

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

**HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE SAHİPLİK YOĞUNLAŞMASININ**  
**HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

**YÜKSEK LİSANS**

**Hazırlayan**  
**Hüseyin GÜRDAL**

**Tez Danışmanı**  
**Doç. Dr. Muhammet BELEN**

**Karabük**  
**Aralık/2017**

## İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER .....	1
TEZ ONAY SAYFASI.....	4
DOĞRULUK BEYANI .....	5
ÖNSÖZ .....	6
ÖZ.....	7
ABSTRACT.....	8
ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ.....	9
ARCHIVE RECORD INFORMATION .....	10
KISALTMALAR .....	11
GİRİŞ .....	12

## BİRİNCİ BÖLÜM

1. KURUMSAL YÖNETİM.....	14
1.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI .....	14
1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ ve AMACI.....	16
1.3. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ .....	18
1.3.1. Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri.....	18
1.3.1.1. Eşitlik.....	19
1.3.1.2. Şeffaflık.....	19
1.3.1.3. Hesap Verebilirlik .....	20
1.3.1.4. Sorumluluk.....	20
1.3.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	21
1.3.2.1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi İçin Temellerin Sağlanması ...	22
1.3.2.2. Pay Sahiplerinin Hakları, Adil Muamele Görmeleri ve Temel Ortaklık İşlevleri .....	23
1.3.2.3. Kurumsal Yatırımcılar, Pay Senedi Piyasaları ve Diğer Aracılar ...	24
1.3.2.4. Kurumsal Yönetimde Menfaat Sahiplerinin Rolü .....	25
1.3.2.5. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık.....	27
1.3.2.6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları.....	29

1.3.3. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	30
1.3.3.1. Pay Sahipleri İlkesi.....	31
1.3.3.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi .....	32
1.3.3.3. Menfaat Sahipleri İlkesi.....	33
1.3.3.4. Yönetim Kurulu İlkesi .....	34
1.4. DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM.....	35
1.4.1. Dünyada Kurumsal Yönetim .....	35
1.4.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim.....	38

## İKİNCİ BÖLÜM

2. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI VE SAHİPLİK YAPISI.....	41
2.1. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI .....	42
2.1.1. Şirket İçi Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	42
2.1.1.1. Yönetim Kurulu .....	43
2.1.1.2. Sahiplik Yapısı .....	44
2.1.1.3. Yöneticilerin Ücretleri.....	45
2.1.1.4. Yatırımcı İlişkileri .....	46
2.1.1.5. En İyi Uygulama Kodları.....	47
2.1.2. Şirket Dışı Kurumsal Yönetim Mekanizmaları .....	48
2.1.2.1. Şirket Satın Alımları .....	48
2.1.2.2. Yönetici Piyasası .....	49
2.1.2.3. Ürün Piyasasındaki Rekabet .....	50
2.1.2.4. Aktif Hissedarlık.....	51
2.1.2.5. Yasal Sistem .....	52
2.2. SAHİPLİK KAVRAMI .....	54
2.3. SERMAYE SAHİPLİĞİ .....	56
2.4. SAHİPLİK YOĞUNLAŞMASI .....	58
2.5. SAHİPLİK YAPISI TÜRLERİ.....	59
2.5.1. Aile Sahipliği.....	60
2.5.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği.....	62
2.5.3. Kamu Sahipliği.....	63

2.5.4. Yönetici Sahipliği .....	66
2.5.5. Çalışan Sahipliği.....	67
2.5.6. Dağınmık Sahiplik.....	68
2.6. SAHİPLİK YAPISI ve KONTROL.....	69

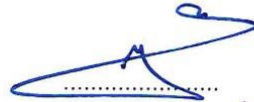


## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE SAHİPLİK YOĞUNLAŞMASININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ .....	72
3.1. ÇALIŞMANIN AMACI .....	72
3.2. LİTERATÜR TARAMASI .....	73
3.3. ÇALIŞMANIN KAPSAMI ve VERİ SETİ .....	79
3.4. ÇALIŞMANIN İLGİLİ DEĞİŞKENLERİ .....	80
3.4.1. Değerleme Ölçüsü .....	81
3.4.2. Bağımsız Değişkenler .....	81
3.5. ÇALIŞMANIN HİPOTEZİ ve METODOLOJİSİ.....	83
3.6. ÇALIŞMANIN BULGULARI .....	85
SONUÇ .....	87
KAYNAKÇA.....	89
TABLolar LİSTESİ .....	97
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	98
ÖZGEÇMİŞ .....	99

## TEZ ONAY SAYFASI

Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Hüseyin GÜRDAL'a ait "Halka Açık Şirketlerde Sahiplik Yoğunlaşmasının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi" adlı bu tez çalışması Tez Kurulumuz tarafından İşletme Yüksek Lisans programı tezi olarak oybirliği / ~~oyçokluğu~~ ile kabul edilmiştir.

	Akademik Unvanı, Adı ve Soyadı	İmzası
Tez Kurulu Başkanı	: Doç. Dr. Hüseyin KARAMELİKLİ	
Danışman Üye	: Doç. Dr. Muhammet BELEN	
Üye	: Yrd. Doç. Dr. Doğan BOZDOĞAN	

Tez Sınavı Tarihi: 26.12.2017

## DOĞRULUK BEYANI

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum bu çalışmayı bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı herhangi bir yola tevessül etmeden yazdığımı, araştırmamı yaparken hangi tür alıntıların intihal kusuru sayılacağını bildiğimi, intihal kusuru sayılabilecek herhangi bir bölüme araştırmamda yer vermediğimi, yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden olduğuğunu ve bu eserlere metin içerisinde uygun şekilde atıf yapıldığını beyan ederim.

Enstitü tarafından belli bir zamana bağlı olmaksızın, tezimle ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak ahlaki ve hukuki tüm sonuçlara katlanmayı kabul ederim.



Hüseyin GÜRDAL

26.12.2017

## ÖNSÖZ

Kurumsal yönetim, işletmelerin karşılaştığı mali ve yönetsel sorunlara cevap bulmaktır. Nitekim son yıllarda kurumsal yönetim bu tür sorunlara çözüm ararken bir hayli önem kazanmıştır. Kurumsal yönetimin önem kazanması şirketlerdeki sahiplik yapısının da önem kazanmasına sebep olmuştur. Bu konuda temel tartışmalardan birisi sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkidir. Literatürde bu konu ile ilgili birçok çalışma yer almaktadır. Sahiplik yapısı işletmenin aldığı finansal kararlar konusunda büyük önem arz etmektedir. Bu durumdan işletmenin değeri, yöneticileri, pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri etkilenmektedir. Bu yüzden etkin kurumsal yönetime sahip bir işletmenin adil, güvenilir ve şeffaf olduğu düşüncesi olduğundan firma değerine de olumlu anlamda katkı sağlamaktadır.

Sahiplik yoğunlaşması, bir şirkete ait olan hisse senetlerinin önemli bir bölümünün bir ya da birkaç kişiye ait olması ve bu sebeple şirket üzerinde kontrol gücünün o kişi ya da kişilerin elinde bulundurmasıdır. Sahiplik yoğunlaşması ne kadar yüksekse işletmede hakim ortak sayısı da o kadar düşüktür. Sahiplik yoğunlaşması yüksek olan şirketlerde genellikle; yöneticiler ve hissedarlar aynı kişiler olmaktadır. Bu şekildeki şirketlerde sahiplik ve yönetim ayrımından kaynaklı temsil sorunlarının daha az görüleceği söylenebilir.

Fiili dolaşımdaki pay oranı, Borsa İstanbul piyasalarında işlem gören şirketlerin halka açıklık oranını gösterir. Bir şirkette halka açıklık oranı arttıkça sahiplik yoğunlaşması azalır. Bu çalışmada halka açık şirketlerde sahiplik yoğunlaşmasının firma performansına etkisi araştırılmıştır.

Çalışma boyunca desteklerini esirgemeyen, bu çalışmanın ortaya çıkmasında büyük katkı sağlayan danışmanım Doç. Dr. Muhammet BELEN'e, hiçbir zaman yardımını esirgemeyerek manevi destek sağlayan sevgili eşim Hatice GÜRDAL'a, dünya nimetlerim biricik kızım Zeynep Erva GÜRDAL ve biricik oğlum Mustafa Taha GÜRDAL'a sonsuz teşekkür ederim.

## ÖZ

Çalışmanın amacı, Türkiye’de şirketlerin sahiplik yapısını (sahiplik yoğunlaşması) temsilen fiili dolaşımdaki pay oranlarının firma performansını etkileyip etkilemediğinin incelenmesidir. Şirketlerin sahiplik yapısı önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır ve dünyada farklı kurumsal yönetim yapılarının belirleyici unsurlarından biridir.

Çalışmada Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksi’nde işlem gören halka açık 38 adet imalat sektörü şirketinin 2016 yılı sonuna ait verileri kullanılmıştır. Yöntem olarak regresyon analizi kullanılan çalışmanın sonucunda fiili dolaşımdaki pay oranının (halka açıklık oranının) düşmesiyle firma performansının yükseldiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç firma sahipliği aile elinde yoğunlaştıkça firma performansının arttığını ve nihai olarak sahiplik yapısının Türkiye’de önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu göstermektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim ; Sahiplik Yapısı ; Firma Performansı



## ABSTRACT

The aim of the study is to investigate whether actual flotation ratios of publicly traded companies which represent ownership structure (ownership concentration) of these companies effect firm performance in Turkey, or not. Ownership structure of companies is an important corporate governance mechanism and is one of the defining elements of different corporate governance structures in the world.

The data of 38 manufacturing sector companies publicly traded in Borsa Istanbul National 100 Index (BIST 100) at the end of 2016 were used in the research. In the study, by using regression analysis it is found that the firm performances increase when the actual flotation ratios (the ratio of free float) decrease. This finding reveals that as the family ownership share increases in the companies the performance of the companies also increases and as a result the ownership structure is an important corporate governance mechanism in Turkey.

**Keywords:** Corporate Governance ; Ownership Structure ; Company Performance

## ARŞİV KAYIT BİLGİLERİ

<b>Tezin Adı</b>	Halka Açık Şirketlerde Sahiplik Yoğunlaşmasının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi
<b>Tezin Yazarı</b>	Hüseyin GÜRDAL
<b>Tezin Danışmanı</b>	Doç. Dr. Muhammet BELEN
<b>Tezin Derecesi</b>	Yüksek Lisans
<b>Tezin Tarihi</b>	Aralık 2017
<b>Tezin Alanı</b>	İşletme
<b>Tezin Yeri</b>	Karabük Üniversitesi
<b>Tezin Sayfa Sayısı</b>	99
<b>Anahtar Kelimeler</b>	Kurumsal Yönetim ; Sahiplik Yapısı ; Firma Performansı

## ARCHIVE RECORD INFORMATION

<b>Name of the Thesis</b>	Impact of Ownership Concentration on Publicly Owned Companies on Stock Returns
<b>Author of the Thesis</b>	Hüseyin GÜRDAL
<b>Advisor of the Thesis</b>	Assoc. Prof. Dr. Muhammet BELEN
<b>Status of the Thesis</b>	Master
<b>Date of the Thesis</b>	December 2017
<b>Field of the Thesis</b>	Management
<b>Place of the Thesis</b>	Karabuk University
<b>Total Page Number</b>	99
<b>Keywords</b>	Corporate Governance ; Ownership Structure ; Company Performance

## KISALTMALAR

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>BİST</b>	: Borsa İstanbul
<b>BCG</b>	: Boston Consulting Group
<b>ESOP</b>	: Employee Stock Ownership Plan
<b>İDT</b>	: İktisadi Devlet Teşekkülleri
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KAP</b>	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
<b>KİK</b>	: Kamu İktisadi Teşebbüsü
<b>KİT</b>	: Kamu İktisadi Kuruluşu
<b>MKK</b>	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
<b>OECD</b>	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
<b>PD/DD</b>	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TKYD</b>	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
<b>TMS</b>	: Türkiye Muhasebe Standartları
<b>TÜSİAD</b>	: Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği

## GİRİŞ

Yaşanan küresel krizler, işletmelerin yaşadığı mali sıkıntılar ve iflaslar ülkeleri ve işletmeleri kurumsal yönetim politikalarını uygulamaya yönlendirmiştir. Kurumsal yönetim politikalarının uygulanmasında ulusal ve uluslararası kuruluşlar birçok çalışma yapmıştır. Uluslararası düzeyde en kapsamlı ve geçerli çalışmayı Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) yapmış ve kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. OECD'in yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri birçok ülke tarafından kabul görmüş ve uygulanmaya çalışılmıştır. Ülkemizde ise OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri dikkate alınarak ülke şartları da göz önünde bulundurularak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) başta olmak üzere birçok kuruluş tarafından çalışmalar yapılmıştır.

İşletmelerin kurumsal yönetim politikalarına yönelmesi sahiplik yapısını da ön plana çıkarmıştır. Sahiplik yapısı önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Ulusal ve uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapıları başta finansal kararlar olmak üzere işletmenin birçok alanında önemli rol oynamaktadır. İşletmenin sahiplik yapısı aile sahipliği, kamu sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, çalışan sahipliği, yönetici sahipliği ve dağıtık sahiplik şeklinde olabilmektedir. İşletmenin sahiplik yapısına göre çeşitli karar alma mekanizmaları kurulmuştur. Hakim hissedar ya da aile tarafından yönetilen işletmelerin karar alma konusunda daha rahat olduğu söylenebilir. Bunun en büyük sebebi de çıkar çatışması yaşanmamasıdır. Bir işletmenin fiili dolaşımdaki pay oranı yani halka açıklık oranı yüksek ise mevcut kontrol eden aile/ailelerin hakları düştüğünden, halk ile çıkar çatışması potansiyeli artmaktadır. Yaşanan bu çıkar çatışmasının da firma değerini olumsuz yönde etkilediği düşünülmektedir.

Literatürde sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki ile ilgili birçok çalışma vardır. Dolayısıyla sahiplik yapısının firma performansına etkisi olduğu birçok çalışmada ortaya konulmuştur.

Yapılan bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksinde (BİST100) yer alan 38 adet imalat sektörü firmasının 2016 yılına ait verileri kullanılarak işletmenin fiili dolaşımdaki pay oranı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ölçmektir. Çalışmada

regresyon analizi modeli kullanılmış olup, Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksinde (BİST100) yer alan 38 adet imalat sektörü firmasının 2016 yılına ait verilerinden faydalanılmıştır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kurumsal yönetim kavramı ele alınmıştır. Kurumsal yönetimin tanımı yapılmış, amacı ve öneminden bahsedilmiştir. Daha sonra kurumsal yönetim ilkelerine değinilmiştir. OECD ve SPK'nın yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri açıklanmış ve son olarak da kurumsal yönetimin Dünya ve Türkiye'deki gelişiminden söz edilmiştir. İkinci bölümde kurumsal yönetim mekanizmaları açıklanmış ve mekanizmalar arasında yer alan sahiplik yapısının üzerinde durularak, sahiplik yapısı türleri, sahiplik yoğunlaşması ile sahiplik ve kontrol arasındaki ilişkiden bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde ise halka açık şirketlerde sahiplik yoğunlaşmasının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla yapılan çalışmadan elde edilen bulgular değeriendirilmiştir.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **1. KURUMSAL YÖNETİM**

Kurumsal yönetim işletmenin kimler tarafından ve nasıl yönetilip kontrol edileceği ile ilgilidir. İşletmeler yaşadıkları finansal sıkıntılardan sonra kurumsal yönetime verilen önem artmıştır. Kurumsal yönetimin amacı, işletmenin etkin bir şekilde yönetilmesine imkan tanıyacak yapıyı oluşturarak paydaşların ihtiyaçlarının sağlanmasını kolay hale getirecek bir sistem var etmektir. Kurumsal yönetim alanında ulusal ve uluslararası birçok kurum ve kuruluş tarafından çalışmalar yapılmış ve halen de yapılmaya devam edilmektedir.

Kurumsal yönetim şirket üzerindeki tüm hak sahiplerinin çıkarlarını korumak için oluşturulan önemli bir sistemdir. Bu durum yatırımcıların şirkete olan güvenini arttırdığından kurumsal yönetimin firma değerine de olumlu katkısı vardır.

#### **1.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI**

Kurumsal yönetim günümüzde herkesin bildiği bir kavram olup, iş dünyasında çok kullanılan bir kelime haline gelmiştir. Bu kavramın yaygın olarak bu kadar kullanılmasının nedeni şirketlere kazandırdığı artılardır (Cefakar, 2010: 3).

Geniş anlamıyla kurumsal yönetim, modern hayatta insanların belirli bir amaca ulaşabilmek için oluşturdukları kurum yönetiminin, belirlenen amacı gerçekleştirecek dinamiklerin gözetiminde disipline edilmesidir. Dar anlamıyla ise, herhangi bir kurumun mali ve beşeri sermayeyi çekmesine, daha etkin çalışılmasına ve bu sayede ait olduğu toplumun sahip olduğu değerlere saygılı olurken ortaklarına uzun vadede ekonomik değer hazırlanmasına imkan sağlayan her türlü kod, yönetmelik, uygulama ve kanunları ifade etmektedir (Aydın, 2010: 15).

Kurumsal yönetim, herhangi bir şirketin, kamuoyu ve hak sahiplerinin menfaatlerine zarar getirmeyecek şekilde, insan kaynaklarını ve mali kaynakları kendine çekmesini, daha verimli şekilde çalışmasını ve hissedarları için bu sayede uzun vadede ekonomik kazanç sağlayarak istikrarın yakalanmasını sağlayan yönetmelik, kanun ve de gönüllü özel sektör uygulamalarının bileşimidir (TKYD ve Deloitte, 2006: 4).

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD), şu şekilde kurumsal yönetimin tanımını yapmaktadır: *“Kurumsal yönetim, bir şirket yönetiminin, yönetim kurulunun, hissedarların ve diğer pay sahipleri arasındaki bir takım ilişkiyi kapsar. Kurumsal yönetim, makro ekonomik politikalarından, faktör ve ürün piyasalarındaki rekabet seviyesine kadar firmaların faaliyetlerini şekillendiren bir dizi elemandan oluşan daha kapsamlı bir ekonomik çerçevenin içerisinde yer almaktadır. Kurumsal yönetimin çerçevesi, hem yasal, hem düzenleyici ve hem de kurumsal faktörlere dayanır.”* (OECD, 2015)

Günümüzde neredeyse bütün firmalar kurumsallıktan bahseder duruma gelmişlerdir. Bu sebeple kurumsal yönetim için birimler oluşturulmakta ve bütçeler hazırlanarak konuyu en iyi şekliyle anlayıp uygulamaya çalışmaktadırlar (Doğan, 2007: 41). Firma sahip ya da ortakları ile firmaya yatırım yapan kişiler de bu olgunun pozitif şekilde firma değerini etkileyeceğini ve kazançlarını artıracaklarını düşünerek kurumsallaşabilme yolunda hızlı adımlar atılmasını talep eder duruma gelmişlerdir (Cefakar, 2010: 3).

Kurumsallaşma firma sahip ya da ortakları tarafından firmanın bazı kurullar getirerek ve daha deneyimli kadrolar kurarak karlılığı ve büyümesini artırması olarak görülmektedir. Firmanın dış çevresince ise; var olan düzenin daha objektif biçimde yeniden revize edilmesi şeklinde algılanmaktadır (Aysan, 2007: 12).

Kurumsal yönetim firmaların kimler tarafından ve nasıl yönetileceği ve kontrol edileceği ile ilgilidir. Yönetim, genel müdür, çalışanlar ve pay sahipleri gibi farklı tarafların firmaların yönü ve performansı hakkında karar verme anında aralarındaki ilişkiyi düzenleyen kurumsal yönetim, gelirlerini firmanın karı ile sağlayan aile ve diğer paydaşların aynı doğrultuda düşünmelerini de sağlamaktadır (Çemberci, 2013: 5).

Kurumsal yönetim, modern yönetim biliminin savunmuş olduğu ilkelerin kendiliğinden zamanla hayata geçirilmesinden daha ziyade, ortaya çıkan şirket skandalları ve finansal krizlere bir çözüm olarak mecburen gündeme gelmiştir. Ancak, kurumsal yönetim mecburiyet değil, bir değişiklik olarak görülmesi gerekmektedir.



Çünkü iyi bir kurumsal yönetim uygulaması hem ülke ekonomisi açısından hem de firma açısından önemli yararlar sağlamaktadır (Dereköy, 2015: 34).

Kurumsal yönetimin asıl amacı, firmanın etkin bir şekilde yönetilmesini imkan tanıyacak yapıyı kurarak paydaşların ihtiyaçlarının sağlanmasını kolay hale getirecek bir sistem var etmektir (Anand, 2008: 87).

## **1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ VE AMACI**

Kurumsal yönetim, 1980’li yıllardan itibaren birçok ülkede yaşanan şirket yolsuzlukları ve skandallarına karşı bir çözüm olarak görülmeye başlanmış ve 1990’ların başlarından itibaren de farklı yönleriyle en fazla tartışılan, düzenlenen ve araştırılan konulardan biri olmuştur (Alp ve Kılıç, 2014: 17). Başka bir ifadeyle, 1980’li yıllardan itibaren kurumsal yönetim, dünyanın çeşitli yerlerinde ortaya çıkan uluslararası finansal krizler, şirket skandalları ve yolsuzluklar neticesinde işletmelere karşı duyulan güvenin sarsılmasından dolayı önemli bir konu durumuna gelmiştir (Ataman vd., 2015: 4).

Tüm bu uluslararası ve ulusal gelişmelerle birlikte özel sektörün daha da artan rolü, ülkelerin birbirlerine karşı ekonomik olarak bağılıklarının artması ve işletmeler arasındaki yenilenen rekabet şartları gibi faktörler de kurumsal yönetimin önem kazanmasına neden olmuştur (Şehirli, 1999: 2). Bunun neticesinde, iyi kurumsal yönetimin işletmelerin rekabet gücüne olan katkısı günümüzdeki işletmelerce daha iyi bilinmektedir (Kula, 2006: 49).

Doğru şekilde yapılan kurumsal yönetim uygulamalarının ülke ve şirketler bakımından önemli faydaları vardır. Konuya şirketlerin penceresinden baktığımızda, kalitesi yüksek bir kurumsal yönetimin olması, likiditenin ve finansman imkanlarının artması, düşük sermaye maliyeti, krizlerin zorlanmadan atlatılması ve iyi yönetilen firmaların finansal piyasaların dışında kalmayacağı anlamını taşımaktadır. Konuya ülke açısından bakıldığında ise, iyi bir kurumsal yönetimin olması, sermayenin yurtdışına çıkmasının önlenmesi, ülke imajının yükselmesi, sermaye piyasalarının ve ekonominin rekabet gücünün artması, kaynakların daha verimli şekilde dağılması, daha az zararlı krizlerin atlatılması, yüksek refahın sağlanıp sürdürülmesi anlamına gelmektedir (Saldanlı, 2012: 144).

Kurumsal yönetim işletmelerin dış dünyada güvenilirliğinin artması için marka değerini yükseltir. Bu nedenle kurumsal yönetim oldukça önemlidir. Kurumsallıktan uzaklaşan bir işletmenin geleceği risk altına girmiş demektir. Şirketin kar maksimizasyonunun daha yukarı çıkarılmasında ve ortakların birbirlerine karşı olan güveninin artmasında da kurumsal yönetim büyük öneme sahiptir (Korkmaz, Dilbaz Alacahan ve Bal Taştan, 2013: 6).

Kurumsal yönetimin asıl amacı şirket ile bağlantısı olan bütün menfaat sahiplerinin haklarını gereken özeni göstererek korunmasını sağlamaktır. Yöneticilerin müşteriler, paydaşlar, yatırımcılar üzerindeki hakim gücünü kötü yönde kullanmasını engelleyip yatırımcıların güvenini kazanarak şirketin piyasada daha etkin bir durumda olmasını sağlamaktır (Yıldırım, 2007: 15).

Kurumsal yönetimin temel amaçlarını şu şekilde maddeler halinde açıklayabiliriz:

- Şirketin üst yönetiminin elinde bulundurduğu güç ve yetkilerin dilediğince kullanılmasının önüne geçilmesi; başka bir deyişle yönetimin elinde bulundurduğu güç ve yetkilerini kendilerine özel çıkarlar sağlamak amacıyla kötüye kullanılmasının ortadan kaldırılması,
- Yatırımcıların sahip oldukları haklarının korunması,
- Şirket paydaşlarının eşit ve adil muamele görmesinin sağlanması,
- Şirketle doğrudan ilişkide olan menfaat sahiplerinin haklarının korunarak güvence altına alınması,
- Şirketin yaptığı faaliyetlerine ve içerisinde bulunduğu finansal duruma ilişkin kamuoyunun aydınlatılarak şeffaflığın sağlanması ve bu çerçevede hisse senetleri borsada işlem gören firmaların şeffaf olmaları ve diğer menfaat sahipleri ve kurumsal yatırımcılar için önemli olan bilgileri eksiksiz ve zamanında kamuoyuna açıklamaları,
- Şirketin yönetim kurulunun açık biçimde sorumluluklarının belirlenmesi,
- Şirket üst yönetiminin verdiği kararlar ve yaptığı eylemlerinden dolayı diğer menfaat sahiplerine ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğünün sağlanması,
- Vekalet verme nedeniyle oluşan maliyetlerinin azaltılması;
- Şirket tarafından elde edilen kazancın pay sahiplerine ve tüm menfaat sahiplerine hakları derecesinde ulaştırılmasının sağlanması,
- Şirketteki azınlık hisselerine büyük hissedarların el koyma tehlikesinin engellenmesi,

-Kurumsal yatırımcılar için uzun vadede yaptıkları yatırımlar açısından güven sağlanmalı ve oluşan sermaye maliyetlerinin azaltılması, hisse senedi çıkarma yoluyla şirketin finansman kaynaklarına daha rahat erişme olanaklarının arttırılması (Aktan, 2006).

### **1.3. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ**

Dünyada kurumsal yönetim ile ilgili pek çok çalışma yapılmış ve halen de birçok çalışma yapılmaya devam edilmektedir. Yapılan bu çalışmalardan, tüm ülkeler için geçerli olabilecek bir ortak kurumsal yönetim şeklinin olamayacağı önemle ifade edilmektedir. Kurumsal yönetim modellerine bakıldığında asıl amacın, tüm paydaşlara güven sağlanarak yönetim ve sonrasında yapılan denetim süreçlerinin şeffaf, tutarlı, görünür ve hesap verebilir bir yapıda olmasının sağlanması olduğu anlaşılmaktadır. Bu şekilde oluşturulacak olan model ülkeye has koşulları da göz önünde bulundurmalıdır (Dağlı, Ayaydın ve Eyüboğlu, 2010: 21).

#### **1.3.1. Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri**

Kurumsal yönetim modeli uygulamalarında her ülkenin kendi içinde bulunduğu kurum kültürü, hukuk sistemi gibi çeşitli faktörler çerçevesinde belirlendiğinden tüm ülkelerin standart olarak uygulayacağı bir kurumsal yönetim tarzının olduğu söylenemez. Buna rağmen genel olarak tüm kurumsal yönetim yaklaşımlarında sorumluluk, eşitlik, hesap verebilirlik ve şeffaflık kavramları kabul gören ortak ilkelerdir. Kurumsal yönetimin kabul gören bu dört ana ilkesi, birbirleriyle performans ölçüme ve performans geliştirme temeline dayalı olarak ilişkilendirmektedir. Bu sayede hem toplumsal değerlerle uyumlu bir şekilde çalışması hem de şirketlerin hissedarlarına değer artışı sağlaması beklenmektedir (Pamukçu, 2011: 135).



### Şekil 1. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Şekil 1.'de görüldüğü üzere genel olarak kabul edilen kurumsal yönetim temel ilkeleri eşitlik ilkesi, şeffaflık ilkesi, hesap verebilirlik ilkesi ve sorumluluk ilkesi olmak üzere dört ilkeden oluşmaktadır. Kabul gören bu ilkeler aşağıda açıklanmıştır.

#### 1.3.1.1.Eşitlik

Şirkette bulunan yabancı hissedarlar ve azınlıklar da dahil şirketin bütün ortaklarına eşit şekilde işlem yapılmalıdır. Bu kapsamda; aynı türden hissedarlara eşit şekilde işlem yapılmalı, her türde, tüm hissedarlara eşit oy hakkı verilmelidir. Oy hakkında yapılan her çeşit değişiklik şirketin hissedarlarının oylamasıyla yapılmalıdır. Ayrıca yapılan genel hissedarlar toplantısının usul ve işlemleri, tüm hissedarların eşit ve adil muamele görmelerini sağlayacak şekilde olmalıdır. Şirket içinden bilgi ticareti gibi işlemler yapmak yasaklanmalıdır. Şirketin Yönetim Kurulu üyeleri ile yöneticileri, şirketi etkileyen ve maddi bir menfaat ortaya çıkaran işlemleri kamuya açıklamalıdır (Aktan, 2006).

#### 1.3.1.2.Şeffaflık

Kuruluşların kamuoyu ile açık, doğru ve karşılaştırılabilir bilgi paylaşımı yapmayı ve bu paylaşımı doğru ortamda ve doğru zamanda yapması gerekliliği anlamına gelmektedir. Çünkü yatırımcılar sadece tatmin edici düzeyde nitelikli finansal ve finansal olmayan bilgi sahibi oldukları zaman kaynaklarını verimli bir şekilde yönlendirme imkanı bulacaklardır. Bu sebeple, şirketin önceki dönemlerdeki performansıyla birlikte gelecek dönemlere yönelik hedefleri ve karşılaşıcağı tahmin edilen önemli risklerin yatırımcılarla paylaşılması, iyi kurumsal yönetimin bir gerekliliği olarak değerlendirilmektedir. Bu manada hedef, performans ve risk yönetimi olguları

kuruluş için şeffaflık ve farkındalık konularında esas teşkil ederken, paydaş ve yatırımcı tarafından da “Kurum” algısı daha güçlü hale gelmektedir. Şeffaflık ilkesi, sadece faaliyet yapıldıktan sonra değil, faaliyetin yapılması sırasında ve yapılmadan önce de geri bildirim alınmasına yönelik imkanların geliştirilmesini amaçlayan düzenleme ve çalışmaları teşvik etmektedir (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2011: 16).

### **1.3.1.3. Hesap Verebilirlik**

Hesap verebilirlik, işletmede faaliyette bulunan ve karar veren tüm kişilerin yaptıkları faaliyetlerden ve verdikleri kararlardan sorumlu olmaları ve bunlardan dolayı hesap verme zorunluluğunda olmasıdır. Hesap verebilirlik, bununla birlikte alınan kararların doğruluğunu ispatlama ve sorumluluğunu kabul etme gerekliliğine belirtmektedir. Hesap verebilirliğin çoğalmasıyla birlikte işletme yöneticilerinin beklenmedik kararlar alma yönelimleri sınırlanmış olacak ve alınan kararlara, destek olanların güvenleri zedelenmeyecektir. Bu sebeple, işletme ile alakalı karar verecek olanlar daha etkin karar alabileceklerdir (Tuzcu, 2004: 24).

Hesap verebilirlik ilkesi ve şeffaflık ilkesi karşılıklı olarak etkileşim içinde bulunan ilkelere dir. Yönetimde şeffaflığa ulaşabilmek için etkin olan ve uygun bir şekilde işleyen hesap verme yöntemlerine; hesap verme yöntemlerinin etkin ve uygun işleyebilmesi için de şeffaf ve açık politikalara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu sebeple her iki ilke de birbiri için olmazsa olmaz bir önkoşul ve vazgeçilmez bir araçtır (Arın, Kesmez, ve Gören, 2000: 122).

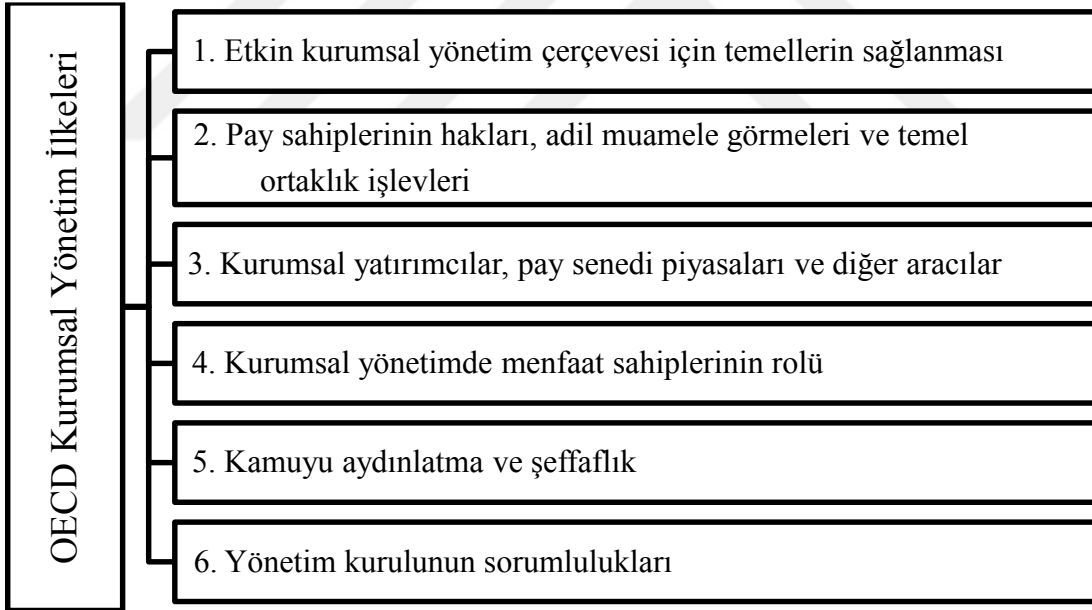
### **1.3.1.4. Sorumluluk**

Sorumluluk ilkesi, şirketlerdeki hissedarlara değer artışı oluştururken, toplumsal değerleri aksettiren düzenleme ve kanunlara uyum gösterecek biçimde faaliyet göstermesi anlamına gelmektedir. Fakat, kurumsal yönetim ilkeleri, genel itibarıyla kanunların sorumluluk açısından en alt standartları oluşturduğunu, gerçek manada sorumlu şirket tutumlarının ise kanuni zorunlulukların ilerisine geçilerek yerine getirilebileceğini belirtilmektedir (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2011: 16).

### 1.3.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

1999 yılında OECD tarafından ilkeler geliştirilmiş ve 2004 yılında ilk olarak güncellenmiştir. 2015 yılında ilkelerin incelenmesi bütün G20 ülkeleri ile OECD' ye üye ülkelerin aynı seviyede katılımının sağlanarak OECD Kurumsal Yönetim Komitesi gözetiminde yapılmıştır. Başta Dünya Bankası Grubu, Finansal İstikrar Kurulu ve Basel Komitesi olmak üzere önem derecesi yüksek uluslararası kuruluşların uzman personelleri de gözden geçirme çalışmasına aktif bir şekilde katılmışlardır.

Gözden geçirilmiş ilkeler daha önceki baskılarında bulunan çoğu öneriyi aktif bir kurumsal yönetim sınırlarının mecburi birer unsuru olarak korumaktadır. Bunun yanında birtakım yeni özellikleri geliştirmekte ve başka birtakımlarına da daha çok vurgu yapılmakta ya da ek açıklamalar yapılmaktadır. Ancak ne kadar da kimi ilkeler küçük şirketlerden çok büyük şirketlere göre daha elverişli olsa da, politika yapıcıların halka açık olmayan ve küçük şirketler içinde iyi kurumsal yönetimin farkındalığını daha fazla artırmak isteyebilecekleri önerilmektedir (OECD, 2015: 4).



### Şekil 2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Şekil 2.'de görüldüğü üzere OECD tarafından oluşturulan kurumsal yönetim ilkeleri altı başlık altında toplanmıştır. Bu ilkeler daha iyi bir kurumsal yönetim sistemi oluşturmak için şirketler için öneri niteliğindedir. Söz konusu bu ilkeler detaylı olarak aşağıda açıklanmıştır.

### 1.3.2.1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi İçin Temellerin Sağlanması

Adil ve şeffaf piyasaların oluşumuyla kurumsal yönetim çerçevesi kaynakların verimli bir biçimde dağılımını teşvik edici olmalıdır. Hukukun üstünlüğüyle uyum içinde olmalı ve etkili denetim yapısı ve gerekli yaptırımlara destek vermelidir. Etkili bir kurumsal yönetim, kendine ait özel sözleşmesel bağlantılarını kurduklarında piyasa katılımcılarının güvenebilecekleri dayanıklı düzenleyici, hukuki ve kurumsal bir sınır gerektirmektedir.

İlkeleri gerçekleştirmeyi hedefleyen ülkeler kendi oluşturdukları kurumsal yönetim sınırlarını, kotasyon ve düzenlemeye ait iş uygulamaları ve koşullar da içinde olacak biçimde, piyasanın ekonomik performansa ve güvenilirliğine katkılarına devam ettirmek ve güçlendirmek gayesiyle izlemeleri gerekmektedir. Bu bağlamda, kurumsal yönetim çerçevesinin çeşitli öğeleri arasındaki tamamlayıcılığı ve etkileşimi ve şeffaf, güvenilir ve etik kurumsal yönetim uygulamalarını iyi yönde ilerleten genel tesirini göz önünde tutmak büyük önem taşımaktadır. Bu analizler etkili olacak bir kurumsal yönetim çerçevesini geliştirmek için önem derecesi yüksek bir araç olacağı bilinmelidir. Bu kapsamda, kamuyla olan devamlı ve etkin görüşmeler etkili bir öğe oluşturmaktadır. Kimi ülkelerde bunun, güvenilir kurumsal yönetim uygulamalarının yararlarına ilişkin olarak şirketler ile bu şirketlerin menfaat sahiplerine bilgi verilmesine yönelik teşebbüslerle tamamlanması gerekebilir. Bunun yanında, kurumsal yönetim çerçevesi oluşturulurken her bir ülkedeki öz düzenleyiciler ve yasa koyucular etkili uluslararası işbirliği ve diyaloga olan gereksinimi ve bunların neticeleri usulüne uygun şekilde dikkate alınmalıdırlar. Bu koşulların tamamlanması durumunda, kurumsal yönetim çerçevesinin gereğinden fazla olan düzenlemeleri önlemesi, girişimcilerin etkinliklerine destek vermesi ve gerek kamu kuruluşları gerekse özel sektördeki zararlı çıkar çatışmalarının doğma riskini azaltacağı büyük ihtimaldir.

Kurumsal yönetimin bu bölümünde, yani etkin kurumsal yönetim çerçevesi için temellerin sağlanmasında şu hususlara dikkat edilmelidir:

- Kurumsal yönetim çerçevesi piyasa bütünlüğü, piyasa katılımcıları ve ekonominin genel performansına yönelik teşvikler ile iyi işleyen ve şeffaf piyasaların teşviki göz önünde bulundurularak geliştirilmelidir.
- Kurumsal yönetim uygulamalarına etkisi olan düzenleyici ve yasal koşullar hukukun üstünlüğüne uygun, uygulanabilir ve şeffaf olmalıdır.

- Değişik idareler arasında mesuliyetlerin dağılımı açık şekilde belirlenmeli ve kamunun faydasına hizmet edecek şekilde tertiplenmelidir.
- Etkin kurumsal yönetimi pay senedi piyasalarında yapılan düzenlemeler de desteklemelidir.
- Denetleme, düzenleme ve gözetim otoriteleri sorumluluklarını objektif ve profesyonel bir şekilde yapabilmek için gerekli olan kaynaklara, yetkiye ve güvenilirliğe sahip olmalıdırlar. Bunun yanında, kararları bütünüyle, şeffaf ve zamanında açıklanmış olmalıdır.
- Ülke sınırları dışındaki işbirlikleri ile bilgi alışverişi için çok taraflı düzenlemeler ve iki taraflı düzenlemeler de içinde olacak biçimde geliştirilmesi gerekmektedir (OECD, 2015: 13-17).

### **1.3.2.2. Pay Sahiplerinin Hakları, Adil Muamele Görmeleri ve Temel Ortaklık İşlevleri**

Kurumsal yönetim çerçevesi, yabancı pay sahipleri ve azınlıklar da dâhil bütün pay sahiplerinin adil muamele görmelerini sağlamalı, haklarını korumalı ve sahip oldukları haklarını kullanmalarını kolaylaştırmalıdır. Bütün pay sahipleri sahip oldukları haklarının bozulması durumunda geçerli olan bir telafi olanağına sahip olmaları gerekmektedir. Bu ilke, neredeyse tüm OECD ülkelerinde kanunlarla hissedarlara sağlanan en temel haklarından söz etmektedir. Bu haklar maddeler halinde özetle şunlardır:

- Temel ortaklık hakları; payların temlikî ya da devrî, mülkiyet tescilinin güvenceye alınması, şirketin genel kurul toplantılarına katılmak ve oy kullanmak, şirket ile ilgili ve önemli bilgileri düzenli olarak ve zamanında almak, yönetim kurulu üyelerinin azledilmesi ve seçimi ile şirket karından kendine düşen payı almak haklarını içermelidir.
- Pay sahipleri ek pay ihraç yetkisi, şirketin esas sözleşmesi veya temel belgeleri veya şirketin bunlar gibi yönetsel dokümanlarında yapılan değişiklikler, şirketin satışıyla neticelenecek varlıkların tümünün ya da önemli bir bölümünün devrinin de yer aldığı olağanüstü işlemler gibi şirketle ilgili önem derecesi yüksek değişikliklere ait kararlar ile ilgili gereğince bilgi sahibi olmalı ve bu konularda katılma ya da onaylama hakkını ellerinde bulundurmalarıdır.



- Yapılan genel kurul toplantılarına pay sahipleri etkin şekilde katılarak oy kullanabilme olanağına sahip olmalıdır ve pay sahipleri oylama prosedürleri ile birlikte genel kurulunu yöneten tüm kurallar hakkında bilgilendirilmelidir.
- Kurumsal pay sahipleri ile birlikte tüm pay sahiplerinin, yetkilerini kötüye kullanmayı önleyecek istisnalara bağlı olmak üzere, İlkeler’ de açıklanan temel ortaklık haklarıyla ilgili konularda birbirleriyle istişare etmelerine izin verilmelidir.
- Aynı gruptan olan bütün pay sahipleri adil bir şekilde muamele görmelidir. Kimi pay sahiplerinin elinde bulundurdukları sahipliklerine uygun olmayan bir biçimde kontrol ya da tesir derecesi kazanmasını sağlayan düzenlemeler ya da sermaye yapıları açık şekilde belirtilmelidir.
- İlişkili taraf işlemleri, pay sahiplerinin ve şirketin yararlarının korunacağı ve çıkar çatışmasının uygun olarak yönetiminin sağlanacağı bir biçimde yapılmalı ve onaylanmalıdır.
- Dolaylı şekilde ya da doğrudan davranışlarda bulunan şirketteki egemen ortakların kendilerinin yaptığı ya da onların çıkarlarına gerçekleştirilen kötü niyetli davranışlardan azınlık pay sahipleri korunmalı ve mağduriyetlerini giderebilecek etkin mekanizmaların olması gerekmektedir. Kendine yarar sağlayacak kötü niyetli işlemler yasaklanmalıdır.
- Şirket denetiminin aktarıldığı piyasaların şeffaf ve etkin bir şekilde işlemesine imkan verilmelidir (OECD, 2015: 19-29).

### **1.3.2.3. Kurumsal Yatırımcılar, Pay Senedi Piyasaları ve Diğer Araçlar**

Yatırım zinciri boyunca kurumsal yönetim çerçevesi yerinde teşvikler vermeli ve iyi işleyen bir kurumsal yönetime pay senedi piyasalarının katkısı olacak biçimde çalışmasına imkan sağlamalıdır.

Bu ilkenin etkili hale gelebilmesi için, kurumsal yönetimin düzenleyici ve yasal sınırları uygulanacağı ülkenin finansal göstergeleri göz önüne alınarak yapılmalıdır. Çoğu ülkede, pay sahipliği ile kurumsal yönetimin reel dünyası bundan böyle nihai pay sahiplerinin elde ettikleri gelir ve şirketin performansı arasındaki uzlaşmaz ve doğrudan ilişki olarak belirtilememektedir. Yatırım zinciri uygulamada, nihai pay sahipleriyle şirket arasında yer alan fazla sayıda aracıyla beraber, genellikle karmaşık ve uzundur. Bağımsız şekildeki karar mercileri gibi davranan araçların oluşu kurumsal yönetimle

ilgilenmeyi ve teşvikleri etkilemektedir. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bu bölüm özetle şu maddeler ile açıklanmaktadır:

-Vekil sıfatına sahip kurumsal yatırımcılara, sahip oldukları oy haklarını ne şekilde kullanılacağıyla alakalı yürürlükte olan prosedürler de dahil olmak kaydıyla yatırımlarına ait oy kullanmayla alakalı ve şirket ile ilgili kurumsal yönetim politikaları hakkında bilgi vermelidir.

-Oylar, nihai pay sahibinin isteklerine uygun biçimde saklama kuruluşları veya nihai pay sahibinin atadığı vekillerince kullanılmalıdır.

-Vekil sıfatına sahip kurumsal yatırımcılar, yatırımlarına ait en önemli pay sahipliğinin sağlamış olduğu haklarının kullanılmasına tesir edebilecek ehemmiyetli çıkar çatışmalarını ne şekilde yönettiklerini açık bir şekilde belirtmelidirler.

-Kurumsal yönetim çerçevesi, aracı kuruluşların, analistlerin, oy kullanma danışmanlığı yapan şirketlerin, derecelendirme kuruluşları ile yatırımcıların kararlarına ait analiz yapan ve görüşte bulunan başka kişilerin, bu görüş ve analizlerinin doğruluğunu tehlikeye atabilecek çıkar çatışmalarını en aza indirmelerini ve kamuya açıklamalarını gerekli kılmalıdır.

-İçerden öğrenenlerin piyasa manipülasyonu ve ticareti yasaklanmalıdır ve bunlarla ilgili kurallar uygulanmalıdır.

-Kendi kurulduğu ülkeden başka ülkede kote edilmiş olan şirketlerin bağlı bulunduğu kurumsal yönetim düzenleme ve kanunları net biçimde açıklanması gerekir. Çapraz kotasyon durumunda, birincil kotasyon şartlarının tanınması amacıyla kullanılacak yöntemler ve ölçüt yazılı ve şeffaf olmalıdır.

-Pay senedi piyasaları, etkin ve adil fiyat oluşumunu sağlayarak iyi kurumsal yönetimi desteklemek amacıyla olmalıdırlar (OECD, 2015: 31-36).

#### **1.3.2.4. Kurumsal Yönetimde Menfaat Sahiplerinin Rolü**

Kurumsal yönetim çerçevesi, karşılıklı anlaşmalar veya kanunla oluşturulmuş menfaat sahiplerinin haklarını bilmeli ve şirketler ile menfaat sahipleri arasında istihdam ve servet yaratmada etkili işbirliğini ve finans bakımından dayanıklı durumda olan şirketlerin devam edilebilirliğini teşvik etmesi gerekmektedir.

Kurumsal yönetimin en önemli öğelerinden biri sermayenin kredi ve öz sermaye şeklinde şirketlere akışını sağlamakla alakalıdır. Kurumsal yönetim bunun yanında

şirkete has fiziksel ve beşeri sermayeye ekonomik açıdan en elverişli düzeyde yatırım yapmaları amacıyla şirketteki farklı türdeki menfaat sahiplerinin nasıl teşvik edileceğine dair yolların bulunmasıyla da ilgilenmektedir. Bir şirketin rekabet durumu ve nihai başarısı çalışanlar, yatırımcılar, müşteriler, kreditorler, tedarikçiler ve diğer menfaat sahipleri de olmak üzere farklı türdeki kaynak sağlayıcılarının yaptıkları katkılardan meydana gelen takım çalışmasının bir neticesidir. Şirketler, menfaat sahiplerinin yaptıkları katkıların, rekabet edebilen ve kar getiren kazançlı şirketlerin ortaya çıkmasında kıymetli bir kaynak olduğunu kabul etmeleri gerekmektedir. Bu nedenle, menfaat sahiplerinin birbiri aralarında servet oluşturan bir işbirliğinin kuvvetlendirilmesi şirketlerin uzun vadede kendi menfaatlerinedir. Yönetim çerçevesi şirketin menfaat sahiplerinin elde edecekleri çıkarlarını ve bu çıkarların şirketin uzun dönemli başarısına yaptıkları katkıları tanımalıdır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bu bölüm özetle şu maddeler ile açıklanmaktadır:

- Menfaat sahiplerinin karşılıklı anlaşmalar veya kanunla tesis edilmiş haklarına saygı gösterilmelidir.
- Menfaat sahiplerinin kendi çıkarlarının yasalarla korunduğu hallerde, menfaat sahiplerinin elinde bulundurdukları haklarının zarar görmesi durumunda etkili bir şekilde iyileştirmeyi sağlama olanağına sahip olmalıdır.
- Çalışanların katılımlarının sağlanması için mekanizmaların geliştirilmesine imkan ve izin verilmelidir.
- Kurumsal yönetim süreçlerine menfaat sahiplerinin katıldıkları hallerde, düzenli olarak ve zamanında güvenilir, uygun ve yeterli bilgi elde edebilme imkanına sahip olmalıdır.
- Çalışanlar ve bunları temsil eden kurumlar da dâhil olmak üzere tüm menfaat sahiplerinin, etik olmayan veya yasadışı uygulamalara dair endişelerini yetkili kamu idarelerine ve yönetim kuruluna serbestçe söyleyebilmeli ve bu sebepten dolayı da haklarıyla ilgili herhangi bir sıkıntı oluşmamalıdır.
- Kurumsal yönetim çerçevesi etkili ve etkin bir iflas çerçevesi oluşturarak kreditorlerin sahip oldukları haklarının aktif bir şekilde uygulanması ile tamamlanması gerekmektedir (OECD, 2015: 37-39).

### 1.3.2.5. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

Kurumsal yönetim çerçevesi şirketin ortaklık yapısı, performansı, yönetimi ve finansal durumu dâhil şirkete dair her çeşit önemli olan konularda doğru ve zamanında açıklamaların yapılmasını sağlaması gerekmektedir.

Çoğu ülkede, büyük tutardaki hem isteğe bağlı hem de zorunlu bilgi halka kapalı ve halka açık büyük şirketler üstünden derlenip sonrasında da daha fazla kullanıcı kitlesine dağılmaktadır. Bazı ülkelerde kamuya yapılan açıklamalar, çeyrek yıl ya da yarıyıl dönemlerinde veya şirketin etkilenmesini sağlayan önem derecesi yüksek gelişmeler yaşanması durumunda daha sık olmak üzere periyodik açıklamalar biçiminde yapılmasına gerek duyulsa da genelde minimum seviyede ve yıllık bazda yapılması gerekmektedir. Genelde şirketler piyasanın talebine cevap olarak en alt seviyeyi geçen isteğe bağlı açıklamalar yapmayı tercih etmektedir.

İlkeler düzenli bir şekilde açıklanan raporlar arasında oluşan önem derecesi yüksek gelişmelere ait zamanlı olarak yapılan açıklamaları desteklemektedir. Bunun yanında, tüm pay sahiplerine gerekli veya önemli bilgilerin aynı zamanda raporlanmasını da destekleyerek pay sahiplerinin adil muamele görmesini sağlamak amacındadır. Piyasa katılımcıları ve yatırımcılar arasında olan yakın ilişkilere zarar gelmemesi için bu temel adil muamele ilkesini ihlal etmeyi engelleme konusunda şirketlerin dikkatli olması gerekmektedir.

Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin mali ve makul ölçüde olmayan idari yükleri şirketler üzerinde oluşturmamaları beklenmektedir. Bunun yanında, yatırımcının aldığı kararlarının tamamıyla bildirilmesinin gerekmesi ve yanlış biçimde yatırımcının yönlendirilmesinin önlenmesi için bir açıklama yapmasının gerek olmadığı durumda rekabetçi konumlarını tehlikeye atabilecek bir kamuya açıklama yapması da şirketlerden beklenmemektedir. Birçok ülke minimum seviyede bulunan hangi bilginin kamuya açıklanacağına belirlenmesi için önem seviyesi anlayışını uyguladığı görülmektedir. Önemli bilginin, yanıltıcı ya da eksik şekilde olması durumunda bilgiyi kullananlarca almış oldukları ekonomik kararlarına tesir edecek bilgi olarak ifade edilebilir. Önemli bilgi ayrıca makul bir yatırımcının oy kullanırken veya bir yatırım yaparken önemli olarak kabul edeceği bilgi şeklinde de ifade edilebilir.

Gerçek şeffaflığın oluşmasını teşvik edici etkili şekilde yapılan açıklama yöntemi şirketlerin piyasa esaslı biçimde izlenmesinin asıl ögesi olup pay sahiplerinin

edindikleri sahiplik haklarını bilgiye bağılı şekilde kullanmalarındaki yeteneklerinin ana merkezini oluşturur. Tecrübeler kamuya yapılan açıklamaların şirketlerin davranışlarına etki etmede ve yatırımcıların her konuda korunmasında da kuvvetli bir öge olabileceğini bizlere göstermektedir. Kuvvetli bir açıklama yöntemi sermaye piyasasında güvenin korunmasına ve sermaye çekmeye yardımcı olabilir. Öte yandan, şeffaf olmayan uygulamalar ve zayıf açıklamalar, etik olmayan davranışlara ya da piyasanın dürüstlüğünün sadece pay sahiplerine ve şirkete karşı değil bir bütün olarak ülke ekonomisine karşı büyük zararlarla kayıplara neden olabilir. Potansiyel yatırımcılar ve pay sahipleri, şirket yönetiminin çalışmasını yargılamak ve paylarının sahipliği, değeri ve oy kullanımıyla alakalı bilgiye dayalı karar alabilmek için karşılaştırılabilir, düzenli ve güvenilir bilgiye yeterli ayrıntılarla ulaşma ihtiyacı duymaktadır. Net olmayan ve yetersiz bilgi piyasaların sermayenin maliyetini artırabilir, kaynakların kötü dağıtılmasına neden olabilir ve işlev görme yeteneğini engelleyebilir. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bu bölüm özetle şu maddeler ile açıklanmaktadır:

- Kamu açıklamaları aşağıda belirtilen konulara ait sadece bunlarla kısıtlı olmaksızın önemli olan bilgileri içermelidir.
- Bilgiler, finansal ve finansal olmayan raporlamalara ve yüksek kalite muhasebe standartlarına uygun şekilde hazırlanmalı ve bu doğrultuda açıklanması gerekmektedir.
- Mali tabloların şirketin performansı ve finansal durumunu her yönden doğru bir biçimde yansıttığına ait tarafsız olan bir dış güvencenin pay sahiplerine ve yönetim kuruluna sağlanabilmesi için yıllık denetim, uzman, yetkin ve bağımsız bir denetçi aracılığıyla yüksek kalitede denetleme standartlarına uygun biçimde yapılmalıdır.
- Dış denetçiler denetimin gerçekleştirilmesinde şirkete karşı olması gereken mesleki özeni gösterme sorumlulukları olmalı ve pay sahiplerine karşı sorumlu olmalıdır.
- Bilgi yayma kanalları, gereken bilgilere kullanıcıların ulaşımını adil bir biçimde, düşük maliyetle ve zamanında sağlaması gerekmektedir (OECD, 2015: 41-49).

#### **1.3.2.6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları**

Şirketin stratejik kılavuzluğunu, kurumsal yönetim çerçevesi, yönetim kurulu aracılığıyla yönetim kurulunun pay sahiplerine ve şirkete karşı sorumluluğunu ve yönetimin etkin gözetimini sağlaması gerekmektedir.

Yönetim kurulu prosedürleri ve yapıları hem ülkeden ülkeye hem de ülkelerin kendi içinde değişkenlik gösterdiği görülmektedir. Kimi ülkeler, yönetim fonksiyonu ve denetim fonksiyonunu farklı organlar olarak ayrılmış şekilde iki aşamalı yönetim kurullarına sahiptirler. Bu yapılar genel olarak tamamen icracı üyelerden meydana gelen bir “yönetici kurulu” ve icracı olmayan yönetim kurulu üyelerinden meydana gelen bir “gözetim kurulu” şeklindedir. Öteki devletler ise icracı olmayan ile icracı yönetim kurulu üyelerinin beraber olmalarıyla ortaya çıkan “üniter” yönetim kurulu yapısına sahiptirler. Kimi ülkelerde ise kontrol yapmak amacıyla ayrıca ilave bir yasal organ yer almaktadır. Hangi yönetim kurulu yapısına yönetimi gözetleme ve şirketi idare etme görevleri verilirse verilsin, amaç bu ilkelerin uygulanmasıdır.

Şirket stratejisine yönetim kurulunun rehberlik etmenin yanında, asıl olarak, çıkar çatışmalarına engel olmak ve şirkete yönelik rekabet durumundaki istekleri dengeleyerek şirket performansını gözlemlemek ve pay sahiplerine yeterli olacak getiriyi sağlama sorumluluğu vardır. Yönetim kurulları sahip oldukları sorumluluklarını etkili bir biçimde yapabilmeleri için bağımsız ve tarafsız muhakeme yapmaları gerekmektedir. Yönetim kurulunun başka bir ehemmiyetli yükümlülüğü de risk yönetim sistemi ile kuruluşun rekabet, vergi, fırsat eşitliği, çevre, iş, işçi güvenliği ve sağlık kanunları gibi yürürlükte olan kanunlara uymasını sağlamakla görev verilmiş sistemleri kontrol etmektir. Kimi devletlerde şirketler, yönetimin kime karşı sorumlu olacağını ve yönetim kurulunun yüklendiği sorumlulukları açık bir biçimde düzenlemenin yararlı olduğunu düşünmüşlerdir.

Yönetim kurulu, şirket ile şirketin ortaklarına karşı belli sorumluluklarının olmasının yanında buna ek olarak onların çıkarlarına en uygun biçimde davranmakla görevlidir. Bunun yanında, yönetim kurullarının, alacaklılar, müşteriler, işçiler, yerel topluluklar ve tedarikçiler de dâhil olmak üzere diğer menfaat sahiplerinin menfaatleri için gerekli özeni göstermesi ve adil olacak bir biçimde davranması gerekmektedir. Toplumsal ve çevre ile alakalı standartlara uyulması bu bağlamdadır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde bu bölüm özetle şu maddeler ile açıklanmaktadır:

-Yönetim kurulu üyeleri, iyi niyetli ve tam bilgi sahibi olarak, gereken özeni ve gerekli dikkati göstererek ve pay sahipleri ile şirketin çıkarlarına en uygun biçimde hareket etmeleri gerekmektedir.

- Yönetim kurulunun verdiği kararların, değişik pay topluluklarını çeşitli biçimlerde etkileyecek olması durumunda yönetim kurulu bütün pay sahiplerine karşı adil şekilde davranması gerekmektedir.
- Yönetim kurulu yüksek etik standartlara sahip olmalı ve menfaat sahiplerinin çıkarlarını dikkate almalıdırlar.
- Yönetim kurulu, kurumsal işlerde bağımsız ve tarafsız muhakeme yürütebilmelidir.
- Yönetim kurulundaki üyelerin yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için yaraşır, doğru ve zamanında bilgiye erişimleri olmalıdır.
- Yönetim kurulunda çalışanların temsil edilmesi gereken hallerde, bu temsilciliğin etkili bir biçimde yapılması ve yönetim kurulunun bilgisi, bağımsızlığının ve yeteneğinin geliştirilmesine en iyi biçimde katkı sağlayabilmesi için, çalışan temsilcilerine eğitim verme ve bilgiye ulaşım imkanının sağlanması hedefiyle düzenekler geliştirilmelidir (OECD, 2015: 51-61).

### **1.3.3.SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri**

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerini OECD'in yayınlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkelerini dikkate alarak, Türkiye'nin kendine has şartları göz önünde bulundurup yapılması gereken değişiklikleri yaparak hazırlamıştır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun hazırlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri, prensip olarak "uygula, uygulamıyorsan açıkla" görüşünü benimsemiştir. Başka bir deyişle bu ilkelere uyup uymama konusunda işletmeler serbesttir (Özsoy, 2011: 73).

İlkeler ilk olarak halka açık anonim şirketler için hazırlanmıştır. Fakat bu ilkelere bulunan prensiplerin özel sektörde veya kamuda faaliyet halinde bulunan kuruluşlar ile öteki anonim şirketler tarafından da tatbik edebilecek bir alan bulabileceği yargısına varılmaktadır. Hazırlanan ilkelere bulunan prensiplerin uygulanması ya da uygulanmaması ihtiyaridir. Fakat, hazırlanan bu ilkelere bulunan prensiplerin uygulanmadığında, uygulanmamasının gerekçeli açıklamasının, tam olarak uymama sebebiyle ortaya çıkan çıkar çatışmalarının ve ilkelere bulunan prensipler çerçevesinde ileride şirketin yönetim uygulamalarında herhangi bir değişiklik yapma düşüncesinin bulunup bulunmadığına dair açıklamanın, şirketin yayınladığı yıllık faaliyet raporunda belirtilmesi ve buna ek olarak kamuya açıklama yapılması gerekmektedir (SPK, 2014).

OECD tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin 1999 yılında yayınlanmasından sonra Sermaye Piyasası Kurulu kurumsal yönetim alanında Türkiye'deki boşluğu görmüş ve 2003 yılında ilk olarak yayınlanan ve 2005 yılında da yenilenen Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni dört başlık altında yayınlamıştır (Kurt ve Kayacan, 2015: 12).

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanarak No: 56, Seri IV ile 30 Aralık 2011 tarih ve 28158 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ yürürlükten kaldırılarak, yeni düzenlemeleri içeren Kurumsal Yönetim Tebliği Seri II, No:17.1 ile 03 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.



### Şekil 3. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

Ülkemizde kurumsal yönetim alanındaki çalışmaların öncülüğünü SPK yürütmektedir. Şekil 3.'de görüldüğü üzere SPK kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. Bu ilkeler dört başlık altında toplamış olup, detaylı olarak açıklamaları aşağıda yapılmıştır.

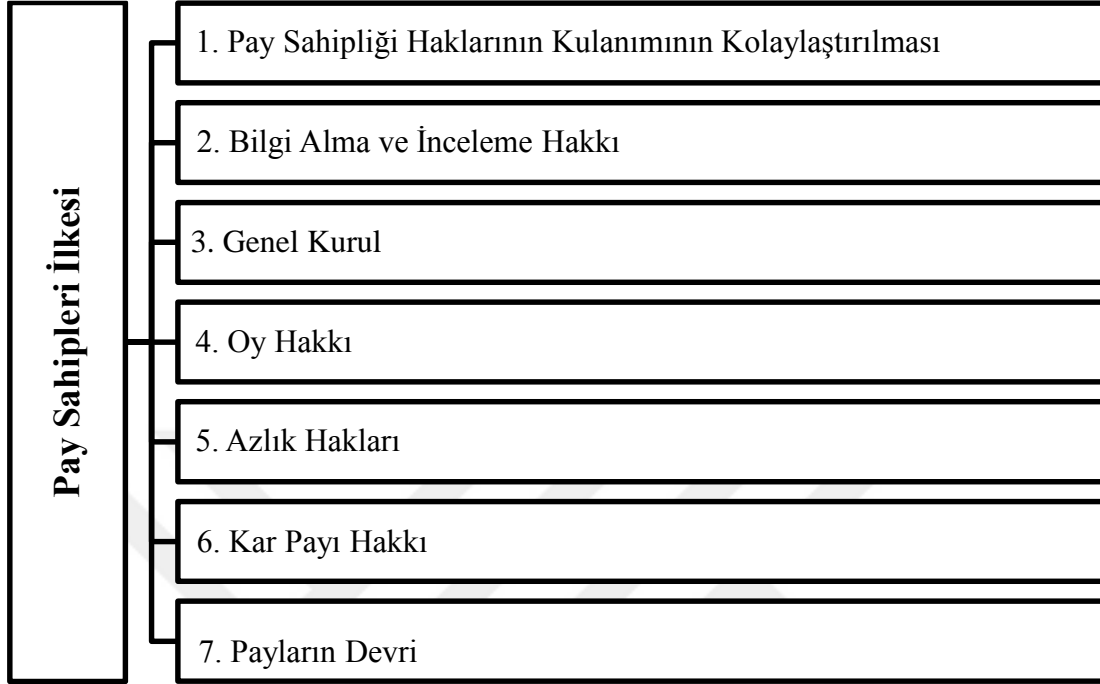
#### 1.3.3.1. Pay Sahipleri İlkesi

Pay sahiplerinin anonim şirketlerin sermaye yapısı içinde büyük önemi ve özel bir yeri vardır. Çünkü pay sahibi, ekonomik anlamda sermayedar olarak işletme malvarlığının mülkiyetini elinde bulundurmaktadır. Bunun neticesinde pay sahiplerinin malvarlığı hakları ve bu haklarının kullanımını elde etmek açısından yönetsel hakları da vardır (SPK, 2014).

İşletme yapısı içindeki pay sahiplerinin önemine rağmen, kurumsal yönetimle alakalı olarak farklı ülkelerin düzenlemelerine (rapor, rehber, kod vb.) bakıldığında, pay sahiplerine ait hakların daha çok genel kurula aktif bir biçimde katılım, bilgi alma ile pay sahiplerinin eşit bir şekilde işlem görmeleri hakkındaki konu başlıkları altında



değınildiği görülmektedir. Hatta kimi düzenlemelerde yalnızca yönetim kurulunun hesap verebilirliği, sorumluluğu ve yapısı ile ilgili konulara değınildiği, pay sahiplerinin yer almadığı da görülmektedir (SPK, 2014).



**Şekil 4. SPK Pay Sahipleri İlkesi**

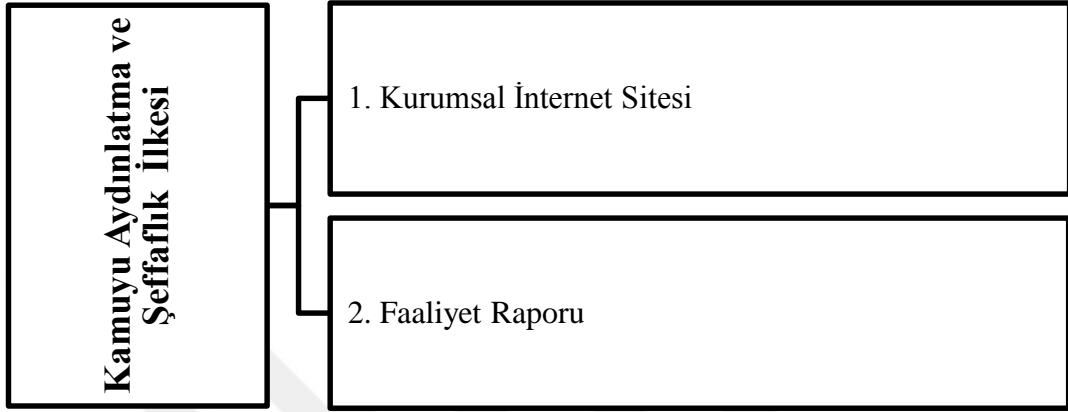
SPK kurumsal yönetim ilkelerinden olan pay sahipleri ilkesi Şekil 4.'de görüldüğü üzere yedi başlık halinde incelenmiştir. Pay sahipleri işletme üzerinde genel olarak bu başlıklarda belirtilen haklara sahiptirler.

### **1.3.3.2. Kamuyu Aydınlatma ve şeffaflık İlkesi**

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, menfaat ile pay sahiplerine, işletmenin yararlarını ve haklarını da gözetecek biçimde, eksiksiz, doğru, zamanında, anlaşılır, kolay erişilebilir, düşük maliyetle ve analiz edilebilir bilgilerin sunulmasını hedefler. İşletme, kamu açıklaması yaparken, ikilem oluşturacak belirsiz anlatımlardan kağınarak kullanılabilen en basit terim ve kavramları kullanmaladırlar. Ancak teknik terim kullanmasını gerektirecek durumlarda ise, herkesin rahatça anlamasına olanak sağlayacak biçimde ağıklamalarla birlikte verilir (SPK, 2014).

Kamuya yapılan bilgi açıklamaları tarafsız olmalıdır. İşletme ile ilişkisi olan tarafların bir ya da birkağının ihtiyağlarını karşılayacak biçimde yapılacak olan bilgi açıklamaları kabul edilecek bir durum değildir. İşletmeler hangi şart altında olursa olsun

kendi aleyhlerine neticeler doğurabilecek olsa bile açıklanması gereken bilgileri tereddüt etmeden açıklamalıdır. Fakat kamuya açıklaması yapılan işletme bilgilerinin de ticari sır niteliği taşımaması ve işletmenin rakipleriyle olan rekabet gücünü engelleyerek işletmenin zararına sebep olabilecek neticeler doğurmaması büyük önem taşır (SPK, 2014).



**Şekil 5. SPK Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi**

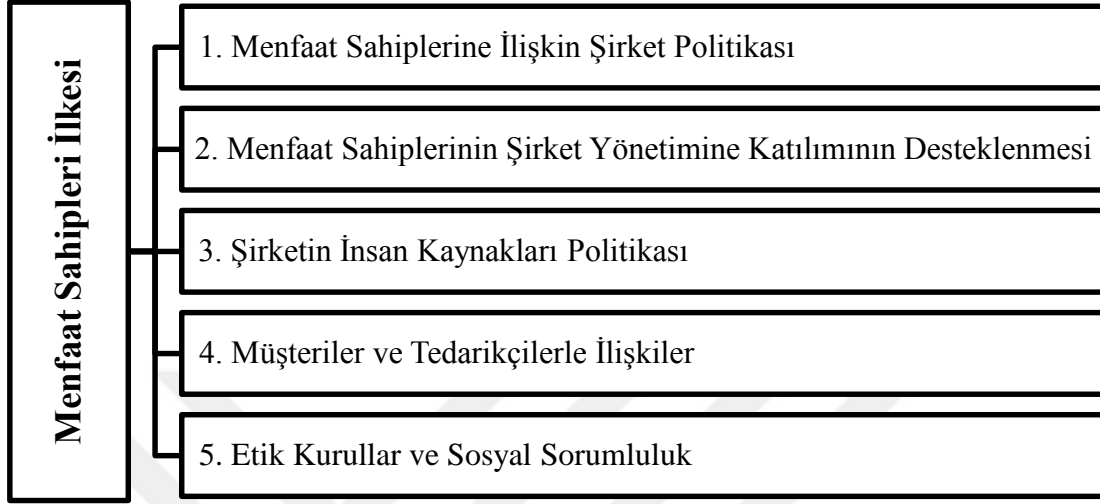
Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi Şekil 5.'te belirtildiği üzere iki başlık altında toplanmıştır. Bunlar yatırımcılara şirketin faaliyetleri ile ilgili gerekli bilgilerin şeffaf bir şekilde verilmesi için kullanılan araçlardır.

### **1.3.3.3. Menfaat Sahipleri İlkesi**

Menfaat sahipleri, işletmenin faaliyetlerinde ve belirlenen hedeflerine ulaşmasında ilgisi olan kişiler, kurum ya da çıkar grubu şeklinde tanımlanmaktadır. Belirtilen kişi ya da grupların işletme ile sözleşmesel bir ilişkileri alabileceği gibi, sözleşmeye dayanmayan ilişki durumları da söz konusudur. İşletme ile alakalı pay sahipleri ile menfaat sahipleri birlikte işletmenin geniş bir çevresini içermektedir. Fakat, kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde pay sahipleri ayrı bir başlık olarak ele alındığından, menfaat sahipleri ifadesi daraltılarak, asıl olarak işletme ile doğrudan ilişkisi bulunan üçüncü şahısları belirtmek için kullanılmıştır (SPK, 2014).

İşletmenin iyi bir biçimde yönetilmesinden ve işletme sermayesinin korunmasından menfaat sahipleri kendilerine fayda sağlarlar. İşletme açısından da menfaat sahipleri ile birlikte işbirliği içerisinde olmak kendi menfaatine olacağından,

menfaat sahiplerinin mevzuat, karşılıklı sözleşme ve anlaşmalarla kazandıkları haklarını korumalı ve bunlara saygı duymalıdır. Bu manada kurumsal yönetim ilkelerinin düz bir şekilde uygulanması, işletme ve menfaat sahipleri için büyük önem taşımaktadır (SPK, 2014).

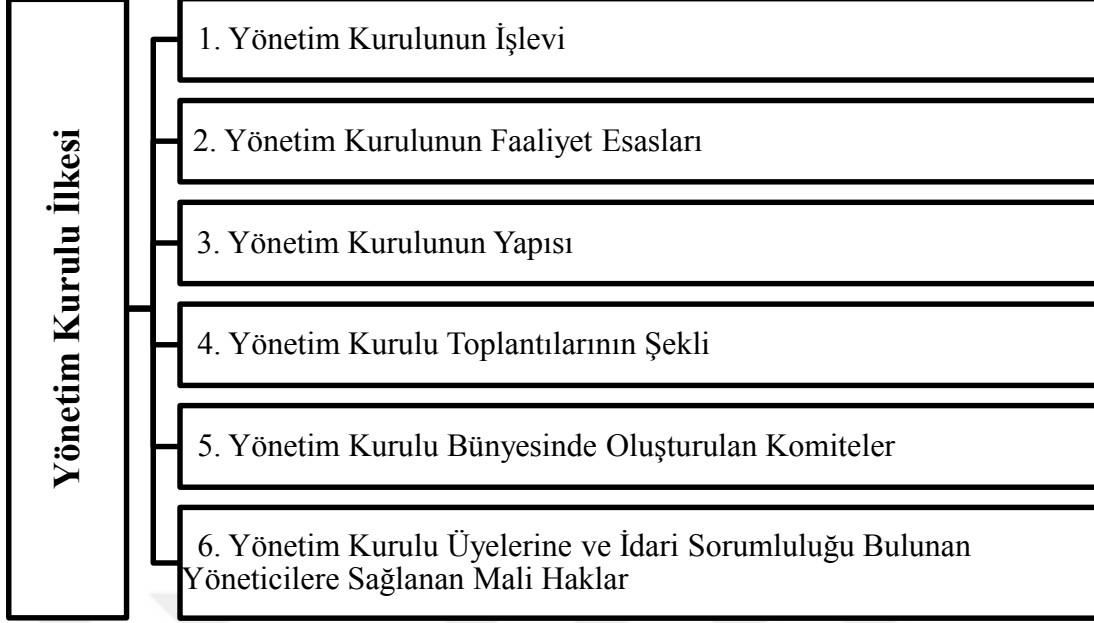


**Şekil 6. SPK Menfaat Sahipleri İlkesi**

Şekil 6.'da görüldüğü üzere menfaat sahipleri ilkesi altı başlık halinde ele alınmıştır. Belirtilen bu başlıklar sayesinde şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi amacıyla belirlenmiştir.

#### **1.3.3.4. Yönetim Kurulu İlkesi**

Yönetim kurulu, pay sahiplerinin genel kurulda kendisine verdiği yetki doğrultusunda, esas sözleşme, mevzuat, işletme içi politikalar ve düzenlemeler çerçevesinde yetkilerini ve sorumluluklarını kullanan ve işletmeyi temsil etme konumunda bulunan, işletmenin stratejik kararlarını alan, temsil eden ve en üst seviyede bulunan yürütme organıdır. Bunun bilinci içerisinde yönetim kurulu işletmenin faaliyetlerini, pay sahiplerinin uzun dönemli ve istikrarlı bir şekilde kazanç sağlamalarını temin edecek biçimde yürütür. Bunu, işletmenin büyüme gereği ile pay sahipleri arasında bulunan hassas dengenin bozulmamasına dikkat ederek ve işletmenin çıkarları ile menfaat ve pay sahipleri arasında bulunan hassas dengeye özen göstererek yaparlar (SPK, 2014).



**Şekil 7. SPK Yönetim Kurulu İlkesi**

Yöneticiler ve yönetim kurulu, işletmenin misyonu çerçevesinde belirlenen hedeflere ulaşılmasında esas sorumludurlar. Bu bağlamda, yöneticiler ve yönetim kurulunun şeffaf bir biçimde performans değerlemesi yapılmalı ve göreve son verme ya da ödüllendirme, bu esaslar çerçevesinde uygulanmalıdır (SPK, 2014). Bu tür düzenlemeleri içeren yönetim kurulu ilkesi düzenlemeleri Şekil 7.'de görüldüğü üzere altı başlık altında toplanmıştır.

## **1.4. DÜNYA'DA ve TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM**

### **1.4.1. Dünyada Kurumsal Yönetim**

İngiltere'de 1980'lerin son dönemlerinden itibaren yaşanan ekonomik yolsuzluklar ve iflaslar kurumsal yönetim ile ilgili çalışmaların başlatılmasına neden olmuştur. Kurumsal yönetim alanında bir kilometre taşı olarak kabul edilen ve geniş kapsamlı ilk düzenleme sayılan "Kurumsal Yönetimin Finansal Boyutu (Cadbury Raporu)" başlıklı rapor 1992 yılında yayımlanmıştır (Doğan, 2007: 55-56).

Kurumsal yönetimi tanımlama anlamında çalışmalar yapan ilk girişimciler, King Raporu (Güney Afrika) ve Cadbury Raporu (İngiltere) olarak kabul görmektedir. Bu iki rapor ve daha ileriki yıllarda yayımlanan ve ülkeler tarafından kurumsal yönetim

alanında temel alınan raporların önemli olarak kabul edilenleri hakkında aşağıda kısaca açıklama yapılmıştır (Ataman vd., 2015: 8).

#### ***Cadbury Raporu (1992)***

Sir Adrian Cadbury başkanlığında 1992 yılında “Kurumsal Yönetimin Finansal Boyutu Komitesi” (Comitee on Financial Aspects of Corporate Governance) tarafından İngiltere’de hazırlanan rapor, hisse senetleri borsaya kaydedilmiş işletmelerin var olan yönetim kurullarının tavsiye niteliğindeki uyması gereken uygulama kodlarından bahsetmektedir (Özsoy, 2011: 56). Genel olarak raporda, kurumsal yönetim ilkelerinin hatları belirlenmiş ve bu bağlamda oluşturulan tavsiyeler dünya çapında kabul gören bir model durumuna gelmiştir (Uyar, 2004: 125).

#### ***King Raporu I (“King I”, 1994)***

1994 yılında Mervyn King’in başkanlığını yaptığı King Komitesi tarafından yayınlanan rapor, kurumsal yönetim alanında Güney Afrika’da yüksek standartlar yayınlamak hedefindedir. Daha sonraları 2002 yılında ve 2009 yılında revize edilen ilkeler, kamuya açıklama yapılmasını öne çıkaran, menfaat sahiplerinin çıkarlarını koruyan ve hissedar eylemciliğini teşvik eden bir yaklaşım içindedir. Entegre raporlama konusunda yaptığı çalışmalar sayesinde kurumsal yönetim alanında bu rapor önemli bir yere sahiptir (Cavlak, 2015: 18).

#### ***Greenbury Committee Raporu***

“Yöneticilere Yapılan Ödemeler Çalışma Grubu” (The Study Group on Directors’ Remuneration) ismiyle Sir Richard Greenbury başkanlığında Ocak 1995 tarihinde toplanan komite, İngiltere’de bulunan şirketlerin yöneticilerine yapılan maaş ödemeleri ile sağlanan diğer menfaatler hususunda düzenlemeler yapmak hedefiyle kurulmuştur. Komitenin yapmış olduğu çalışmalar 17.07.1995 tarihinde “Directors’ Remuneration“ başlığı altında bir rapor hazırlanarak sunulmuştur.

Bu komitenin hazırlamış olduğu raporda, şirket yöneticilerine yapılan maaş ödemeleri ve sağlanan diğer menfaatlerin maliyetinin çok fazla olduğuna, bu nedenle de dağıtılabilecek kârların azaldığı konusuna dikkat çekmiştir. Bunun neticesi olarak da şirketten işçi çıkarılması gerektiği ve şirketin ürettiği malların da fiyatlarının yükselmesinde bu durumun etkili olduğundan söz edilmiştir. Bu durumun diğer hissedarlara ve topluma zarar verdiği, dolayısıyla zarara uğrayan kesimin de haklarının dikkate alınması gerektiği savunulmuştur (Büyükdere, 2015: 21-22).

### ***Hampel Raporu***

Kasım 1995'te İngiltere'de oluşturulan Kurumsal Yönetim Komitesi Sir Ronald Hampel başkanlığında toplanarak Ocak 1998'de "Committee On Corporate Governance-Final Report" ismiyle, Greenbury ve Cadbury komitelerinin ulaştığı sonuç ve bulguları temel alarak ve uygulama esnasında karşılaşılan sorunlara da dikkat ederek gerekli görülen güncellemeleri yaparak yayınlamıştır.

Yayımlanan raporda kurumsal yönetim ilkeleri Greenbury ve Cadbury komiteleriyle karşılaştırma yapılmış biçimde yer almıştır. Raporda yer alan bu ilkelerin genelde Cadbury raporuyla uyduğu görülmektedir. Bu raporda; bir şirkette hem yönetim kurulu başkanının hem de tepe yöneticisinin (CEO) yer almasının önemli olduğu, hatta bu görevi ayrı kişilerin yürütmesi gerektiği; bilgilerin yönetim kuruluna eksiksiz ve zamanında verilmesi; şeffaf bir şekilde yönetim kurulu üyesi seçimlerinin yapılması, belirli bir süre için yönetim kurulu üyelerinin seçilmeleri; azınlık hisse sahipleri ve bireysel yatırımcının haklarının korunmasından söz edilmektedir (Büyükdere, 2015: 21-22).

Hampel raporu, asıl olarak "Cadbury Raporu" nun bütün ana hatlarını ve o raporda geliştirilen "Code of Best Practice" ilkelerini daha da güçlendirmiştir (Pulaşlı, 2003: 19).

### ***Birleştirilmiş Kod ("Combined Code", 1998)***

Birleştirilmiş Kod, Hampel, Greenbury ve Cadbury raporlarında yer alan tavsiye ve ilkelerin birleşiminden meydana gelmiştir. 1998 yılında ilk olarak yayınlanmış ve sonrasında Higgs Raporu'nun yayınlanmasından sonra 2003 yılında revize edilmiştir. Birleştirilmiş kodda, iki bölüm yer almaktadır. Birinci bölümde işletmeler açısından en iyi uygulamalar ile bunu destekler nitelikteki tavsiyeler; ikinci bölümde ise destekleyici tavsiyelerin paydaşlara uyarlanmış hali yer almaktadır (Cavlak, 2015: 19).

### ***Millstein Raporu (1998)***

OECD tarafından hazırlanan bu rapor "Millstein Raporu" olarak da bilinmekte ve kurumsal yönetim alanında yapılan önemli çalışmalardan biri olarak kabul edilmektedir. Ayrıca bu rapor 1999 yılında ilk olarak yayınlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri hazırlanmasında da bir temel oluşturmuştur. Bu ilkelerin

yayınlanmasının, 1997-1998 döneminde tüm şiddeti ile yaşanan Asya krizine denk gelmesi hiç şüphesiz bir rastlantı olmadığı anlaşılmalıdır (Ataman vd., 2015: 9).

#### ***OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri (1999)***

İlkeler, 1998 yılında yapılan bakanlar seviyesindeki OECD Konseyi Toplantısı'nda, özel sektör temsilcileri ilgili uluslararası kuruluşlar ve hükümetler tarafından yapılan, bir dizi yol gösterici ve standart kurumsal yönetim ile ilgili ilkenin geliştirilmesi çağrısıyla oluşturulmuş ve hazırlanmıştır. 1999 yılında ilkelerin kabul edilmesiyle birlikte hem OECD üyesi olmayan ülkeler hem de OECD üyesi ülkeler için yapılan benzer düzenlemeler yönünden bir temel oluşturmuştur (OECD, 2004: 8).

#### ***Sarbanes-Oxley Yasası (2002)***

Amerika Birleşik Devletleri'nde, 2002 yılında yürürlüğe konulan ve “Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası” olarak da bilinen kanun, Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonunun (SEC, U.S. Securities and Exchange Commission) kurulduğu yıl olan 1934'ten sonra halka açık işletmeler için getirilmiş en önemli düzenleme niteliğindedir. Kanun her ne kadar Amerika Birleşik Devletleri'nde yürürlüğe konulmuş olsa da getirdiği düzenlemeler oldukça radikal ve küresel çaptadır (Eroğlu, 2003: 3). Kanunun amacı ise yaşanan finansal skandallar sonrasında işletmelere ait kurumsal bilgilerin, güvenilirliğini ve doğruluğunu artırarak yatırımcıları korumayı sağlamaktır (Daştan, 2010: 8).

#### ***Higgs Raporu (“Higgs Report”, 2003)***

2003 yılında yayımlanan Higgs Raporu bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görevlerini konu almıştır. Bu rapor, 2000 yılında yayınlanan Birleştirilmiş Kod'da bulunan tavsiyelerle alakalı birçok değişiklik öngörüsünde bulunmuş ve bunların sonucunda da Birleştirilmiş Kod revize edilmiştir (Manifest, 2004: 4).

### **1.4.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim**

Türkiye gibi halen gelişmekte olan ülkelerde yapılan kurumsal yönetim reformlarının en önemli sebebi, işletmelerin küreselleşmenin getirmiş olduğu şartlara uyum sağlayabilmek amacıyla ihtiyaç duymuş oldukları işletme dışı sağlanan sermaye kaynaklarıdır. Kurumsal yönetim alanında yapılan reformların diğer nedenlerinden biri de gelişmekte olan ülkelere sermaye yatırımı yapmayı düşünen yabancı yatırımcılar ve uluslararası fon yöneticilerinin yapacakları yatırımları güvenlik açısından garanti altına

alma istekleri doğrultusunda ortaya çıkan talepleri yatmaktadır (Arıkboğa ve Menteş, 2010: 87).

Sürdürülebilir kalkınmayı, şeffaf, verimli ve etkin bir ekonomi sisteminin oluşmasını sağlamak amacıyla uygulanan kurumsal yönetim, aktif durumda Türkiye’de bulunan yabancı yatırımcılarında kendi şirketlerinde uygulamaya başlamasıyla artık ekonomik sistem içerisinde yerini almaya başlamıştır. Türkiye’de uygulanmakta olan kurumsal yönetim ile ilgili yapılan çalışmalarda, örnekleme giren öteki ülkelere göre Türkiye’nin ortalamanın altında kaldığı sonucu belirlenmiştir (Kurt ve Kayacan, 2005: 353).

Ülkemizde kurumsal yönetimin önem kazanmasının başlıca ve en önemli nedeni ülkeye yabancı sermayeyi çekmektir. Kurumsal yönetim alanında Türkiye’de yapılan ilk çalışma Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri esas alınarak başlatılmıştır. TÜSİAD çatısı altında oluşturulan Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu 2002 yılında “Kurumsal Yönetim-En İyi Uygulama Kodu” çalışmasını hazırlanarak yine 2002 yılında yayınlamıştır (Pamukçu, 2011: 137).

Yıl	Çalışma
2002	“Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu” rehberi TÜSİAD tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri temel alınarak hazırlanıp yayınlandı.
2003	* “Kurumsal Yönetim İlkeleri” SPK tarafından yayınlandı. * “Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri: VIII, No: 40) SPK tarafından yayınlandı. (2006 yılında Seri: VIII, No: 47 tebliğ ile değişikliğe uğradı.)
2004	SPK, İMKB’de işlem gören işletmelerin kurumsal uyum raporlarının, faaliyet raporları içerisinde yer almasını ve internet sitelerinde uyum raporlarını içeren bir yatırımcı ilişkileri bölümü açılmasını zorunlu hale getirdi.
2005	* SPK, OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinde oluşan değişikliklerden sonra bir takım düzenlemeler yaparak Kurumsal Yönetim İlkelerini güncelledi. * “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırma raporu BCG (Boston Consulting Group) ve TKYD tarafından tamamlanarak yayınlandı.
2006	* BDDK tarafından bankalara yönelik olarak hazırlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri Yönetmeliği” yayınlandı. * OECD tarafından yapılan “Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study” araştırmasının sonuçları açıklandı.



<b>2007</b>	* SPK tarafından “ <i>Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği</i> ” (Seri: VIII, No: 51) güncellenerek yayımlandı. (2010, Seri: VIII, No: 68 tebliğ ile değişikliğe uğradı.) * BİST tarafından “ <i>Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)</i> ” hesaplanmaya başlandı.
<b>2009</b>	“ <i>Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği</i> ” SPK tarafından yayımlandı.
<b>2011</b>	* 6102 sayılı “ <i>Türk Ticaret Kanunu</i> ” TBMM’de kabul edildi ve Resmi Gazete’de yayımlandı. (1 Temmuz 2012’de 6335 sayılı kanun ile beraber yürürlüğe girdi.) * SPK tarafından “ <i>Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ</i> ” (Seri IV, No:54, 56) ve “ <i>SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Eki</i> ” yayımlandı.
<b>2012</b>	SPK tarafından “ <i>Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ</i> ” (Seri IV, No:57, 60) yayımlandı ve BİST’te işlem gören bankalar için yılsonu itibariyle yürürlüğe girmiştir.
<b>2013</b>	SPK tarafından “ <i>Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ</i> ” (Seri IV, No:63) yayımlandı.
<b>2014</b>	SPK tarafından hazırlanan, II-17.1 sayılı “ <i>Kurumsal Yönetim Tebliği</i> ”, 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

### **Tablo 1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Çalışmalar**

Kurumsal yönetim konusunda çalışma yapan ülkeler arasında Türkiye de yer almaktadır. Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmalar yukarıdaki Tablo 1.’de verilmiştir. Tablo 1.’den anlaşılacağı üzere başta SPK olmak üzere birçok kurum ve kuruluş tarafından kurumsal yönetim ile ilgili çeşitli çalışmalar yapılmış ve halen de yapılmaya devam edilmektedir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI VE SAHİPLİK YAPISI

Kurumsal yönetim ile ilgili problemlerin çözümlenmesine yönelik oluşturulan birtakım kurumsal yönetim mekanizmaları bulunmaktadır. Kurumsal yönetim mekanizmaları şirketin etkin bir biçimde faaliyetine devam etmesi amacıyla tasarlanan kontrol araçlarından oluşur. Şirket içi kurumsal yönetim mekanizmaları ve şirket dışı kurumsal yönetim mekanizmaları olmak üzere iki şekilde değerlendirilme yapılıır. Şirket içi kurumsal yönetim mekanizmaları; yönetim kurulu, sahiplik yapısı, yöneticilerin ücretleri, yatırımcı ilişkileri ve en iyi uygulama kodları olmak üzere beş başlık altında toplanmıştır. Şirket dışı kurumsal yönetim mekanizmaları ise; şirket satın alımları, yönetici piyasası, ürün piyasasındaki rekabet, aktif hissedarlık ve yasal sistemler başlıklarından oluşmuştur.

Şirket içi kurumsal yönetim mekanizmaları arasında yer alan sahiplik yapısı; işletmenin sermayesinin kimler tarafından sağlandığının ve sermaye paylarının büyüklük derecelerinin göstergesi anlamına gelmektedir. Sahiplik yapısının; aile sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, kamu sahipliği, çalışan sahipliği, yönetici sahipliği ve dağılık sahiplik türleri bulunmaktadır.

İşletmelerde sahiplik yapısı ve kontrol ayırımı son zamanlarda ortaya çıkmış ve çeşitli temsilcilik maliyetlerine yol açmıştır. Bunun yanında bu tür şirketlerde çıkar çatışmaları da sıklıkla yaşanmaktadır. Ancak şirketlerde genellikle sahiplik ve kontrol aynı kişilerde ya da ailelerde bulunduğundan bu tür sorunlar pek yaşanmamaktadır.

#### 2.1. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI

Şirketlerde karşılıklı ilişkilerin tüm kesimi tatmin edecek şekilde uyumlu bir biçimde gerçekleşmesi için söz sahibi olan yatırımcılar üzerinde hak sahibi olduğunu

savunan yatırımcıların kontrol ve egemenliğini sağlayacak birtakım mekanizmalar vardır. Bu mekanizmalar vasıtasıyla söz sahiplerini hak sahibi olan yatırımcılar kontrol edebilme imkanına sahip olurlar. Bu şekildeki kurumsal yönetim ile ilgili problemlerin çözümlenmesine yönelik yapılan çalışmalar kurumsal yönetim mekanizmaları olarak tanımlanmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004).

Kurumsal yönetim mekanizmaları, şirketin etkin şekilde faaliyetine devam etmesi amacıyla tasarlanan birtakım kontrol araçlarıdır. Yönetim üzerindeki kontrol, işletme içindeki düzenlemelerle sağlanan içsel kurumsal yönetim mekanizmaları ve çeşitli piyasa güçleriyle sağlanan dışsal kurumsal yönetim mekanizmaları ile gerçekleştirilmektedir (İsmayilov, 2007: 31). Dolayısıyla, üzerinde temellendiği kaynak bakımından kurumsal yönetim “işletme dışı” ve “işletme içi” mekanizmalar ayrımı ile değerlendirme yapılır (Kula, 2006: 32).

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

Hissedarların hakları, kanunlar ve düzenlemelerle yeterince korunmadığı zaman, şirketin kontrolünü elinde bulunduran hakim hissedar ve söz sahibi olan yöneticilerin diğer hissedarların kazanacakları getirileri kendi istekleri doğrultusunda yönetme ihtimalleri artmaktadır. Bu durumda kurumsal yönetim, şirket yöneticileri ve kontrolün elinde olduğu ortaklar dışında kalan hissedarların, kendilerini yönetici ve büyük ortak sömürsüne karşı koruyan mekanizmalar bütünü biçiminde tanımlanmaktadır.

Kurumsal yönetim mekanizmaları, şirket içinde ve şirket dışında oluşan yapıların, firma değerine negatif yönlü etkisini daha aza indirgeme ve tüm paydaşların farklı şekildeki çıkarlarını dengeleme çabalarında var olan alternatif seçenekler içinden seçim yapma şansı tanıyan yapılar topluluğudur. Daha açık bir anlatımla, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çatışmaları azaltmaya, hissedarların refahını en üst seviyeye çıkarmaktan başka amaçları olan veya performansı düşük yöneticilerin uzaklaştırılmasına yönelik şirket dışı ve şirket içindeki mekanizmaların tümü kurumsal yönetim mekanizmalarını meydana getirmektedir.(Erdoğan, 2010: 63)

### 2.1.1.1. Yönetim Kurulu

Bir kurumun yönetim ekibi ve insan kaynağı en önemli işletme varlıkları arasında yer alır. Yönetim ekibinin performansının ve yetkinliklerinin değerlendirilmesiyle birlikte ekibin motivasyonunu yüksek seviyede tutabilecek adil biçimde yapılan ödüllendirme mekanizmalarının işler hale getirilmesi de kurumun geleceğini belirleyen başka bir etkidir. Bu değerlendirmelerin adil bir biçimde yapılması ise iyi ve düzgün çalışan bir yönetim kurulunun varlığı ile mümkündür.

Yönetim kurulu, firma içinde ve firma dışında bulunan çıkar grupları ile hak sahibi olan hissedarları temsil eden, tüm ülkelerin mevzuatında bulunan ve işletme kapsamında bütün yetkileri elinde bulunduran bir organdır. Genellikle yönetim kurulu toplantıları kurul üyelerinin birlikte tartıştıkları ve karar aldıkları toplantılardır. Yönetim kurulu toplantıları bu sebeple büyük öneme sahiptir ve doğru şekilde planlanıp etkin bir biçimde yürütülmelidir (Baraz, 2004: 765).

Anonim şirket hissedarlarının, firmayı inceleme ve izleme sorunu özellikle halka açık şirket hissedarlarının karşılaştıkları önemli bir sorundur. Yönetim kurulu, küçük hissedarlar, grup hissedarlar ve bunların bazıları yönetici vasfıyla kurulda bulunabilen vekilleri ile aralarında köprü vazifesi görmelidir. Yönetim kurulunun yapısı, firma üst yönetimi ile kurul arasında bir güç dengesini biçimlendirir.

Yönetim kurulu işletmenin kurumsal itibarını geliştirebilmek ve korumak için kurumun bütün paydaşlarına karşı yalnızca kanunlar bakımından değil, aynı zamanda kurumsal yönetim ilkeleri, iş etiği ve taahhüt ettiği değerler açısından da sorumludur. Bu sebeplerden dolayı, yönetim kurullarında yer alan üyelerin deneyimleri ve yetkinlikleri, bağımsız olmaları ve yönetim kurulunun işlemesi için belirlenen kurallara özen gösterilmesi, firmanın sürdürülebilirliğine ve başarısına katkı sağlar.

SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin temel olarak vurguladığı noktalardan biri, yalnızca herhangi bir pay sahibi grubun çıkarlarını temsil etmeyen, mesleki birikim ve deneyime dayanarak ortaklığın menfaatlerini ön plana çıkaran bağımsız üyelerin, mümkün mertebe daha fazla sayıda, oluşturulan yönetim kurulunda olması gerekliliğidir (Karabıyık, 2011: 61).

### 2.1.1.2.Sahiplik Yapısı

Farklı açılardan şirketlerin sahiplik yapısı değerlendirilebilmektedir. Bunlar: halka kapalı veya açık; özel sahiplik veya devlet sahipliği; yabancı veya yerli sahiplik; blok sahiplik; kurumsal sahiplik; yönetsel sahiplik gibi konulardır (Kıyılar ve Belen, 2005: 8).

Araştırmalar büyük şirketlerin çoğunun kamusal kurumlar veya ailelerden oluşan hakim hissedarlara ait olduğunu göstermektedir. Örnek olarak, Kıta Avrupa'sında yer alan kayıtlı firmalardan %20 veya daha fazlasında hakim hisse yaygındır. Bunun yanında, Doğu Asya'da yer alan kayıtlı firmaların üçte ikisinden fazlası tek bir hissedarca kontrol edilmektedir (Karabıyık, 2011: 62).

Aile kontrolünde bulunan şirketlerde yönetimin meşruluğu ve halefiyet; profesyonel yöneticiler çalıştıran şirketlerden daha önemli yönetim problemleri oluşturur. Sanayi ve finans gruplarında firma içinde oluşan bağlantılar, çıkar çatışması bulunan blok hissedarların egemen olduğu şeffaf olmayan eylemlere yol açabilir. Devletin elinde bulunan işletmelerde ise işletmenin devlet çıkarlarıyla olan bağlantısı hissedarların aleyhine sonuçlar doğurabilir.

Sahiplik yapısı konusunda daha önce yapılan çalışmalarda hem hissedar olan yöneticileri konu alır hem de hissedar olmayan yöneticileri konu eder. Genel olarak kabul görmüş bir tanımlamaya göre; bir şirketin ortak hisselerinin %5'inden daha fazlasını elinde bulunduran hissedarlar "önemli hissedar" olarak nitelendirilmektedir. Bu önemli olarak adlandırılan hisse sahipleri kurumsal yatırımcılar olacağı gibi bireysel yatırımcılarda olabilir. Bu hissedarlara önemli denmesinin nedeni, elinde buldukları hisse miktarının işletmenin içinde neler olduğunu gözlemlene ve müdahale etme imkanı vermesinden kaynaklanmaktadır (Karabıyık, 2011: 63).

Yöneticilerin mülkiyet hakları ve kuruldaki oy kullanma haklarından ötürü özel yarar sağlamalarının yanında büyük hissedarların da kendi refah düzeylerini en üst seviyeye çıkarmak için, firma varlıklarını kontrol hakları sayesinde etkin olmayacak biçimde dağıttıkları görülmektedir (Kula, 2006: 20).

Mülkiyet yoğunlaşması firma hissedarlarının haklarının daha zayıf olduğu ülkelerde görülmektedir. Yatırımcıların vekalet sorunlarını göz ardı ederek blok hissedarlığa yönelmeleri halinde büyük hissedarlar arasında mülkiyetin paylaşıldığı görülmüştür. Bunlara ek olarak, iyi bir kurumsal yönetim sisteminin, sahiplik

yoğunlaşması ile yatırımcıların yasal korunmasının uygun bir kombinasyonundan meydana geldiği ifade edilmektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetimin en önemli etkenlerinden birini firmaların sahiplik yapısı oluşturmaktadır (Arikboğa ve Menteş, 2010: 96).

### **2.1.1.3.Yöneticilerin Ücretleri**

Yöneticiler ve hissedarlar arasında, tepe yöneticilerin almış oldukları ücretler temsilci sorunlarına sebep olmaktadır. Yöneticilere ödenen yıllık ücret, genellikle hisse senedi opsiyonları, sabit temel ücret, uzun vadeli teşvik planları ve performansa bağlı senelik bonusları kapsamaktadır. Yöneticilerin teşvik ve ücret sistemleri ortakların amaçlarına ve çıkarlarına uygun olan stratejik amaçlar ve faaliyetlerle bağlantılı olduğunda, tepe yönetim kendi menfaatlerini de gerçekleştirmeye sebep olabilecek bu kararları ve faaliyetleri kolaylıkla yapabilecek ve böylece hissedarların menfaatlerine de uygun yönetim gerçekleştirilecektir.

Firmanın faaliyetlerini yürüttüğü endüstrideki ücret eğilimine istinaden tepe yöneticilere yapılan temel ücret ödemeleri belirlenmektedir. Oluşturulan ücret paketi içerisinde ödenen sabit ücretin oranı az olmasına karşın, yöneticiler bu durumu önemsememektedir. Bunun ilk sebebi, yöneticinin aldığı ücret ödemelerinin sabit olan kısmının olmasıdır. İşletme karında meydana gelen dalgalanmalardan ücret paketinin bu kısmı etkilenmemektedir. Ayrıca yönetici riski sevmiyorsa, değişken özellikteki bonus veya opsiyondan daha fazla oranda temel ücrette yaşanan artışla ilgilenecektir. İkinci nedeni ise, opsiyonlar ve bonus belirlenmesinde temel ücret dikkate alındığından dolayı yöneticilerin ilgisini çekmektedir. Mesela, bonus temel maaşın belirlenen oranında açıklanırken, opsiyonlar ise yöneticilerin temel maaşının bir çarpanı şeklinde belirlenmektedir. Firmalar, tepe yöneticiye öneri olarak yıllık performansa dayalı olmak üzere ödenen bonus planları sunarlar. Bir bonus planında, tepe yöneticiye eşik performans ölçüsü belirlenmektedir. Yönetici performansı, belirlenen eşik değerden daha az olduğu zaman bonus ödemesi yapılmazken, performans eşik değere ulaştığında ya da üzerine çıktığında temel ücretin belli bir yüzdesi oranında belirlenen bonus ödemesi yapılır.

Hisse senedi opsiyonları, şirketin hisselerini belirlenen fiyattan, ileri bir tarihte yöneticiye satın alma hakkını sağlayan sözleşmelerdir. Yönetici şirketten ayrıldığında

opsiyon hakkını kaybeder ve opsiyonlar başka kişilere de satılamaz. Yıllık performans değerlemesine bağlı olarak yöneticilere verilen bu ögelere ilave olarak bazı işletmeler, üç veya beş yıllık birikimli performansın ortalamasını ölçü olarak uzun vadeli teşvik planları da teklif etmektedirler. Büyük şirketlerde yöneticilerin ücretleri yüksek iken, ücretlerin yöneticinin performansına duyarlılığı ise düşüktür. Temsilci teorisi, şirketteki tepe yöneticilere gösterdikleri performanslarına oranla yapılan ücret ödemelerinin, yöneticilerin hissedar menfaatlerini gözetmelerinde motive edici bir etken olduğunu savunmaktadır. ABD’de tepe yöneticilere ödenen ücretler, diğer ülkelere oranla daha yüksektir. Avrupa’da ise şirketlerin tepe yöneticilere ödedikleri nakit ücret ve performanslarına bağlı olarak ödenen bonus ücret Fransa’da en yüksek, Finlandiya’da ise en düşük seviyededir.

Tepe yönetici ücretleri, yönetim kurulunun yapısı büyük olduğunda, yüksek olmaktadır. Bunun nedenleri; diğer yöneticileri tepe yöneticiye karşı organize etmenin zorlaşması, tepe yöneticinin kurula dışarıdan üyeleri ataması, tepe yöneticiye karşı diğer yöneticilerin kendilerini sorumlu hissetmeleri şeklinde sıralanmaktadır. Ancak şirkette büyük hissedarların olması halinde, denetimin de artacak olmasından dolayı tepe yöneticilere ödenen ücretlerin düşeceği beklenmektedir (Erdoğan, 2010: 71).

#### **2.1.1.4. Yatırımcı İlişkileri**

Yatırımcı ilişkileri, işletme ile finans sağlayıcılar ve o işletmeye yatırım yapacaklar arasında oluşan bağıdır. Vekalet teorisi ve etkin piyasa hipotezine göre yatırımcı ilişkileri, şirket yöneticilerinin davranışlarını denetleme, hissedarlar ile devletten gelecek baskıyı en alt düzeye indirmeye yönelik çalışmaları yapmaktadır. Yatırımcı ilişkileri işletmelerin strateji geliştirmelerinde ve şirket yatırımcılarıyla yakın ilişkiler geliştirmelerinde, katılımcılarına yeni bilgiler vererek piyasayı etkileyebilen önem derecesi yüksek bir etmendir. Son yıllarda çok sık yaşanan şirket iflaslarının en önemli nedenlerinden birisi şirketlerin yatırımcılara karşı güvenini kaybetmesidir. Bu sebeple şirketler, yatırımcı ilişkileri mekanizmasını bu sorunu çözebilmek amacıyla kullanmak zorunda kalmışlardır.

Yatırımcı ilişkilerine işletmelerin yaptıkları yatırımları analiz eden çalışmalar, konunun nedenleri hakkında farklı açıklamalarda bulunmuşlardır. Bazı araştırmacılar, yatırımcı ile şirket arasında yakın ilişki kurulabilmesi için bu bölüme şirketin yatırım

yapması gerektiğini savunmaktadır. Bazıları ise bilgi açıklamalarını arttırarak sermaye maliyetini ve bilgi asimetrisini azaltmayı düşünmektedir. Euronext borsalarında yatırımcı ilişkileri seviyesini belirlemeye yönelik internet aracılığıyla bir araştırma yapılmıştır. Yapılan bu araştırmada Hollanda, Fransa ve Belçika'da elliser firmanın web sayfaları incelenmiştir. Sonuçlara göre, Hollandalı ve Fransız firmaların Belçikalı firmalara göre yatırımcı ilişkileri konusunda interneti daha çok kullandığı belirlenmiştir. Ayrıca büyük firmaların küçük firmalara oranla yatırımcı ilişkilerini devam ettirme noktasında internetten daha çok yararlandığı tespit edilmiştir.

Türkiye'de İMKB'ye kayıtlı şirketlerin, yatırımcılarla ilişkilerini geliştirmek amacıyla bilgilerini yayınlayan şirketler üzerinde araştırma yapılmıştır. Araştırma sonucuna göre İMKB'de faaliyet halinde olan şirketlerin % 77'sinin (212 şirket) web sayfasının olduğu saptanmıştır. Web sayfası olanların ise % 72'sinin (198 şirket) yönetim kurulu üyeleri, sahiplik yapıları, genel kurul gündemleri, finansal tablolar konularında yatırımcıları bilgilendirdikleri tespit edilmiştir. Ancak tüm şirketler dikkate alındığında, şirketlerin yarısının web sayfalarında yıllık finansal tablolara yer verdiği, yarısından azının ise diğer bilgileri yayınladığı belirlenmiştir (Güngör, 2012: 67).

### **2.1.1.5.En İyi Uygulama Kodları**

En iyi uygulama kodları, kurumsal sosyal sorumluluk açısından kendilerini rakiplerinden ayırmak isteyen şirketler tarafından yayınlanan, kurumsal süreci ve mevcut hukuki düzeni açıklayan, kurumsal yönetim mekanizmalarıdır. Diğer mekanizmalar ve yönetim kurulu açısından bu kodlar, en iyi uygulama şekli olarak kabul edilmektedir. En iyi uygulama kodları, müdürler ile tepe yöneticiler arasında sorumluluk ve şeffaflık çabalarını yerleştirmeyi hedefleyen ilkeleri önermektedir. Ayrıca bu kodlar, kurumsal yönetim sisteminde bulunan eksiklikleri gidermek amacıyladır. Bu kodlar, yönetici dernekleri veya menkul kıymet borsaları tarafından çıkarılmıştır. Bu kodların ilk uygulayıcıları kurumsal yatırımcılar olup, özel derneklere, menkul kıymet komisyonlarına bu kodların ülke bazında uygulanması için baskı uygulamışlardır.

Kıta Avrupa'sında uygulanan kanunlar en iyi uygulama kodlarının gerçekleştirilmesini kısıtlamaktadır. Bu kodları Anglo Sakson ülkeleri benimsemişlerdir. Bu ülkelerde bulunan hakimler mahkemelerde direkt olarak bu kodları kullanabilmektedir. Öte yandan, Kıta Avrupası ülkelerindeki hakimler, en iyi



yönetim kodlarını düzenleme gücüyle uygulayamamaktadır. Medeni hukuk geleneğinde kanunlar ülke parlamentoları tarafından yapılmaktadır. Bu parlamentolar, şirketin davranışlarını hissedarlara göre belirlemektedir. Bu durum azınlık hissedarlara gereken önemin verilmesine neden olmaktadır. Bu sebeple bu hukuk sistemini kullanan ülkelerde en iyi uygulama kodlarını yaygınlaştırma çabasında bulunulmamalıdır. Bunun yerine, yöneticileri korumaktan kaçınmak ve piyasa kontrol mekanizmalarının kapsamını arttırmak daha doğru ve uygun bir davranış olur (Güngör, 2012: 67).

### **2.1.2.Şirket Dışı Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

Yönetimi disipline etmek için firmanın kurumsal yönetim uygulamalarında farklı faktörler bulunmaktadır. Bu faktörler işletme dışında olan ancak hissedarların ve yöneticilerin amaçlarına yönelik hareket etmelerini sağlamaya yardımcı olan faktörlerdir. Bu bölümde yönetici piyasası, şirketin satın alımları, aktif hissedarlık, kanuni yönden yatırımcıların korunmaları ve ürün piyasasından oluşan firma dışı kurumsal yönetim mekanizmaları ele alınacaktır (Erdoğan, 2010: 76).

#### **2.1.2.1.Şirket Satın Alımları**

Şirket satın alımları piyasası, finansal olarak başarısız olan şirketlerin sahipliğinin el değiştirmesine imkan tanıyan kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Bilhassa, içsel mekanizmalar yeterli oranda başarı sağlayamadığında, dışsal kesimler için işletmenin kontrolünü ele almaya yönelik teşviklerin olduğu anlamına gelmektedir. Bu mekanizmayla, başarılı işletmelerin kötü yönetilen işletmeleri satın alarak ekonomik anlamda etkin duruma getireceği düşünülmektedir. Hissedar değerinin maksimizasyonu ve hisselerden elde edilen geri dönüş gibi performans ölçütleri tatmin edici seviyede olmadığında, tepe yönetim işletmenin el değiştirmesi tehdidiyle karşı karşıya kalmaktadır. Böylece şirket satın alımları piyasası denetleme görevini yeterince yapmayan yönetim kurullarını ikame eden bir kurumsal yönetim mekanizması rolü oynamaktadır.

Çünkü satın alma işlemi neticesinde, satın alınan işletmenin yöneticileri genellikle işlerini kaybetmekte ve şahsi olarak zarar görmektedirler. Yöneticiler için

şirketin satın alınması işlemini önleyerek zarara uğramalarının en kolay yolu olarak işletmeyi güçlendirip rakiplerine karşı uzun dönemde rekabet üstünlüğü sağlamalarıdır.

Diğer kurumsal yönetim mekanizmalarındaki gibi, şirket satın alma piyasasının da hissedarlara açık olmayan bir yönü söz konusudur. Hissedar ile yönetici arasındaki vekalet problemine potansiyel bir çözüm sunmasının yanında, çok açık şekilde bu sorunun bir işareti de olabilmektedir. Yani, şirketlerin büyüklüğünü en üst seviyeye çıkarmakla ilgilenen yöneticiler, işletmenin kaynaklarını nakit olarak hissedarlara döndürmek yerine satın alınmalar için fazla ödemeler yaparak israf edebilmektedirler (Güngör, 2012: 53).

### **2.1.2.2. Yönetici Piyasası**

Kontrol ve sahipliğin birbirinden ayrı olduğu modern firmalarda sorumluluklar, sahiplerden yöneticilere devredilmektedir. Temsilci ve sahip çıkarlarının sıralanmasında ihtiyaç olan kurumsal yönetim mekanizmalarından yönetici piyasası önemli bir role sahiptir. Yöneticilere sağlanan ödüller ve teşviklerle yöneticiler, hissedarların çıkarlarını korumak ve şirketin performansını artırmak için daha iyi şekilde motive olacaklardır.

Yönetici ücretlerinin belirlenmesi yapılırken, yöneticilerin kendi performanslarıyla birlikte gelişen işletme performansı dikkate alınacağından, yöneticilerin yalnızca kendi performansları değil, işletmede bulunan diğer yöneticilerin (ast-üst) gösterdikleri performansları da etkili rol oynamaktadır. Üst yöneticiler seçtikleri orta kademe yöneticilerin performanslarını periyodik olarak denetimini yapmaktadırlar. Orta kademe yöneticiler de, şirketteki kariyerlerinde ilerlemek için kendi performanslarını devamlı olarak iyileştirirken, yeterliliklerini de daha fazla artırmaya çalışırlar. Yöneticiler arasında varolan bu denetimin temel nedenlerinden biri ise, yönetici piyasasının varlığıdır. Başka bir ifadeyle, yöneticinin daha önceki dönemlerde ortaya koyduğu performansı, ücretinin belirlenmesinde ve ortaya çıkan çeşitli kadro ve iş fırsatlarında dikkat edilmesi gereken temel unsurdur. Mali açıdan sıkıntı yaşamış şirketlerden ayrılmış olan yöneticilerin, yeni işlerinde eski işlerine oranla daha düşük ücret ve daha düşük pozisyonu kabul ettikleri, bu konuda yapılan çalışmalarda tespit edilmiştir.

Etkin biçimde işleyen bir sermaye piyasasında yer alan hissedarlar, yöneticilerin performanslarını dolaylı yoldan da olsa değerlendirmektedirler. Yatırımcılar, şirketin

performansına bağılı olarak elinde bulundurdukları hisselerinin değerlerinin artmasını istemektedir. Hisselerde değer artışı olduğu zaman, yöneticiler ortaya konan performanslarına yönelik ücretlerinin dönem sonunda tekrar değerlendirilmesini bekleyeceklerdir. Tam tersi durumda hisseler değer kaybettiğinde ise şirketin performansı da düşük olacağından şirketteki yöneticilerin işten çıkarılması konusu gündeme gelecektir. Böylece sermaye piyasasının verdiği sinyallerle yöneticilere ait işgücü piyasası yöneticilerin disipline edilmesini sağlamaktadır.

İflas eden şirketlerde, yöneticilerin aldıkları yanlış kararların etkisini konu alan çalışmalar, finansal açıdan sıkıntı yaşayan şirket yöneticilerinin aldıkları kararlara karşı hisse fiyatlarının etkilenerek tepki verdiğini göstermektedir. Şirketin yöneticileri değiştğinde, hisse fiyatları negatif yönlü tepki vermektedir. Finansal yönden sıkıntı yaşayan şirketlerde yönetici değiştği zaman, yeni yöneticinin şirket içinden ya da şirket dışından bir kişinin olması fark oluşturmamakta, her iki durumda hisse fiyatını negatif yönde etkilemektedir. Ayrıca, performansı düşük olduğu için yönetim kurulu tarafından bir yöneticinin işine son verildiğinde, işe yeni başlayan yönetici işletme değerini en üst seviyeye çıkarmak için, daha güçlü bir motivasyona sahip olacaktır (Erdoğan, 2010: 79).

### **2.1.2.3. Ürün Piyasasındaki Rekabet**

Daha iyi bir kurumsal yönetim oluşturabilmede ürün piyasasında yaşanan rekabetin itici bir kuvvet olduğu düşünülmektedir. Şirketin ürettiği malların satışının yapıldığı ve şirketin üretim girdilerini elde ettiği ürün piyasalarındaki rekabetin artması, yöneticileri disipline edici bir etki oluşturmaktadır. Yöneticiler şirket kaynaklarını etkin ve verimli bir biçimde kullanmadıklarında rekabet güçleri yok olur. Bu durumda işletme iflasa gidebilir. Bu sebeple özellikle uluslararası alandaki rekabetin yönetimi disipline edici rolü, şirket yöneticilerinin sorumluluklarından kaçmalarını önler. Rekabet yalnızca kararlarda ve ürün fiyatlarında etkili olan bir etken değildir. Bir şirket güçlü bir rakibine elinde olan tüm piyasasını kaptırabilmektedir. Bu türdeki bir rekabetin ele geçirme ya da devralma tehdidine alternatif görülebilmesi mümkün olabilmektedir. Ancak güçlü bir şirket, zayıf bir şirketi satın alıp, onun pazarına hakim olması da yaşanılabilecek bir durumdur.

Büyüme fırsatları diğer şirketlere oranla daha fazla olan şirketlerle daha çok opsiyon ve hisse senedine sahip tepe yöneticilerinin bulunduğu şirketler riskli bir

ortamda faaliyet göstermektedirler. Buna rağmen, bu tarz şirketlerin kurumsal yönetimi diğer şirketlere oranla daha iyi uyguladıkları tespit edilmiştir. Eğer bir şirkette yöneticiyi kontrol eden aktif bir dışsal kontrol mekanizması yoksa o şirkette dağıtılmayan karların hissedarların menfaatleri doğrultusunda kullanılacağına dair, tereddüt yaşanması normaldir. Bu durum ABD ve İngiltere'den ziyade Almanya ve Japonya'da görülen bir sorundur. Nakit akışına daha fazla sahip olan bir şirket, yatırım fırsatlarıyla daha fazla karşılaşmaktadır. Dolayısıyla dağıtılmayan karlarla yatırımların gerçekleştirildiği bir finansal yapı daha etkin çalışabilecektir (Güngör, 2012: 55).

#### **2.1.2.4. Aktif Hissedarlık**

Hissedarların amacı, şirket faaliyetlerini pozitif doğrultuda ilerletmektir. Bu nedenle şirketlerinde kurumsal yönetim ve mevcut politika anlayışlarında değişiklik yapmak isteyebilirler. Bu tarzda yazılı ya da sözlü kampanya düzenleme, şirket genel kurulunda karar alma gibi yaptıkları değişimler ve oluşumlara hissedar aktivizmi denilmektedir.

Şirketlerin ortaklık yapısı içerisinde payı yüksek olan birkaç ortağın bulunması halinde, aktif hissedarların işletmenin uzun dönemli menfaatlerini gözetmedeki rolü büyüktür. Dağınık sahiplik yapısının bulunduğu sistemlerde işletmenin performansını arttırması hususunda hissedarlar etkin şekilde motivasyon sağlayamayabilirler. Bu sebeple kurumsal yatırımcıların bu motivasyona sahip olması beklenmektedir.

Hissedar aktivizmde, işletmeyi etkilemek amacıyla görüşlerini açıklayan, tekliflerini oylamaya sunan ve işletmede yapılan yıllık hissedar toplantılarına her zaman katılan hissedar "aktif hissedar" şeklinde nitelendirilir. Ancak hissedarların aralarındaki iletişimin pahalı ve zor olması, oy kullanma konusunda yönetimdeki pasif hissedarlarında istekli olmaları gibi problemlerden dolayı uygulama kısmında durum böyle değildir.

Aktif hissedarlığın temelinde, birçok yatırımcıya hisseleri dağılmış büyük şirketlerde gözlenen, temsilci çatışmalarından doğan potansiyel kazançlara karşı bir tepki vardır. Hissedarlar bu şirketlerde, yöneticilere karar verme yetkisini devretmişlerdir. Şirketin yönetim kurulunun üst yönetimi denetleme, ücretlerini belirleme, işten çıkarma ve işe alma gibi sorumlulukları vardır. Bu sorumluluklarını

yapmada aksaklıklar ortaya çıktığında, hissedarlar duruma hemen müdahale etmektedir. Bu biçimde hissedar aktivizmi oluşmaktadır.

Kurumsal hissedarların bilgi edinme güçleri, hukuksal çevreleri bireysel hissedarlara oranla daha etkin ve organize. Bundan dolayı aktif hissedarlık konusunda kurumsal hissedarlar bireysel hissedarlara göre daha başarılıdır (Erdoğan, 2010: 82).

### **2.1.2.5. Yasal Sistem**

Yasal sistemler, kurumsal yönetim mekanizmalarının temelini meydana getiren dışsal sistemlerden bir tanesidir. Yetkili kurum ve kurulların yönetmelikler, tebliğler ve yasalar şirketlerin faaliyetlerini düzenli bir hale getirmek için vardır ve herken bunlara uymakla yükümlüdür. Sözü edilen bu düzenlemeler şirketlerin kar dağıtım politikaları, denetim mekanizmaları, verimlilik ve maliyetler gibi faaliyetler üzerinde etki oluşturabilmektedir.

Kuvvetli yaptırım gücüne sahip olan bir yasal sistemin zayıf kanunların neden olduğu aksaklıkları giderebileceği düşünülmektedir. Ayrıca işletme yöneticileri tarafından suistimal edilen hissedarların, etkin bir biçimde çalışan yasal sistem sayesinde korunabileceği belirtilmektedir. Yasal haklar sonucunda ortaya çıkan yaptırımların kalitesini belirlemek için hukuk düzeni, el koyma veya kamulaştırma, yargının etkinliği, sözleşme ihlali riski ve yolsuzluk olmak üzere beş kıstasın kullanıldığı daha önce yapılan çalışmalarda öne sürülmüştür.

Skandallar ve finansal krizler ile yaşanan ciddi manadaki sıkıntılar neticesinde kurumsal yönetim uygulamalarının garanti altına alınmasına ilişkin olarak İngiltere’de Hampel Raporu, Greenbury Raporu, Cadbury Raporu yayınlanmış, Amerika’da ise kanuni düzenlemeler yapılmıştır. Bunun yanında Sarbanes-Oxley Kanunu’ndan sonra iç denetim fonksiyonu ve iç kontrol sistemine verilen önem daha da fazlaşmıştır. Bu süreçte iç denetim fonksiyonunun altmış yıllık uluslararası düzeydeki mesleki örgütlenmesinden meydana gelen kurumsal birikim, oluşturulan düzenlemelere yol göstermiştir. Ülkemizde ise Yeni Türk Ticaret Kanunu ve SPK, Sarbanes-Oxley Kanunu’nda bulunan esasları benimseyen yaklaşım tarzıyla hazırlanmıştır (Erdoğan, 2010: 57).

Kurumsal yönetim sistemi neticesinde oluşturulan en iyi uygulama kodları kurumsal çerçeveyi tamamlayan ve var olan yasal mevzuata ilişkin yararlı bir araç

durumundadır (Kula, 2006: 39) Ancak üst yönetim teşkilatının ve yönetim kurulunun kurumsal yönetim donanımı ne kadar üst seviyede olursa olsun, şirket yöneticilerinin bir “kurumsal yönetim kılavuzuna” ihtiyaçları vardır. Kurumsal yönetime ilişkin yeni TTK’ nın çeşitli hükümlere ilave ettiği kurallar ve SPK ilkeleri, kurumsal yönetim anlayışı adına Türk Hukuku’nda önemli bir adım oluşturmuştur. Ayrıca bir anonim şirketin samut olarak kurumsal yönetim yöntemiyle alakalı da genel bir çerçeve meydana çıkarmıştır. Bu çerçevenin içi, her bir anonim ortaklığın somut kurumsal yönetim stratejisi ve değerleriyle doldurulması lazımdır. Bunun aracı ise “Kurumsal Yönetime İlişkin Yan Düzenlemeler” dir. Bu tarz düzenlemeler, “Kurumsal Yönetim Kılavuzu”, “Kurumsal Yönetim Taahhüdü”, “Kurumsal Yönetim Kurulları” gibi başlıklar altında hazırlanmakta ve anonim ortaklıkların bazıları tarafından ilan edilmektedir (Erdoğan, 2010: 58).

Yeni TTK’ da ticari manada son zamanların en kapsamlı kanuni değişiklikleri yapılmıştır. Oluşturulan yeni kanunda yapılan yeniliklerden önemli olanlarından biri, genel kurulun bütün kararlarını alabilen ve tüm yetkilerini kullanabilen tek ortaklı limited şirket ve tek pay sahipli anonim şirket kurulabilmesi imkanının tanınmasıdır. Muhasebe uygulamaları konusunda getirdiği en önemli yenilik ise, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nın aynısı olan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS)’ na uyma mecburiyetinin getirilmesidir.

Bu konu ile ilgili olarak getirilen başka önemli bir yenilikte, anonim şirketlerde yer alan denetçilerin şirkete bağlı bir organ olmaktan çıkarılıp bütün şirketlerin denetiminin bağımsız denetim kuruluşları tarafından yapılmasıdır. Yasada, mali yapısı bozulan ya da bozulmaya başlayan sermaye şirketlerinin bünyesinde tehlikelerin erken teşhisi komitesinin kurulması mecburiyeti getirilmiştir. Pay sahiplerinin kendi menfaatlerine yönelik olarak kullanmak maksadıyla işletmeye borçlanmaları (iştirak taahhüdünden meydana gelen borç hariç) yeni yasayla yasaklanmıştır. Yönetim kurulu ile ilgili olarak yapılan değişikliklerde özen borcuyla alakalı olarak yöneticilerin mesleki yeterlilik konusuna önem verilmiş olup bununla ilgili “tedbirli yönetici” kıstası getirilmiş ve daha önceden var olan basiretli iş adamı kıstası kaldırılmıştır.

Diğer önemli bir değişiklik ise, yönetim kuruluna delegeler ve genel kurulda dahil olmak üzere hiçbir organa devredemeyeceği yetki ve görevler vermesidir. Ayrıca bağlı ortaklıklar ve hakim ortak arasındaki ilişkiler menfaat dengesi, hesap verebilirlik ve şeffaflık temelinde kurallara bağlanmış ve azınlık hissedarlara da yönetimde söz

hakkı verilerek onların haklarının da güvence altına alınması istenmiştir. Yeni TTK şeffaflaşma konusuna büyük önem göstererek, her işletmenin, kendine ait web sitesinin olması mecburiyetini getirmiştir. Firma tarafından yapılması gerekli bütün ilanları, finansal tabloları, başta denetleme raporları olmak üzere bütün raporlar ile sermaye piyasası aktörlerini ilgilendiren bütün bilgilerin web sitesi üzerinden ilan edilmesi zorunlu hale getirilmiştir (Erdoğan, 2010: 59).

## 2.2. SAHİPLİK KAVRAMI

Bir varlığı hukuki sınırlar çerçevesinde kullanabilme özgürlüğü olarak sahiplik kavramı tanımlanabilmektedir. Başka bir anlatımla sahiplik, kişinin menkul ya da gayrimenkul varlıklar üzerinde bulunan tasarruf hakkını kendisinin istediği gibi kullanması olarak da tanımlanmaktadır (Sayman, 2012: 75).

Bir başka tanımda ise, sahiplik, nakit akımları üzerinde bulunan haklar anlamına gelen bir kavram olup kişilerin firmanın kâr payı gelirlerinden hisseleri oranında pay almaları anlamına gelmektedir (Öztürkçü, 2012: 37). Sahiplik kavramı soyut bir anlam taşımayıp geçmişten günümüze bir çeşit sosyal hak olarak anlatılan bir müessesedir. Ayrıca sahiplik kavramı zamana ve topluma göre değişebilmektedir. Özetle sahiplik kavramına yüklenen mana; ekonomik, ahlaki ve hukuki değerlere göre değişebilmektedir (Eren, 1974: 765).

Sahiplik (mülkiyet) kavramı bir varlığın üzerindeki kullanım hakkını, daha açık bir anlatımla tüm hukuki hakları elinde bulundurmak sebebiyle sahip olunan varlık üzerinde işlem yapma hakkına sahip olma anlamına gelmektedir (Gençtürk, 2003:232).

4721 sayılı Türk Medeni Kanununun 683. maddesinin ilk fıkrasında yer alan ifadeye göre; herhangi bir şeyin maliki olan kişi, hukuk düzeninin hudutları içinde o şey üzerinde istediği gibi kullanma, tasarrufta bulunma ve yararlanma yetkisine sahiptir (Ayrıçay ve Kalkan, 2013: 154). Roma hukukunda ise sahiplik hakkı; kesin bir hak niteliğini taşıırken, İngiliz hukukunda, sınırsız kesin bir hak olarak ifade edilen sahiplik hakkının sonradan kamu yararı gerekçesine dayanılarak sınırlandırılabilceği, Fransız hukukunda ise, Fransız İhtilali' nden önce feodalite (derebeylik) manasında var olan sahiplik hakkı, daha sonra somutlaştırılarak eşitlik ve özgürlük gibi doğal bir hak biçiminde benimsenmiştir (Güriz, 1992: 159).

Bir milletin sahiplik kavramına verdiği önemi belirleyebilmek için o milletin, sosyal, ahlaki, iktisadi ve hukuk değerlerinin göz önünde bulundurulması gerekir. Çünkü bunlar her zaman birbirleriyle karşılıklı ilişki içerisinde (Eren, 1974: 765). Her toplum için değişmeyen kesin bir sahiplik kavramının olmamasının diğer bir sebebi ise, sahipliğin hukuki bir kavram olduğu kadar, ahlaki ve iktisadi bir kavram da olmasıdır (Güngör, 2012: 4).

Sahipliğin bir başka kişiye transfer edilebilme hakkı, sahipliğin kişilere sağladığı en önemli haklardan bir tanesidir. Hisse senedi sahipleri transfer edebilme haklarını daha üst düzey bir hak biçiminde kabul ederek, sahipliğin sağlamış olduğu diğer hakların bazılarından gönüllü olarak feragat etmektedirler (Kargın, 2006: 27).

Adı gelişmekte olan ülkeler arasında yer alan Türkiye, sağlıklı bir biçimde işleyen kurumsal yönetim ortamından epey uzaktır. Şirketlerin mülkiyet yapıları, Türkiye'nin kurumsal yönetim açısından farklı olmasını sağlayan özelliklerinden biridir. Türkiye'de bulunan şirketlerin çoğu aile şirketleri olup ve bu aile şirketlerinin halka açıklık oranı oldukça düşüktür (Arıkboğa ve Menteş, 2010: 92).

Türkiye gibi benzer şekilde mülkiyet yoğunlaşmasının olduğu ülkelerde, gelişmiş ülkelere kıyasla kurumsal yönetim kavramının ifade ettiği mana ve işaret ettiği sorunlar çok daha geniş kapsamlıdır. Türkiye'de genelde şirket yönetimini, kontrol edici hissedarın şahsen üstlendiği, yönetici pozisyonları ve yönetim kurullarını kendi kontrolü altında tuttuğu bilinmektedir (Ararat ve Uğur, 2003: 66).

Türkiye'deki şirketlerin yatırım performansları göz önüne alınarak yapılan incelemelerde, iki sınıflı hisseler ile piramit yapıları ve diğer araçları kullanan şirketlerde yatırım performanslarının anlamlı biçimde daha iyi olduğu belirlenmiştir. Bunun yanında bir holding bünyesine dahil olmanın, firmanın göreceli yatırım performansını ve piyasa değerini güçlendirdiği belirtilmiştir (Yılıgör ve Yücel, 2012: 45).

Şirketlerin sahiplik yapısını incelemeyi konu alan çalışmalar genel anlamda değerlendirildiğinde, ülkelerin gelişmişlik seviyelerinin etkili olduğu, kontrol hakkı ile sahiplik hakkı ayırmasına imkan sağlayan yapıların olduğu ve şirketin hakim ortağının kontrol hakkı fazlaştıkça firma değerinin olumsuz biçimde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye verileri baz alınarak yapılan çalışmalarda, firmalarda piramit sahiplik yapıları kullanılarak kontrol hakkı ve sahiplik hakkı ayırmasına imkan sağlandığı görülmektedir (Yılıgör ve Yücel, 2012: 45).



### 2.3. SERMAYE SAHİPLİĞİ

Sermaye sahipliği yapısı, şirketin sermayesini kimlerin sağladığının ve sermaye paylarının büyüklük derecelerinin belirlenmesi anlamına gelmektedir (Gönenç, 2004: 158). Sermaye yapısı, firmaların varlıklarını finanse ederken kullanacakları kaynakların tümünün bileşimi anlamına gelmektedir. Firmalar değerlerini arttıracak yatırımların finansını sağlamak için kendi öz kaynaklarını kullanabilirler ya da yabancı kaynakları kullanmanın firmaya sağlayacağı vergi tasarrufundan yararlanmak kaydıyla yabancı kaynakla finansman sağlayabilirler (Sayman, 2012: 7).

Bir şirketin hisselerinin belirli kişilerde olması ve bu kişilerin elinde bulunan hisse miktarlarının diğer başka kişilerin hisse miktarlarına göre daha fazla olması, şirket kontrolünün ve yönetiminin hisse miktarı fazla olan kişilere ait olduğu anlamına gelmektedir. Bu çerçevede, sahiplik yoğunlaşması ne kadar çoksa, şirketin hâkim ortağı tarafından fazla risk almaması konusunda yönetime o oranda baskı uygulanacaktır (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009).

“Sermaye Sahipliği” veya “Firma” kavramları birbirlerinin yerine kullanılabilen kavramlar olsa da aralarında küçük farklılıklar bulunmaktadır. Firma sahipliği kurulmuş ya da kurulacak olan firmaya kâr ve zararı üstlenmek kaydıyla ortak olma şeklinde gerçekleşmektedir (Karabıyık, 2011: 90).

Dar anlamda sermaye sahipliği kavramıyla öz sermaye kastedilirken; geniş manada sermaye sahipliğinde ise, yalnızca hisse senetlerini ellerinde bulunduranların ellerindeki menkul kıymetlerin parasal (nominal) değeri değil parasal olsun ya da olmasın bütün hususları ifade etmektedir. Başka bir anlatım ile sermaye sahipliği; firmanın aile işletmesi olması ya da aile işletmesi olmaması durumunu, firmanın kurumsal yatırımcısının var olup ya da var olmadığını, firmanın hisse senetlerini ellerinde bulunduranlardan yabancı yatırımcının olup olmadığını, yöneticinin firmanın hisse senedi sahiplerinden biri olup olmadığını da kapsamaktadır (Sayman, 2012: 76-77).

Öz sermaye, bir firmada ortakların o firma üzerindeki sahiplik hakları toplamını ifade etmektedir ve hissedarların sermaye niteliğinde koydukları varlıklarla, firma kaynaklarının dağıtılmayıp firmada alıkonması yoluyla oluşur (Sakınç, 2008: 16). Bir işletmenin sahip olduğu varlıklarından borçlarının çıkarılmasıyla elde edilen parasal değeri öz sermayeyi ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle firma hissedarlarının varlıklar

üzerindeki hukuki haklarını belirten ve parayla somut hale getirilen değerdir. Sermaye sahipliği kavramından bu noktada ayrılmaktadır. “Sermaye sahipliği” yalnızca hissedarların parasal değeriyle ilgilenmemektedir (Öztürkçü, 2012: 31).

Sermaye sahipliği, firma yöneticileriyle hisse senetlerini ellerinde bulunduranların arasındaki ilişkileri de kapsayan bir kavramdır. Bir işletme sahibi yalnızca belirli bir ailenin bireylerinden oluşacağı gibi, hisse senetleri belli bir grubun elinde de toplanmış olabilir. Ayrıca kurumsallaşmayı yüksek oranda sağlamış firmalarda hisse senetleri miktar açısından çok sayıda yatırımcıya da yayılabilmektedir (Sayman, 2012: 77).

Ticari işletmeler, varlıklarını devam ettirmek ve kârlılıklarını artırmak için insanlar ve insanlarla ilişki içerisinde olan canlıların ihtiyaç ve isteklerini sürekli bir şekilde karşılamak için, piyasası olan ve bu piyasada fiyatı belirlenen iktisadi mal ya da hizmetlerin satışını gerçekleştiren kuruluşlardır. Ticari işletmeler, bir varlığın ortaya çıkmasında olduğu gibi gereksinim ya da maddi ve manevi birikim sonucunda da oluşabilmektedirler. Bu maddi ve manevi birikim ile gereksinimler kesinlikle herhangi bir kişiliğe ilişkin olmaktadır. Maddi ve manevi birikim ile gereksinimlerle ilişkili olan kişilikler, firmalarda sermaye sahipliği kavramını meydana getirmektedirler. İşletmeler, mevcut şartlar olgunlaştırılarak tek bir girişimci tarafından oluşturulabileceği gibi (hakiki şahıs işletmesi) iki ya da daha fazla girişimcinin mevcut şartları olgunlaştırarak oluşturdukları ortaklık yapısıyla da (şirket) meydana getirilebilir. Şirket kavramını genel anlamıyla ifade etmek gerekirse; ortak ve iktisadi niteliği olan bir amaca ulaşmak için iki ya da daha fazla girişimcinin elinde bulundurdukları emek, mal ve paralarını bir sözleşme vasıtasıyla birleştirerek oluşturdukları ortaklıktır (Han ve Ala, 2006:1-2).

#### **2.4. SAHİPLİK YOĞUNLAŞMASI**

Sahiplik yapısında yoğunlaşma (ownership concentration) kavramı işletmedeki pay senetlerinin çoğunluğunu elinde bulunduran kişi sayısı olarak ifade edilmektedir. Borç ile sahiplik yapısında yoğunlaşma arasındaki ilişkinin gerek negatif gerekse pozitif olduğu görüşü yapılan bazı çalışmalarca desteklenmiştir. İşletmelerin kontrol sorunu bu ilişkinin pozitif olduğu görüşünün çıkış noktasıdır. Yöneticiler açısından işletmenin kontrollerinin ellerinde bulunması, kontrol sonucu kazanabilecekleri pek çok çıkarı (ek kazanç, primler, prestij ve tazminatlar vs) elde edebilmek için önemlidir. Bu şartlar

altında borçlanma mekanizması, ortaklar ve yöneticiler açısından kurulmuş olan ortaklığın sulandırılmasının önlenmesi bakımından önemlidir (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009).

Bir firmanın hisse senetlerinin nicelik ve pay olarak önemli bir kısmı birkaç hissedarın elinde bulunuyor ise bu tür firmalara sahiplik yoğunlaşması yüksek firmalar; sayet bir firmanın hisse senetleri nicelik ve pay olarak küçük parçalar şeklinde çok miktarda hissedarın elinde bulunuyor ise bu tür firmalara sahiplik yoğunlaşması düşük firmalar denilmektedir (Sayman, 2012: 80). Bir firmada sahiplik yoğunlaşması ne ölçüde yüksekse firmada hâkim ortak miktarı da o ölçüde düşüktür (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009). Başka bir tanıma göre ise baskın ortak şeklinde adlandırılan hissedarın firmanın sahipliğinin büyük bir bölümünü elinde bulundurduğu, geri kalan bölümün ise azınlık hissedarların elinde bulundurduğu durumu ifade eder (Ayrıçay ve Kalkan, 2013: 166).

Halka kapalı şirketlerde, aile şirketlerinde ve şahıs şirketlerinde genel olarak hisse senetlerinin büyük bölümünün birkaç kişiye veya tek bir kişiye ait olması nedeniyle sahiplik yoğunlaşmasının yüksek bir şekilde olması mevzu bahis olabilmektedir. Nitekim kaynak yaratmak ve büyümek amacıyla halka açılan işletmelerde, daha fazla oranda dağılmış sahiplik yapısı biçimi görüleceğinden, görece olarak sahiplik yoğunlaşması oranı daha düşük olacaktır (Karabıyık, 2011: 95).

Sahiplik yoğunlaşmasının yüksek oranda olduğu firmalarda genellikle; yöneticiler ve hissedarların aynı kişiler olduğu görülmektedir. Bu tür firmalarda sahiplik ve yönetim ayrımından kaynaklı temsil sorunlarının daha az görüleceği söylenebilir. Öte yandan daha az sahiplik yoğunlaşması olan firmalarda (genellikle halka açıklık oranı yüksek firmalarda), yönetici olan kişiler ile hissedarlar birbirlerinden ayrılmaktadır. Bu tür firmalar profesyonel yöneticilere sahip olduklarından ister istemez temsil sorunları ortaya çıkmaktadır (Sayman, 2012: 78).

## **2.5. SAHİPLİK YAPISI TÜRLERİ**

Sahiplik yapısı, firmanın sermayesinin kim ya da kimler tarafından sağlandığının ve sermaye paylarının büyüklüğü anlamını ifade etmektedir. Firma hisselerinin belirli şahısların elinde bulunması ve bu şahısların hisse oranlarının diğer şahısların hisse

oranlarına göre daha büyük olması, firma kontrolünün ve yönetiminin bu şahıslara ait olması anlamına gelmektedir (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009).

Genellikle sermaye sahipleri şirket kontrolünü de elinde bulundurmak isterler. Çünkü şirket kontrolünü elinde bulundurmak birtakım ayrıcalıkları da beraberinde getirmektedir. Şirket kontrolünü elinde bulunduran hissedarlar baskın hissedar olarak tanımlanmaktadır. Hâkim hissedar grubu birçok ekonomide aile şirketleri ve / veya bireylerinden oluşmaktadır. Ancak bazı ekonomilerde kontrolü elinde bulunduran hâkim hissedarlar bulunmamaktadır (Sakınç, 2008: 18-19).

Sahiplik türleri, firma hissedarlarının kurumsal veya bireysel olarak kimlerden meydana geldiğini ortaya koymaktadır. Firmaların sahiplik bakımından öz kaynak yapıları incelendiğinde hepsinin birbirinden farklı biçimde sahiplik yapılarının olduğu anlaşılmaktadır. Örnek verecek olursak, öz kaynakların büyük bölümüne bazı şirketlerde belirli bir aile sahip iken, bazı şirketlerde bir kurumsal yatırımcı veya bir holding sahiptir. Bazı firmaların öz kaynaklarının büyük bir bölümü devlete ait iken, kimi firmalarda yabancı bir şirket veya kişiye ait olmakta, bazı şirketlerde ise öz kaynakların büyük bölümü halka açıklık oranının fazla olması sebebiyle geniş bir yatırımcı kitlesine yayılmaktadır (Ersoy ve Çetenak, 2015: 509).

Bir şirkette yer alan büyük hissedarların kimler olduğu önem arz etmektedir. Bu konudaki çalışmalar şirketin büyük hissedarları ile şirketin değeri arasındaki ilişkinin genellikle büyük hissedarın kim olduğu ile alakalı olduğunu ifade etmektedir. Örneğin Claessens, Lang, Djankov ve Fan (1998) dokuz Doğu Asya ülkesinde bulunan şirketleri incelemişler ve büyük hissedarın kimliği doğrultusunda sahipliğin etkisinin değiştiği sonucuna ulaşmışlardır. Sahipliğin devletin elinde bulunması performans ile pozitif şekilde bağlantılı iken, sahipliğin işletmelerin elinde bulunması performansla negatif ilişkilidir. Araştırmacı yazarlar performans ile kurumsal sahiplik arasında ilişki olmadığı sonucunu bulmuşlardır (Kıyılar ve Belen, 2005: 99).

Sahiplik yapısının firmalara etkisi nedeniyle, günümüz finans literatürün de sahiplik yapısı ile alakalı birçok kavram epeyce ilgi çekici bir konu olarak yer almaktadır. İşletmelerde genellikle sahiplik yapısı olarak; aile sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, kamu sahipliği, yönetici sahipliği, çalışan sahipliği ve dağılık sahiplik şeklinde olmaktadır (Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu, 2011: 66).

### 2.5.1. Aile Sahipliği

Aile şirketlerinde sahiplik bütün dünyada en yaygın şekilde görülen ve ekonomilerde oluşturulan istihdam ve finansal gibi önemli olan verilerin en önemli aktörleri ve temel üreticisidirler. Aile şirketleri sahiplik türlerinden en önemlisi olanıdır (Karayormuk, 2010: 52).

Aile şirketi kavramıyla alakalı yapılan çok sayıda tanımlamanın yer aldığı görülmektedir. Yapılan bu tanımların her biri farklı bir açıdan konuyu ele almaktadır. Örneğin yapılan bazı tanımlarda aile şirketinin kurucu kişilikleri ve aile yönü öne çıkarılırken, bazılarında şirkette aktif yönetim içinde bulunma durumu vurgulanmaktadır. Bazılarında ise öncelikli olarak mülkiyetin kime ya da kimlere ait olduğu, bazılarında da öncelikli olarak yönetimin ele alındığı görülmektedir (Özkaya ve Şengül, 2006: 109). Aile şirketlerinin ekonomik sistem içerisindeki ağırlıkları göz önüne alındığında, bu tür şirketlerin varlıklarını sürdürmeleri oldukça önemlidir. Aile şirketlerindeki ataerkil yapı, kurucu kişi faktörü, şirketle aile kavramının ayrılabilmesi, işi paylaşamama duygusu gibi etkenler aile şirketlerinin ömrünün kısa olmasına neden olmaktadır. Yapılan çalışmalarda tipik olarak kabul edilen bir aile şirketinin ortalama olarak 24 yıl ile sınırlı bir ömrünün olduğu belirlenmiştir (Çemberci, 2013: 2). Bütün ekonomilerde aile şirketleri, sayıca daha çok olan, diğer sahiplik türlerine göre en yaygın olanı ve belki de aralarındaki en önemlisidir. Aile sahipliği yapısının özelliklerini belirleyerek ortaya koymak ülkelerde var olan genel sahiplik yapısı ile ilgili bilgi vermek anlamına da gelmektedir (Öztürkçü, 2012: 33).

Aile şirketleri, mirasın dağılmasını önlemek veya ailenin geçimini sağlamak amacıyla kurulmuş olan bir şirket çeşididir. Bu tür şirketlerde, son sözü söyleyen kişi aile geçimini sağlamayı üstlenen kişidir. Aile üyeleri yönetim kademelerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Aile üyeleri kararların alınmasında büyük oranda etkili olmakta ve şirkette aileden en az iki kuşak istihdam edilmektedir (Sakınç, 2008: 20).

Aile şirketlerini değerlendirirken küçük işletmeler gibi değerlendirmek yanıltıcıdır. Ülkemizin ve dünyanın önemli şirketleri olan Fransa'da Michelin, L'Oreal, ABD'de Mars, Ford ve Türkiye'de Doğuş, Sabancı, Koç gibi holdingler yapı olarak birer aile işletmesi şeklinde değerlendirilmektedir.

Aile şirketlerinde karşılaşılan yoğun sahiplik konsantrasyonuna rağmen, şirketin kontrolünü elinde bulunduranların suistimallerine sebep olabilir. Örneğin şirket

yöneticisi olarak kendilerine olması gerekenden daha yüksek ücret ödemesi yapılmasını sağlayabilirler, diğer şirketlerden daha ucuz fiyata alınabilecek ürünleri sahibi kendilerinin olduğu şirketlerden daha pahalı fiyata temin edebilirler. Aile şirketleri birinci kuşaktan sonra yönetilmesi daha zor olan kuruluşlardır. Özellikle yakın akrabalık bağları, aileye sonradan katılan damat ve gelin gibi üyelerin yarattıkları problemler bu şirketlerin sürdürülebilirliğinin önündeki en büyük ve önemli engeller olarak belirlenmiştir (Karayormuk, 2010: 53).

İşletme stratejileri ile şirket yönetimi üzerinde açık bir şekilde bir aile kültürü etkisinin olması ve iş ilişkilerinin önüne, aile ilişkilerinin geçebilmesi, aile şirketlerinin en ayırt edici yanlarından biridir. Bu sebeple, aile şirketleri uzun dönemli karar ve planlarında işletmenin geleceği oranında, ailenin geleceğini de göz önünde bulundurma eğilimi göstermektedirler (Özvar, 2015: 9).

Aile şirketlerinin devamlılığı önünde engel oluşturan, aileden, sosyo-ekonomik çevreden veya işletmeden kaynaklanan birçok sebep söylemek mümkündür. Aile şirketlerinin ne çeşit bir teknoloji kullandıkları, hangi çevre şartlarında faaliyet gösterdikleri, kültürel yapısının oluşup oluşmadığı, işletmenin nasıl yapılandığı ve yönetim yaklaşımları, devamlılığının önündeki en önemli problemler olmalarına rağmen, işletmenin yönetsel ve stratejik kararlarının verilmesinde son sözü söyleyen birinci nesil girişimcilerin belirleyicilikleri diğer nesillere oranla daha baskındır (Yelkikalan ve Aydın, 2010: 85).

Aile işletmelerinin finansal açıdan yaşadıkları en önemli avantaj, neredeyse kaynaklarının tamamını öz kaynaklar vasıtasıyla oluşturabilmesidir. Ayrıca işletmenin karşılaşılabileceği finansman sıkıntıları aile bireyleri tarafından çeşitli varlıkların satışlarının yapılması ile rahatlıkla çözüme kavuşturulabilmektedir. Aile işletmelerinin finansman sorunu yaşamayarak daha çok faaliyetlerine odaklanması, işletmenin rekabet gücünü daha da artıracaktır. Bunun yanında, aile üyeleri saygınlıklarından da yararlanarak özellikle kreditorler ve tedarikçileri nezdinde sahip oldukları imaj sayesinde finansman konusunda şirkete avantaj sağlayabilmektedirler.

Aile işletmelerinin finansal açıdan yaşadıkları en önemli dezavantaj ise, aile üyelerinin kaynaklarını öz kaynaklar vasıtasıyla oluşturabilmek için ellerinde satabilecekleri gayrimenkul yahut menkulün olmaması mevzubahis olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Böyle bir durumda, işletmenin rekabet etme gücü olumsuz yönde etkilenecek ve faaliyetlerini devam ettirememesi olasıdır. Bunun yanında aile

işletmeleri çeşitli sebeplerle yabancı kaynak yoluyla finansman sağlamaya genellikle sıcak bakmamaktadırlar. Aile işletmelerinde temettü ve finansman politikalarından bir disiplinin olması da aile işletmelerinin finansal bakımdan bir dezavantajını oluşturmaktadır (Sayman, 2012: 88).

### **2.5.2. Kurumsal Yatırımcı Sahipliği**

Kurumsal yatırımcılar, küçük olan yatırımcıların tasarruflarını toplayarak, bu tasarrufları kabul edilebilir uygun risk düzeyinde, yüksek seviyede getiri sağlama ve vade uyumu hedeflerine yönelik olarak yöneten, uzmanlaşmış finansal kurumlar olarak tarif edilmektedir (Aras ve Müslümov, 2008: 3). Kurumsal yatırımcı sahipliği; sermaye birikiminin yüksek olduğu ve gelişmiş ülkelerde yatırım fonları, emeklilik fonları, banka sigorta şirketleri gibi amacı tamamen finansal getiri olan kuruluşlardır. Kurumsal yatırımcılar çoğunlukla sermaye piyasalarında büyük ölçüde yatırım yapan kuruluşlardır (Sakınç, 2008: 28).

Kurumsal yatırımcı kimliğindeki pay sahipliğinin çeşitli mekanizmalar aracılığıyla şirketin liderlik özelliğine etki etmesi düşünülebilir. Kurumsal yatırımcı kuruluşlar portföy yatırımı yapmakta ve bu yatırım yaptıkları şirketi likidite ve finansal performans açısından takip altına almaktadırlar (Yamak, Ertuna ve Bolak, 2006: 92). Kurumsal yatırımcılar alınan riski toplayarak, tek başlarına bireysel yatırımcıların yapabileceklerinden daha iyi getiri ve risk dengesi kurabilmektedirler. Kurumsal yatırımcıların sahip oldukları özelliklerinden bir başkası da portföy çeşitlendirmesini uluslararası ve ulusal pazarlarda uygulayabilmesidir. Kurumsal yatırımcılar yatırımlarını likit ve geniş sermaye piyasalarına yaptıklarından yüksek likidite kazanabilmektedir. Kurumsal yatırımcıların sermaye piyasalarındaki var olan bireysel yatırımcılara oranla bilgiyi elde ederek işleme yeteneği daha fazladır (Sakınç, 2008: 29).

Kurumsal yatırımcılar tasarruf birikimi, değişime aracılık, kaynak transferi, risk kontrolü, risk yönetimi, asimetrik bilgi probleminin çözümü ve fiyat bilgisinin sağlanması fonksiyonları aracılığıyla sermaye piyasasının işlem hacminde ve likiditesinde artışa, varlık fiyatlandırma etkinliğine, fiyat dalgalanmalarında düşüşe, kurumsal göstergelerin ve uluslararası bütünleşme düzeyinin gelişmesine neden olur (Aras ve Müslümov, 2008: 3).

Kurumsal yatırımcılar bütün yatırımlarını inançlı mülkiyet esasına uyarak yapmaları gerekir. Anlam olarak inançlı mülkiyet esası, emanet olarak kendisine verilen fonları, sağduyulu basiretli ve zeki bir kişinin kendi yatırımlarında gösterdiği sağduyu ve inancı göstererek yönetme prensibidir. Mevzubahis yatırımın, inançlı mülkiyet esası dikkate alınarak yapıldığını gösteren bazı kıstaslara ihtiyaç duyulmasına sebep olmaktadır. Bu kıstaslar, yatırımı menkul kıymetlerine yapılan şirketlerin birtakım özelliklerinin değerlendirilmesi aracılığıyla belirlenmektedir. Yatırım yapılan şirket özellikleri, iki yönden değerlendirme yapılarak belirlenebilir. Birincisi, faaliyetlerini inançlı mülkiyet esasına uygun olarak devam ettiren bir kurumsal yatırımcının, göz önünde bulundurması gereken şirket özelliklerinden faydalanılabilir. İkincisi ise, daha önceden yapılmış olan uygulamalı çalışmaların ışığında, şirketin bazı özelliklerinin belirlenmesi ile olabilir (Kandır, 2011: 32).

Çeşitli ülkelerde yer alan kurumsal yatırımcılar, Türkiye’de Sermaye Piyasası Kanunu’nun 1981 yılında yürürlüğe girmesiyle birlikte, Türk mali ve hukuk sisteminde yerini almıştır. Ülkeden ülkeye farklılık arz eden sermaye piyasalarının gelişmişliği sebebiyle sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların ulaştıkları düzey homojen değildir. Türkiye’de yaşanan ekonomik sorunlar ve sıkıntılar sebebiyle, kurumsal yatırımcılar piyasada istenilen düzeyde yerini alamasa da, müsait yatırım ortamı tesisinden sonra piyasa içinde kurumsal yatırımcıların payı artmaktadır (Oruç, 2012: 15).

### **2.5.3. Kamu Sahipliği**

Kamu sahipliği, herhangi bir işletme, endüstri veya şirketin varlıkları üzerinde devletin sermayesi oranında söz hakkı olmasıdır. Devletin söz sahibi olduğu bir işletme genellikle kâr amacı gütmeyen bir görüntü oluşturmakta ve kâr sağlamaktan daha çok sosyal sorumluluk görevini yerine getirmesi beklenmektedir (Öztürkçü, 2012: 35). Öte taraftan devletin payının bulunduğu işletmeler kamu ortaklı işletme veya kamu işletmesi olarak ifade edilir (Özvar, 2015: 16).

Dünyanın bütün ülkelerinde bulunan vatandaşlar, çeşitli şekilde elde ettikleri gelirlerinden ötürü devlete vergi ödemesi yaparlar ve ödedikleri vergi karşılığında devletten hizmet beklerler. Devlet ise yurttaşlarına hizmet etmek için aldığı bu vergileri kamu vasıtasıyla harcayarak vatandaşların taleplerine cevap vermeye çalışır. Devlet, bu



biçimde vatandaşlara hizmet vermek için oluşturduğu kuruluşların hem de sahibi olmuş olur. Hem gelişmekte olan hem de gelişmiş ülkelerde devlet sahipliği yaygın şekilde görülmekte olup, ekonomik yaşama devletin müdahale etme isteği sonucunda doğmuştur. Özellikle 20. yüzyılda bu kuruluşlar daha önemli hale gelmiştir (Korkut, 2007:5).

Şirketlerde devlet sahipliğinin faydaları ve ayrıca devlet elinde bulunan kuruluşların özelleştirilmesi hususu çoğu zaman tartışmalara yol açmıştır. Bu tartışmalar kapsamında şirketlerde devlet sahipliğinin faydaları şu şekilde sıralanmıştır:

**-Kamu Hizmetleri:** Vatandaşların güvenliği ve ülkenin geleceği nedeni ile bazı hizmetler özel sektör kuruluşları tarafından yürütülememektedir. Bu sebeple devlet zorunlu nedenlerden dolayı bu hizmetleri işletme sahibi olarak yerine getirmektedir. Bu hizmetlerin başında, iç güvenlik ve dış savunma hizmetleri yer almaktadır. Sağlık hizmetleri ve eğitim de bu hizmetlere ek olarak örnek gösterilebilir. Ancak bu tür hizmetler insanlara sunulmak üzere özel sektör tarafından da belirli bir bedel karşılığında yapılabilmektedir. Her ne kadar belirtilen bu tarz hizmetler özel sektöre yapılsa da, ülkedeki vatandaşların ekonomik durumları dikkate alındığında devlet tarafından bu hizmetlerin yürütülmesinin faydası büyüktür.

**-Zorunlu hizmetler:** Toplumun içinde bulunduğu sosyal ve ahlaki kaygılar sebebiyle devletin üstlendiği hizmetler olarak zorunlu hizmetleri ifade edebiliriz. Örneğin; Diyanet İşleri, Huzurevleri ve Çocuk Esirgeme Kurumu benzeri hizmetler devlet eliyle yürütülmektedir.

**-Sorumluluk:** Kamu işletmeleri de yapı olarak birer monopol olmakla beraber, devlet birkaç gruptan oluşan sermayedara değil bütün halkı (seçmenlere) kapsayan sorumluluk bilinci içerisinde hareket etmektedir. Bunun yanında özel monopoller yalnızca kendi sermayedarlarına karşı bir sorumluluk hissetmektedirler.

**-Tüketici Çıkarları:** Rekabet ortamının az olduğu sektörlerde devlet sahipliği, tekelci piyasadan tüketicinin etkilenmesini engelleyerek tüketicinin menfaatlerini korumaktadır. Aksi halde tekelci piyasa, ülkedeki vatandaşların menfaatlerinden çok kendi menfaatlerini düşünecek ve bu sebepten dolayı hak edilmeyen kazanımlar ortaya çıkacaktır.

**-Kamu Menfaati:** Özel sektör işletmeleri elde ettikleri kârlarını yalnızca hissedarları ile birlikte paylaşırken, kârlı bir şekilde işleyen kamu iktisadi teşebbüsleri ise elde ettikleri kârı halkın tümüyle paylaşarak bütün halkın kazancını sağlamaktadır.

**-Kredi Güvencesi:** Özel sektör tarafından sağlanan borçlanma kâğıtlarının faiz oranı, hazine bonolarının ve devlet tahvillerinin faiz oranına göre çok daha yüksektir. Çünkü özel sektörün borcunu ödememe riski her zaman bulunur ancak devletin borcunu ödememesi gibi riski yoktur.

**-Çalışma Ahlakı:** Kamu işletmelerinde bulunan personelin sahip olduğu kamu yararına çalışma kültürü tüm çalışanları olumlu şekilde etkilemektedir. Kazanılan başarı bütün topluma yansıtacağından dolayı yöneticiler manevi bir haz almakta ve aynı zamanda topluma faydalı olmanın huzurunu da yaşamaktadırlar. Özel sektörde yönetici, kendinin ve toplumun menfaatlerinden daha çok kendi sermayedarlarının menfaatine yönelik hizmet yürütmektedir. Burada başarı elde etmek yöneticiye her ne kadar haz vermiş olsa da yaptıklarından dolayı topluma hizmet etmenin sağladığı tatmin daha fazladır (Sakinç, 2008:35).

Türkiye açısından büyük öneme sahip olan kamu işletmelerinde sahiplik, belediye, devlet veya özel idare gibi kamu kurumlarının elinde bulunmaktadır. Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) olarak bilinmekte olan kamu işletmeleri ülkemizde, İktisadi Devlet Teşekkülleri (İDT) ile Kamu İktisadi Kuruluşları (KİK)' nin ortak adıdır. Herhangi bir işletmenin sahipliğinin devlet kontrolünde bulunması diğer bir ifadeyle devletin sermaye sahibi olması durumunda o işletme kamu iktisadi teşebbüsü şeklinde nitelendirilir. Bu tür işletmelerin yönetimi, kontrolü ve denetimi devlet tarafından yapılmalıdır. Ayrıca bu tarz işletmeler topluma hizmet, sınai ve ticari mal satışında bulunmalıdır (Oruç, 2012: 12).

Ülkemizde özellikle Cumhuriyet döneminin ilk yıllarında karma ekonomi sisteminin bir parçası olarak kabul edilen kamu iktisadi teşebbüsleri, fiyat ve maliyet ilişkilerini farklı şekilde tanımlayan, amaçları arasında istihdam arttırmak olan işletmeler şeklinde ifade edilmektedir (Kılıçbay, 1992: 209-210). Devlet işletmelerinin özel şahıs ya da kurumlara devredilmesi son dönemlerde yapılmaktadır. Özelleştirme işlemi şeklinde ifade edilen işlemin gerçekleştirilmesiyle, elde edilen fonların halkın refah düzeyini artırıcı yatırımlara dönüştürülerek iktisadi yatırımlardan elde edilecek yarardan daha fazla yarar sağlanması amaçlanmaktadır (Sarıkamış, 2005: 10-12).

#### 2.5.4. Yönetici Sahipliği

Küçük ölçekli şirketlerde yöneticilik ve sahiplik tek bir elde bulunmaktadır. Büyük ölçekli şirketlerdeyse, görevlerin fazlaşması ve fonksiyonel sorumluluk gibi etkenler profesyonel yöneticilere yönetsel yetkilerin devredilmesini gerekli hale getirmiştir. Ancak yapılan bu yetki devri hissedarlar ile yöneticiler arasında çıkar çatışmalarına sebep olmuştur. Bu tarz çıkar çatışmalarını önlemek amacıyla şirketin hissedarları arasında yönetim kademesinin de bulunduğu yapıya “yönetici sahipliği” denilmektedir (Akın, 2004: 129).

Yönetici sahipliği, şirkette yönetici olarak görev yapanlara, özellikle temsil maliyetlerini daha aza indirmek amacıyla şirket sermayesinden belirli oranda pay verilmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Yönetici sahipliği sisteminin ortaya çıkmasının sebebi, şirket sahibi yöneticiyi şirkete ortak ederek, yöneticinin kendi çıkarlarını şirket çıkarlarının üstünde görmesine engel olmak arzusudur (Karayormuk, 2010: 56). Yönetici sahipliğinden (managerial ownership) söz edebilmek için şirket hisselerine yönetim kademesinin sahip olması lazımdır. Ancak, yönetici sahipliği olabilmesi için yöneticilerin hâkim (baskın) ortak olma mecburiyeti yoktur (Sakinç, 2008: 49).

En etkin biçimde yönetici sahipliğinin görüldüğü sermaye sahipliği çeşitli dağıtık sermaye sahipliğidir (daha az sermaye yoğunlaşmasının olduğu şirketler). Bunun en önemli sebebi ise dağıtık sermaye sahipliği türünde hâkim hissedarın olmamasıdır. Dağıtık sermaye sahipliğinde yönetici kontrolü çok az sermaye payına sahip olarak elinde bulundurabilmektedir (Öztürkçü, 2012: 36).

Yönetici sahipliğinin bulunduğu bazı şirketlerde, kaldıraçlı ele geçirme işleminin uygulandığı anlaşılmaktadır. Kaldıraçlı ele geçirme işlemi, hisseleri piyasada işlem gören ve halka açık şirketlerin ele geçirilmesi işlemidir. Böyle bir durumda şirket yöneticileri de, şirketi ele geçirmek niyetinde olan ekibe dahil olmaktadır. Gerçekleştirilen bu işlem şirketin mevcut yöneticileri tarafından yapıldığında “management buy-out” ismini almaktadır. Böylelikle yöneticiler satın alma işlemini bankalardan aldıkları krediler veya kendi sermayeleri ile gerçekleştirip, kontrolü elde tutabilmektedirler (Yıldırım ve Gülcemal, 2010: 108).

### 2.5.5. Çalışan Sahipliği

Çalışan sahipliği, bir şirketteki çalışanların çalıştıkları şirketin hisselerine sahip oldukları zaman oluşan bir sahiplik türüdür. Bir işletmeye çalışanların ortak olması başka bir ifadeyle çalışan sahipliği farklı biçimlerde gerçekleştirilebilir. Çalışanlar, çalıştıkları şirketin hisselerini satın alma yöntemiyle ortak olabilir. Şirket tarafından çalışanları motivasyonlarını arttırmak ve teşvik etmek amacıyla ikramiye olarak hisse senetleri verilebilir veya şirketin hisse senetleri ile kar dağıtım paylaşımı yapılabilir (Oruç, 2012: 13).

Çalışanların hissedar olmasını sağlama planı iki yöntemle gerçekleştirilir. Bunlardan birincisi; kaldıraçlı çalışanları hissedar yapma, ikincisi ise; kaldıraçsız çalışanları hissedar yapma planı şeklindedir. Kaldıraçlı ESOP (Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği Planı (Employee Stock Ownership Plan)), çalışanların şirket hissesine sahip olabilmek amacıyla nakit dışında borçlanmaya başvurduğu ESOP çeşididir. Kaldıraçlı ESOP'ta işletme çalışanları adına, ESOP çalışılan işletmeden, kurumsal yatırımcılardan veya bankadan hisse senedi almak için borç alabilir. ESOP aracılığıyla alınan borç vergi için avantaj sağlamaktadır. Kaldıraçsız ESOP uygulamasında, şirket ESOP'a her sene katkı yapmaktadır. Şirket, çalışanları adına bu katkıyı yapmaktadır. Yapılan bu katkı, ya hisse senedi ya da hisse senedi almak için nakit şeklinde olabilir. Şirket sağladığı bu katkılardan dolayı vergi indirimine sahip olmaktadır. Bu katkı işletme çalışanlarının hesaplarına yatırılarak yapılır ve elde edilen kazançta göre artmaktadır. Çalışanın işletmeden ayrılması veya emeklilik durumunda ise halen çalışmakta olanlara ödenmektedir (Demirkan, 1999: 9-12).

Ülkemizde de ilk kez Karabük Demir Çelik Fabrikaları, çalışanlara hisselerinin yarısından fazlası satılmak suretiyle özelleştirilmesi yapılmış ve bir manada mülkiyet sahibinin çalışanlar olduğu özelleştirme şekli ortaya çıkmış olup, çalışan sahipliği kavramı için de ilk örneği oluşturmuştur. Bu tür işletmelerde mülkiyet sahipliği, hem mülkiyet sahibi olan çalışanlar ve hem de mülkiyet sahibi olan çalışanlar adına şirketi yönetenlerin tavır ve davranışlarında önemli değişimler oluşturmakta, toplu pazarlık anlayışı, sendikacılık ve geleneksel çalışma ilişkileri büyük oranda değişime uğramaktadır (Ersöz vd., 2011: 3).

Küçük tasarrufları toplayarak büyük oranda bir sermaye birikiminin oluşmasını sağlayan ESOP' un çalışanlara sağladığı faydalardan birisi, çalışanların motivasyonunu

artırmasıdır. Ayrıca çalışanın motivasyonunun artması sayesinde de verimlilik artar, şirket büyür, şirketin hisse senedinin bu sayede piyasa değeri de yükselir. Böylelikle yükselen hisse senedi sayesinde gerek çalışanın kendisi, gerekse işletme kazançlı çıkar (Ayaydın ve Dağlı, 2012: 218).

### **2.5.6. Dağınık Sahiplik**

Dağınık sahiplik, birçok yatırımcının getiri kazanmak ve yatırım yapmak amacıyla birden fazla işletmenin küçük hisselerini elinde bulundurması olarak ifade edilebilir (Ayrıçay ve Kalkan, 2013: 155).

Dağınık ortaklık yapısı ve bunun neticesinde ayrılmış kontrol ve sahiplik özellikleri olan gelişmiş piyasalarda, temel menfaat çatışması, yöneticiler ile hissedarlar arasındadır. Bu şekildeki dağınık ortaklık yapısında doğrudan yönetime katılmayan hissedarlar, denetleme ve asimetrik bilgi maliyetleriyle karşı karşıya kalmaktadırlar (Ertuna ve Tükel, 2010: 11).

Dağınık sermaye yapısına sahip olan işletmelerde en yetkili kişiler yöneticiler oldukları için sahiplik yapısı ve kontrol arasında çıkar çatışmaları ortaya çıkabilmektedir. Hissedarlar, şirketlerde hak sahibi olsalar bile diğer sahiplik yapılarındaki kadar yönetim üzerinde pek fazla kontrol güçleri yoktur. İşletme yönetimi kontrolü de tamamen yöneticilerde olduğundan, kimi yöneticiler bu durumu işletme hissedarlarının lehine kullanmayıp kendi çıkarları yönünde kullanmaktadırlar. İçinde bulunulan bu durum da yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkar çatışmasını ortaya çıkarmaktadır (Büyükmert, 2015: 30).

Hissedarlar ile kontrol grubu arasında yaşanan bu çatışma hissedarlara çeşitli maliyetleri yüklemektedir. Hissedarlar, şirket çıkarlarını olumsuz etkileyecek biçimde davranan veya bu şekilde davranma ihtimali bulunan yöneticilere bir faaliyet takibi ya da denetlemede bulunacaklardır. Bu da hissedarlara bazı maliyetler doğuracaktır. Sözü edilen bu temsilcilik maliyetlerine ilaveten olumsuz faaliyetleri bulunan ve şirketteki konumunun son bulması gereken yöneticilerin işten ayrılmaları, yine şirket için birtakım maliyetler yaratmaktadır. Aynı şekilde şirketten ayrılan yöneticilerin yerine yeni yönetici alımları ve şirket adına verimli duruma getirilmeleri de (eğitim vs.) belirtilen maliyetlere ilave olarak ortaya çıkan maliyetlerdir. Dağınık, başka bir anlatımla geniş tabanlı sermaye yapısında hedef; çok sayıdaki küçük paylı ortağın bir arada olmasıyla

meydana çıkan profesyonel yöneticilerin, bütün hissedarlara yönelik olarak ve azınlıkları da kapsayan objektif şekilde yönetim fonksiyonlarını gerçekleştirmelerinin sağlanmasıdır (Büyükmert, 2015: 30).

Dağınık sermaye yapısının yer aldığı işletmeler, genelde gelişmiş ekonomilerde etkin şekilde görülmektedir. Ekonomik olarak gelişmiş olan ülkelerde, hissedarlar kendi hisselerinin devamlı olarak bir getiri sağlamasını hedeflemektedirler (Yılgör ve Yücel, 2012: 43).

## **2.6. SAHİPLİK YAPISI VE KONTROL**

Modern işletmelerde işletme kontrolü ile işletme sahipliği ayrımı ve bunun sonucunda ortaya çıkan temsil ilişkisi pek çok araştırmacı tarafından finans literatüründe çalışma konusu yapılmıştır. Özellikle kontrol ve sahiplik ayrımının ortaya çıkması şirketlerin karar alma mekanizmaları üzerine oluşan soruların gündeme gelmesine sebep olmuştur. Berle ve Means (1932) modern işletmelerde, kontrol ile sahiplik ayrımına, işletme kararlarının meydana getirilmesinde ve buna bağlı olarak şirket performanslarının değerlendirilmesinin yapılmasında, temsil maliyetlerinin tesirine dikkat çekmektedir. Şirket davranışlarını inceleyen modellerin pek çoğu yöneticilerin, hissedarların menfaatleri lehine hareket edeceklerini varsaymaktadır. Oysaki Berle ve Means (1932) bu durumun bu biçimde olmadığını, sahiplerin yöneticileri türlü teşvik unsurları ile sınırlayıp takip ettiğini ifade etmektedir. İşletmeden işletmeye farklılık teşkil eden sahiplik yapıları da bu manada işletme kararlarını anlamamızda büyük önem taşıyan bir rol oynamaktadır (Erdoğan, 2016: 161).

Günümüzün küreselleşerek büyüyen şirket yapılarıyla birlikte pay sahiplerinin de çoğalması şirketlerin mülkiyet yapılarında değişmelere neden olmuştur. Bu noktada şirketlerde iki farklı pay sahibi grubu oluşmuştur. Bunlar, yönetici sahipliği bulunmakla birlikte yönetimi kontrol etme hakkını elinde bulundurmayan pay sahipleri ve önemli ölçüde bir paya sahip olmamakla birlikte kontrol hakkına sahip olan pay sahipleridir (Aytekin ve İbiş, 2015: 119).

Herhangi bir işletmede sahiplik ile kontrol seyrek olarak tam manasıyla ayrılmıştır. Sıklıkla bir işletmeyi kontrol edenler, o işletmede bir bölüm özsermayeye sahiptirler. Kimi sahipler ise özsermaye konumlarının büyüklüğünün sonucunda sahip oldukları işletmeler üzerinde kontrolün bir bölümünü ellerinde tutarlar. Kısacası sahiplik

yapısı (bir şirketin özsermaye sahiplerinin kimlikleri ve bunların konumlarının büyüklüğü) kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir ögesidir.

Kontrol ile sahiplik ne kadar uyuyorsa çıkar çatışmalarının o oranda azalacağı ve dolayısıyla şirket değerinin artacağı söylenebilir. Lakin firma değeri, kontrol ve sahiplik arasındaki ilişkilerin bundan çok daha karmaşık olduğunu söylemek gerekir. Örneğin, bir işletmenin yönetiminin elinde bulunan sahiplik, yöneticiler ile hissedarların çıkarlarının paralel olmasına yarayabilir. Bununla birlikte yöneticiler ile hissedarların çıkarları ne denli az ayarlanmışsa, yöneticilere yüksek özsermaye sahipliği, güçlü bir tepkiye rastlama korkusu olmaksızın kendi hedefleri peşinde koşma hususunda daha büyük bir rahatlık sağlayabilir; yani yöneticilerin işletmedeki yerini sağlamlaştırabilir. Kısacası yönetsel sahipliğin işletme değeri üzerindeki nihai etkisi, sağlamlaştırma ve paralelleştirme etkilerinin dengelenmesine bağlıdır (Belen, 2008: 21).

İşletmelerin yapılarında gerçekleşen değişimler ve geleneksel işletme yapılarından karmaşık işletme yapılarına doğru meydana gelen dönüşümler sebebiyle kontrol ile işletme sahipliği arasındaki ilişki dikkat çekici hale gelmiştir. Hissedarların elinde bulunan haklar da bu noktada önemlidir. Bu haklar, nakit akımı üzerindeki hissedarların hakları ile işletme ile ilgili kararlarda oy kullanma hakları olup, karşılıklı olarak birbiriyle ilişki içerisinde bulunan haklardır. Şirketin kar dağıtım kararlarıyla ilişkili olarak ortaya çıkan şirketin nakit akımları üzerindeki sahip olduğu haklar nakit akım hakları olarak tanımlanırken, şirkete ait kararlara ilişkin oy kullanma hakkı ise kontrol hakkı olarak tanımlanmaktadır (Oruç, 2012: 22).

Bir holding yapısı ya da işletme grubu oluşturmanın sağladığı en önemli fayda az bir sermaye ile büyük varlıklarla ilgili tasarrufta bulunan ortaklıklar üzerinde kontrol kurmaya imkan sağlamasıdır. Bir şirket grubu birden çok tüzel kişiliğin çeşitli sosyolojik, ekonomik ve politik nedenlerle bir araya geldiği yasal yapılar şeklinde karşımıza çıkmaktadırlar. Bir şirkette veya işletme grubunda bulunan diğer şirketlerin büyüme, gelirlerinin paylaşımı ve diğer stratejilerinin oluşturulmasında sahiplik yapısı büyük önem teşkil etmektedir. Bir işletmenin kontrolü hangi ortağın daha çok hissesi olmasıyla alakalı gibi görünmekte olup salt çoğunluğa sahip olmak anlamına gelmektedir (Sakinç, 2008: 112).

Kontrol ve sahiplik ayrımının ortaya çıkmasıyla birlikte temsil çatışmaları ortaya çıkmaktadır. Bu çatışmalar hissedarlar ile yöneticiler arasındaki temsil ilişkisinden ya da azınlık hissedar grubu ile hakim hissedar grubu arasındaki temsil ilişkisinden ortaya

çıkan ve şirketin karar mekanizması üstünde etkisi bulunan çatışmalardır. Bu duruma bağlı olarak şirketin temel gayesi olan şirket piyasa değerini en üst seviyeye çıkarma hedefini gerçekleştirmek amacıyla ön planda olan üç temel karardan olan sermaye yapısı ile ilgili kararlar da sahiplik yapısından etkilenmektedir (Oruç, 2016: 162).

Kurumsal yönetim, işletmelerde kontrol ve sahipliğin ayrılmasıyla beraber ortaya çıkan problemleri çözüme kavuşturmayı amaçlamaktadır. Bu sebeple kurumsal yönetim ve sahiplik yapısı arasındaki yakın ilişki göz önünde tutulmalıdır. Kurumsal yönetim çerçevesi, şirket hissedarlarının sahip oldukları hakları korumalı ve sahip oldukları bu hakların kullanılabilmesini daha kolay hale getirmelidirler. Kurumsal yönetim çerçevesi, yabancı ve azınlık hissedarlar da dahil, tüm hissedarlara eşit şekilde muamele yapılmasını garanti altına almalıdır. Tüm hissedarlar haklarının ihlali durumunda yeterli bir telafi veya tazminat elde etme olanağına sahip olmalıdır (Atağan ve Fidancı, 2016: 184).



## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE SAHİPLİK YOĞUNLAŞMASININ HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

İşletmelerin kurumsal yönetim politikalarına yönelmeleri kurumsal yönetim mekanizmalarından birisi olan sahiplik yapısını önemli hale getirmiştir. Daha önce yapılan birçok çalışmada sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. Berle ve Mens'in (1932) kontrol ile sahiplik ayrımının sonuçlarının araştırılmasına ilişkin yaptıkları çalışmada sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucu elde etmişlerdir. King ve Santor'un (2008) aile işletmelerinin performansı üzerinde sermaye yapısının etkisini araştırmak üzere yaptıkları çalışmada; yabancı kaynakla finansmanı diğer işletmelere göre aile işletmelerinin daha çok tercih ettikleri sonucunu elde etmişlerdir. Çıtak'ın (2007) yaptığı çalışmada PD/DD ile sahiplik yoğunluğu arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

#### 3.1. ÇALIŞMANIN AMACI

Yaşanan küresel krizler, işletmelerin yaşadığı mali sıkıntılar ve iflaslar ülkeleri ve işletmeleri kurumsal yönetim politikalarını uygulamaya yönlendirmiştir. Kurumsal yönetim politikalarının uygulanmasında ulusal ve uluslararası kuruluşlar birçok çalışma yapmıştır. Uluslararası düzeyde en kapsamlı ve geçerli çalışmayı Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) yapmış ve kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. OECD'in yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri birçok ülke tarafından kabul görmüş ve uygulanmaya çalışılmıştır. Ülkemizde ise OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri dikkate alınarak ülke şartları da göz önünde bulundurularak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından çalışma yapılmıştır.

İşletmelerin kurumsal yönetim politikalarına yönelmesi sahiplik yapısını da ön plana çıkarmıştır. Sahiplik yapısı önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Ulusal ve uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmelerin sahiplik yapıları başta finansal kararlar olmak üzere işletmenin birçok kararında önemli rol oynamaktadır. İşletmenin sahiplik yapısı aile sahipliği, kamu sahipliği, kurumsal yatırımcı sahipliği, çalışan sahipliği, yönetici sahipliği ve dağılık sahiplik şeklinde olabilmektedir. İşletmenin sahiplik yapısına göre çeşitli karar alma mekanizmaları kurulmuştur. Hakim hissedar ya da aile tarafından yönetilen işletmelerin karar alma konusunda daha rahat olduğu söylenebilir. Bunun en büyük sebebi de çıkar çatışması yaşanmamasıdır. Bir işletmenin fiili dolaşımdaki pay oranı yani halka açıklık oranı yüksek ise mevcut kontrol eden aile/ailelerin hakları düştüğünden, halk ile çıkar çatışması potansiyeli artmaktadır. Yaşanan bu çıkar çatışmasının da firma değerini olumsuz yönde etkilediği düşünülmektedir.

Yapılan bu çalışmanın amacı, işletmelerin fiili dolaşımdaki pay oranı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi test etmektir. Çalışmada Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksinde (BİST100) yer alan 38 adet imalat sektörü firmasının 2016 yılına ait verileri kullanılmıştır. Çalışmada düşük sahiplik yoğunlaşmasını temsil eden fiili dolaşımdaki pay oranı ile firma değeri arasında negatif bir ilişki olacağı beklenmektedir.

### **3.2. LİTERATÜR TARAMASI**

Firma performansı üzerinde sahiplik yapısının etkisi yıllardır birçok araştırmacı tarafından inceleme konusu olmuştur. Araştırmacılar sahiplik yapısı ile ilgili çeşitli değişkenleri ele alarak firma performansına olan etkilerini belirlemeye çalışmışlardır. Dünyada ve Türkiye’de şirketlerde sahiplik yoğunlaşmasının firma performansına etkisine ilişkin birçok çalışma yapılmıştır.

Sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişki ilk olarak Berle ve Means’in (1932) yapmış olduğu çalışmada ele alınmıştır. Yapılan bu çalışmada kontrol ile sahiplik ayrımının sonuçları incelenmiştir. Araştırmacılar sahiplik yoğunluğunun artması durumunda yöneticilerin kontrolünün azalacağını ve bunun sonucunda ise performansın azalacağını öne sürmüşlerdir. Bir başka deyişle sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasında negatif yönlü bir ilişkinin bulunduğunu ifade etmişlerdir.

King ve Santor'un (2008) yaptıkları çalışmada aile işletmelerinin performansı üzerinde sermaye yapısının etkisi araştırılmıştır. Çalışmada Kanada'daki şirketler incelenmiş olup, diğer işletmelere göre aile işletmelerinin yabancı kaynakla finansmanı daha çok tercih ettikleri sonucu elde edilmiştir. Araştırmada işletmelerin toplam yabancı kaynaklarının toplam varlıklara oranı bağımsız değişken olarak kullanılmış ve finansal yatırımcı sahipliği değişkeni ile beraber aile işletmesi değişkenleri de kukla değişken olarak kullanılmıştır. Modelde kullanılan kontrol değişkenleri; karlılık, işletmenin aktif büyüklüğü, yaşı ve büyüme gibi oranlardır.

Türkiye'de Gürsoy ve Aydoğan (1999) tarafından konuya ilişkin olarak ilk ampirik çalışma yapılmıştır. 1992 ile 1998 yılları arasını kapsayan bu çalışmada sahiplik yapısı, firma performansı ve risk alma arasındaki ilişki incelenmiştir. Yapılan analiz neticesinde risk alma ve sahiplik yapısı ile performans arasında anlamlı ilişkiler olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada sahiplik yoğunluğunun daha iyi firma performansına yol açtığı bulunmuştur. Bununla birlikte bir aile tarafından kontrol edilen işletmelerin performanslarının diğer işletmelere göre daha düşük olduğu sonucu elde edilmiştir. Yapılan çalışmada bulunan önemli sonuçlardan biri de yabancı sahipliğin bulunduğu işletmelerin devlet tarafından kontrol edilen işletmelere göre performanslarının daha iyi olduğudur.

Sahiplik yapısı üzerine Türkiye'de en kapsamlı çalışmalardan biri de Demirağ ve Serter'in (2003) yaptıkları çalışmadır. 1999 yılı sonu itibariyle İMKB'de işlem gören en büyük 100 şirketin (piyasa değerine göre) kontrol ve sahiplik yapıları bakımından incelemeleri yapılmıştır. İnceleme sonucunda şu önemli bulgular elde edilmiştir: 100 şirkette yer alan en büyük hissedarların, sahip oldukları pay oranları ortalama % 45,10'dur. En büyük 5 hissedarın sahip oldukları pay oranları ortalama % 64,5'dir. En büyük 10 hissedar ortalama olarak % 69,7 pay oranına sahiptir. En büyük 5 hissedarın sahip oldukları pay oranı % 3,25 ile % 99 arasında yer almaktadır. Şirketlerin doğrudan ortaklık yapılarına bakıldığında holding şirketlerin Türkiye'de yer alan şirketlerin doğrudan sahipleri arasında en büyük grubu oluşturduğu görülmektedir. 100 en büyük şirketin 58'inde ortalama olarak % 36,2 pay oranıyla holding şirketlerin sahipliği vardır. Türkiye'de nihai sahiplerin aileler olduğu şirket yapısının en yaygın olarak görüldüğü tespit edilmiştir. 94 en büyük şirket arasından 68'ine aileler sahiptir. Kontrolü aileler tarafından yürütülen şirketlerde ortalama olarak sahiplik payı % 52,05'tir.

Önder (2003), 1992-1997 yılları arasını kapsayan çalışmasında sahiplik yoğunluğu ve performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan çalışmada 1071 gözlemden yararlanılmıştır. Sahiplik yoğunluğu ile firma büyüklüğü ve risk arasında pozitif bir ilişkinin olduğu çalışma sonucunda tespit edilmiştir.

Sahiplik yoğunluğu ile firma performansı arasındaki ilişkinin kapsamlı şekilde incelenmesini konu alan çalışmalardan biri de Gönenç'in (2006) yapmış olduğu çalışmadır. Bu çalışmada sahiplik yoğunluğunun, performans ölçüsü olarak kullanılmış olan PD/DD oranı ile pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yazar bu ilişkiyi kontrolü elinde tutan hissedarlar ile azınlık hissedarların çıkar çatışmalarını eskiye oranla azaltmanın bir göstergesi şeklinde değerlendirmiştir. Ayrıca sermaye yoğunluğu ile muhasebe temelli performans ölçüm göstergeleri arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğu sonucuna da ulaşılmıştır.

Sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisini Türkiye'de ampirik bir şekilde inceleyen çalışmaların arasında Çıtak'ın (2007) yaptığı çalışma da yer almaktadır. 2000 ile 2004 yılları arasındaki verilerinden yararlanılan çalışma neticesinde PD / DD oranı ile sahiplik yapısı göstergesi olarak kullanılan sahiplik yoğunluğu arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Meydan ve Basım (2007), kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişki üzerine kuramsal bir analiz yapmışlardır. Yaptıkları bu çalışmada kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi konu alan 73 adet görgül araştırma, sahiplik yapısı, firmanın yönetim kurulunun sahip olduğu özellikleri, yöneticiler ve yönetim yapısı, şeffaflık, firmanın hisselerine sahip olanların hakları ve denetim kurulu başlıkları altında sınıflandırma yapılarak incelenmiştir. Yapılan inceleme neticesinde genel anlamda kurumsal yönetimi uygulayan, bunun yanında hisse sahibi hakları ve şeffaflık ilkelerini benimseyen firmaların diğer firmalara oranlara performanslarının daha yüksek olduğu, belirlenen diğer alt başlıklarda elde edilen sonuçların ise birbiri ile çelişkili durumda olduğu belirlenmiştir.

Belen (2008), Türk sanayi sektöründeki firmalarda en büyük hissedarın nihai olarak sahip olduğu kontrol ve nakit akım haklarının firma değeri üzerine etkileri olup olmadığını inceleyen bir çalışma yapmıştır. Çalışmada İMKB Ulusal Sınaî Endeksi'ne dâhil halka açık işlem gören 153 şirketin 2006 yılı sonuna ait verilerini kullanmıştır. Doğrusal regresyon analizi kullanılarak yapılan çalışmada firma değerlerinin en büyük hissedarın nakit akım hakkı ile birlikte yükseldiğini sonucuna ulaşmıştır. Bu sonuca

göre, yoğunlaşmış sahiplik özelliği taşıyan ülkelerde kontrol eden hissedar ile azınlık hissedarların çıkarlarının uyumlaştırılmasında nakit akım hakkının önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada elde edilen regresyon sonuçlarıyla, en büyük hissedarın kontrol ve nakit akım hakları farkı ile firma değeri arasında beklenen negatif ilişkiyi desteklemediği görülmektedir.

Karamustafa ve diğerleri (2009), Türkiye’de hesaplanmaya 2008 yılı Ağustos ayı itibari ile başlanan kurumsal yönetim endeksine tabi olan işletmelerin, endeks kapsamında işlem görmeden önceki dönemlere kıyasla faaliyet ve finansal performanslarında manidar bir değişimin meydana çıkıp çıkmayacağını ortaya çıkarmak amacıyla çalışma yapmışlardır. Bu maksatla işletmelerin kurumsal yönetim endeksine tabi olmadan önceki beş çeyrek dönem ile işletmenin kurumsal yönetim endeksine tabi olduktan sonraki iki çeyrek dönem ayrı ayrı sekiz oran açısından elde ettikleri performans gerçekleştirmeleri hesaplanmıştır. Çalışmada t testi ile hesaplanan bu performanslar arasındaki farklılıklar ortaya konulmuştur. Araştırmanın neticesinde, öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılığı ve aktif devir hızı performans göstergelerinde işletmenin endekse tabi olmadan önce ve tabi olduktan sonrası için anlam ifade eden farklılıklar meydana gelmiştir. Literatürde kurumsal yönetim ve işletme performansı arasında doğru yönlü bir biçimde ortaya konan bu ilişkinin, Türkiye’de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan işletmeler bakımından da doğru olduğu bu çalışmada ortaya çıkmıştır. Başka performans göstergeleri için (Net kâr marjı, finansal kaldıraç derecesi, cari oran, faaliyet kâr marjı ve borç oranı) ise endekse tabi olmadan önce ve sonrası için anlam ifade eden bir farklılık meydana çıkmamıştır. Tüm bu çıkan sonuçlara istinaden İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurumsal yönetim endeksine tabi olan işletmelerin performanslarında endekse tabi olduktan sonra kısmen de olsa artış görüldüğü söylenmiştir.

Bayrakdaroğlu (2010), İMKB’de faaliyet gösteren şirketlerin bağımlı (tobin-q, varlıkların karlılığı, öz kaynakların karlılığı) ve bağımsız değişken (en büyük ortağın sermaye payı, en büyük üç ortağın sermaye payı, en büyük beş ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, yabancı payı ve yönetici sahipliği) olarak tanımlanan verileri panel regresyon analizine tabi tutarak 360 adet gözlemden faydalandığı çalışmasında mülkiyet yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada 2005-2009 yılları arasındaki değerler baz alınmış olup, çalışma neticesinde sahiplik yoğunluğu değişkenleri olarak kullanılan en büyük üç hissedar ve en büyük hissedarın payı ile

performans göstergesi olarak yer alan Tobin's q değeri ile pozitif yönlü bir ilişki buna karşın öz sermaye karlılığı ve varlıklardan elde edilen karlılık ile negatif yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada ek olarak yabancı payının performansa olan etkisine bakılmış ve sonuç olarak anlamlı veriler elde edilememiştir.

Şamiloğlu ve Ünlü (2010), İMKB Ulusal 100 endeksinde bulunan 70 işletmenin 2002 ile 2007 yılları arasını kapsayan çalışmalarında firma performansı ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada sahiplik yapısı göstergeleri olarak en büyük üç hissedara ait olan payların ortalaması alınmıştır. Çalışma sonucunda firma performans göstergeleri ile sahiplik yapısı arasında geçerli bir ilişki bulunamamıştır.

Gürbüz ve Aybars (2010), 2005 ile 2007 yılları arasını kapsayan çalışmalarında işletmelerdeki yabancı sahipliğin firma performansı üzerindeki etkisini inceleme konusu yapmışlardır. 205 şirketin verilerinden faydalanılan çalışma neticesinde firma performansı ile yabancı sahiplik seviyesi arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Mandacı ve Gümüş (2010), 2002-2006 yılları arasını kapsayan çalışmalarında sahiplik yoğunluğu yönetsel sahiplik ve firma performansı arasında bulunan ilişkiyi incelemiştir. Çalışma neticesinde sahiplik yapısı ile muhasebe temelli göstergeler arasında negatif bir ilişki buna rağmen piyasa temelli olarak kullandıkları Tobin's q değeri ile pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Nazlıoğlu ve diğerleri (2012), 62 firmanın 2008-2009 yılları arasını kapsayan verilerinden yararlandıkları çalışmalarında sahiplik yapısının işletmenin hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir. Çalışma sonucunda sahiplik yapısı göstergeleri olarak kullanılan en büyük hissedar payı, yönetsel sahiplik, yabancı sahiplik payı, sahiplik yoğunluğunun hisse senedi fiyatlarını açıklamada önemli değişkenler olduğu tespit edilmiştir.

Kula ve Baykut (2013) yaptıkları çalışmalarında, BİST bünyesinde oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 47 firmanın, 2013 yılının üçüncü çeyrek dönemine ait verileri kullanılarak, piyasa değeri ile kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki ilişki yatay-kesit regresyon yöntemi ile araştırmışlardır. Yapılan analizde kurumsal yönetim derecelendirme notları ile birlikte bağımsız değişken olarak sektörel ayırım, özsermaye büyüklüğü ve karlılık da dahil edilmiştir. Çalışma sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notları, sektörel ayırım ve karlılık ile firmaların piyasa

değerleri arasında pozitif anlamlı ilişki; piyasa değeri ve öz sermaye büyüklüğü arasında ise negatif anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Aytekin ve İbiş (2014), 2009-2012 yılları arasında BIST Metal Eşya Makine Endeksinde işlem görmüş 23 adet firmanın mülkiyet yapılarının firmaların finansal performansına yaptıkları etkilerin ölçülmesi amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Bu amaçla, çalışmanın bağımlı değişkenleri olan öz kaynak karlılığı, aktif karlılığı, Tobin' Q oranları ile çalışmanın bağımsız değişkenleri olan en büyük ortağın, en büyük olan iki ortağın, en büyük olan üç ortağın payları, halka açıklık oranı ve yabancı payı ile ilişkilendirilmiştir. Kontrol değişkenleri olarak kaldıraç oranı ve satışların büyüklüğü kullanılarak modelin açıklama gücü artırılmaya çalışılmıştır. Verilerin analizinde hem kesit boyutu hem de zaman boyutunu birleştiren panel regresyon modelini kullanmışlardır. Analiz sonucunda genel anlamda metal eşya sektöründeki firmaların finansal performanslarını mülkiyet yapısı değişkenlerinin etkilendiğini tespit etmişlerdir.

Önem ve Demir (2015), 2009-2012 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 135 adet imalat sektörü firmasının mülkiyet yapısının firma performansı üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Finansal oranlar kullanılarak, mülkiyet yapısının firma performansına etkisi ölçülmüştür. Firmaların mülkiyet yapısı değişkenleri olarak en yüksek paya sahip ortak, en yüksek ikinci paya sahip ortak ve halka açıklık oranı belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, firmaların mülkiyet yapılarının finansal performans oranlarından olan öz sermaye devir hızı, cari oran, aktif devir hızı ve Tobin q oranı üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkisi tespit edilirken, fiyat-kazanç oranına ise negatif yönde anlamlı bir etkisi çıktığı tespit edilmiştir.

Doğan ve Topal (2015), firmaların sahiplik yapısının finansal performansı üzerindeki etkisini test etmek amacıyla yaptıkları çalışmada, 2002-2012 yılları arasında Borsa İstanbul (BİST) imalat sanayide kesintisiz olarak faaliyet gösteren 136 firmanın verilerinden yararlanılmışlardır. Performans ölçütleri olarak ise; muhasebe ve piyasa esaslı performans göstergelerine ve finansal başarısızlık göstergesine yer verilmişlerdir. Yapılan analizler sonucunda sahiplik yapısının işletmenin karlılığı, piyasa değeri ve finansal başarısızlık riski üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir.

### 3.3. ÇALIŞMANIN KAPSAMI ve VERİ SETİ

Çalışma Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksinde işlem gören 38 adet imalat sektörü firmasını kapsamaktadır. Bu firmalar Tablo 2.'de gösterilmiştir. 38 adet şirketin 2016 yılına ait verileri kullanılmıştır. Kullanılan veriler; fiili dolaşımdaki pay oranı, 2015 ve 2016 yılı satışları, yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları, varlıkların defter değeri, şirketin kuruluş yılı, 30 Aralık 2016 tarihli hisse senedi fiyatları, ödenmiş sermaye, toplam kaynaklar ve özkaynaklardır. Kullanılan veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), Borsa İstanbul (BİST) ve şirketlerin kendi internet sitelerinden alınmıştır.

ŞİRKET
AFYON AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
AKSA AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
ALKİM ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
ANACM ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
AEFES ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
ARCLK ARÇELİK A.Ş.
AYGAZ AYGAZ A.Ş.
BAGFS BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.
BRSAN BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
BRISA BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
CCOLA COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
CEMTE ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
CİMSA ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
DEVA DEVA HOLDİNG A.Ş.
EGEEN EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
EREGL EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
FROTO FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
GOODY GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
GOLTS GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
GUBRF GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
İZMDC İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.
KRDMD KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
KARSN KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.



KARTN KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
KONYA KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
KORDS KORDSA GLOBAL ENDÜSTRİYEL İPLİK VE KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
OTKAR OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
PETKM PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
SODA SODA SANAYİİ A.Ş.
TATGD TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
TOASO TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
TRKCM TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.
TMSN TUMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.
TUPRS TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
TTRAK TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
ULKER ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
VESBE VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
VESTL VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

## Tablo 2. Çalışmaya Konu Olan Şirketler

Fiili dolaşımdaki pay oranı Merkezi Kayıt Kuruluşu'nun internet sitesinden Borsa İstanbul'da işlem gören tüm şirketlerin yer aldığı kaynaktan alınmıştır. Şirketlerin 2015 ve 2016 yılı satışları, yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları, varlıkların defter değeri, ödenmiş sermaye, toplam kaynaklar ve öz kaynaklar verilerine ise Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun internet sitesinde yer alan şirket bilgilerinden ulaşılmıştır. Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun internet sitesinde her şirket için ayrı ayrı finansal tabloları içeren bilgiler yer almaktadır. Belirtilen veriler şirketlerin gelir tablolarında, bilançolarında ve diğer finansal tablolarında yer alan kalemlerden alınmıştır. Çalışmada yer alan şirketlerin kuruluş tarihlerine kendi web sayfalarından ya da Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yer alan şirket bilgilerinden ulaşılmıştır. 30 Aralık 2016 tarihindeki hisse senedi fiyatlarına ise Garanti Bankası'nın internet sitesinde yer alan bölümden ulaşılmıştır.

### 3.4. ÇALIŞMANIN İLGİLİ DEĞİŞKENLERİ

Bu bölümde ilk olarak çalışmamızda kullandığımız bağımlı değişken sonrasında ise bağımsız değişkenler açıklanacaktır. Çalışmada kullanılan değişkenler yapılan literatür araştırması sonucunda belirlenmiştir.

#### 3.4.1. Değerleme Ölçüsü

Çalışmada firma değerini ölçmek için Tobin's Q oranı kullanılmıştır. Literatürdeki çalışmaların önemli bir bölümünde bu oran firma performansı konusunda bilgi edinmek amacıyla kullanılmıştır. Oran Nobel ödüllü İngiliz iktisatçı James Tobin tarafından 1969 yılında bulunmuştur. Tobin's Q oranı PD/DD gibi diğer şirketlerle karşılaştırma yapma kolaylığı sağlamaktadır. Tobin's Q; varlıkların (borçlar ve öz kaynak) piyasa değerinin, varlıkların yerine koyma değerine bölünmesi yöntemiyle hesaplanmaktadır. Tobin's Q değerinin 1 olması durumunda şirketin piyasa değerinin varlıkların yerine koyma değerine eşit olduğunu söyleyebiliriz. 0 ile 1 arasında olduğu durumda ise şirketin piyasa değeri varlıklarının yerine koyma maliyetinin altında kaldığını göstermektedir. Bu da şirketin piyasa fiyatının artacağına bir sinyali olabileceği gibi şirket için işlerin hiç de iyi gitmediğinin de göstergesi olabilir. Bu oran 1'in üzerine çıktıkça şirket değerinin şirketin varlıklarının yerine koyma maliyetinin daha üzerinde belirlendiğini göstermektedir.

#### 3.4.2. Bağımsız Değişkenler

Claessens v.d. (2002)'nin yaptığı çalışmadan yararlanılarak *satış büyümesi*, *sermaye harcamalarının satışlara oranı*, *firma büyüklüğü*, *firma yaşı* ve *fili dolaşımdaki pay oranı* çalışmamızda bağımsız değişkenler olarak kullanılmıştır. Kullanılan bağımsız değişkenler aşağıda kısaca açıklanmıştır.

*Satışlardaki Büyüme (oran)*; LN (2016 Net Satışları / 2015 Net Satışları) Oran ekonometrik çalışmalarda daha yaygın olduğu için sürekli bileşik büyüme oranı olarak alınmıştır. Firmanın büyüme potansiyelini yansıtan satışlardaki büyümenin firma değeriyle beklenen ilişkisi pozitif yönlüdür.

*Sermaye Harcamaları / Satışlar (oran);* Firmanın nakit akış tablosunda yer alan 2016 yılı Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışlarının 2016 yılı Net Satışlarına bölünmesi sonucunda elde edilen orandır. Satışlardaki büyümede olduğu gibi bu değişkenin de firma değeriyle beklenen ilişkisi pozitifdir.

*Firma Yaşı;* Firmanın kuruluş tarihinden 2016 yılına kadar geçen süre. Firma değerinin paydasının tarihi maliyetlerinden dolayı değerle beklenen ilişkisi pozitif yönlüdür.

*Firma Büyüklüğü;* LN (Varlıkların Defter Değeri). Daha fazla şeffaflık, izlenme ve daha yaşlı olmasından dolayı pozitif ve büyüme potansiyelinin daha düşük olmasından dolayı negatif olmak üzere firma değeriyle iki yönlü ilişkili olabileceği beklenmektedir.

*Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı;* Borsa İstanbul piyasalarında işlem gören payların, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından halka açıklık oranlarını gösterir bir kavram olarak tanımlanmış olup, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) tarafından hesaplanarak ilan edilir. Bu değişkenin de firma değeriyle beklenen ilişkisi negatiftir.

SPK tarafından 23.07.2010 tarih ve 21/655 sayılı kararı ile alınan ve 2010/30 sayılı Haftalık Bülteninde yayınlanan, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB, Borsa) Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem gören şirketlere ilişkin fiili dolaşımdaki pay oranı kavramının ve bu kavramın kullanım alanlarının belirlenmesine yönelik aşağıda belirtilen kararlar alınmıştır;

-Fiili dolaşımdaki pay oranı teriminin, İMKB hisse senetleri piyasalarında payları işlem gören şirketlerin halka açıklık oranlarını gösterir bir kavram olarak tanımlanmasına ve Kamu tüzel kişiliğinin mülkiyetindeki, şirket kurucuları ve yakın aile üyeleri (kurucu veya eşlerin üstsoy ve altsoyu, ikinci derece dahil yan soy hısımları) ile ilişkili kuruluşların (bağlı ortaklıklar, iş ortaklıkları, grup şirketleri, iştirakler vb.) sahip olduğu, şirket sermayesinin %5 ve daha fazlasına sahip olan gerçek ve tüzel kişi ortakların sahip olduğu, şirket Yönetim Kurulu üyeleri, üst düzey yöneticilerin ve yakın aile üyelerinin (üye ve yöneticilerin veya eşlerinin üstsoy ve altsoyu, ikinci derece dahil yan soy hısımları) sahip olduğu, şirketlerin sandık ve vakıflarının mülkiyetindeki, teminat olarak verilen, hukuken kısıtlı olan ve alım satıma konu edilemeyen, yasaklı, hacizli payların, fiili dolaşımdaki pay oranı tanımı dışında tutulmasına,

-Borsa'da payları işlem gören tüm şirketlerin, fiili dolaşımdaki pay oranı kriterleri kapsamına giren tüzel ve gerçek kişilerin kimlik ve unvan bilgilerini, sicil numaraları ile birlikte her ayın ilk işlem günü Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)'na bildirmesine,

-Şirketlerin fiili dolaşımdaki pay oranlarının, MKK tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden kamuya duyurulmasına, karar verilmiştir.

### **3.5. ÇALIŞMANIN HİPOTEZİ ve METODOLOJİSİ**

Çalışmada halka açık şirketlerde fiili dolaşımdaki pay oranının hisse senetlerine yani firma performansına etkisi araştırılmıştır. Bu anlamda konuyla ilgili temel hipotezimiz; fiili dolaşımdaki pay oranı yani halka açıklık oranı arttıkça şirketi kontrol eden ailelerle küçük hissedarlar arasındaki çıkar çatışması da artacaktır. Bu sebeple fiili dolaşımdaki pay oranı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olması beklenmektedir.

Firma değerlemesi ile ilgili daha önce yapılan çalışmalarda yaygın biçimde kullanılan kontrol değişkenlerine çalışmamızda yer verilmiştir. Bunlar; 2016 yılına ilişkin “sermaye harcamalarının satışlara oranı” ve “satışlardaki büyüme”dir. Belirtilen iki değişkeninde firma değeriyle pozitif ilişkili olacağı beklenmektedir. Çünkü belirtilen bu değişkenler firmanın yatırım ve büyüme potansiyelinin bir göstergesidirler.

Ayrıca “firma büyüklüğü” (toplam aktiflerin logaritması) ve “firma yaşı” (kuruluşundan 2016 yılına kadar) da çalışmaya dahil edilen diğer bağımsız değişkenlerdir. Firma büyüklüğü ve firma yaşının da firma değeriyle pozitif ilişkili olacağı beklenmektedir.

Çıkar çatışmalarını temsil eden “fiili dolaşımdaki pay oranı” değişkeni olarak modele dahil edilmiştir. Fiili dolaşımdaki pay oranı ile firma değerinin negatif ilişkili olacağı beklenmektedir ve bu çalışmanın asıl konusunu oluşturmaktadır.

Çalışmada analiz yöntemi olarak doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır. İşletme ve ekonomi alanlarında yapılan çalışmalarda, tek bir bağımsız değişkenle ekonomik değişkeni açıklamanın mümkün olmamasının yanında değişkenler de karmaşık biçimdedir. Regresyon analizi, belirlenen bağımlı değişken ile tahmin değişkenleri arasındaki ilişkiyi sayısal verilere dönüştüren istatistiksel analiz yöntemidir. Analizi yapılacak veriler ile tahmin ve kestirim yapabilmek için bu teknik tercih edilmektedir. Temelde değişkenler arasındaki ilişkinin ortaya çıkarılması önemlidir.

Aralarında sebep-sonuç ilişkisi bulunan değişkenler kullanılarak yapılacak analiz hakkında daha sağlıklı bir sonuç elde edilebilmektedir. Basit (iki değişken) veya

çoklu regresyon (ikiden fazla değişken) yaklaşımlarını ifade edebilmek için aşağıda tanımlanan matematiksel model kullanılmaktadır. Temel olarak model;

$$Y=\alpha+\beta X+\varepsilon$$

şeklinde gösterilir ve bu gösterim birer tane bağımlı ve bağımsız değişkenden oluşur.

Burada,

Y; bağımlı değişken olup sonucu ifade eder ve belli bir hatayı içerebilir.

X; bağımsız değişken olup sebebi ifade eder ve hatasız ölçüldüğü varsayılır.

$\alpha$ ; sabittir ve  $X=0$  iken Y'nin aldığı değerdir.

$\beta$ ; regresyon katsayısıdır ve X'te meydana gelecek bir birim değişikliğine karşı Y'de meydana gelecek değişim miktarı olarak tanımlanır.

$\varepsilon$ ; hata terimidir ve ortalaması sıfır, varyansı  $\sigma^2$  olan normal bir dağılım gösterdiği varsayılır.

Yukarıda modeli açıklanan Regresyon analizi kullanılarak bilinen ve elde edilen bulgulardan gelecekteki durumlarla ilgili tahminler yapılabilmesi mümkün hale gelmektedir. Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında ortaya çıkan ilişki ile doğrusal ilişki mantığı kullanılarak önerilen modelde kullanılacak bir tahmin eşitliği geliştirilir.

Değişkenler arasındaki ilişki belirlenip bağımsız değişkenlerin değerleri kullanılarak bağımlı değişkenin değeri tahmin edilir.

Bağımlı değişken (y), önerilen modelde açıklanan veya tahmin edilen değişkendir.

Bağımsız değişken (x) ile ilişkili olduğu kabul edilir.

Bağımsız değişken (x), bağımlı değişken (y) değerinin tahmin edilmesinde kullanılır ve açıklayıcı değişken olarak ifade edilir.

**Tek Değişkenli Regresyon Analizi:** Bir bağımsız ve bir bağımlı değişken arasındaki ilişki Tek Değişkenli Regresyon Analizi ile yapılmaktadır. Bu ilişkiyi temsil eden ve doğrunun denklemi olarak ifade edilen bir formül oluşturulur (Kutlar, 2009: 5). Regresyon analizinde, değişkenlik hakkında bir bağımlı ve bir bağımsız değişken ile yeterince bilgi sağlamak ve açıklayıcı bir sonuca ulaşmak çoğu zaman imkan dahilinde değildir. Bu şekildeki uygulamalarda model olarak çok değişkenli regresyon analizinin kullanılması gerekmektedir.

**Çok Değişkenli Regresyon Analizi:** İçerisinde birden fazla bağımsız değişken bulunan regresyon modelidir. Bir bağımlı değişken (y) ile (x) ve (z) gibi bağımsız

değişkenlerin bulunduğu çok değişkenli regresyon analizi model olarak (Gürsakal, 1997: 279):

$$y = \beta_0 + \beta_1 x + \beta_2 z + \varepsilon$$

şeklinde gösterilir. Ayrıca tahmin edilecek olan parametre ve değişkenler bağımsız değişken sayısına bakılarak değiştirilir.

### 3.6. ÇALIŞMANIN BULGULARI

Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksinde yer alan 38 adet imalat sektörü firmasının 2016 yılına ait verilerinden yararlanılarak fiili dolaşımdaki pay oranı, satışlardaki büyüme, sermaye harcamaları, firma büyüklüğü ve firmanın yaşı (bağımsız değişken) ile, bağımlı değişken Tobin's Q (firma performansı) arasındaki ilişki test edilmiştir. Yapılan analiz sonuçları Tablo 3.'te gösterilmiş olup, değişkenler için kullanılan kısaltmaların açıklamaları şunlardır;

TQ: Tobin's Q

GRW: Satışlardaki Büyüme

FDP: Fiili Dolaşımdaki Pay

DD: Firma Büyüklüğü

CAPEX: Sermaye Harcamaları

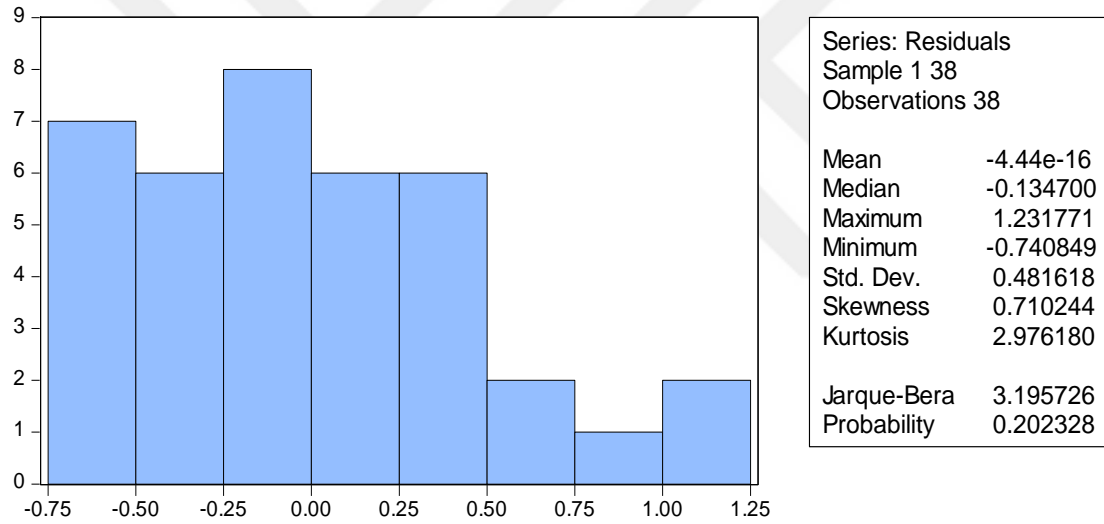
AGE: Firmanın Yaşı

Dependent Variable: TQ				
Method: Least Squares				
Sample: 1 38				
Included observations: 38				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<b>GRW</b>	-0.559477	0.690547	-0.810195	0.4238
<b>FDP</b>	-0.968023	0.539525	-1.794214	0.0822
<b>DD</b>	-0.175561	0.067600	-2.597052	0.0141
<b>CAPEX</b>	0.070017	0.110033	0.636327	0.5291
<b>AGE</b>	0.002831	0.007124	0.397376	0.6937
<b>C</b>	5.482520	1.553318	3.529555	0.0013
R-squared	<b>0.300472</b>	Mean dependent var		<b>1.480380</b>
Adjusted R-squared	<b>0.191171</b>	S.D. dependent var		<b>0.575838</b>
S.E. of regression	<b>0.517879</b>	Akaike info criterion		<b>1.665789</b>

Sum squared resid	<b>8.582359</b>	Schwarz criterion	<b>1.924355</b>
Log likelihood	<b>-25.65000</b>	Hannan-Quinn criter.	<b>1.757785</b>
F-statistic	<b>2.749029</b>	Durbin-Watson stat	<b>1.873632</b>
Prob(F-statistic)	<b>0.035536</b>		

### Tablo 3. Analiz Sonuçları

Şirketlere ait veriler kullanılarak yapılan analiz sonucunda Tablo 3.'de oluşan değerler doğrultusunda GRW (Büyüme) %10'dan büyük değerde anlamsız, FDP (Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı) %10 anlamlılık düzeyinde geçerli, DD (Büyüklik) %5 anlamlılık düzeyinde geçerlidir. Diğer değişkenler sabit iken FDP (Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı) %1 arttığında Tobin's Q(firma Performansı) %1 düşüyor. Bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişikliğin %30'unu açıklamaktadır. Çalışmanın sonuçları bazı değişkenlerin katsayılarının anlamsız olduğunu göstermekle birlikte, regresyonun f istatistiği bir bütün olarak modelin geçerli olduğunu göstermektedir.



### Şekil 8. Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 3.'de yer alan sonuçlara bakıldığında Tobin's Q oranı ile fiili dolaşımdaki pay oranı arasında anlamlı bir ilişki çıkmıştır. Yani fiili dolaşımdaki pay oranı, Tobin's Q oranını istatistiksel olarak anlamlı şekilde etkilemektedir. Yapılan analiz sonucuna göre fiili dolaşımdaki pay oranı arttıkça firma performansı azalmaktadır.

## SONUÇ

Bu çalışma da halka açık şirketlerin fiili dolaşımdaki pay oranları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Çalışmada Borsa İstanbul Ulusal 100 Endeksinde yer alan 38 adet imalat sektörü firmasının 2016 yılına ait verilerinden faydalanılmıştır. Çalışma şirketlerin fiili dolaşımdaki pay oranının arttıkça firma performansının azaldığını göstermektedir.

Dünyada ve ülkemizde yaşanan küresel krizler, işletmelerin yaşadığı mali sıkıntılar ve iflaslar kurumsal yönetimin önemini arttırmıştır. Kurumsal yönetim ile ilgili ulusal ve uluslararası alanda birçok çalışma yapılmıştır. Uluslararası anlamda en kapsamlı çalışma OECD tarafından yapılırken ülkemizde ise en kapsamlı olarak SPK tarafından çalışmalar yapılmaktadır. Kurumsal yönetim şirketin yöneticilerine, ortaklarına ve diğer menfaat sahiplerine olumlu yönde katkı sağlamıştır. Literatüre baktığımızda kurumsal yönetimin firma performansına da olumlu katkıları olmuştur.

Kurumsal yönetimin bu denli önem kazanması sahiplik yapısını da önemli hale getirmiştir. Çünkü sahiplik yapısı önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Sahiplik yapısı işletme ile ilgili alınan kararlarda büyük önem arz etmektedir. Bu çalışmadan sahiplik yapısının işletmenin performansını etkileyen önemli bir unsur olduğu ortaya çıkmıştır.

Sahiplik yoğunlaşması şirketin hisse senetlerinin büyük bölümünün bir veya birkaç kişinin ya da ailenin elinde bulundurmasıyla ortaya çıkar. Bu tür şirketlerde büyük payı elinde bulunduranlar şirketin yöneticiliğini de yapmaktadır. Ülkemizde genelde sahiplik yoğunlaşması olan şirketlerde ailelerin olduğu görülmektedir. Sahiplik yoğunlaşması olan şirketlerin fiili dolaşımdaki pay oranı yani halka açıklık oranı da düşüktür. Bunun sebebi söz sahibi büyük pay ortağın menfaatlerinin daha fazla olması nedeniyle alınacak kararların da işletmenin performansını arttıracak nitelikte olmasıdır.

Çalışmanın sonucuna göre fiili dolaşımdaki pay oranı ile firma performansı arasında % 10 anlamlılık seviyesinde negatif bir ilişki vardır. Fiili dolaşımdaki pay oranının yüksek olması sahiplik yoğunlaşmasının düşüklüğünü ifade eder. Fiili



dolaşımdaki payla performans arasında elde edilen negatif yönlü ilişki bulgusu, pay sahipliğinin belli kişiler ya da ailelerin elinde yoğunlaştığı şirketlerin performanslarının diğer şirketlere göre daha yüksek olacağını öngörebiliriz. Bu sonuç teoride pay sahipliğindeki yoğunlaşmanın şirketlerde çıkarları uyumlaştırma etkisini destekler niteliktedir.



## KAYNAKÇA

- Akın, A. (2004) “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22, 127-148.
- Aktan, C. C. (2006) “Kurumsal Şirket Yönetimi”, *Sermaye Piyasası Kurumu Kurumsal Araştırmalar Serisi*, 4(196)
- Alp, A. ve Kılıç, S. (2014), *Kurumsal Yönetim: Nasıl Yönetilmeli?*, İstanbul, Doğan Kitap.
- Anand, S. (2008) *Essentials of Corporate Governance*, USA: John Wiley&Sons.
- Ararat, M. ve Uğur, M. (2003) “Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations”, *Corporate Governance*, III(1), 55-78.
- Aras, G. ve Müslümov, A. (2008) “Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası Gelişmesi: Nedensellik İlişkisi Analizi”, *İMKB Dergisi*, 8(29), 1-17.
- Arıkoğa, Ş. ve Menteş, A. (2010) “Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 59 (2), 85-120.
- Arın, T., Kesmez, N. ve Gören, İ. (2000) *Parlamento ve Sayıştay Denetimi*, İstanbul, Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etüdler Vakfı.
- Atağan, G. ve Fidancı, N. (2016) “Kurumsal Yönetim Endeksindeki (BİST-XXURY) İşletmelerin Sahiplik Yapısı ve Gönüllü Açıklamalar Arasındaki İlişki”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18(1), 177-199.
- Ataman, B., Gökçen, G., Cavlak, H. ve Cebeci, Y. (2015) “Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Şirketlerde Bir Anket Çalışması ve Türkiye’deki Devlet Üniversitelerinde Kurumsal Yönetim Eğitiminin Analizi” *XXXIV. Türkiye Muhasebe Eğitimi Sempozyumu*, Antalya, 167-204.
- Ayaydın, H. ve Dağlı, H. (2012) “Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Geliştirilen Savunma Taktikleri: Kavramsal Bir İnceleme”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, XIV(1), 207-230.
- Aydın, A. (2010) “Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları ve Öneriler”, Yüksek Lisans Tezi, *İstanbul Bilgi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Ayrıçay, Y. ve Kalkan, G., (2013) “Sahiplik Yapısı ve Temsilcilik Teorisi”, *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2, 153-174.
- Aysan, M. A. (2007) *Kurumsal Yönetim ve Risk*, İstanbul, Elif Yayıncılık.

- Aytekin, S. ve İbiş, A. (2015) “Mülkiyet Yapısının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkilerinin Değerlendirilmesi: BİST Metal Eşya, Makina Endeksi (XMESY) Üzerinde Bir Uygulama”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 40, 119-129.
- Baraz, B. (2004) “Yönetim Kurullarının Kurumsal Yönetişim Açısından Kritik Önemi: Eskişehir’de Bir Araştırma”, 3. *Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi*, Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 763-771.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010) “Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği”, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(2), 11-20.
- Belen, M. (2008) “Bir Kurumsal Yönetim Modeli Olarak Türkiye’de Nakit Akım Haklarının Ötesinde Kontrol Hakları Sağlayan Şirket Kontrol Biçimlerinin Finansal Etkinliğinin Testi (Piramit Yapılar, Çapraz Hissedarlık ve İki Sınıflı Hisseler)”, Doktora Tezi, *İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Berle, A., Means, G. (1932) “The Modern Corporation and Private Property”, *MacMillan*.
- Büyükdere, F. (2015) “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme”, Yüksek Lisans Tezi, *Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Büyükmert, N. (2015) “İşletmelerde Sahiplik Yapısının Kârlılık ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, *Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Cavlak, H. (2015) “Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Kurumsal Yönetim İlişkisi: Kurumsal Yönetim Endeksi’ne Tabi Şirketlerde Bir Anket Çalışması”, Yüksek Lisans Tezi, *Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Cefakar, K. (2010) “Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetimin Firma Değerine Etkisi: İMKB’ye Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir Araştırma”, Yüksek Lisans Tezi, *Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P.H. Fan, and Larry H.P. Lang. (2002) “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- Çemberci, M. (2013) “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türk Aile İşletmelerinin Yönetim İlkelerine Adaptasyonunun Değerlendirilmesi”, *Akademik Bakış Dergisi*, 34, 1-15.
- Çıtak, L. (2007) “The Impact of Ownership Structure on Company Performance: A Panel Data Analysis on İstanbul Stock Exchange Listed (ISE-100) Companies”, *International Research Journal of Finance and Economics*, 9, 231-245.

- Dağlı, H., Ayaydın, H. ve Eyüboğlu, K. (2010) “Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48, 18-31.
- Daştan, A. (2010) “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kurumsal Muhasebe Etkileşimi”, *Bankacılar Dergisi*, 72: 3-18.
- Demirağ, İ. ve Serter, M. (2002) “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, *Corporate Governance*, 11(1), 40-51.
- Demirkan, S. (1999) “Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları Ve Türkiye İçin Öneriler”, *Sermaye Piyasası Kurulu Kurul Yeterlik Etütleri*, 1-56.
- Dereköy, F. (2015) “Kurumsal Yönetim ve Temel Dinamikleri”, *Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 31-51.
- Doğan, M. (2007) *Kurumsal Yönetim*, Ankara, Siyasal Kitabevi.
- Doğan, M. ve Topal, Y. (2015) “Sahiplik Yapısının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20 (4), 165-177.
- Eren, F. (1974) “Mülkiyet Kavramı”, *A.Ü.H.F. Yayınları*, 351, 765–797.
- Erdoğan, E. O. (2016) “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: BİST Uygulaması”, *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24, 159-181.
- Erdoğan, M. (2010) “Kurumsal Yönetim ve Şirket Nakit Tutuşuna Etkisi: Bir Dinamik Panel Veri Analizi”, *Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Eroğlu, C. A. (2003) “Sarbanes-Oxley Kanunu: Kurumsal Yönetim ve Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Getirdikleri”, *SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi*, 7, 3-21.
- Ersoy, E. ve Çetenak, E. H. (2015) “Sahiplik Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, *Ege Akademik Bakış Dergisi*, 15(4), 509-521.
- Ersöz, H. Y., Özdemir, S., Yavuz, A., Akgeyik, T. ve Şenocak, H. (2011) “Özelleştirmede Çalışanların Mülkiyet Sahipliği: Kardemir Örneği”, *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, 46, 3-42.
- Ertuna, B. ve Tükel, A. (2010) “Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetim Etkileri”, *İMKB Dergisi*, 10(40), 7-37.
- Fettahoğlu, A. ve Okuyan, H. A. (2009) “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*.

- Gençtürk, M. (2003) “Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkisi”, *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 8(2), 231-251.
- Gönenç, H. (2004) “Sermaye Sahipliği Yapısı, Yatırımcıların Korunması ve Firma Değeri: Türkiye, A.B.D. ve Japonya Karşılaştırması”, *VIII. Ulusal Finans Sempozyumu*, 157-167
- Gönenç, H. (2006) “Ownership Concentration and Corporate Performance; A Simultaneous Equation Framework for Turkish Companies”.
- Güngör, S. (2012) “Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, *Hitit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Gürbüz, A.O. ve Aybars, A. (2010) “The Impact of Foreign Ownership on Firm Performance, Evidence from an Emerging Market: Turkey”, *American Journal of Economics and Business Administration*, 2(4), 350-359.
- Güriz, A. (1992) *Hukuk Başlangıcı*, Ankara, A.Ü. Basımevi.
- Gürsakal, N. (1997) *Bilgisayar Uygulamalı İstatistik I*, Bursa, Marmara Kitabevi Yayınları.
- Gürsoy, G. ve Aydoğan, K. (1999) “Equity Ownership Structure, Risk Taking and Performance; An Empirical Investigation in Turkish Companies” *ERC/METU International Conference in Economics*, Ankara, Turkey.
- Han, O. ve Ala, S. (2006) *Şirket Yapıları ve Kuruluş Aşamaları*, *Kosgeb, Girişimciliği Geliştirme Merkezi*.
- İsmayılov, M. (2007) “Kurumsal Yönetim: Azerbaycan’daki Anonim Şirketlerin Kurumsal Yönetim Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma”, Yüksek Lisans Tezi, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Kandır, S. Y. (2011) “Kurumsal Yatırımcıları İMKB Şirketlerine Yönelik Yatırım Tercihlerinin Araştırılması”, *İMKB Dergisi*, 11(44), 31-60.
- Karabıyık, H. (2011) “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*.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009) “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, 100–119.

- Karayormuk, K. (2010) “İşletme Gruplarında Sahiplik Yapısı İle Strateji Arasındaki İlişki: Türkiye’de İşletme Grupları Üzerinde Bir Araştırma”, Doktora Tezi, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Kargın, S. (2006) “Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı”, Doktora Tezi, *Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Kılıçbay, A. (1992) *Türk Ekonomisi*, Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Kıyılar, M. ve Belen, M. (2005) “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, *I. Uluslararası Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu*, 89-121.
- King, M. R., Santor, E. (2008) “Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms”, *Journal of Banking & Finance*, 32, 2423–2432.
- Korkmaz, M., Dilbaz Alacahan, N. ve Bal Taştan, S. (2013) “Sermaye Piyasalarında Yönetim Kavramı ve Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri ve Uygulaması”, *Akademik Bakış Dergisi*, 35, 1-21.
- Korkut, S. (2007) “Parlamenter Denetim Kapsamında Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Denetlenmesi: TBMM KİT Komisyonunun Denetim Prosedürü ve KİT’lerin Denetiminde Geleceğe Dönük Öngörüler”, *Yasama Dergisi*, 6, 5-47.
- Kula, V. (2006) *Kurumsal Yönetim: Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*, İstanbul, Papatya Yayıncılık.
- Kula, V. ve Baykut, E. (2014) “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”, *U.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(3), 1-17.
- Kurt, M. ve Kayacan, M. (2005) “Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin İçerik Analizi”, *4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi*, 12.
- Kutlar, A. (2009) *Uygulamalı Ekonometri*, Ankara, Nobel Yayınları.
- KYD ve OECD, (2004), “*OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri*”, İstanbul, KYD Yayınları.
- Mandacı, P. E. ve Gümüş, G. K. (2010) “Ownership Concentration, Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey”, *SEE Journal*, 57-66.
- Manifest, (2004) *Milestones in UK Corporate Governance*, Witham (UK).

- Meydan, C. H. ve Basım, H. N. (2007) “Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: Kurumsal Bir Analiz”, *Kara Harp Okulu Savunma Bilimleri Dergisi*, 6(2), 48-67.
- Nazlıoğlu, B., Şendurur, U., Yanık, S. S. ve Özerhan, F. (2012) “The Effect of Ownership Structure on Stock Prices During Crisis Periods: A Study on Ise 100 Index”, *International Journal of Business and Social Science*, 3(6), 82-88.
- Oruç, E. (2012) “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Finansal Kararları Üzerine Etkisi: İMKB Uygulaması”, Doktora Tezi, *Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Oruç, E. (2016) “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: BİST Uygulaması”, *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24, 160-181.
- Önder, Z. (2003) “Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence from Turkish Firms”, *METU Studies in Development*, 30, 181-203.
- Önem, H. B. ve Demir, F. (2015) “Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: BİST İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama”, *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 6 (13), 31-43.
- Özkaya, M. O. ve Şengül, C. M. (2006) “Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma ve İkinci Kuşağın "Kurumsallaşma" Konusuna Bakış Açısı”, *D.E.Ü.İ.İ.B.F.*, 21(1), 109-126.
- Özsoy, Z. (2011) *Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulları*, İstanbul, İmge Kitabevi.
- Öztürkçü, A. (2012) “Sermaye Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı”, Yüksek Lisans Tezi, *Yüzüncü Yıl Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Özvar, K. (2015) “Sahiplik Yapısının Kâr Dağıtım Politikası Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, Yüksek Lisans Tezi, *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Pamukçu, F. (2011) “Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 133-148.
- Pulaşlı, H. (2003) *Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model*, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- Sakınç, İ. (2008) “Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri ile İlişkisi”, Doktora Tezi, *Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Saldanlı, A. (2012) “Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi”, *Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(8), 137-155.

- Sarıkamış, C (2005) “Türkiye’de Özelleştirme Çalışmaları”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 28, 9-12.
- Sayman, Y. (2012) “Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama”, Doktora Tezi, *Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- SPK, (2010) Haftalık Bülten, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, 2010(30).
- SPK, (2014) Kurumsal Yönetim Tebliği, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu.
- SPL (2015) “Kurumsal Yönetim” *Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları*.
- Şamiloğlu, F.ve Ünlü, U. (2010) “Sahiplik Yapısı ve Firma Performansı Arasındaki İlişki”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 66-73.
- Şehirli, K. (1999) “Kurumsal Yönetim”, *SPK Araştırma Raporu*, Ankara.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, (2015) “G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri”, *OECD’nin G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanlarına Raporu*, Ankara.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte (2006), “*Nedir Bu Kurumsal Yönetim?*”, İstanbul.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları (2011) *Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı*, İstanbul: Caretta Yayıncılık.
- Tuzcu, A. (2004) *Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği*, Ankara, Turhan Kitabevi.
- Uyar, S. (2004), “Denetim Komitesi ve Türkiye Uygulaması”, *Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.
- Ülgen, H. ve Mirze, K. (2004) *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, İstanbul, Literatür Yayıncılık.
- Ünlü, U., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011) “Yönetici Sahipliği ve Firma Değeri: İMKB İçin Ampirik Bir Uygulama”, *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Dergisi*, 66(2), 201-214.
- Yelkikalan, N. ve Aydın, E. (2010) “Aile İşletmelerinin Yaşamlarını Sürdürebilmesinde Sonraki Kuşakların Duygusal Sahiplik Algılamasının Rolü ve Önemi”, *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8(2), 81-120.
- Yıldırım, İ. ve Gülcemal, T. (2010) “Kaldıraçlı Şirket Ele Geçirmeleri (Leveraged But Out-LBO) ve Türkiye Uygulamaları: Borç Yiğidin Kamçısı mı?”, *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 2(1), 107-114.



Yıldırım, M. (2007) “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri”, Doktora Tezi, *Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü*.

Yılgör, A. G. ve Yücel, E. (2012) “İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(16), 41-57.

## **İNTERNET KAYNAKLARI**

[www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)

[www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)

[www.mkk.com.tr](http://www.mkk.com.tr)

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

[www.tkyd.org](http://www.tkyd.org)

[https://report.paragaranti.com/rasyonet\\_fiyatarsivi.asp](https://report.paragaranti.com/rasyonet_fiyatarsivi.asp)

## TABLÖLAR LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Çalışmalar .....	39
Tablo 2. Çalışmaya Konu Olan Şirketler .....	79
Tablo 3. Analiz Sonuçları .....	85



## ŞEKİLLER LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Şekil 1. Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	19
Şekil 2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	21
Şekil 3. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	31
Şekil 4. SPK Pay Sahipleri İlkesi.....	32
Şekil 5. SPK Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi.....	33
Şekil 6. SPK Menfaat Sahipleri İlkesi.....	34
Şekil 7. SPK Yönetim Kurulu İlkesi.....	35
Şekil 8. Tanımlayıcı İstatistikler.....	86



## ÖZGEÇMİŞ

Hüseyin GÜRDAL 20.06.1983 tarihinde Ankara'da doğdu. İlköğretim eğitimini Eryaman Bahar İlköğretim Okulu'nda tamamladı. Lise eğitimini Eryaman Lisesi'nde tamamladı. Lisans eğitimini Gaziosmanpaşa Üniversitesi'nde tamamlamıştır. Lisans sonrası kısa süreli özel sektör deneyiminden sonra 2009 yılından bu yana Karabük Üniversitesi Mühendislik Fakültesi'nde Bilgisayar İşletmeni olarak görev yapmaktadır. Yüksek Lisans eğitimine ise 2013-2014 eğitim öğretim yılı güz yarıyılında Karabük Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı'nda başlamıştır.

