock Market", *European Journal of Scientific Research*, 2009, Vol.25, Num.1, pp.42-53.

Köke, Jens. Luc. Renneboog, "Do Corporate Control And Product Market Competition Lead To Stronger Productivity Growth? Evidence From Market-oriented And Blockholder-based Governance Regimes", *Tilburg University Discussion Paper Center*, 2003, Num. 14, pp.1-37.

Kula, Veysel, *Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*, Papatya Yayıncılık Eğitim, 1.Baskı, İstanbul, 2006.

Kumar, Jayes, "Ownership Structure and Dividend Policy In India", *Indira Gandhi Institute Of Development Research*, 2003, pp.1-40.

*Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.*, "Kurumsal Yönetim Metodolojisi", t.y. Kaynak: [www.saharating.com/liste\\_goster.asp?bolum=6&id=31](http://www.saharating.com/liste_goster.asp?bolum=6&id=31)., (Erişim Tarihi:17.01.2012.)



Lang, Larry H.P. Robert H. Litzenberger, “Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?”, *Journal of Financial Economics*, 1989, Vol.24, pp.181-191.

Lintner, John, “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, *The American Economic Review*, 1956, Vol.46, Num.2, pp.97-113.

Manisalı Darman, Güler, *Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Yakınsamaya Hukusal Düzenleme ve Piyasa Dinamiklerinin Etkisi*, (Doktora Tezi), Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2009.

Mancinelli, Luciana. Aydın Özkan, “Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence From Italian Firms”, *The European Journal of Finance*, 2006, pp.265-282.

Mehrani, Sasan. Mohammad Moradi. Hoda Eskandar, “Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from Iran”, *African Journal of Business Management*, Vol.5, Num.17, 2011, pp.7516-7525.

Mello, Antonio S. Rafael Repullo, “Shareholder Activism is Non- Monotonic in Market Liquidity”, *Finance Research Letters*, 2003, pp.1-9.,Kaynak: <http://www.cemfi.es/pdf/papers/repullo/Shareholder.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.02.2012)

Menteş, Süleyman Ahmet, *Kurumsal Yönetim Etkinlik Ölçüm Aracı Olarak Tepe Yöneticisi Değişimi: Türkiye Uygulaması*,(Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008.

Mirzaei, Hossein, “A Survey On The Relationship Between Ownership Structure and Dividend Policy in Tehran Stock Exchange”, *International Conference on Management, Applied and Social Sciences*, Dubai, 2012, pp. 327-332.

Murphy, Kevin J., “Executive Compensation”, *Working Paper*, 1999, pp.1-98.

Nivoix, Sophie, “Dividend Pay-Outs and Leverage in Japanese Firms”, *Asian Business & Management*, 2005, Vol.4, Num.2, pp. 185-203.

OECD, “OECD Principles of Corporate Governance”, OECD Yayınları, Paris, 2004, pp. 3-66.

OECD, “High Level Experts Meeting on Corporate Governance Development of State Owned Enterprises in Russia, Meeting co-organised by The Russian Ministry for Economic Development and Trade and the OECD”, 2006, pp.1-10, Kaynak: <http://www.oecd.org/dataoecd/pdf>. Erişim Tarihi: 21.02.2012)

OECD, “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, 2004, çev. Kurumsal Yönetim Derneği, 2005, ss.2-50., Kaynak: [http://www.tkyd.org/bilgi\\_merkezi/kydyayinlar.oecd2004.pdf](http://www.tkyd.org/bilgi_merkezi/kydyayinlar.oecd2004.pdf), (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

Okka, Osman, *Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler*, Nobel Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Ankara, 2009.

Omağ, Aclan, *İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım*, (Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2007.

Ongun, M. Tuba, “Ticaretle Bağlantılı Fikri Mülkiyet Hakları Anlaşması ve Gelişmekte Olan Ülkeler”, *Ekonomik Yaklaşım*, 1996, C:7, S:22, ss.61-76.

Örücü, Esin, “Taşınmaz Mülkiyeti Sınırlamalarına İlişkin Bazı Öneriler”, *Mukayeseli Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 1976, S.13, ss.47-78.

Özdemir, Muharrem, *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara, 1997.

Özer, Mustafa. Kemal Biçerli, “Türkiye’de Kadın İşgücünün Panel Veri Analizi” *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Eskişehir, 2004, ss.55-86.

Özger, Esra, *Kurumsal Yönetim ve İmalat Sektöründe Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009.

Pamukçu, Ali Bülent, *Finans Yönetimi*, Der Yayınları, Yayın No. 257, İstanbul, 1999.

Paslı, Ali, *Corporate Governance: Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, Beta Yayınları, 1.Baskı, Yayın No.1432, İstanbul, 2004.

Pazarlıoğlu, Vedat. Özlem Kiren Gürler, “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 2007, C. 44, S. 508, ss.35-43.

Polat, Gürkan, *Hisse Senetleri Borsaya Kote Olmuş Şirketlerde Kurumsal Yönetim Kapsamında Bağımsız Denetim*, (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2006.

Pulaşlı, Hasan, *Corporate Governance: Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Sözkese Matbaacılık, Yayın No. 402, Ankara 2003.

Ramli, Nathasa Mazna, ”Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies”, *International Review of Business Research Papers*, 2010, Vol.6, Num.1, pp.170-180.

Sağlam, Necdet, “Dünyada ve Türkiye’de Aile Şirketlerinin Durumu”, *Kobi Finans*, t.y Kaynak: [http://www.kobifinans.com.tr/bilgi\\_merkezi/020603/455](http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020603/455). (Erişim Tarihi: 19.01.2012).

Sağlamer, Erdem, *Dolaylı Yabancı Sermaye Yatırımları ve Dış Yatırımcıların Türk Sermaye Piyasasına Çekilmesi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2003.

Sakınç, İlker, *Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İlişkisi*, (Doktora Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008.

Sancakdar, Canan, *Sermaye Piyasalarının Gelişiminde Kurumsal Yatırımcıların Önemi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006.

Seki, Selçuk, *Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve KOBİ Niteliğindeki Aile İşletmelerinde Uygulanabilirliği: Keşan İlçesi Mobilya Sektöründe Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2007.

*Sermaye Piyasası Kurulu*, “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, 2003, Kaynak: [http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal\\_yonetim\\_ilkeleripdf](http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleripdf), (Erişim Tarihi:01.02.2012)

*Sermaye Piyasası Kurulu*, “İMKB Şirketleri Tarafından 2005 Yılında Yayınlanan Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarına İlişkin Genel Değerlendirme”, Ankara, 2005, Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile.pdf>, (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

Shah, Syed Zulfiqar Ali. Wasim Ullah. Baqir Hasnain, “Impact Of Ownership Structure On Dividend Policy Of Firm: Evidence From Pakistan”, *International Conference on E-Business, Management and Economics*, 2010, Vol:3, Hong Kong, pp. 22-26.

Shleifer, Andrei. Robert Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 1997, Vol. 52, Num.2, pp.737-783.

Sıvacıoğlu, Cem Mert, *Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasalarında Ölçülebilir Etkileri ve Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 2008.

Statkonsult, Roger Josevold, “Reforming Public Enterprises: Norway”, *OECD Public Management Service*, 1998, pp.1-25.

Stouraitis, Aristotelis. Lingling Wu, “The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem”, 2004, pp.1-35. Kaynak:[http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR\\_FICHER\\_114\\_1226315600.pdf](http://www.affi.asso.fr/uploads/Externe/d0/CTR_FICHER_114_1226315600.pdf). (Erişim Tarihi: 09.05.2012)

Singh, Manohar. Ali Nejadmalayeri, “Internationalization, Capital Structure and Cost of Capital: Evidence from French Corporations”, *Journal of Multinational Financial Management*, 2004, Vol.14, p.153-169.

Son Kulis, “Yabancı Sermaye İstanbul’a Paradan Para Kazanmaya Geldi”, 2012, Kaynak:<http://www.sonkulis.com/ozel-haber/2011de-yabanci-sermaye-istanbula-paradan-para-kazanmaya-geldi-h1677.html>., (Erişim Tarihi: 23 Şubat 2012)

Sorgun, Cüneyt. Murat Türk, “Aile Şirketlerinde Yönetim Sorunları: Adana İlinde Bir Uygulama”, *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2008, , C.12, S.1, ss.56-72.

Söylemez, Caner, *İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama*, (Yüksek Lisans Tezi), Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2007.

Şehirli, Kübra, “Kurumsal Yönetim: Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü)”, *Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi*, 1999.

Şimşek, Suat, “Türk Hukukunda ve Avrupa İnsan Hakları Sözleşmesinde Mülkiyet Hakkı”, *T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı*, Ankara, 2011, Yayın No.413, Kaynak: <http://www.sgb.gov.tr/Yaynlar/T%C3%BCrk%20pdf>., (Erişim Tarihi:16.01.2012)

Tepe, Sema, *Kamulaştırma ve Mülkiyet İlişkisinin İrdelenmesi Üzerine Bir Araştırma*, (Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Konya 2009.

Tetik, Nevzat. Osman Uluyol, *Aile Şirketlerinin Yapısal Sorunları*, Nobel Basımevi, 1. Baskı, İstanbul, 2005.

Tuna, Abdulkadir, *Basel II Çerçevesinde Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Türkiye’deki Ticari Bankalar Üzerine Bir Araştırma*, (Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008.

Turaboğlu, Tuncay Turan, *Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması*, (Doktora Tezi), Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana 2002.

Turaboğlu, Tuncay Turan, “ Vekâlet Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi”, *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 2003, S.4, Kaynak: <http://www.e-sosder.com/index.php?sayfa=ozet&no=93.pdf>, (Erişim Tarihi:16.01.2012.)

Turaboğlu, Tuncay Turan, “ Vekâlet-Temsil Problem ve Maliyetler”, *Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Ekonomik Yaklaşım Dergisi*,2004, C.15, S.51, ss.109-124.

*Türk Dil Kurumu*, “Sahiplik”, t.y., Kaynak: <http://www.tdk.gov.tr/index>, (Erişim Tarihi: 16.01.2012.)

Tükenmez, Mine. Türkan Susmuş. Serdar Özkan. Nilgün Kutay. Pınar Evrim. Hasan F.Baklacı. Tülay Yücel. Erdal Özkol. M.Banu Durukan. Süleyman Yükçü, *Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre Finansal Yönetim*, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999.

*TÜSİAD*, “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”, 2002, Yayın No. 12, ss.5-39, Kaynak: <http://www.ronesansakademi.com/yonetisim/tusiad.pdf>, (Erişim Tarihi: 16.02.2012)

Ullah, Hamid. Asma Fida. Shafiullah Khan, “The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan”, *International Journal of Business and Social Science*, 2012, Vol.3, Num.9, pp.298-307.

*Uluslararası Yatırımcılar Derneği*, “Uluslararası Doğrudan Yatırımlar 2011 Yıl Sonu Değerlendirme Raporu”, 2012, Kaynak: [http://www.yased.org.tr/webportal/English/insight\\_yased/Documents/YASED\\_UDY\\_Raporu\\_2011yilsonu\\_Subat2012.pdf](http://www.yased.org.tr/webportal/English/insight_yased/Documents/YASED_UDY_Raporu_2011yilsonu_Subat2012.pdf), (Erişim Tarihi: 15.04.2012)

Uzun, Ali Kamil,“Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve İç Denetimin Rolü”, *Dünya gazetesi*, t.y., Kaynak: <http://www.icdenetim.net/ic-denetim-nedir/84-aile-isletmelerinde>, (Erişim Tarihi: 16.01.2012.)

Ünal, Seda, *Kamuyu Aydınlatma İlkesi Açısından Kurumsal Yönetimin Önemi ve İMKB'de Bir İnceleme*, (Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara, 2011.

Ünsal, Nurettin, *İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi*, (Yüksek Lisans Tezi), Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde, 1998.

Warrad, Lina. Suzan Abed. Ola Khriasat. Imad Al-Sheikh, “The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence From Jordanian Context”, *International Journal of Economics and Finance*, 2012, Vol.4, Num.2, pp.187-195.

Wei, Gang. Weiguo Zhang. Jason Ze Zhong Xiao, “Dividend Policy and Ownership Structure in China”, 2003, Kaynak: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.pdf>. pp.1-29.

Westhead, Paul. Carole Howorth. Marck Cowling “Ownership and Management Issues in First Generation and Multi-Generation Family Firms”, *Entrepreneurship Regional Development*, 2002, Num.14, pp.247-269.

Wikipedia, “Ownership”, t.y., Kaynak: <http://en.wikipedia.org/wiki/Owner>. (Erişim Tarihi:16.01. 2012.)

Wikipedia,”Personal Property”, t.y., Kaynak: [http://en.wikipedia.org/wiki/Personal\\_property](http://en.wikipedia.org/wiki/Personal_property)., (Erişim Tarihi:16.01. 2012.)

Wikipedia, “Public Ownership”, t.y., Kaynak: <http://en.wikipedia.org/wiki/Stateownership>. (Erişim Tarihi: 21.02.2012)

Xu, Xiaonian. Yan Wang, “Ownership Structure, Corporate Governance and Firms’ Performance; The Case of Chinese stock Companies”, *World Bank Policy Research Working Paper*, 1997, pp.2-54. Kaynak: [http://wwwds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/02/24/000009265\\_3971023104034/additional/114514322\\_20041117145034.pdf](http://wwwds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2000/02/24/000009265_3971023104034/additional/114514322_20041117145034.pdf), ( Erişim Tarihi: 21.02.2012)

Yavan, Nuri, *Türkiye’de Doğrudan Yabancı Yatırımların Lokasyon Seçimi*, İktisadi Araştırma Vakfı, Ofset Matbaacılık, İstanbul, 2006.

Yayla, Münür. Yasemin Türker Kaya. İbrahim Ekmen, “Bankacılık Sektöründe Yabancı Girişi: Küresel Gelişmeler ve Türkiye”, *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, ARD Çalışma Raporları*, 2005, Yayın No.6.

*Yeni Türk Ticaret Kanunu*, 2011.

Yenigün, Türkan, *Kurumsal Yönetim ve İşletme İçi Denetim*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008.

Yıldırım, Ahmet Faruk, *Türk Aile İşletmelerinde Kurumsallaşmayı Engelleyen Aile Değerleri Üzerine Isparta İlinde Bir Çalışma*, (Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2007.

Yılmaz, Mustafa, *Gelişmekte Olan Ülkelerde Doğrudan Yabancı Yatırımlar-Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Veri Analizi*, (Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2008.

Yolaç, Sema. Ebru Doğan, “Küreselleşme Sürecinde Aile İşletmelerinde Yönetim ve Kurumsallaşma”, *İstanbul Üniversitesi İktisat Mecmuası*, 2011, C. 61, S.2, ss.83-110.

Zattoni, Alessandro. Francesca Cuomo, “Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives”, *Journal Compilation, Blackwell Publishing Ltd*, 2008, Vol.16, Num.1, pp.1-15.