



**T.C.
MUSTAFA KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Ahmet ZELKA**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Songül KAKILLI ACARAVCI**

Hatay-2013



**T.C.
MUSTAFA KEMAL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI
ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Ahmet ZELKA**

**Tez Danışmanı
Doç. Dr. Songül KAKILLI ACARAVCI**

Hatay-2013

ONAY

Ahmet ZELKA tarafından hazırlanan “**KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI**” adlı bu çalışma jüri tarafından lisansüstü öğretim yönetmeliğinin ilgili maddelerine göre değerlendirilip oybirliği ile **İŞLETME ANABİLİM DALINDA YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

21/05/2013

Jüri Üyeleri	İmza
Doç. Dr. Songül KAKİLLİ ACARAVCI (Tez Danışmanı - Başkan)	
Doç. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR (Üye)	
Yrd. Doç. Dr. Metin REYHANOĞLU (Üye)	

Ahmet ZELKA tarafından hazırlanan “**Kurumsal Yönetimin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması**” adlı tez çalışmasının yukarıda imzaları bulunan jüri üyelerince kabul edildiğini onaylarım.

Doç. Dr. Halil DEMİRER

Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Yaşanan şirket skandallarından sonra yatırımcı güveninin kazanılması için ülke yöneticileri tarafından yapılan düzenlemeler, kurumsal yönetimin önemini arttırmıştır. Yapılan bu çalışma ile firmaların performanslarındaki değişimin firmaların yönetim yapısıyla ne derecede alakalı olduğu araştırılmıştır.

Tez çalışmam boyunca bana yol gösteren ve yardımcı olan danışman hocam Sayın Doç. Dr. Songül KAKİLLİ ACARAVCI'ya çok teşekkür ederim. Ayrıca çalışmamın uygulama kısmında beni bilgilendiren ve yardımda bulunan Sayın Doç. Dr. Ali ACARAVCI ve Sayın Yrd. Doç. Dr. Naim DENİZ'e yardımları için teşekkürlerimi sunarım.

Hayatım boyunca maddi ve manevi desteğini her zaman hissettiğim annem, babam ve kardeşlerime, yardımlarını benden esirgemeyen değerli arkadaşlarım Serhat YILMAZ, İsmet YİĞİTBAŞI, M. Hanifi ŞEKER ve Emrah KARABOĞA'ya ayrıca İskenderun Sivil Havacılık Yüksekokulu'nda çalışmakta olan mesai arkadaşlarıma çok teşekkür ederim.

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE UYGULAMASI

Ahmet ZELKA

İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 2013

Danışman: Doç. Dr. Songül KAKİLLİ ACARAVCI

ÖZET

Serbestleşme ve küreselleşme süreçlerinin yaşanmasından sonra işletmeler arası rekabet her alanda artış göstermiştir. Yaşanan değişikliklerle birlikte yatırımcılar, bilgiye ulaşmanın kolaylığı, hızlı hareket edebilme ve kolay yatırım kararı alabilme şansını yakalamıştır. Firmaların kıyaslanması kolaylaşmış, küresel sermaye hareketliliği hız kazanmıştır. Oluşan bu değişim, halka açık firmaların sermaye çekebilmeleri için yatırımcıların güvenini kazanmasını gerektirmektedir. Büyük firmalarda yaşanan skandallar sonrası devletler küçük hissedarları korumak için daha net adımlar atmak zorunda kalmıştır. Böylece işletmelerin yönetim yapıları yeni düzenlemeler ile güçlendirilmiştir. Bu düzenlemeler kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinde temel etkidir.

Yapılan bu çalışma ile BIST (Borsa İstanbul) İmalat Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim anlayışını uygulama seviyeleri ile performansları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma kapsamında 126 firmanın 2005-2011 tarihleri arasındaki 7 yıllık verileri incelenmiştir. Firma performansını yansıtan bağımlı değişkenler olarak özsermaye kârlılığı, aktif kârlılığı ve tobin q değerleri dikkate alınmıştır. Bağımsız değişkenler olarak, kurumsal yönetim göstergeleri ve kontrol değişkenleri alınmıştır.

Araştırma kapsamında toplanmış olan veriler panel veri analiz yöntemi ile incelenmiştir. Yapılan analizler sonucunda firma performansı ile kurumsal yönetim anlayışı arasında ilişki olduğu tespit edilmiştir.

ANAHTAR KELİMELER

Kurumsal Yönetim, Firma Performansı, İMKB, BIST, Panel Veri Analizi.

**THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM
PERFORMANCE: TURKEY APPLICATION**

Master's Thesis, Ahmet ZELKA

Business Department, 2013

Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Songül KAKİLLİ ACARAVCI

ABSTRACT

After having the processes of liberalization and globalization; competition among companies in all areas has increased. With these changes, investors be able to move quickly, ease access to information, and easily caught the chance to have an investment decision. Facilitated comparison of firms in the global capital mobility has accelerated. After all, public firms must gain the trust of investors to accommodate capital. After corporate scandals at developed countries, states have been forced to have regulations to protect small shareholders. Thus, the administrative structures of enterprises have been strengthened with the new regulations. This is the main factor at the development of corporate governance regulations.

In this study, it was investigated that is there any significant relationship between the concept of corporate governance of companies operating in BIST (Borsa İstanbul) Manufacturing Industry Sector and their performance. Sample includes 126 firms for the time period between 2005 and 2011. The dependent variables are return on equity, return on assets and Tobin's q values are used as firm performance. The independent variables are corporate governance and control variables.

The data was collected within the scope of the research and studied by analysis of panel data. The results of the analysis suggest that there is a relationship between corporate governance and firm performance.

KEY WORDS

Corporate Governance, Firm Performance, IMKB, BIST, Panel Data Analysis.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	I
ÖZET VE ANAHTAR KELİMELEER	II
ABSTRACT AND KEYWORDS	III
İÇİNDEKİLER	IV
TABLolar LİSTESİ	VII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VIII
KISALTMALAR	IX
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE ÖNEMİ

1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı	3
1.2. Kurumsal Yönetimin Amacı.....	6
1.3. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri.....	7
1.3.1. Sorumluluk İlkesi.....	7
1.3.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi.....	7
1.3.3. Hesap Verme Yükümlülüğü İlkesi.....	8
1.3.4. Adalet ve Eşitlik İlkesi.....	9
1.4. Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi.....	9

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ

2.1. Kurumsal Yönetim ve Gelişimi	13
2.2. Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Gelişimi	14
2.2.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	16
2.2.2. Türk Ticaret Kanunu'nun Getirdiği Yenilikler.....	16
2.3. ABD'de Kurumsal Yönetim ve Gelişimi.....	20
2.4. İngiltere'de Kurumsal Yönetim ve Gelişimi.....	22
2.5. Fransa'da Kurumsal Yönetim ve Gelişimi.....	25

2.6.	Japonya’da Kurumsal Yönetim ve Gelişimi.....	25
2.7.	Avustralya’da Kurumsal Yönetim ve Gelişimi.....	26
2.8.	Güney Kore’de Kurumsal Yönetim ve Gelişimi.....	27
2.9.	İsveç’te Kurumsal Yönetim ve Gelişimi.....	27
2.10.	Danimarka’da Kurumsal Yönetim ve Gelişimi.....	27

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ KONUSUNDA YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

3.1.	ABD Firmaları Üzerine Yapılan Çalışmalar	29
3.2.	Asya Firmaları Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	30
3.3.	Avrupa Firmaları Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	33
3.4.	Türkiye Firmaları Üzerine Yapılan Çalışmalar.....	35
3.5.	Çok Uluslu Çalışmalar.....	37

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN BIST FİRMALARININ PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN TÜRKİYE UYGULAMASI

4.1.	Araştırmanın Amacı ve Önemi	44
4.2.	Veri Seti ve Değişkenler	45
	4.2.1. Veri Seti.....	45
	4.2.2. Değişkenler.....	46
4.3.	Araştırmanın Yöntemi.....	49
4.4.	Modeller, Bulgular ve Değerlendirme.....	50
	4.4.1. Modeller.....	51
	4.4.2. Bulgular.....	54
	4.4.3. Genel Değerlendirme.....	56

4.4.3.1. En Büyük Hissedarın Pay Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi.....	57
4.4.3.2. En Büyük Üç Hissedarın Pay Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi.....	57
4.4.3.3. Halka Açıklık Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi.....	58
4.4.3.4. Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Firma Performansı Üzerine Etkisi.....	58
4.4.3.5. Kurumsal Yatırımcı Sahiplik Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi.....	59
4.4.3.6. Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olmasının Firma Performansı Üzerine Etkisi.....	59
4.4.3.7. Yönetim Kurulu Sahiplik Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi.....	59
4.4.3.8. Firma Büyüklüğünün Firma Performansı Üzerine Etkisi..	59
4.4.3.9. Kaldıraç Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi.....	60
SONUÇ	61
KAYNAKÇA	64

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1 :	Geleneksel Yönetim ile Kurumsal Yönetimin Karşılaştırılması.....	12
Tablo 2.1 :	Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi.....	20
Tablo 2.2 :	Kurumsal Yönetim Unsurlarının Sistemlerle İlişkisi.....	28
Tablo 3.1 :	Literatür Özeti.....	38
Tablo 4.1 :	Analiz Kapsamında İncelenen Firmaların Alt Sektörleri, Sayıları ve Örneklem İçindeki Oranı.....	45
Tablo 4.2 :	Analiz Kapsamında Kullanılan Değişkenler	46
Tablo 4.3 :	Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Modellerinin Sınanması.....	52
Tablo 4.4 :	Temel İstatistikler.....	53
Tablo 4.5 :	Korelasyon Matrisi.....	54
Tablo 4.6 :	Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Modelleri Analiz Sonuçları...	55
Tablo 4.7 :	Bağımsız Değişkenlerin Bağımlı Değişkenler Üzerindeki Beklenen ve Gerçekleşen Etkileri.....	56

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 : Firmaların Paydaşları.....	4
--	---

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AR&GE	Araştırma & Geliştirme
BIST	Borsa İstanbul (Eski adı: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)
CEO	Chief Executive Officer (Genel Müdür)
GCGF	Global Corporate Governance Forum(Küresel Kurumsal Yönetim Forumu)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu)
SOX	Sarbanes Oxley
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
UDS	Uluslararası Denetim Standartları
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

GİRİŞ

Küreselleşme ile ülkeler arasındaki ilişkilerin hızla geliştiği ve tüm dünyanın açık pazara dönüştüğü günümüzde işletmelerin yanı sıra sermaye sahibi insanların da istedikleri ülkelere çok rahat bir şekilde yatırım yapabilmesi ve istedikleri firmanın hissesine sahip olabilmesi oldukça kolaylaşmıştır. Bu durum hissedarlara çok fazla seçme hakkı vermekte ve hissedarların kendilerini güvende hissedebilecekleri firmalara yönelmelerini sağlamaktadır.

Firmalar açısından bakıldığında küreselleşme firmaların daha bilinçli, bilgi sahibi ve daha çok seçme hakkı bulunan hissedarlara ulaşmak için hissedarların istek ve beklentilerini daha çok önemsemesini ve bu doğrultuda daha şeffaf bir yapıya sahip olmasını gerekli kılmaktadır.

İşletmelerin tüm paydaşları göz önünde bulundurulduğunda, her paydaşın işletmeden beklentisinin farklı olduğunu ve işletme sahipleri ile paydaşlar arasındaki farklı beklentiler sebebiyle anlaşmazlıkların, mağduriyetlerin ve çıkar çatışmalarının oluşma ihtimalinin arttığı görülecektir. Paydaşlar arasında her ne kadar farklı beklentiler ve istekler olsa da, her paydaş bir diğerine muhtaçtır.

İşletme paydaşları arasındaki ilişkileri düzenlemek ve daha sağlam bir yapıya sahip işletmeler oluşturabilmek amacıyla yapılan çalışmalar sonucunda kurumsal yönetim anlayışı oluşmuştur.

Bu tez çalışması ile işletmelerin kurumsal yönetim becerileri açısından değerlendirilmesi gerçekleştirilmiş ve firma performanslarının işletme yönetimlerinden ne derece etkilendiği araştırılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, kurumsal yönetim kavramının ne olduğu açıklanmış ve kurumsal yönetim uygulamaları ile elde edilmek istenen amaç doğrultusunda bu kavramın firmalar için önemine değinilmiştir.

İkinci bölümde, kurumsal yönetim kavramının Türkiye’de ve bazı diğer ülkelerde ortaya çıkış ve gelişim sürecinden bahsedilmiştir.

Üçüncü bölümde, kurumsal yönetim anlayışının firma performansını etkileyip etkilemediği konusunda yapılmış çalışmaların ve elde edilen sonuçların incelenmesi gerçekleştirilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde ise kurumsal yönetim anlayışının firma performansı üzerindeki etkisi, Borsa İstanbul (BIST) – İmalat Sanayi Sektörü firmaları göz önünde bulundurularak araştırılmış ve elde edilen sonuçlar için yapılan değerlendirmelere yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE ÖNEMİ

Günümüzde yaşanan ekonomik gelişmeler ve küreselleşme sonucunda firmalar arasındaki rekabet artmıştır. Aynı zamanda tüm dünyayı etkileyen uluslararası mali krizler, bir bilgi sistemi ve haberleşme yaklaşımı olarak bilinen kurumsal yönetimin önemini daha fazla arttırmıştır.

Bu bölümde, kurumsal yönetim kavramı, kurumsal yönetimin amacı, temel ilkeleri ve önemi üzerine bilgiler verilmiştir.

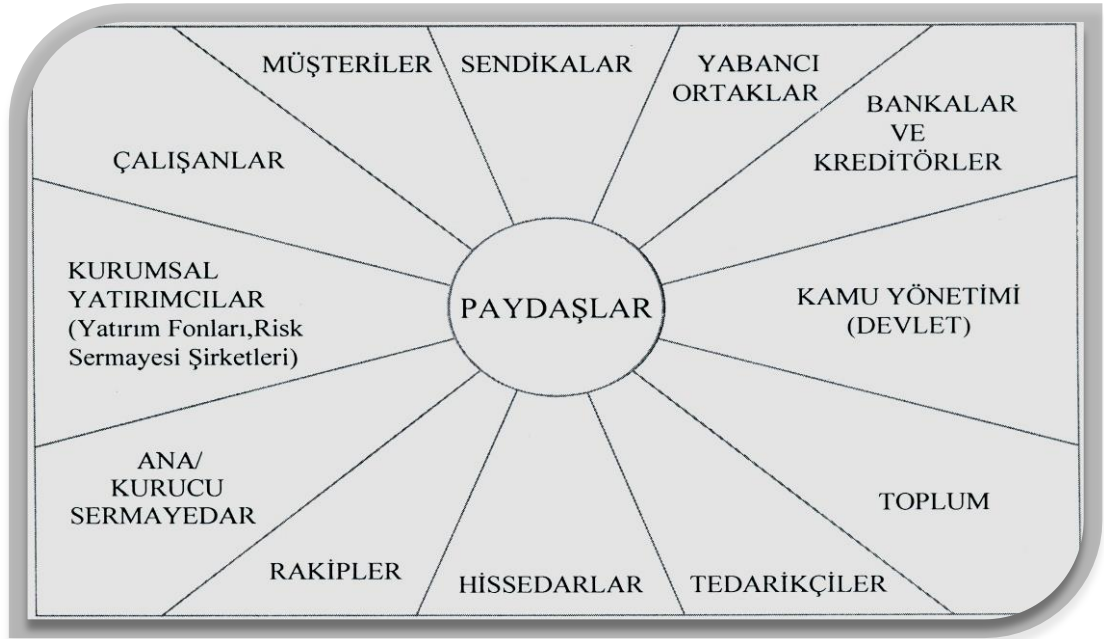
1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı

Şirketlerin tüm paydaşlarının işletmelerden bir takım beklentileri vardır. Hissedarlar elde edilebilecek kârı en üst seviyelerde tutmayı ve işletmelerin elde ettikleri kazancın büyük kısmının kendilerine dağıtılmasını isterler. Bunun tersine, yöneticiler işletmelerdeki faaliyetlerin yetki ve sorumluluğunun kendilerinde olmasını ve işletmenin uzun dönemde daha da büyümesi için elde edilen kârın yatırımlarda kullanılmasını isterler. Çalışan personel işletmeden elde ettiği gelirin ve çalışma koşullarının iyi seviyelerde olmasını; finansman sağlayanlar ise işletmelerin finansal açıdan sağlam ve güçlü olmasını isterler. Benzer şekilde farklı paydaşların işletmelerden beklentileri farklıdır. İşletmelerin tüm paydaşlarının (Şekil 1.1.) farklı istek ve beklentilerinin olması doğaldır ve işletme açısından önemli olan işletmelerin tüm çıkar gruplarının düşünülerek haklarının gözetilmesi olacaktır. Paydaşların haklarının gözetilmesinin en sağlıklı yolu, işletme yönetiminin kurumsallaşmış olmasıdır. Burada kurumsal yönetim anlayışı devreye girmektedir.

Kurumsal yönetim anlayışı, yönetim faaliyetlerinden etkilenecek olan tüm menfaat sahibi kişi ve grupların en yüksek faydayı elde edecekleri bir yönetim şekli olarak tanımlanabilir (Pamukçu, 2011: 133).

Başka bir tanımlamaya göre kurumsal yönetim, “*şirketlerin yönetimi, yönetim kontrolü ve performanslarına odaklanan kurumsal yönetim, dar anlamda şirketin sahipliği ile yönetim arasındaki ilişkiler sistemini temsil etmektedir*” ifadeleriyle açıklanmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: xiii).

Şekil 1.1. : Firmaların Paydaşları



Kaynak: Aktan, 2011: 3

Erdoğan ve Çubukçu' nun (2010) yapmış olduğu tanımlama ise şu şekildedir: ***“Kurumsal yönetim eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluktan oluşan temel bileşenleriyle işletmelerin, faaliyetlerini etkin ve verimli bir şekilde sürdürebilmelerini, finansal tabloları ile güvenilir bilgi sunabilmelerini, yasal düzenlemelere uyumlu olmalarını ve paydaşlarının çıkarlarını korumalarını hedefleyen bütüncül bir yaklaşımdır.”***

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) (2004) tarafından yapılan tanımlamaya göre ise, kurumsal yönetim, ekonomik etkinliği geliştirme ve ilerletmenin yanı sıra, yatırımcının güvenini arttırmak için de önemli bir unsurdur. Kurumsal yönetim, şirket yöneticileri, yönetim kurulu, hissedarları ve paydaşları arasındaki ilişkileri içermektedir. Kurumsal yönetim, şirketlerin hedeflerinin şekillendirilmesini ve bu hedeflere ulaşmak için sergilenen performansın izlenmesini sağlamaktadır. İyi bir kurumsal yönetim; yönetim kurulu ve yöneticilerin, şirket ve hissedar çıkarları doğrultusunda hedefleri ve performansı izlemesine ve etkin bir şekilde gözlemlemesine tam teşvik sağlamalıdır (OECD, 2004: 11).

Kurumsal yönetim kavramı, günümüzdeki anlamıyla ilk defa “Cadbury Raporu” olarak adlandırılan 1992 yılındaki raporda dile getirilmiştir. Bu rapor İngiltere’de hazırlanmıştır ve raporu hazırlayan komitenin başkanlığını Sir Adrian Cadbury gerçekleştirmiştir (Erdönmez, 2003: 42).

Günümüzde kurumsal yönetim konusuyla ilgili çalışmaların artmasının ve kurumsal yönetim faaliyetlerinin hayata geçirilmesi için yeni kanunlar, kurallar getirilmesinin en önemli sebebi, büyük şirket skandallarının meydana gelmesi ve bu skandallar karşısında zor durumda kalan paydaşların güvenini kazanmak, güven kaybına uğrayan piyasaların tekrar güvenilirliğini tesis etmek ve şirketlerdeki usulsüzlükleri önlemektir (Aktan, 2011: 8).

Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkış sürecinde, yatırımcıların sermaye piyasası araçlarıyla satın almış olduğu Enron, WorldCom ve Parmalat gibi halka açık şirketlerde gerçekleşen finansal skandalların önemli bir etkisi olduğu söylenebilir (Göçen, 2010: 109).

Melis (2005) tarafından yapılan açıklamaya göre parmalat vakasında, şirketin kontrolünü elinde bulunduran hissedarların şirketin kaynaklarını yasa dışı yöntemlerle kendilerine ait başka şirketlere aktardıkları görülmüştür. Yaptıkları bu işlemlerle Parmalat’ın azınlık hisselerine sahip olan hissedarlar zarara uğratılmıştır (aktaran Göçen, 2010: 115). Ayrıca Manisalı (2004) Parmalat’ın yönetim kurulu başkanının, tepe yöneticisinin ve pek çok idari yöneticinin hesaplarla oynayarak olmayan hesaplar türettiğini ve yapılan bu hilelerin yapılacak finansal kontrollerde tespit edilememesi için bazı yöneticiler tarafından çalışanlara önceden ödeme yapıldığını ve kayıtların yönetim tarafından doğru, adil bir şekilde sunulmadığını belirtmektedir (aktaran Göçen, 2010: 117). Edmondson ve Cohn (2004), tüm bu skandalların sonucu olarak borsada işlem görmekte olan Parmalat hisse senetlerinin, şirketin 15 yıldan fazla bir süre boyunca hesaplarda oynama yaptığının tespit edildiği gün askıya alındığını dile getirmektedir (aktaran Göçen, 2010: 117).

Türkiye’de ise 2000-2001 krizlerinden sonra kurumsal yönetim kavramına verilen önem artmaya başlamış olup yaşanan krizlerin şirketlerin kötü yönetilmesinden ve etkili bir denetimden geçmemesinden kaynaklandığının bilinmesi, kurumsal yönetime olan ilginin artmasındaki ana unsur olarak görülmüştür (Dağlı, Ayaydın ve Eyüboğlu, 2010: 19).

Kurumsal yönetimin ilkelerinin firmalar tarafından uygulanması, firmaların güvenilirliğinin artması ve benzer skandalların yaşanmaması açısından son derece önemlidir. Firmaların tüm paydaş grupları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesini amaçlayan kurumsal yönetim, geçmişte yaşanan bu tür skandalların bir daha yaşanmaması ve engellenebilmesi için büyük fayda sağlamaktadır.

1.2. Kurumsal Yönetimin Amacı

Anand (2008) kurumsal yönetimin temel amacının, işletmenin başarılı bir şekilde yönetilmesinin sağlanabileceği bir yapı oluşturmak ve paydaşların ihtiyaçlarının daha kolay karşılanacağı bir sistem kurmak olduğunu belirtmektedir (aktaran Pamukçu, 2011: 135).

Şirketle doğrudan veya dolaylı olarak ilişkisi olan tüm paydaşların haklarının gözetilmesi, kurumsal yönetimin esas amacını oluşturmaktadır (Aktan, 2011: 8). Tüm paydaşların haklarının korunmasını sağlamak için yöneticiler çaba göstermelidir ve usulsüzlük yapmamalıdır. Bu açıdan bakıldığında kurumsal yönetim ile hedeflenen ana unsurun, yöneticilerin yapabilecekleri usulsüzlüklerin baştan konulan kurallar ile önüne geçilmesinin sağlanması olduğu söylenebilir (Meydan ve Basım, 2007: 49).

Pamukçu'nun (2011) kurumsal yönetimle ilgili yapmış olduğu değerlendirmeye göre kurumsal yönetim, özellikle yatırımcı ve toplum güveninin sağlanması açısından en önemli rolü üstlenmektedir. Bu tespite göre, kurumsal yönetimin amaçlarından birisi, belki de en önemlisi, yatırımcı ve toplum güvenliğini sağlamaktır.

Firmaların tüm paydaşlarının menfaatlerini gözetmek, paydaşlar arasındaki ilişkiyi dengelemek ve firmanın tüm paydaşlara eşit davrandığı, şeffaflık içerisinde devam eden yönetim ile kurumsal yönetimin amacı olan en iyi yönetim gerçekleşmiş olacaktır (Arkun, 2011: 34).

Yapılan tüm bu değerlendirmelerin ışığında firmalar için önem derecesi çok yüksek olduğu anlaşılan kurumsal yönetim anlayışının dört temel ilkesinden bahsetmek ve bu ilkeleri tanımlamak faydalı olacaktır.

1.3. Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri

Dünyada kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili pek çok çalışma yapılmıştır ve yapılan bu çalışmalar, her ülke için geçerli olacak kurumsal yönetim ilkelerinin olmadığını ortaya koymuştur. Bununla birlikte, genel kabul gören tüm uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarında sorumluluk, şeffaflık, hesap verme yükümlülüğü ve eşitlik kavramları kesinlikle olması gereken ilkeler olarak öne çıkmıştır (SPK, 2005: 2). Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yürütülen bir çalışma ile SPK, BIST, Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu uzmanlarının ve temsilcilerinin katılımıyla, çeşitli akademisyenlerin, kamu kuruluşlarının ve özel sektör temsilcilerinin de fikirleri alınarak Türkiye için kurumsal yönetim ilkeleri oluşturulmuştur (SPK, 2005: 3).

Kurumsal yönetim ilkeleri; ortaklık haklarını kullanmayı, şirket yönetimine etkin olarak katılmayı, şirket faaliyetleriyle ilgili bilgi edinmeyi ve gerektiğinde gerçekleştirilen bu faaliyetlerle ilgili yöneticilerden hesap sormayı sağlayan önem derecesi yüksek ve etkin bir araç olarak bilinmektedir (Erdönmez, 2003: 43).

Dört temel kurumsal yönetim ilkesi olan sorumluluk, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, hesap verme yükümlülüğü, adalet/eşitlik ilkeleri aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

1.3.1. Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk ilkesi; şirket yönetiminin anonim şirketi temsilen yapmış olduğu bütün faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunların denetlenmesini gerektirmektedir (SPK, 2005: 3).

Bu ilke, kendisine yetki verilen ve yetki sahibi kişilerin, sahip oldukları yetkiyi kullanarak yaptıkları veya yapmaktan kaçındıkları faaliyetler sonucunda oluşan durumdan sorumlu olacaklarını belirtmektedir (Kebeci, 2011: 80).

1.3.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi

SPK tarafından yapılan tanımlamaya göre kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi; ticari sır niteliği taşıyan ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler dışında, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz,

anlaşılabilir, değerlendirilebilir, düşük maliyetle ve kolay ulaşılabilir olacak şekilde kamuya açıklanmasıdır (SPK, 2005: 3).

Ayrıca bu kavram ile kamunun zamanında ve yeterli bilgiyle bilgilendirilerek ortaklıkların finansal durumları, performansları, sermaye yapısı ve idari yapısı hakkında fikir sahibi edilmesi amaçlanmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 29).

Günümüzde hiç kimse bir şirketin, hissedarlarının veya yöneticilerinin kasası olarak kalmasını uygun görmemektedir. Çünkü bugünkü anlayışla şirket bir taraftan hissedarlara ait ise de diğer taraftan da topluma aittir ve şirketlerin kullandıkları krediler toplumun parası olduğundan, bu kredilerin batması, toplumun parasının batması manasına gelmektedir (Tekinalp, 2011: 21). Bu nedenle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi son derece önemlidir.

Bir ülkenin sermaye piyasalarının gelişmesi, şirketlerinin gelişmiş piyasalardaki menkul değerler borsalarına kote olabilmesi, küresel ölçekte sermaye edinmesi ve yüksek rekabet ortamı olan piyasalarda varlığını sürdürebilmesi; şirketlerin finansal tablolarının tam şeffaflığa dayalı ve uluslararası piyasaların konuştuğu dilde hazırlanmasını bunun yanı sıra uluslararası standartlara göre denetlenmiş olmasını gerektirmektedir (Sebilcioğlu, 2011: 25).

Türkiye'deki şirketlerin şeffaflaşması adına yapılabilecek en önemli uygulamaların başında, Türkiye'deki Muhasebe Standartları'nın (TMS) sağlıklı bir şekilde uygulanması gelmektedir (Sebilcioğlu, 2011: 26).

Kurumsal yönetim ile şirketlerin sürdürülebilirlik kazanması amaçlanmaktadır ve bu amaca ulaşmak ancak şeffaflık ilkesinin benimsenmesi ve uygulanması ile sağlanabilecektir (Pamukçu, 2011: 134). Şeffaflık, uluslararası geçerliliği olan kurumsal raporlama standartları dikkate alınarak ve bağımsız dış denetim mekanizmaları oluşturularak gerçekleştirilebilir (Pamukçu, 2011: 134).

1.3.3. Hesap Verme Yükümlülüğü İlkesi

Yönetim kurulu üyelerinin şirketin tüzel kişiliğine ve pay sahiplerine karşı hesap verme sorumluluğu vardır. Bu sorumluluğun yerine getirilmesini sağlamak, kurumsal yönetimin hesap verme yükümlülüğü ilkesinin temel amacıdır (SPK, 2005: 3).

Hesap verebilirlik ilkesi, şirketlerde karar veren ve kararları uygulayanların vermiş oldukları kararların ve yapmış oldukları faaliyetlerin sebebini açıklayabilmelerini ve bu faaliyetler neticesinde oluşan durumdan sorumlu tutulmalarını gerektirmektedir (Kebeci, 2011: 79). Bir diğer ifade ile bu ilke, başta hissedarlar olmak üzere, işletmenin tüm menfaat gruplarına şirket yönetimi tarafından alınan kararların ve gerçekleştirilen faaliyetlerin sorgulanma yetkisini vermektedir (Kebeci, 2011: 79).

Finansal raporlama aracılığıyla hesap verebilirlik ilkesinin gerekliliklerinden olan kamuoyunun şirket faaliyetleri hakkında belirli aralıklarla bilgilendirilmesi, aydınlatılması sağlanabilir (Pamukçu, 2011: 138).

1.3.4. Adalet ve Eşitlik İlkesi

Adalet ve eşitlik ilkesi, şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranması ve gerçekleşmesi muhtemel çıkar çatışmalarını engelleyici adımlar atması gerekliliğini ifade etmektedir (SPK, 2005: 3).

Bu ilke, yöneticilerin şirket adına aldıkları kararlardan etkilenecek tüm çıkar gruplarına eşit uzaklıkta olmasını ve şirketin tüm menfaat sahiplerinin haklarını koruyucu bir yapıya sahip olmasını, hiçbir menfaat sahibine ayrıcalık tanınmamasını ifade etmektedir (Kebeci, 2011: 77).

Şirket yöneticileri tarafından bütün hak sahiplerine karşı eşit davranılması gerekliliğini ifade eden bu ilkeye göre; kurumsal yönetim anlayışı, hissedarların sahip olduğu hakları gözetmeli ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır (Pamukçu, 2011: 135).

1.4. Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi

Özellikle son yıllarda kurumsal yönetime verilen önemin artışının başlıca nedenlerinden biri, şirketlere öz sermaye yoluyla ya da kredi olarak yapılan yatırımlarda kurumsal yatırımcıların daha fazla ağırlıklı olarak yer almasıdır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 3).

Firmaların uluslararası finansman kaynaklarından yararlanabilmeleri için kurumsal yönetim ilkelerine uyumlu hareket etmeleri gerekmektedir (Erdoğan ve Çubukçu, 2010: 59).

Kurumsal yönetim kavramı, kötü yönetimin ana etken olduğu finansal krizler ve şirket skandalları sonrasında daha önemli bir duruma gelmiştir ve iyi kurumsal yönetim kavramının son derece önemli olduğu algısı öne çıkmıştır. Bu konu uluslararası alanda büyük önem taşımaya başlamış, yatırımcıların aldıkları kararlarda şirketlerin finansal performansı kadar kurumsal yönetim becerisi de etkili ve önemli hale gelmiştir (SPK, 2005: 1).

Kurumsal yönetim, sadece şirketlerin yönetimi açısından değil, şirketlerin faaliyetlerinden etkilenen küçük yatırımcıların güvenliği, şirketlere finansal kredi veren kuruluşlar ve tüm paydaşlar için son derece önemlidir.

İyi kurumsal yönetim uygulamaları, firmalar ve ülke açısından önemli faydalar sağlamaktadır. Firmalar açısından, kurumsal yönetimin kalitesinin yüksek olması, sermaye maliyetinin düşük seviyelerde olmasına, finansman olanaklarının ve likiditenin artmasına, krizlerin daha kolay atlatılmasına ve firmaların iyi yönetildikleri için sermaye piyasalarından dışlanmamasına katkı sağlamaktadır. Ülke açısından ise iyi kurumsal yönetim, ülkenin prestijinin artması, sermayenin yurt dışına kaçmasının engellenmesi, daha fazla yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilebilmesi, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün yükselmesi, krizlerden kaynaklanabilecek zararların azaltılması, kaynakların daha etkin ve verimli bir şekilde kullanılması, refah seviyesinde artışın sağlanması ve sürekli kılınması demektir (Kebeci, 2011: 75-76).

Finansal raporlarda yer alan muhasebe ile ilgili verilerin tek başına kullanıcıların ihtiyaçlarını karşılamaması ve kullanıcıların şirket ile ilgili güncel ve gelecekte gerçekleşebilecek tüm durumlar hakkında bilgi sahibi olmayı istemeleri, kullanıcıların kurumsal yönetim anlayışını benimsemiş şirketlere yönelmelerini sağlamaktadır (Pamukçu, 2011: 133).

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirket kültürü haline gelmesi sonucu yatırımcıların korunması sağlanacağından, şirketlere sermaye girişi kolaylaşacak, böylece işletmelerin daha güçlü finansal yapıya sahip olmaları sağlanacaktır (Kebeci, 2011: 76-77).

Kurumsal yönetim sistemini kurmuş ve kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş olan şirketlerde finansal raporlamayla ilgili tüm grupların doğru bir

şekilde bilgilendirilmesi ile kurum içi ve kurum dışı çıkar çatışmalarının önüne geçilmiş ve azınlık haklarının gözetilmesi kolaylaşmış olacaktır (Pamukçu, 2011: 139).

Dünyadaki uygulamalar incelendiğinde kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin daha az sermaye maliyetine katlanarak performanslarını arttırdıkları, krizlere daha hızlı tepki gösterdikleri, sahip oldukları kaynakları daha etkin kullandıkları, yabancı sermaye çekme becerilerinin arttığı, bu sayede şirket açısından ekonomik büyümenin de daha hızlı olduğu görülmektedir (Erdönmez, 2003: 43).

Saygılı (2003'ten aktaran Erdönmez, 2003: 43)'nın belirttiği üzere, kurumsal yönetim ilkeleri firmaların kurulması ve faaliyet göstermesi aşamalarında gerçekleşebilecek belirsizliklerin önüne geçmek suretiyle risk priminin düşmesini sağlayarak firmaların kaynak elde etmesi yönünde fayda sağlamaktadır. Ayrıca şirketlerin finansman kaynağı bulmak için katlandıkları maliyetlerin azalmasını ve devamında şirketin daha hızlı büyüyerek ilgili tüm menfaat gruplarının faydasını en yüksek kılıcı etki oluşmasını mümkün kılmaktadır.

Basel Committee (1999) tarafından belirtildiği üzere kurumsal yönetim, bir yandan yatırımcının güvenini arttırırken; diğer yandan ekonomik verimlilik ve büyüme içinde ana unsurlardan birini oluşturmaktadır. Devamında şirketlerin etik, yönetsel, finansal ve operasyonel konularda güçlenmesinin kurumsal yönetim ile sağlanmakta olduğuna değinilmiş olup kurumsal yönetimin, şirket değerini, şirket stratejisini, sorumlulukların açıkça belirlenmesini ve bireylerden yönetim kuruluna kadar karar veren otoritenin tamamını kapsadığı söylenmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim ile yönetim kurulu, uzman yönetim ve denetçiler arasındaki ilişkiyi iyileştirmenin, bağımsız ve iç denetim fonksiyonlarını kapsayan güçlü iç kontrol sistemleri geliştirmenin, çıkar çatışmalarının fazla olduğu firmalarda riske maruz kalma seviyesini gözlemleninin ve kamuya uygun içsel bilgi akışının sağlanacağı finansal ve yönetsel teşvikleri kapsayıcı sistem oluşturmanın mümkün olabileceği açıklanmaktadır (aktaran Göçen, 2010: 110).

Kebeci (2011) tarafından yapılmış olan ve kurumsal yönetim anlayışı ile geleneksel yönetim anlayışının karşılaştırıldığı tablo incelenerek kurumsal yönetim anlayışıyla gerçekleşebilecek değişiklikleri görmek daha kolay olacaktır.

Tablo 1.1. Geleneksel Yönetim ile Kurumsal Yönetimin Karşılaştırılması

Geleneksel Yönetim	Karşılaştırma Kriteri	Kurumsal Yönetim
Insider Sistem: Sahip, aynı zamanda yönetir ve denetler. Organizasyonda kuvvetler birliği ilkesi geçerlidir.	Güç ve otorite	Outsider Sistem: Şirket sahipliği, yönetimi ve denetimi birbirinden ayrılmıştır. Organizasyonda kuvvetler ayrılığı ilkesi geçerlidir.
Şirket sahip ve yöneticileri, şirketi kendi idari ve takdiri kararları ile yönetirler.	Kurallara karşı takdiri kararlar	Şirket yönetiminde kurallar hâkimdir.
Şirket sahip ve yöneticilerin sorumluluklarının hukuki çerçevesi yeterince çizilmemiştir.	Sorumluluk	Şirket sahip ve yöneticileri, şirkete ve paydaşlara karşı doğrudan sorumludurlar.
Sadece vekiller sahiplere hesap verir. Sahiplerin hesap verme yükümlülüğü yoktur.	Hesap verme yükümlülüğü	Şirket sahip ve yöneticileri, şirkete ve paydaşlara karşı hesap verme yükümlülüğündedir.
Sahip ancak kendisine hesap verir!	Hesap sorma hakkı	Paydaşların şirket yönetimine hesap sorma hakkı bulunmaktadır.
Şirket yönetiminde şeffaflık ilkesine fazla önem verilmez, şirket yönetimi arzu ettiği bilgileri kamuoyuna açıklar.	Şeffaflık	Şirket sahip ve yöneticileri şirket faaliyetlerini şeffaflık içinde yönetmek durumundadır.
Sahip, arzu ettiği kişileri yönetim kuruluna atar.	Yönetim kurulunun oluşumu	Yönetim kurulu üyesi olabilmenin genel şartları vardır.
Şirket yönetim ve denetleme kurullarında üye olanlar tam bir bağımsızlık görevini icra edemez. Kurul üyeleri sahip tarafından atanır.	Bağımsızlık	Şirkette bağımsız yönetim ve bağımsız denetim ilkeleri hâkimdir. Örneğin yönetim kurulu üyelerinin bir kısmı şirketle hiçbir çıkar ilişkisi olmayan kişilerden oluşur.

Kaynak: Kebeci, 2011: 96

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ

Bu bölümde kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışı ve gelişim sürecine değinildikten sonra Türkiye'de kullanılmaya başlanması ve Türkiye'deki gelişim sürecinden bahsedilmiştir.

2.1. Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

Günümüzde kurumsal yönetim kavramının bu kadar çok önem kazanmasında etkili olan ve kurumsal yönetim anlayışı konusundaki gelişmelerin temelini oluşturan olayların başında, başarılı gibi gözükten İngiltere'deki Maxwell ve Polly Peck, Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) Enron ve World Com gibi büyük şirketlerin iflası ve yatırımcıların bu iflaslardan tedirgin olmaları gelmektedir. Oluşan tedirginliğin giderilmesini ve ekonomik sistemin sağlıklı şekilde çalışmasının güvence altında olmasını sağlamak için bazı kurumlara piyasaları düzenleme yetkisi verilmiş ve kurumsal yönetim ilkeleri geliştirilmiştir (Kebeci, 2011: 75).

OECD, kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaşmasını amaçlamış ve kurumsal yönetimin temel ilkelerini açıklamıştır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin belirlenmesiyle bu ilkelerin üye ülke hükümetleri tarafından kurumsal yönetimle alakalı yapılacak yenilikler ve getirilecek kurallar için yol gösterici olması amaçlanmıştır (Pamukçu, 2011: 136).

Küresel Kurumsal Yönetim Forumu (Global Corporate Governance Forum - GCGF) yaptığı çalışmalarla ülkelerin kurumsal yönetim standartlarını geliştirmelerine yardımcı olmayı amaçlamaktadır. Bu nedenle bünyesinde Dünya Bankası, OECD ve bu iki örgütün özel sektör temsilcileri yer almaktadır (Erdönmez, 2003: 43).

Kurumsal yönetim kavramına verilen önem her ne kadar şirket skandalları sonrası artmış olsa da ABD'de 1930'ların büyük buhranından hemen sonraki dönemde de dillendirilmiş ve başlangıçta kurumsal yönetimin öncelikli hedefi, içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemek, hissedarları korumak, hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketlerin bilgi açıklamalarını arttırmalarını sağlamak

olmuştur (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 16). İlerleyen yıllarda ABD kurumsal yönetim sistemi, şirket skandallarıyla gündeme gelmiş ve SEC, hükümet ve özerk kurumların firmaları daha sağlıklı yapıya kavuşturmak için getirdiği düzenlemeleri kapsayan 20. Yüzyıl süresince yoğun bir değişim geçirmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 16).

2002 yılında, ortaya çıkan şirket skandalları sonucunda, ABD'deki kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmek ve şirket yapılarını güçlendirmek amacıyla "Sarbanes-Oxley" olarak bilinen yeni bir kanun yürürlüğe konulmuştur (SPK, 2005: 3).

Bu yasa, ABD'de o dönemde yapılmış olan en geniş içerikli kurumsal yönetim düzenlemesi olma özelliğini taşımakta (Byrnes ve diğerleri, 2003) ve kurumsal yönetim ilkelerine uyma zorunluluğu getirmektedir (aktaran Meydan ve Basım, 2007: 51).

Almanya, kurumsal yönetim ilkeleri rehberinde yer alan önerileri yasalaştırarak, Japonya, şirketler hukukunu inceleyip iyileştirerek, Rusya ise kurumsal yönetim düzenlemelerini açıklayarak şirketlerin daha sağlam bir yapıya kavuşturulmasını amaçlamışlardır (SPK, 2005: 3). İngiltere'de kurumsal yönetim anlayışının gelişmesini ve tartışılmasını başlatan ilk rapor olan "Cadbury Raporu" nun kapsamı genişletilmiş ve "Hampel Raporu" olarak da bilinen "Kurumsal Yönetim Raporu" ortaya çıkmıştır. 1998 yılında yayınlanmış olan bu rapor, iç denetimi de içermektedir ve 1992 yılı ile 2005 yılı arasında İngiltere'de kurumsal yönetim kavramıyla ilişkili 25'den fazla rapor hazırlanmıştır (Kebeci, 2011: 81).

2.2. Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

Türkiye'de kurumsal yönetimle ilgili yapılan ilk çalışma, OECD Kurumsal yönetim ilkeleri esas alınarak Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından 2002 yılında gerçekleştirilen "Kurumsal Yönetim – En İyi Uygulama Kodu" adlı çalışmadır (Pamukçu, 2011: 137).

İMKB tarafından, SPK'nın oluşturduğu kurumsal yönetim ilkeleri dikkate alınarak, İMKB'de işlem görmekte olan halka açık anonim şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama oranını arttırmak amacıyla, 31/08/2007 tarihinde söz konusu ilkelere uyumu derecelendirerek "kurumsal yönetim endeksi" hesaplama faaliyetlerine başlanmıştır (Dağlı, Ayaydın ve Eyüboğlu, 2010: 18). Kurumsal

Yönetim Endeksi'nin oluşturulmasıyla İMKB'de faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesi 10 üzerinden en az 7 olan firmaların hisse senedi fiyat ve getiri performanslarının değerlendirilmesi amaçlanmıştır (Pamukçu, 2011: 137).

Göçen (2010), kurumsal yönetimin dört temel ilkesi olan eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerinin de, aslında iç ve dış denetim ile sağlanmaya çalışılan kontrol mekanizmasını destekleyici mahiyette olduğunu ve Türkiye'de de Parmalat vakası gibi finansal skandalların önlenmesi için çeşitli düzenlemeler yapıldığını belirtmiştir. Bu amaçla yapılan düzenlemeler kapsamında öncelikle SPK, şirketlerin iyi kurumsal yönetim yapısına sahip olması için 2003 yılında yayınlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkelerini 2005 yılında revize etmiştir. Ayrıca halka açık şirketler için 2004 yılında SPK tarafından zorunlu hale getirilen Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu hazırlanması, şirketleri düzenleme yapmaya zorlamaktadır (Göçen, 2010: 125).

OECD Genel Sekreteri Angel Gurría, 17 Ekim 2006'da Türkiye'deki kurumsal yönetim faaliyetleriyle ilgili açıklamış olduğu raporda, küresel çapta etkin rekabet gücüne sahip olmak isteyen ülkeler ve firmalar için iyi bir kurumsal yönetimin gerekliliğini dile getirmiştir. Gurría'nın ülkemizde yürütülmekte olan kurumsal yönetim faaliyetleriyle ilgili yaptığı değerlendirmede, kurumsal yönetim faaliyetlerinin gelişmekte olduğunu, bunun yanı sıra azınlıkta olan hisse senedi sahiplerinin haksız işlemlere maruz kalma ihtimali ortadan kaldırılsa, Türkiye'deki firmaların gelişme ve büyüme fırsatı elde edebileceğini belirtmiştir. Bu raporda ülkemiz ile ilgili yapmış olduğu bir diğer tespit ise, ülkemizdeki iş sahasında ailelerin kontrolünde olan şirketlerin çokluğu ve kurumsallaşmamış olmaları, ayrıca şirketler arasında sermayenin kartelleşme oranının yüksek olduğudur. Raporda ayrıca bu durumların 2006 yılı için sorun oluşturmadığı, ancak ilerisi için potansiyel bir kötüye kullanma durumu oluşturabileceği belirtilmektedir (Gurría, 2006).

Dünyada aile şirketlerinin ortalama dört nesil yaşam ömrü olduğu kabul edilirken, ülkemiz açısından bakıldığında bu sürenin çoğunlukla iki nesil olduğu görülmektedir. Devlet, bu durumun değişmesi ve aile şirketlerinin daha uzun ömürlü olması için, şirketlerin kurumsallaşması yönünde teşvikler düzenlemeli hatta bazı yaptırımları uygulamaya koymalıdır (Kebeci, 2011: 4).

2.2.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

SPK kurumsal yönetim ilkeleri ilk defa Temmuz 2003 tarihinde yayınlanmıştır. 2005 yılının Şubat ayında düzeltilmiş olarak ikinci defa yayınlanmış olan kurumsal yönetim ilkeleriyle alakalı 30/12/2011 tarihinde yapılan tebliğ ile borsaya kayıtlı şirketlerin esas alacakları kurumsal yönetim ilkeleri düzenlenmeye çalışılmıştır (SPK, 2005: ii; <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=Showpage&menuid=10&pid=0&submenuheader=-1>).

SPK tarafından yayınlanmış olan kurumsal yönetim ilkeleri dört bölümden oluşmaktadır. İlkeler hazırlanırken OECD tarafından yayınlanmış olan kurumsal yönetim ilkeleri ile mevzuatımız arasında en üst düzeyde uyum sağlanmasına çalışılmıştır. Birinci bölüm, pay sahipliğiyle ilgili düzenlemeleri ve tavsiyeleri içermektedir. İkinci bölümde ise kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusunun nasıl algılanması ve uygulanması gerektiği, hangi bilgilerin paylaşılmasının faydalı olacağı, hangi bilgilerin saklanabileceği açıklanmıştır. Üçüncü bölümde ise menfaat sahiplerinden bahsedilmiş, menfaat sahipleri tanımlanmış ve şirkete katılımları konusunda, şirketin menfaat sahipleri karşısındaki tutumu hakkında yapılması gerekenler açıklanmıştır. SPK kurumsal yönetim ilkelerinin sonuncusu olan dördüncü bölüm ise yönetim kurulu ile ilgilidir. Bu bölümde; yönetim kurulunun fonksiyonları, görev ve sorumlulukları, sahip olduğu haklar, kurul yapısı ve bağımsızlığı ile ilgili yapılması gerekli düzenlemeler yer almaktadır (SPK, 2005: 1-54).

SPK tarafından yayınlanmış olan ilkelere yer alan prensiplerin uygulanması isteğe bağlı tutulmuştur. Ancak, yayınlanmış olan bu prensiplerden tavsiye niteliğinde olanların dışındakilere şirketlerin uyup uymadığı, uymadıysa sebebinin açıklanması ve yıllık faaliyet raporunda bu açıklamaya yer verilmesi istenmiştir. Bu durum “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi olarak değerlendirilmektedir (SPK, 2005: 4).

2.2.2. Türk Ticaret Kanunu’nun Getirdiği Yenilikler

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği yönetim kurulu başkanı Muharrem Yılmaz’ın (2011) belirttiği üzere ülkemizin kurumsal yönetim süreci, 1999 yılında OECD tarafından hazırlanmış olan rehberin uluslararası seviyede bir süreç

başlatmasının ardından gündeme gelmiştir. Bu ilkelerin 2002 yılında TÜSİAD tarafından değerlendirilmesi, akabinde 2005 yılında Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkeleri ile güçlendirilmesi önemli ilerlemeler elde edilmesini sağlamıştır. Temmuz 2012 tarihinden itibaren yürütülmeye başlanmış olan yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK), yeni bir süreç başlatmış olup, şirketlerin buna hazırlıklı olması gerektiği belirtilmiştir.

Temmuz 2012’de uygulanmaya başlamış olan yeni TTK’nın içerisinde yer alan çeşitli maddelerde kurumsal yönetimin dört temel ilkesinin kanuni yansımaları yer almaktadır (Arkun, 2011: 34).

2011 yılında yürürlükte olan TTK’ya göre denetçi sistemi (murakıplık) vardır, ancak denetçi seçilecek kişide aranan özellikler hiçbir şekilde belirtilmemiştir. Şirket yönetiminde bir organ olarak yer alan “Murakıplık” Yeni TTK ile kaldırılmış ve şirketlerde TMS dikkate alınmış olarak hazırlanan solo (konsolide olmayan) veya konsolide finansal tablolar ile yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, özellikleri ayrıntılı bir şekilde belirtilen denetçiler aracılığıyla, Uluslararası Denetim Standartları’nın (UDS) tercümesi olan Türkiye Denetim Standartları’na göre denetimi zorunlu hale gelmiştir (Yeni TTK madde 397). Bu denetime tüm sermaye şirketleri (A.Ş. ve Ltd.Şti.) tabi olmuştur (Sebilcioğlu, 2011: 27).

Yeni Türk Ticaret Kanunu ile elde edilen en önemli yeniliklerden birisi de TTK yenilenmeden önce halka açık olan şirketlerde zorunlu olan bağımsız dış denetimin, halka açık olmayan şirketleri de kapsayarak bütün şirketler için bir zorunluk haline gelmesidir (Burca, 2011: 33).

Yeni TTK’da, denetçi olabilecek kişiler ve kurumlar hakkında tanımlama yer almaktadır. Bu tanımlamaya göre (Sebilcioğlu, 2011: 27-28):

- “Denetçi, ancak ortakları, yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir unvanını taşıyan bir bağımsız denetleme kuruluşu olabilir.
- Orta ve küçük ölçekli anonim şirketler, bir veya birden fazla yeminli mali müşaviri veya serbest muhasebeci mali müşaviri denetçi olarak seçebilirler.

- Bir bağımsız denetleme kuruluşunun, bir şirketin denetlenmesi için görevlendirdiği denetçi yedi yıl arka arkaya o şirket için denetleme raporu vermişse, ilgili denetçinin en az iki yıl için değiştirilmesi gerekmektedir.
- Denetçi, denetleme yaptığı şirkete, vergi danışmanlığı ve vergi denetimi dışında, danışmanlık veya hizmet veremez, bunu bir yavru şirketi aracılığıyla yapamaz.”

Kurumsal yönetim ilkeleri, Türk iş dünyasının gelecekteki hukuk ve ticaret alt yapısını oluşturan yeni TTK'nın kabulü ile birlikte Türk hukuk ve ticaret sistemine uyarlanmıştır (Sebilcioğlu, 2011: 24). Yeni TTK, temel amaç olarak kurumsal yönetim ve kurumsallaşma felsefesini belirleyerek Türk şirketlerinin ticari hayatının gelişmesini ve düzenlenmesini sağlamıştır (Sebilcioğlu, 2011: 24).

Yeni Türk Ticaret Kanunu sayesinde hayata geçen yeniliklerden bazıları şunlardır (Arkun, 2011: 35) :

- 357. Madde ile eşit işlem ilkesi düzenlenmiş ve pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulması gerektiği belirtilmiştir.
- Pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağı düzenlenerek, şirkete iştirak taahhütlerinden doğan borçlanmaları dışında herhangi bir şekilde borçlanamayacakları belirtilmiştir.

Dünya ekonomisi ile bütünleşmek, yüksek ve sürdürülebilir büyüme oranları ile ekonomik istikrarın sürekliliği hedefi doğrultusunda; şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri üzerine inşa edilen yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın yasalaşması sayesinde tüm paydaşların gerekli bilgiye ulaşabilirliği ve menfaatlerinin korunması da sağlanmıştır (Yürekli, 2010: 247).

Yeni TTK'nın hayata geçirilmesiyle birlikte şirketlerin büyük ortaklarının şirketi kendi kasası gibi kullanmasının önüne geçmek amacıyla, anonim şirketlerde kullanılan “ortak cari hesap” uygulaması engellenerek şirketlerin içinin boşaltılması önlenmiş ve şirket sermayeleri güçlendirilmiştir (Yürekli, 2010: 251).

Yeni TTK'nın, genel kabul görmüş Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) sistemini Türk kanunlarına yansıtması ve uygulanmasını sağlaması önemli bir uygulamadır. Bu düzenleme Türkiye'deki muhasebe ve finans sisteminin gelişmesinde önemli rol oynayacaktır. Ayrıca 2011 yılı itibarıyla

yürürlükte olan muhasebe sisteminin TMS'ye uygun hale getirilmesi, finansal raporların basitçe çevrilmesi gibi algılanmamalı, muhasebe ve finansal raporlama sistemleri ile bu fonksiyonları yerine getiren personelin iş yapış şeklini de değiştirecek olan önemli bir proje olduğu bilinmelidir (Sebilcioğlu, 2011: 26).

Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ile şirket ortaklarının şirketin yönetim ve denetim kuruluna katılması engellenmiştir. Bir diğer ifade ile Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na göre şirketler, profesyonel yönetici ve denetçiler tarafından yönetilecek ve kontrol edilecektir. Bu amaçla şirketlerin denetimini yapacak olan kişilerin, tüm gelirlerin % 30'undan fazlasına sahip oldukları şirketleri denetlemesi yasalarla engellenmiştir (Yürekli, 2010: 251).

Türk muhasebe sistemimizin uluslararası platformda uygulanan sistemle uyumlu hale getirilmesini sağlamak için Yeni Türk Ticaret Kanunu ile uluslararası finansal raporlama standartları uygulanmaya başlanmıştır. Bu sayede ülkemizde kullanılan finansal dil, uluslararası kullanılmakta olan finansal ile uyumlu hale getirilmiş olup, yabancı yatırımcıların finansal tabloları yanlış yorumlanmasından kaynaklanan yatırım riskini en aza indirmekte ve böylece daha fazla yabancı sermaye elde edilmesini sağlamaktadır (Yürekli, 2010: 255).

Eski Türk Ticaret Kanunu'ndaki uygulama dikkate alındığında yeni TTK'nın denetimle ilgili getirdiği hükümlerin ülkemizin ticari hayatına şeffaflık ve güven açısından önemli bir fayda sağlayacağı açıktır (Sebilcioğlu, 2011: 28). Türk Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloların, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ile tam uyumlu olması, menfaat sahipleri ile paylaşılması, finansal raporlamada şeffaflığın yerine getirilmesini ve işletmelerde hesap verebilirlik kültürünün yerleşmesini sağlayarak ülkemiz açısından kurumsal yönetimin gelişmesine çok önemli katkı sağlayacaktır (Sebilcioğlu, 2011: 28).

Yeni TTK'nın iç denetimle ilgili getirdiği hükümler, reel sektörün uluslararası standartlarda ve çağdaş gelişmelere uygun bir iç denetim kurabilmeleri için gerekli yasal alt yapıya sahip olması anlamına gelmektedir. İç denetim sayesinde elde edilecek yararlar; vergi ve muhasebe riskleri başta olmak üzere, şirketi tehdit eden faaliyetler, uyum, itibar ve stratejik riskler gibi çeşitli risklerin başarılı bir

şekilde yönetilip yönetilmediğine ilişkin olarak güvence sağlaması ve yol gösterici olmasıdır (Burca, 2011: 33).

Toraman ve Abdioğlu (2008) tarafından oluşturulan Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişimine ilişkin tablo güncel eklemelerle aşağıda yer almaktadır.

Tablo 2.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi

YIL	KURUMSAL YÖNETİM AKTİVİTESİ
1956	Türk Ticaret Kanunu – Eski Yasal Yükümlülükler
1981	Sermaye Piyasası Kanunu
1999	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri
2002	TÜSİAD: Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi
2003	SPK; Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ
2003	SPK; Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri
2003	SPK; Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği
2004	İMKB Kurumsal Yönetim Derecelendirme Çalışmaları
2004	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri (Revize)
2005	SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri (Revize)
2005	İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Oluşturma Çabaları
2007	İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinin Hesaplanmaya Başlanması
2011	SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri (Revize)
2012	Yeni Türk Ticaret Kanunu– Mevcut Yasal Yükümlülükler

Kaynak: Toraman ve Abdioğlu, 2008: 99

2.3. ABD’de Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

2001 yılı Aralık ayında ABD’nin 7. en büyük enerji şirketi olan Enron’un iflas etmesi, Telekom şirketi olan Worldcom’da yaşanan skandal, bu skandalın hemen ardından başka bir Telekom şirketi olan Global Crossing’in iflas etmesi sektörle ilgili düzenlemelere gitme gerekliliğini doğurmuş ve Sarbanes Oxley (SOX) adında yeni bir kanun çıkartılmıştır (Özger, 2009: 10).

2002 yılı içerisinde denetlenen firmalarda karşılaşılan çarpıklıkları düzeltmek, denetçi firmaların toplumsal sorumluluklarını yerine getirecek şekilde hareket etmesini sağlamak ve yolsuzlukların, denetim sistemindeki çarpıklıkların kamuoyunda oluşturduğu tepkiler sonrasında SOX kanunu yürürlüğe konulmuştur (Gökalp (2005)’den aktaran Karayel, 2009: 67).

SOX kanunu ile şirket yönetim yapısını yeniden düzenleyen kurallar çerçevesinde şirketlerin iç denetim sistemlerine sahip olması büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle ABD’de kurumsal yönetim yapısı, şirketlerin kendi yapılanmaları içerisinde düzenlemelere gitmelerini teşvik etmekte ve kamuyu aydınlatmanın ağırlıklı önemini vurgulamaktadır. Ayrıca SOX Kanunu ile sermaye piyasası mevzuatı göz önünde bulundurularak açıklanan şirketlerle ilgili kurumsal bilgilerin gerçekliğini ve güvenilirliğini artırarak yatırımcıların korunması amaçlanmaktadır (Zabrosky (2003)’den aktaran Abdioğlu, 2007: 62).

Meydana gelen muhasebe skandalları sadece borsada işlem gören şirketlere olan güveni değil, bu şirketleri incelemekte olan bağımsız denetim şirketlerine olan güveni de sarsmıştır (Özkul (2003)’den aktaran Yenigün, 2008: 26). 63 milyar dolarlık varlık sahibi olan Enron, birkaç gün içerisinde 60 milyar dolar değer kaybetmiştir (Aysan (2007)’den aktaran Yenigün, 2008: 26).

SOX kanunu ile amaçlanan ana hedef Enron, Xenox gibi ABD’de yaşanan denetim ve muhasebe skandalları nedeniyle güven kaybına uğrayan kamunun güvenini yeniden kazanmaktır. Ayrıca bu esas amaç ile birlikte yatırımcıya doğru, zamanında, ayrıntılı ve anlaşılabilir finansal bilgi sunulması ve daha iyi kurumsal yönetim sağlanması amaçlanmaktadır (Gökalp (2005)’den aktaran Karayel, 2009: 68).

SOX kanununun üç temel noktası (Kurt (2006)’dan aktaran Yenigün (2008)):

- Halka açık şirketlerin duyurduğu tabloların güvenilirliği şirket CEO’su tarafından da doğrulanmak zorundadır.
- Şirketlerin yönetim kurulunda bağımsız direktörlerce oluşturulan denetim komiteleri bulunmalıdır.
- Şirketlerin yöneticilerine borç vermesinin önüne geçilmiştir.

ABD’deki kurumsal yönetim ve gelişim süreci aşağıda özetlenmiştir (Metiner, 2006: 21-22):

- “Şirket Yönetim Kurulu Üyeleri’nin Ulusal Birliği tarafından oluşturulan komisyonun hazırladığı “yönetim kurulu üyelerinin profesyonelliği” hakkındaki rapor (Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism, NACD, 1996).

- Kamu politikalarının geliştirilmesi amacıyla kurulan üst düzey yöneticiler birliğinin (Business Roundtable) kurumsal yönetime ilişkin beyanatu – 1997 (Statement on corporate governance, Business Roundtable, 1997).
- Şirket yönetim kurulu üyelerinin ulusal birliği tarafından oluşturulan komisyonun hazırladığı “Denetim Komiteleri’nin etkinliğinin geliştirilmesi” hakkındaki rapor – 1998 (Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Improving the Effectiveness of Audit Committees).
- Kaliforniya kamu çalışanları emeklilik sistemi tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim Piyasa İlkeleri – 1998 (Corporate Governance Market Principles, calPERS, 1998).
- Kamu politikalarının geliştirilmesi amacıyla kurulan üst düzey yöneticiler birliğinin (Business Roundtable) yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri – Mayıs 2002 (Principles of Corporate Governance May 2002).
- New York Menkul Kıymetler Borsası kurumsal hesap verebilirlik ve kote olma standartları komisyonunun yayınladığı kurumsal yönetim kuralları teklifleri -1 Ağustos 2002 (Corporate Governance Rule Proposals 1 August 2002, NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee).
- Kamu Güveni ve Özel Teşebbüsler Komisyonu Tespit ve Önerileri: İkinci Bölüm: Kurumsal Yönetim – 9 Temmuz 2003 (Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance - 9 January 2003).
- Güvenin Yeniden Kazanılması, MCI. Inc.’in Geleceği için Kurumsal Yönetim Hakkındaki Breden Raporu – Ağustos 2003 (Restoring Trust - The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc. August 2003).
- New York Menkul Kıymetler Borsası En Son Kurumsal Yönetim Kuralları – 3 Kasım 2004 (Final NYSE Corporate Governance Rules 3 November 2003).
- Varlık Yöneticisi Profesyonel Davranış Kuralları – Kasım 2004 (Asset Manager Code of Professional Conduct November 2004).”

2.4. İngiltere’de Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

İngiltere’de 1 Aralık 1992 yılında yayınlanan Cadbury raporu ile getirilen tavsiyelerin temelinde şirket davranışlarında gerekli yüksek standartlarının

yakalanması için oluşturulan “En İyi Uygulama Kodu” adlı kısım yer almaktadır. Londra borsasına kayıtlı şirketlerden, borsaya kayıtlarının geçerliliğinin devam etmesi için bu koda uygun olup olmadıklarını belirtmeleri, koda uygun olmadıkları durumlar varsa bu durumlar hakkında açıklama yapmaları istenmiştir (Karayel, 2009: 78).

Cadbury raporu ile 1980’li yıllarda yaşanan şirket hisselerinin ani yükselişi ve değer kaybı problemlerine çözüm üretmek amaçlanmaktadır (Abdioğlu, 2007: 67).

Cadbury raporundan sonra bir diğer önemli rapor Greenbury raporu olmuştur. Bu rapor, yöneticilerin aldığı ödüllerle sağladıkları ücret artışını düzenlemek adına “Yöneticilerin Ödüllendirilmesinde En İyi Uygulama Kodu” adı altında yayımlanmıştır (Karayel, 2009: 79-80).

1996 yılında kurulan Hampel komitesi ile Greenbury ve Cadbury komitelerinin tavsiyeleri incelenerek güncellenmiştir. Bu raporda özellikle şirketlerin farklı yapılarda olabileceği ve tüm şirketleri kapsayan esneklikte ilkelerin oluşturulması gerektiği düşünülmüş ve çalışmalar bu yönde yapılmıştır (Karayel, 2009: 81).

İngiltere’de ilk kurumsal yönetim kanunu 1998’de yürürlüğe girmiştir. Bu kanun, sonraki 4 yıl boyunca diğer kanunlarda yer alan ilgili kurallar ile birleştirilerek 2003 yılında “Birleşik Kurumsal Yönetim Kanunu” çıkartılmıştır. Yapılan düzenleme ile Londra borsasında işlem gören 350 şirket için “Birleşik Kurumsal Yönetim Kanunu” na uyulması zorunlu hale getirilmiştir (Yenigün, 2008: 31).

İngiltere’deki kurumsal yönetim ve gelişim süreci aşağıda özetlenmiştir (Metiner, 2006: 23-24):

- “Finansal Raporlama Konseyi, Londra Menkul Kıymetler Borsası ve Muhasebeciler Meslek Mensupları tarafından yayınlanan Cadbury Raporu – 1 Aralık 1992 (Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance) 1 December 1992).
- İngiliz Sanayi Konfederasyonu tarafından yayınlanan Yönetim Kurulu Üyeleri Ücretleri hakkındaki Greenbury Raporu – 15 Temmuz 1995 (Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration) 15 July 1995).

- Ulusal Emeklilik Fonları Birliği, Londra Menkul Kıymetler Borsası, İngiliz Sanayi Konfederasyonu, Yönetim Kurulu Üyeleri Enstitüsü, Muhasebe Organlarının Danışma Komitesi ve İngiliz Sigortacılar Birliği tarafından yayınlanan Hampel Raporu – Ocak 1998 (Hampel Report (Final) January 1998).
- İç Kontrol: Bütünleşik Kod ile ilgili Yönetim Kurulu için Rehber – Eylül 1999 (Internal Control : Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report) September 1999).
- Kurumsal Yönetim Komitesi tarafından yayınlanan Bütünleşik Kod: İyi Yönetim İlkeleri ve En İyi Uygulama Kodu – Mayıs 2000 (The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice May 2000).
- Kredi ve Yatırım Fonları Birliği tarafından yayınlanan En İyi Uygulama Kodu – Ocak 2001 (Code of Good Practice January 2001).
- Hermes Pensions Management Limited adlı şirket tarafından yayınlanan Hermes İlkeleri – 21 Ekim 2002 (The Hermes Principles 21 October 2002).
- İngiliz Sigortacılar Birliği, Yatırım Fonu Şirketleri Birliği, Ulusal Emeklilik Fonları Birliği ve Yatırım Yönetimi Birliği'nin işbirliği ile yayınlanan, Kurumsal Hissedarlar ve Vekillerinin Sorumlulukları Hakkındaki İlkeler – 21 Ekim 2002 (The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles 21 October 2002).
- Ticaret ve Sanayi Departmanı tarafından yayınlanan Higgs Raporu: İcracı Olmayan Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü ve Etkinliğine İlişkin İnceleme – Ocak 2003 (The Higgs Report: Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors January 2003).
- Finansal Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Denetim Komiteleri – Bütünleşik Rehber – Ocak 2003 (Audit Committees - Combined Code Guidance (the Smith Report) January 2003).
- Finansal Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim Bütünleşik Kodu – 23 Temmuz 2003 (The Combined Code on Corporate Governance 23 July 2003).
- RSM Robson Rhodes ve Londra Menkul Kıymetler Borsası işbirliği ile yayınlanan Kurumsal Yönetim: Pratik Bir Rehber - 24 Ağustos 2004 (Corporate Governance: A Practical Guide 24 August 2004).

- İyi Yönetim: Good Governance: Gönüllü Yardım Kuruluşları için Kurumsal Yönetim Kodu, Haziran 2005 (Governance for the Voluntary and Community Sector June 2005).”

2.5. Fransa’da Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

1995 yılında 1. Vionet Raporu, 1999 yılında 2. Vionet Raporu, 2002 yılında AFEP-AGREF (Association of French Private Sector Companies and Association of Major French Corporations) tarafından yapılan çalışmalar Fransa’da kurumsal yönetimin temelini oluşturmaktadır. Bunun yanında Boutan komitesi, halka açık şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesini destekleyici çalışmalar yapmıştır (Demirbaş ve Uyar (2006)’dan aktaran Karayel, 2009: 86).

2.6 Japonya’da Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

Japonya, menkul kıymetler borsasının güvenilirliğini arttırmak ve yatırımcılara sunulan bilginin yanıltıcı olmasını önlemek için 2006 yılında “Financial Instruments and Exchange Law (Finansal Araçlar ve Borsa Hukuku)” yasasını yürürlüğe koymuştur. SOX, iç kontrol ve kurumsal yönetim uygulamaları Japon şirketlerin özelliklerine göre değerlendirilerek Japonya’ya uygun kanun oluşturulmuştur (Yenigün, 2008: 33).

Japonya’da konu ile ilgili yapılan çalışmalar aşağıda yer almaktadır (Metiner, 2006: 28).

- “Kurumsal Yönetim Hakkında Acil Tavsiyeler – Eylül 1997 (Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance September 1997).
- Kurumsal Yönetim İlkeleri. Bir Japon Bakışı – 30 Ekim 1997 (Corporate Governance Principles: A Japanese view 30 October 1997).
- Emeklilik Fonları Kurumsal Yönetim Araştırma Komitesi’nin Oy Kullanma Haklarının Kullanımına İlişkin Tavsiye Raporu – Haziran 1998 (Report of the Pension Fund Corporate Governance Research Committee, Action Guidelines for Exercising Voting Rights June 1998).
- Gözden Geçirilmiş Kurumsal Yönetim Kuralları – 26 Ekim 2001 (Revised Corporate Governance Principles 26 October 2001).
- Borsaya Kote Şirketler için Kurumsal Yönetim Kuralları – 16 Nisan 2004 (Principles of Corporate Governance for Listed Companies 16 April 2004).”

2.7. Avustralya’da Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

Kurumsal yönetimin küresel çapta önemli olduğunu fark eden ASX, Avustralya’daki kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmek amacıyla Ağustos 2002’de yaptığı liderlikle ASX Kurumsal Yönetim Konseyi’nin toplanmasını sağlamıştır (Karayel, 2009: 86).

2003 yılında aynı konsey tarafından “Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations” adlı çalışma yayınlanarak kurumsal yönetim anlayışına yönelik yapılması gereken 10 öneri sunulmuş, bu öneriler temel kurumsal yönetim ilkeleri olmuştur (Yenigün, 2008: 32). Aşağıda bu ilkelere yer verilmiştir (Demirbaş ve Uyar(2006)’dan aktaran Yenigün, 2008: 32-33):

- “Yönetim kurulu ve yönetim kendi görev ve sorumluluklarının farkında olmalı ve bu görev ile sorumluluklar net bir şekilde tanımlanmalıdır.
- Kurulların yapısı işletmeye katma değer katacak ve görev ile sorumlulukları etkin bir şekilde yapabilmeye imkan sağlayabilecek şekilde oluşturulmalıdır.
- Karar verme sürecinde etik planlar ön planda olmalıdır.
- İşletmenin finansal raporlama sürecinin doğruluğunu ve güvenilirliğini sağlayacak bir yapı bağımsızlık temelinde oluşturulmalıdır.
- İşletme ile ilgili tüm olaylar zamanında kamuya açıklanmalıdır.
- Hissedarların haklarına riayet edilmelidir.
- Yönetim, iç kontrol ve risk gözetim süreçlerinde sağlam ve güvenilir bir sistem kurulmalıdır.
- Yönetim kurulu ve yönetimin etkinliğini arttırmak için çalışmalar dürüstçe izlenmeli ve aktif olarak desteklenmelidir.
- Ödüllendirme sistemi ile yapısının yeterli olduğundan ve tanımlanan kurumsal – kişisel performansı arttıracığından emin olunmalıdır.
- Hissedarları ilgilendiren tüm yasal ve diğer düzenlemeler göz önünde bulundurulmalıdır.”

2.8. Güney Kore’de Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

Güney Kore’de kural olarak tasarruf bankalarında alınan hisselerin bildirilmesi gereklidir. Bu kuralın gittikçe artan seviyede ihlal edildiği görülmüş ve bu nedenle düzenlemeler yapılmıştır. Yapılan düzenlemeler ile birikimlerinin gerçek tutarını belirtmeyen yatırımcıların oy kullanma hakları askıya alınmakta ve bu durumdan haberdar olan banka yöneticilerine yasal yaptırımlar getirilmektedir (Özger, 2009: 12).

2.9. İsveç’te Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

21 Nisan 2004’de “İsveç Kurumsal Yönetim Kodu” önerisi getirilmiştir. Sunulan bu önerinin şirketler için uygulanması zorunlu değildir ancak öneriyeye uymayan şirketlerin sebebini açıklaması istenmiştir. Bu çalışma ile yatırımcıların aktif rol üstlenebilme imkânı elde etmesini sağlamak, hissedar, tepe yönetim ve yönetim kurulu arasında güç dengesi oluşturmak ayrıca hissedarlara eşit davranma ile şeffaflık ilkelerinin hayata geçirilmesini, kalıcı olmasını gerçekleştirmek amaçlanmaktadır (Özger, 2009: 12).

2.10. Danimarka’da Kurumsal Yönetim ve Gelişimi

Finansal üst kurul tarafından içeriden öğrenenler yasağı kapsamında olmayan fiilleri netleştirici kararlar alınmıştır. Ayrıca şeffaflık seviyesini arttıracak tavsiyeler için “uygula ya da açıkla” kuralı getirilmiştir (Topçu, 2006: 45).

Dünyada uygulanmakta olan kurumsal yönetim sistemleri incelendiğinde dört farklı sistemin olduğu görülmektedir. Uygulanmakta olan bu sistemlerin kurumsal yönetim unsurları açısından analiz ederek incelenmiş hali aşağıda Tablo 2.2’de yer almaktadır (Weimer ve Pape, 1999; Yıldırım, 2007).

Tablo 2.2. Kurumsal Yönetim Unsurlarının Sistemlerle İlişkisi

UNSURLAR	ANGLO SAKSON SİSTEMİ	ALMAN SİSTEMİ	LATİN SİSTEMİ	JAPON SİSTEMİ
YÖNELİM	Piyasa yönelimli	Piyasa yönelimli	Ağ yönelimli	Ağ yönelimli
FİRMA KAVRAMI	Aracı firma	Kurumsal firma	Kurumsal firma	Kurumsal firma
YÖNETİM KURULU VE YAPISI	Tekli yönetim kurulu	İkili yönetim kurulu	Opsiyonel (Fransa), genellikle tekli yönetim kurulu	Yönetim kurulu ve vekil yöneticiler kurulu (gerçekte tek fonksiyonlu)
ÖNEMLİ PAYDAŞ GRUPLAR	Hissedarlar	Bankalar (Almanya), çalışanlar	Holdingleler, hükümetler, aileler	Yerel bankalar, diğer finansal kuruluşlar, çalışanlar
MENKUL KIYMET BORSALARININ ÖNEM DERECESESİ	Yüksek	Orta seviyede/yüksek	Orta seviyede	Yüksek
KONTROL MEKANİZMASININ ETKİNLİĞİ	Etkin	Etkin değil	Etkin değil	Etkin değil
SAHİPLİK YOĞUNLUĞU	Düşük	Orta seviyede/yüksek	Yüksek	Düşük/orta seviyede
PERFORMANSA DAYALI ÖDÜLLENDİRME	Yüksek	Düşük	Orta seviyede	Düşük
EKONOMİK İLİŞKİLER SÜRESİ	Kısa vadeli	Uzun vadeli	Uzun vadeli	Uzun vadeli
UYGULAYAN ÜLKELER	ABD, İngiltere, Kanada, Avustralya	Almanya, Hollanda, İsveç, İsviçre, Norveç, Avusturya, Danimarka, , Finlandiya	Fransa, İspanya, İtalya, Belçika	Japonya

Kaynak: Weimer ve Pape, 1999: 154'den çeviren Yıldırım, 2007: 37-38.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ KONUSUNDA YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

Bu bölümde kurumsal yönetim anlayışının firma performansı ile ilişkisi konusunda yapılmış ve literatüre katkı sağlamış olan araştırmalar incelenmiş olup, bu araştırmalardan elde edilen sonuçlara ve değerlendirmelere yer verilmiştir. Yapılan çalışmalar; Amerika'daki firmaların incelendiği çalışmalar, Asya bölgesindeki ülkelerin firmalarının incelendiği çalışmalar, Avrupa ülkelerindeki firmaların incelendiği çalışmalar ve Türkiye'deki firmaların incelendiği çalışmalar olmak üzere incelendikleri bölgelere göre gruplandırılmıştır.

3.1. ABD Firmaları Üzerine Yapılan Çalışmalar

Tosi ve Gomez-Mejia (1994), genel müdürlerin yönetimi ile firma performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. ABD'de gerçekleştirilen bu çalışma ile iki sonuç elde edilmiştir. Bu sonuçlar literatürü destekler nitelikte olup, genel müdürlerin yönetimi ile firma karlılığı arasında ilişki olduğunu ve yönetim ile performans arasındaki ilişkinin profesyonel yöneticilerin yönettiği firmalarda, sermaye sahipleri tarafından yönetilenlere nazaran daha güçlü olduğunu belirtmektedir.

Core, Holthausen ve Larcker (1999) tarafından yapılan araştırmada genel müdürlerin firmalardan elde ettiği fayda ile firma performansı karşılaştırılmıştır. Bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre; yönetim ve sahiplik yapısı değişkenleri incelendiğinde, genel müdürlerin firmaların kurumsal yönetim yapıları etkin olmadığında daha yüksek fayda sağladıkları tespit edilmiştir. Genel müdürlerin kârlılık düzeyi; yönetim kurulu başkanı olduklarında, yönetim kurulu üye sayısı daha fazla olduğunda, yönetim kuruluna dışarıdan katılan yöneticilerin oranı arttığında, dışarıdan katılan yöneticiler genel müdür tarafından atandığında ve dışarıdan atanan yöneticilerin yaş ortalaması arttığında, atanan bu yöneticiler 3 dönemden uzun süredir hizmet ettiklerinde artmaktadır. Sonuç olarak, bu çalışmada firmaların kurumsal yönetim yapıları zayıfladıkça daha büyük temsil problemleri ve

vekâlet problemleri ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Temsil-vekâlet problemleri yüksek olan firmaların ise performanslarının kötü olduğu söylenebilir.

Gompers, Ishii ve Metrick (2003) tarafından ABD’de yapılan çalışmanın, kurumsal yönetimin firma performansı ile ilişkisini ölçen önemli çalışmalardan olup çoğu araştırma için bir referans olarak kullanıldığı görülmüştür. Yapılan bu çalışmada hissedar haklarının firmadan firmaya değişkenlik gösterdiği tespit edilmiştir. 1990’lardaki 1500 adet firmanın hissedar haklarının temsil seviyesini ölçmek için “yönetim endeksi” oluşturulmuştur. Oluşturulan bu endekse göre endeksin en düşük ondalık diliminde yer alan (güçlü hissedar haklarına sahip) firmaların hisseleri satın alınarak, endeksin en yüksek ondalık diliminde yer alan (zayıf hissedar haklarına sahip) firmaların hisseleri satılmıştır. Uygulanan bu yatırım stratejisi ile örneklem döneminde yıllık % 8.5 oranında olağandışı getiri elde edilmiştir. Yapılmış olan bu araştırma ile hissedar hakları güçlü olan firmaların; daha yüksek firma değerine, daha yüksek kâra, daha fazla satış artışına, daha az sermaye harcamalarına ve daha nadir kurumsal ele geçirmelere uğradığı tespit edilmiştir.

Chung, Wright ve Kedia (2003) tarafından ABD için yapılmış olan çalışmada, firmaların kurumsal yönetim yapılarının AR&GE yatırımlarını ve pazar değerlerini nasıl etkilediklerini incelemişlerdir. Kurumsal yönetim derecesi için üç adet değişken kullanılmıştır. Bunlar analistlerin izlenimleri, yönetim yapısı ve kurumsal yatırımcıların sahiplikleri ile ilgili veriler olarak belirtilerek kurumsal yapılar ile değişen kurumsal yatırımların pazar değerleri üzerine bir çalışma yapılmıştır. Bu çalışma ile elde edilen sonuçlar, firmaların sahip olduğu pazar değerleri ve AR&GE yatırımlarının önemli derecede analist gözlemlerine ve yönetim yapısına göre şekillenmekte olduğunu ancak kurumsal hissedarlarla herhangi bir şekilde ilişkili olmadığını göstermektedir.

3.2. Asya Firmaları Üzerine Yapılan Çalışmalar

Xu ve Wang (1999)’ın yapmış oldukları çalışmada Çin’deki halka açık firmaların, sahiplik yapısı ile performansları arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırılmıştır. Çin’de genelde bir halka açık şirket; devlet, kurumlar ve bireyler olmak üzere üç hissedar grubunu bünyesinde bulundurmaktadır. Bu grupların her biri yaklaşık olarak hisselerin %30’una sahiptir. Gözlemler göstermektedir ki karma ve bir araya toplanmış hisse senedi sahipleri, anlamlı bir

biçimde firma performansını etkilemektedir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre öncelikle sahiplik yapısı ve kârlılık arasında pozitif yönde ve anlamlı bir ilişki olduğu söylenebilir. İkinci olarak firma kârlılığı ile tüzel kişilerin sahip olduğu payları arasında pozitif ilişki vardır ve bununla beraber firma kârlılığı ile devlet payları arasında negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Üçüncü olarak; devlet hisselerinin oranı arttıkça çalışanların üretkenliğinin düştüğü görülmüştür. Bu sonuçlar, kurumsal yönetimde büyük kurumsal hissedarların önemi, devlet sahipliliğinin verimsizliği ve aşırı dağılmış sahiplik yapılarındaki potansiyel problemleri tespit etmiştir.

Black (2001) tarafından yirmi bir Rus şirketi incelenerek yapılan çalışmada kurumsal yönetim yaklaşımı ile firma performansı arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmanın örneklemini oluşturan şirketlerin kurumsal yönetimlerini derecelendirmek için bir Rus yatırım bankası tarafından geliştirilen kurumsal yönetim derecelendirme yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca başka bir Rus yatırım bankası tarafından bu firmaların gerçek pazar değerleri hesaplanmıştır. Firmaların gerçek pazar değerleri ile potansiyel pazar değerleri gibi değer oranları ile kurumsal yönetim dereceleri arasındaki ilişkiyi hesaplamak için “Pearson Korelasyonu” kullanılmış ve bu değişkenler arasında güçlü bir ilişki belirlenmiştir. Bu çalışma neticesinde, kurumsal yönetim derecesi en düşük olan firma ile en yüksek olan firma arasında önemli derecede değer farkı olduğu anlaşılmıştır. Bu sonuç, kurumsal yönetim davranışı üzerinde yasal ve kültürel baskıların zayıf olduğu ülkelerde, firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının pazar değerleri üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğu şeklinde yorumlanmıştır.

Lemmon ve Lins (2003) tarafından yapılan ve 8 Doğu Asya ülkesinden (Hong Kong, Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Güney Kore, Tayvan ve Tayland) oluşan 800 adet firmanın incelendiği bu çalışmada, bölgenin finansal kriz içerisinde olduğu zaman değerlendirilmiş olup, firma sahiplik yapısının firma değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Oluşan kriz, firmaların yatırım olanaklarını olumsuz şekilde etkilemiş ve idare kademesindeki hissedarların, azınlıkta olan yatırımcıların mallarına el koymalarını özendirmiş, teşvik etmiştir. Kriz süresince, yöneticileri daha çok kontrol hakkına sahip olan ancak kontrol ve nakit akım sahipliklerini bölmüş olan firmaların hisse kazancının diğer firmaların ortalama hisse kazancından yüzde 10 – yüzde 20 oranında daha düşük olduğu görülmüştür. Elde edilen veriler

sonucunda sahiplik yapısının azınlık hisselerine el konulmasıyla yakından alakalı olduğu anlaşılmıştır.

Bai ve diğ. (2004), yaptıkları çalışma ile çalışmaya dâhil edilen firmaların sahip oldukları kurumsal yönetim mekanizmalarıyla pazar değerleri arasında bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Örneklem olarak Çin'deki seçilen firmaların değerlendirilmesinde 1999 – 2001 yılları arası üç yıllık şirket raporlarından faydalanılmıştır. Kurumsal yönetim değişkenlerinin firmanın pazar değeri üzerindeki etkisi araştırılmaya çalışılmıştır. Analiz sonucunda, kontrol gücü olmayan pay sahipleriyle yabancı yatırımcıların sahip olduğu hisse oranı yüksek olduğunda, firma pazar değerinin olumlu yönde etkilendiği tespit edilmiştir. Ayrıca hisselerin çoğunluğuna sahip bir hissedar olduğunda ve genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olduğunda firma pazar değeri bu durumdan negatif yönde etkilenmektedir.

Boubakri, Cosset ve Guedhami (2004) tarafından yapılmış olan çalışmada ise Asya'da (Bangladeş, Hindistan, Güney Kore, Endonezya, Malezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland) yakın zamanda özelleşmiş olan firmaların özelleştirmeden sonraki performansı incelenmiş ve özel mülkiyet yapılarının zamanla nasıl değiştiği incelenmiştir. İncelemeler; Asya'daki devlete ait firmaların özelleştirilmesinin, kârlılığın, etkinliğin ve üretimin artmasına neden olduğunu göstermiştir. Bununla beraber bu değişikliklerin genellikle diğer gelişmekte olan ülkelere göre daha az önemli olduğu söylenebilir. Yapılan bir diğer tespit, performansı daha fazla geliştirmenin kurumsal yönetim ve ekonomik çevre ile belirli şekilde ilişkisi olduğudur.

Khan, Nemati ve Iftikhar (2011) tarafından yapılmış olan bir başka çalışmada Pakistan ihracatına katkıda bulunan temel unsur olan tütün endüstrisi üzerine bir inceleme yapılmış, kurumsal yönetimin firma performansı üzerine etkisi araştırılmıştır. Bu çalışma; sahiplik yapısı, genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı ve yönetimin bağımsızlığı olmak üzere üç husus üzerine odaklanmıştır. Çalışmada firma performansı, özsermaye kârlılığı ve aktif kârlılığı aracılığıyla ölçülmüştür. Yapılan bu araştırmaya göre kurumsal yönetimin firma performansı üzerinde güçlü ve pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

3.3. Avrupa Firmaları Üzerine Yapılan Çalışmalar

Renneboog (2000) tarafından yapılan çalışma ile Brüksel borsasında faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim yapıları incelenmiştir. Düşük yönetim performansı gösteren şirketlerin disipline edilebilmesi için blok sahiplik yapısı, borçlanma politikası, yönetim kurulu yapısı gibi çeşitli faktörler olduğu belirtilmiştir. Çalışma, 1989 – 1994 yıllarını kapsamaktadır ve sırasıyla 186 – 165 firma incelenmiştir. Yapılan inceleme sonucunda üst düzey yöneticilerin değişme hızı ile hisse senedi getirisi, muhasebe kârı gibi verilerle oluşturulan düşük performans değerleri arasında güçlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Sanayi şirketleri, kötü performans sergileyen diğer şirketlerdeki sahip oldukları paylarını arttırdıkları veya yeni pay edindikleri zaman bu olay kısmi pazar kontrolü sağlayacak bir değişimin gerçekleşeceğinin delili olarak görülmektedir. Ayrıca varılan bir diğer sonuç, ortaklık yapısındaki değişiklikler ile disiplin arasında zayıf ilişki olduğudur. İcra makamında söz sahibi olamayan yöneticilerin disipline etmek için harcadıkları çaba, firmada borçlanma eğiliminin fazla olması ve ödeme gücünün zayıflaması durumunda artmaktadır.

Gugler ve Yurtoğlu (2003), kurumsal yönetim ile kâr payı ödemeleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan bu araştırmadan kâr payı dağıtımının büyük şirket sahipleri ve küçük hisse sahipleri arasındaki anlaşmazlıkların seviyesini açıkladığı sonucu çıkarılmıştır. Almanya’da 1992 – 1998 yılları arasında yapılan ve 736 farklı kâr payı dağıtım açıklamasını içeren bu çalışmada hisse oranı en yüksek olan ortakların dağıtılacak kâr payı oranını azaltmaya çalıştıkları, aynı zamanda ikinci olarak hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran ortakların ise dağıtılacak olan kâr payı oranının artması için çabaladıkları sonucuna ulaşılmıştır. Şirketlerde hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip ikinci bir grubun olması durumunda şirketlerin kurumsal yönetim yapılarında çok önemli değişikliklerin meydana geldiği tespit edilmiştir.

Bohren ve Odegaard (2004) tarafından yapılan ve Oslo menkul kıymetler borsasının incelendiği çalışmada kurumsal yönetimin ekonomik performansı etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. En fazla yönetici sahipliğinin performansla ilişkisi olduğu, dışarıdan sahiplik arttıkça pazar değerinin düştüğü, doğrudan sahipliğin dolaylı sahipliğe göre daha üstün olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca firma

performansında ki düşüşün, yönetim kurulu üye sayısı, borç/özsermaye oranı, kâr payı dağıtımı ve söz sahibi olmayan hissedarların oranı arttığında gerçekleştiği gözlemlenmiştir.

Drobetz, Schillhofer ve Zimmermann (2004), Almanya’da faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim yapıları ile beklenen hisse getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yapılan araştırma sonucunda firma değeri ile firma kurumsal yönetim derecesi arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Kâr payı getirileri, sermaye maliyetinin bir göstergesi olarak kullanıldığında, beklenen hisse getirilerinin firmaya özgü kurumsal yönetim ile negatif ilişkili olduğu yönünde kanıtlar bulmuşlardır. Araştırmada yüksek kurumsal yönetim puanına sahip firmaların hisseleri satın alınarak ve düşük kurumsal yönetim puanına sahip firmaların hisseleri satılarak yatırım stratejisi oluşturulmuştur. Aynı dönem için bu yöntemle yatırım yapmanın %12 civarında anormal bir getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Renders, Gaeremynck ve Sercu (2010), yaptıkları çalışmada Avrupa’da yer alan firmaların kurumsal yönetim dereceleri ile performansları arasında nasıl bir ilişki olduğunu incelemiştir. 1999 – 2003 yılları arasındaki 5 dönemi içeren bu çalışmada panel veri analiz yönteminden faydalanılmıştır. Araştırmada yer alan 14 ülke (Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz, İspanya, İsveç, İngiltere) için bu ülkelerde faaliyet gösteren firmaların ortalama kurumsal yönetim dereceleri hesaplanmış, daha sonra her ülkenin ortalama derecesi OECD ilkeleri göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar, firmaların kurumsal yönetim derecelerinin iyi yönetim ile bağlantılı olduğunu ve firmaların performanslarını geliştirmeleri ile ilişkili olduğunu belirtmektedir. Ayrıca hissedar haklarının yasalarla daha çok koruma altında olduğu ülkelerde şirketlerin daha yüksek kurumsal yönetim derecesine sahip olduğu, bunun yanında bu ülkelerdeki kurumsal yönetim seviyesinin firmaların performanslarını etkileme derecesinin, hissedar hakları daha az koruma altında olan ülkelere göre daha düşük olduğu tespit edilmiştir.

Schauten, Dijk ve Waal (2011) tarafından yapılmış olan çalışmada Avrupa’da faaliyet gösteren büyük firmaların kurumsal yönetim anlayışının niteliği ile elde buldukları aşırı nakit değerler arasındaki ilişki incelenmiştir. İncelenen ülkeler Avusturya, Belçika, İsviçre, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya,

Yunanistan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Portekiz, İspanya, İsveç ve İngiltere'dir. Avrupa'nın en büyük 300 firmasının değerlendirmeye dâhil edildiği analizde, 2000 – 2007 yılları arasındaki dönem dikkate alınmıştır. Hissedar hakları, ele geçirmeleri önleyici tedbirler, açıklamalar ve yönetim gibi kurumsal yönetimin kalitesini belirleyici unsurlar kullanılmıştır. Elde edilen sonuca göre, sadece ele geçirmeyi önleyici tedbirler göz önünde bulundurulduğunda, firmaların kurumsal yönetim anlayışlarının niteliği ile elde bulunan aşırı nakit değer arasında pozitif ilişki vardır. Bunun yanında hissedar hakları ve açıklamalar – yönetim gibi değişkenler ile ölçülen kurumsal yönetim değerinin firmaların elinde bulunan aşırı nakit değer ile ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Ammann, Oesch ve Schmid (2011) tarafından yapılan çalışma ile Avrupa'da yer alan 14 ülke analiz edilmiştir. İncelenen ülkelerde yer alan firmaların kurumsal yönetim değerlerinin, firmaların ürün pazarındaki rekabet seviyesi ile ilişkili olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırmada yer alan firmaların rekabet seviyesine göre firmaların pazar değerleri belirlenmiştir. Elde edilen sonuç, kurumsal yönetimin sadece rekabet olmayan endüstrilerde pazar değerini arttırdığıdır. Rekabetin olmadığı endüstrilerde firmanın iyi yönetilmesi ile daha fazla sermaye harcamaları yapabilme imkânı doğmakta, daha az harcamayla kazanç elde edebilme olanağı oluşmakta ve değişim gerçekleşme ihtimalinin düşmesine neden olmaktadır.

3.4. Türkiye Firmaları Üzerine Yapılan Çalışmalar

Kula (2005), yaptığı çalışma ile Türkiye'de faaliyet gösteren firmaların yönetim yapısı ile yönetimin rolü ve firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Örnekleme çoğu küçük ve halka açılmamış şirketler olmak üzere 386 şirket incelenmiştir. Genel müdür ve yönetim kurulu başkanı farklı kişiler olduğunda firma performansının pozitif yönde etkilendiği görülmüştür. Yönetimin kontrol, hizmet ve kaynak temini yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiye bakıldığında firma performansının sadece kaynak temin etme seviyesi ile pozitif ilişkisinin olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca yönetimin etkinliği, bilgi açıklamaları ve performans değerlendirme nitelikleri ile firma performansı arasında pozitif ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir.

Yıldırım (2007) tarafından yapılmış olan araştırma ile BIST' de işlem gören ve imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların mülkiyet ve yönetim kontrol

yapılarının özellikleri belirlenerek bu yapılar ile firmaların sergilemiş oldukları performans arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırmanın veri seti oluşturulurken 2006 yılında BIST -100 Endeksinde işlem gören, İmalat Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren 44 şirketin 2002 ve 2006 yılları arasındaki yıllık verilerinden faydalanılmıştır. Örneklemdaki şirketler incelendiğinde mülkiyet ve kontrol yapısı değişkenlerinden olan en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, toplam kontrol oranı, genel kurula katılım oranı ve genel kurula hâkimiyet oranı değişkenlerinin muhasebe tabanlı aktif kârlılığı, satışların kârlılığı ve özsermayenin kârlılığı olarak belirlenen finansal performans göstergeleri ile negatif ilişki içerisinde oldukları görülmüş; pazar değeri ve Tobin q değeri ile pozitif ilişki içerisinde oldukları tespit edilmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak addedilen mülkiyet ve kontrol yapısı değişkenlerinden sadece halka açıklık oranı ile aktif kârlılığı, satışların kârlılığı ve özsermayenin kârlılığı gibi finansal performans değişkenlerinin pozitif yönlü ilişki içerisinde oldukları görülürken; piyasa değeri ve Tobin q değeri gibi piyasa tabanlı değişkenlerle negatif yönlü ilişki içerisinde oldukları tespit edilmiştir. Yani bu bağımsız değişkenlerdeki artış aktiflerin kârlılığının, satışların kârlılığının ve özsermayenin kârlılığının azalmasına sebep olurken; piyasa değerinin ve Tobin q değerinin artmasında etkili olmuştur (Yıldırım, 2007: 101 – 197).

Çarıkçı, Kalaycı ve Gök (2009) yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim süreci ile şirket performansı ilişkisinin Türkiye’de izlediği seyir açısından, 31/08/2007 – 06/11/2009 yıllarını kapsayan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ve BIST 100 Endeksinin getiri ve getiri volatilitelerini karşılaştırarak test etmişler ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren firmalar ile BIST 100 endeksinde yer alan firmaların sergiledikleri performansı, endeksler üzerinden karşılaştırmışlardır. Getiri volatiliteleri analiz edilirken ARCH-GARCH modelleri kullanılmış olup, kurumsal yönetim endeksinin BIST 100 endeksine göre daha yüksek volatilitelere sahip olduğu, bu nedenle daha yüksek risk barındırdığı bulgusuna ulaşmışlardır. Salt getiri bazında kurumsal yönetim endeksinin BIST 100 endeksine göre daha büyük negatif getiriye sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Elde edilen bu bulguların ışığında Türkiye’de BIST’e kote firmalar bağlamında, kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile şirket performansı arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Sonuç olarak bu çalışmada kurumsal yönetim endeksinin performansının BIST 100 endeksinden daha

iyi olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca kurumsal yönetim endeksinde volatilitenin BIST 100 endeksine göre daha yüksek olduğu, bu nedenle kurumsal yönetim endeksinin daha yüksek riske sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bulunan tüm bu sonuçlar, Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen şirketlerin performanslarıyla diğer şirketlerin performansları arasında bir farklılık olmadığını göstermektedir.

Karamustafa, Varıcı ve Er (2009) tarafından yapılan çalışma ile ülkemizde hesaplanmakta olan kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlama tarihinden sonra (Ağustos 2008) endekste yer alan firmaların performansları değerlendirilmiş ve firmaların endekse girmeden önceki beş çeyrek dönemi ile endekse girdikten sonraki iki çeyrek dönemi incelenerek faaliyet ve finansal performanslarında anlamlı bir değişiklik olup olmadığı araştırılmıştır. Türkiye’deki sekiz firmanın kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki ve kurumsal yönetim endeksine girdikten sonraki performanslarının karşılaştırılarak analiz edildiği bu çalışmada, aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı performans göstergelerinde anlamlı farklılıklar olduğu, bununla birlikte cari oran, borç oranı, finansal kaldıraç derecesi, net kâr marjı ve faaliyet kâr marjı oranlarında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ersoy, Bayrakdaroğlu, Şamiloğlu (2011) tarafından yapılan çalışma ile BIST -100 endeksinde yer alan 51 firmanın 1998 – 2007 yılları arasındaki 10 yıllık dönemi dikkate alınarak firma kurumsal yönetim yapıları ile firma performansları arasındaki ilişki panel lojistik regresyon modelleri ile incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre CEO’ların aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya başkanı olmadığı durumlarda Tobin q değeri ile ölçülen firma performansının daha yüksek seviyelerde olduğu sonucuna varılmıştır. Yönetici sahipliği ile firma performansı arasında önemli bir ilişki bulunmadığı ancak yabancı sahipliğinin Tobin-q ile ölçülen firma değerini arttırdığı, hisse senedi getirilerini ise azalttığı belirlenmiştir. Denetim komitesine sahip firmaların performanslarında artış olacağıyla ilgili beklentilerin ise gerçekleşmediği görülmüştür.

3.5. Çok Uluslu Çalışmalar

Klapper ve Love (2004) ise gelişmekte olan 14 piyasayı (Brezilya, Şili, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Pakistan, Filipinler, Singapur,

Güney Afrika, Tayvan, Tayland, Türkiye) değerlendirdikleri çalışmalarında, firmaların kurumsallaşma dereceleri arasında büyük farklılık olduğu ve yasal sistemlerin zayıf olduğu ülkelerde firmaların kurumsal yönetim derecesinin daha düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Firmaların kurumsallaşma derecesini etkileyen faktörlerin incelendiği ve kurumsallaşmanın firmaların karşılaştığı asimetrik bilgi büyüklüğü ve sözleşme hatalarıyla ilişkili olduğu kanaatine varılmıştır. Ayrıca daha iyi kurumsal yönetime sahip olmanın daha iyi yönetim performansı ve pazar değeri oluşmasıyla yüksek derecede ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Meydan ve Basım (2007) tarafından yapılan çalışmada kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişki kuramsal açıdan değerlendirilmiştir. Bu çalışma kapsamında söz konusu ilişkinin incelendiği 73 gözlemsel araştırma, yönetim kurulu özellikleri, sahiplik yapısı, yönetim yapısı ve yöneticiler, denetim kurulu, hisse sahibi hakları ve şeffaflık başlıklarına ayrılarak sınıflandırılmıştır. Yapılan değerlendirmelerden elde edilen sonuca göre kurumsal yönetimin genel anlamda uygulandığı, ayrıca şeffaflık ve hisse sahibi hakları ilkelerinin benimsendiği şirketlerin performanslarının görece yüksek olduğu, diğer alt başlıklarda ise genel bir sonuca ulaşamayacağı belirtilmiştir.

Tablo 3.1. Literatür Özeti

Yazar - Yıl	Konusu	Yöntem – Ülke	Sonuç
Tosi ve Gomez-Mejia (1999)	Genel müdürlerin yönetimi ile firma performansı arasındaki ilişkinin araştırılması.	Faktör Analizi -A.B.D.	Genel müdürlerin yönetimi ile firma karlılığı arasında ilişki vardır. Bu ilişkinin, profesyonel yöneticilerin yönettiği firmalarda, sermaye sahipleri tarafından yönetilenlere nazaran daha güçlü olduğu belirtilmektedir.
Core, Holthausen, Larcker (1999)	CEO karlılık düzeyi ve firmaların kalitesi ile kurumsal yönetim arasında ilişki olup olmadığının tespiti	Panel veri analizi Regresyon analizi Duyarlılık analizi -A.B.D. (205 firma)	CEO kârlılık seviyesi ile yönetim kurulu ve sahiplik yapısı özellikleri arasında anlamlı ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.
Gompers, Ishii, Metrick (2003)	Kurumsal yönetim ile hisse fiyatları arasında ilişki olup olmadığı incelenmiştir.	Regresyon analizi -A.B.D.	Hissedar hakları güçlü olan firmaların; daha yüksek firma değerine, daha yüksek kâra, daha fazla satış artışına, daha az sermaye harcamalarına ve daha nadir kurumsal ele geçirmelere uğradığı tespit edilmiştir.

Chung, Wright, Kedia (2003)	Kurumsal yönetim yapılarının AR&GE yatırımlarını ve sermaye pazar değerlerini nasıl etkilediği incelenmiştir.	Regresyon analizi -A.B.D.	Firmaların sahip olduğu sermaye pazar değerleri ve AR&GE yatırımları önemli derecede analist gözlemlerine ve yönetim yapısına göre şekillenmektedir. Firma değeri ile sermaye ve ar&ge yatırımları arasında anlamlı, pozitif bir ilişki vardır.
Xu, Wang (1999)	Çin'deki halka açık firmaların, kurumsal yönetim çerçevesinde sahiplik yapısı ile performansları arasında anlamlı biçimde etkileşim olup olmadığının araştırılması.	Regresyon analizi -Çin	Kârlılık ve sahiplik yapısı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. Firma kârlılığı ile tüzel kişilerin sahip olduğu hisse senetleri arasında pozitif yönlü ilişki olduğu, devletin hisse sahipliği ile kârlılık arasındaki ilişkinin ise negatif yönlü olduğu tespit edilmiştir. Devlet hisselerinin oranı arttıkça çalışanların üretkenliği düşmektedir.
Black (2001)	Firma değeri ile kurumsal yönetim dereceleri arasındaki ilişkinin analizi	Regresyon analizi - Rusya	Firma değeri ile kurumsal yönetim arasında güçlü bir ilişki tespit edilmiştir.
Lemmon, Lins (2003)	Doğu Asya'da finansal kriz süresince faaliyet gösteren 800 firmanın sahiplik yapısının firma değerine etkisi incelenmiştir.	Regresyon analizi Çok değişkenli analiz -Hong Kong, Endonezya, Malezya, Filipinler, Singapur, Güney Kore, Tayvan, Tayland	Elde edilen veriler sonucunda sahiplik yapısının azınlık hisselerine el konulmasıyla yakından alakalı olduğu anlaşılmıştır.
Bai ve diğ. (2004)	Firmaların kurumsal yönetim mekanizmaları ile pazar değerleri arasındaki ilişkinin analizi (1999 – 2001) yapılmıştır.	Korelasyon, Tesadüfî etkiler -Çin	Kontrol gücü olmayan pay sahipleriyle yabancı yatırımcıların sahip olduğu hisse oranı yüksek olduğunda firma pazar değeri artmaktadır. Çoğunluk hisseyi elinde bulunduran hissedar varlığında ve genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olduğunda firma pazar değeri azalmaktadır.

Boubakri, Cosset, Guedhami (2004)	Kurumsal yönetim ile ekonomik çevre arasındaki ilişki incelenmiştir.	Tek değişkenli analiz Çok değişkenli analiz -Bangladeş, Hindistan, Güney Kore, Endonezya, Malezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Tayvan, Tayland	Performansı daha fazla geliştirmenin kurumsal yönetim ve ekonomik çevre ile belirli şekilde ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.
Khan, Nemati, Iftikhar (2011)	Kurumsal yönetimin firma performansı üzerine etkisi incelenmiştir.	Regresyon analizi -Pakistan	Kurumsal yönetimin firma performansı üzerinde güçlü ve pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.
Renneboog (2000)	Brüksel borsasında faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim yapılarının incelenmesi	Regresyon analizi -Belçika	Üst düzey yöneticilerin değişim – devrilme hızları ile hisse senedi getirisi, muhasebe kârı gibi verilerle oluşturulan düşük performans değerleri arasında güçlü bir ilişki vardır. Ortaklık yapısındaki değişiklikler ile disiplin arasında zayıf ilişki vardır.
Gugler ve Yurtoğlu (2003)	Firmalarda kurumsal yönetim ile kâr payı ödemeleri arasındaki ilişkinin incelenmesi	Lintner Modeli -Almanya	En yüksek hisse oranına sahip yatırımcılar dağıtılacak kâr payı oranını azaltmaya çalışırken, en yüksek ikinci hisse oranına sahip yatırımcılar dağıtılacak kâr payı oranını artırma çabası içindedir. Şirketlerde hisselerin çoğunluğuna sahip ikinci bir grup olması durumunda kurumsal yönetim yapılarında çok önemli değişiklikler olmaktadır.
Bohren ve Odegaard (2004)	Kurumsal yönetim – ekonomik performans ilişkisi: Oslo menkul kıymetler borsası	Tek değişkenli analiz Çok değişkenli analiz -Norveç	Kurumsal yönetimin ekonomik performansı etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca firma performansında ki düşüşün, yönetim kurulu üye sayısı, borç/özsermaye oranı, kâr payı dağıtımı ve söz sahibi olmayan hissedarların oranı arttığında gerçekleştiği gözlemlenmiştir.

Drobotz, Schillhofer ve Zimmermann (2004)	Almanya’da faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim yapıları ile beklenen hisse getirileri arasındaki ilişkinin incelenmesi.	Korelasyon analizi -Almanya	Firma değeri ile firma kurumsal yönetim derecesi arasında pozitif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Kâr payı getirileri, sermaye maliyetinin bir göstergesi olarak kullanıldığında, beklenen hisse getirilerinin firmaya özgü kurumsal yönetim ile negatif ilişkili olduğu yönünde kanıtlar bulunmuşlardır.
Renders, Gaeremynck ve Sercu (2010)	Avrupa’da yer alan firmaların kurumsal yönetim dereceleri ile performansları arasındaki ilişkinin incelenmesi.	Panel analizi -Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz, İspanya, İsveç, İngiltere	Firmaların kurumsal yönetim derecelerinin iyi yönetim ile bağlantılı olduğunu ve firmaların performanslarını geliştirmeleri ile ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Hissedar haklarının yasalarla daha çok koruma altında olduğu ülkelerde şirketlerin daha yüksek kurumsal yönetim derecesine sahip olduğu, bunun yanında bu ülkelerdeki kurumsal yönetim seviyesinin firmaların performanslarını etkileme derecesinin, hissedar hakları daha az koruma altında olan ülkelere göre daha düşük olduğu tespit edilmiştir.
Schauten, Dijk ve Waal (2011)	Avrupa’da faaliyet gösteren büyük firmaların kurumsal yönetim anlayışının niteliği ile elde buldukları aşırı nakit değerler arasındaki ilişkinin incelenmesi.	Regresyon analizi -Avusturya, Belçika, İsviçre, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Portekiz, İspanya, İsveç, İngiltere	Sadece ele geçirmeyi önleyici tedbirler göz önünde bulundurulduğunda, firmaların kurumsal yönetim anlayışlarının niteliği ile elde bulunan aşırı nakit değer arasında pozitif ilişki vardır. Hissedar hakları ve açıklamalar – yönetim gibi değişkenler ile ölçülen kurumsal yönetim değerinin firmaların elinde bulunan aşırı nakit değer ile ilişkisi olmadığı tespit edilmiştir.

Ammann, Oesch, Schmid (2011)	Firmaların kurumsal yönetim değerlerinin, firmaların ürün pazarındaki rekabet seviyesi ile ilişkili olup olmadığı araştırılmıştır.	Regresyon analizi (Sabit etkiler) -Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Hollanda, Portekiz, İspanya, İsveç, İngiltere	Kurumsal yönetimin sadece rekabet olmayan endüstrilerde pazar değerini arttırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Rekabetin olmadığı endüstrilerde firmanın iyi yönetilmesi ile daha fazla sermaye harcamaları yapabilmeye imkânı doğmakta, daha az harcamayla kazanç elde edebilme olanağı oluşmakta ve değişim gerçekleşme ihtimalinin düşmesine neden olmaktadır.
Kula (2005)	Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların yönetimlerinin yapısı, rolü ve yönteminin firma performansı üzerindeki etkisini incelemiştir.	Regresyon analizi Faktör analizi -Türkiye	Genel müdür ve yönetim kurulu başkanı farklı kişiler olduğunda firma performansının pozitif yönde etkilendiği görülmüştür. Performans ile kaynak temin etme seviyesi arasında pozitif ilişkinin olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca yönetimin etkinliği, bilgi açıklamaları ve performans değerlendirme nitelikleri ile firma performansı arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir.
Yıldırım (2007)	Kurumsal yönetimin şirketlerin finansal performansı üzerine etkileri incelenmiştir.	Korelasyon analizi Panel analizi -Türkiye	Araştırmada özsermaye karlılığı, aktif kârlılığı, satışların kârlılığı, piyasa değeri ve tobin q değeri olmak üzere beş tane bağımlı değişken vardır. Bu bağımlı değişkenlerin performans ölçüsü olarak kullanıldığı çalışmada kurumsal yönetim ve firma performansı arasında ilişki olduğu belirlenmiştir.
Çarıkçı, Kalaycı, Gök (2009)	İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösteren firmalar ile İMKB 100 endeksinde yer alan firmaların sergilediği performansın, endeksler üzerinden karşılaştırılması.	ARCH-GARCH modelleri -Türkiye	Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen şirketlerin performanslarıyla diğer şirketlerin performansları arasında bir farklılık olmadığını belirtmektedir.

Karamustafa, Varıcı, Er (2009)	Kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmaların performanslarının değerlendirilmesi.	T testi -Türkiye	Kurumsal yönetim endeksine giren firmaların aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı performans göstergelerinde anlamlı farklılıklar olduğu, bununla birlikte diğer performans göstergeleri olarak kullanılan cari oran, borç oranı, finansal kaldıraç derecesi, net kâr marjı ve faaliyet kâr marjı oranlarında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Ersoy, Bayraktaroğlu, Şamiloğlu (2011)	Firmaların kurumsal yönetim yapıları ile firma performansları arasındaki ilişkinin panel lojistik regresyon modelleri ile incelenmiştir.	Panel lojistik regresyon analizi - Türkiye	CEO'ların aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya başkanı olmadığı durumlarda Tobin-q değeri ile ölçülen firma performansının daha yüksek seviyelerde olduğu sonucuna varılmıştır. Yönetici sahipliği ile firma performansı arasında önemli bir ilişki bulunmadığı ancak yabancı sahipliğinin Tobin q değerini arttırdığı, hisse senedi getirilerini ise azalttığı belirlenmiştir.
Klapper, Love (2004)	Firmaların kurumsallaşma derecesini etkileyen faktörler incelenmiştir.	Korelasyon analizi Regresyon analizi -Brezilya, Şili, Hong Kong, Hindistan, Endonezya, Kore, Malezya, Pakistan, Filipinler, Singapur, Güney Afrika, Tayvan, Tayland, Türkiye	Firmaların kurumsallaşma dereceleri firmaların asimetric bilgi büyüklüğü ve sözleşme hatalarıyla ilişkilidir. Ayrıca daha iyi kurumsal yönetime sahip olmak ile daha iyi yönetim performansı ve pazar değeri arasında yüksek derecede ilişki mevcuttur.
Meydan, Basım (2007)	Kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkinin kuramsal açıdan değerlendirilmesi.	Gözlemsel araştırma -Dünyadan 73 farklı çalışma incelenmiştir.	Kurumsal yönetimin genel anlamda uygulandığı, ayrıca şeffaflık ve hisse sahibi hakları ilkelerinin benimsendiği şirketlerin performanslarının görece yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN BIST FİRMALARININ PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN TÜRKİYE UYGULAMASI

Yapılan bu çalışma ile şirket paydaşlarının haklarının korunması ve şirketlerin daha kârlı bir şekilde yönetilmesinde önemli derecede etkili olduğu düşünülen kurumsal yönetimin imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren ve BIST'e kayıtlı olan firmalar açısından değerlendirilmesi, bu firmaların performanslarıyla yönetim anlayışları arasında bir bağlantı olup olmadığının ortaya çıkartılması amaçlanmaktadır.

Bu bölümde ilk olarak araştırmanın amacı ve önemi açıklanmıştır. İkinci başlık altında araştırmada kullanılan veri seti ve değişkenlerden bahsedilmiştir. Üçüncü başlık altında araştırmada kullanılan yöntem, dördüncü başlık altında ise elde edilen modellere, bulgular ve değerlendirme bölümüne yer verilmiştir.

Bu araştırmanın kapsamı daha önce bu konuda yapılmış olan çalışmalardan farklı olarak geniş bir örneklem kütleyle sahiptir ve 2005 - 2011 yılları arasındaki 7 yıllık dönem, 126 adet firma açısından ele alınmıştır.

4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu araştırma, İmalat Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren firmalardan BIST'e kayıtlı olanlarının kârlılıkları ile şirket paydaşlarının koruma altına alınmasında ve şirketlerin daha kârlı bir şekilde yönetilmesinde önemli derecede etkili olduğu düşünülen kurumsal yönetim anlayışını benimsemiş olmaları arasında ilişki olup olmadığının test edilmesi ve değerlendirilmesi amacıyla gerçekleştirilmiştir.

Türkiye'de kurumsal yönetimin firma performansı ile ilişkisi konusunda yapılan çalışmalar bulunmasına rağmen geniş örneklem kitlesine sahip ve son yıllara ilişkin bir çalışma ve değerlendirme mevcut değildir. Yapılan bu tez çalışması ile kurumsal yönetim özelliklerinin firma performansına etkisi konusunda değerlendirmelerde bulunularak konuyu daha fazla aydınlatmak ve literatüre katkı sağlamak amaçlanmaktadır.

4.2. Veri Seti ve Değişkenler

4.2.1. Veri Seti

Bu tezin uygulama kısmında yapılan analizlerin tümünde BIST İmalât Sanayi Sektörü'nde faaliyet gösteren, verileri elde edilebilen ve değerlendirme kapsamına dâhil edilen 126 firmanın 2005 – 2011 yılları arasındaki yıllık veriler test edilmiştir. İncelenen firmaların imalat sanayii sektöründen seçilmesi ile daha sağlıklı sonuçlar elde edileceği düşünülmüştür. Araştırmanın 2005 yılından önceki yılları kapsamamasının sebebi ise önceki yıllara ait sağlıklı verilere ulaşılamamasıdır. İncelenmiş olan 126 firmanın BIST İmalât Sanayi Sektörü içindeki dağılımı Tablo 4.1.'de gösterilmiştir.

Tablo 4.1. Analiz Kapsamında İncelenen Firmaların Alt Sektörleri, Sayıları ve Örneklem İçindeki Oranı

BIST İMALAT SANAYİİ SEKTÖRÜ		
Alt Sektör	Firma Sayısı	Örneklemdeki Payı (%)
1- Gıda, İçki ve Tütün	17	13,49
2-Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	19	15,08
3-Orman Ürünleri ve Mobilya	1	0,79
4-Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın	10	7,94
5-Kimya, Petrol Kauçuk ve Plastik Ürünler	22	17,46
6-Taş ve Toprağa Dayalı	26	20,63
7-Metal Ana Sanayi	10	7,94
8-Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	18	14,29
9-Diğer İmalat Sanayii	3	2,38
TOPLAM	126	100

İncelenmiş olan firmalar hakkında toplanan veriler BIST, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından internet aracılığıyla halka açıklanan mali tablolar kullanılarak elde edilmiştir.

Hisse senedi pazar değeri verileri toplanırken analiz kapsamında ele alınan hisse senetlerinin yıl sonu kapanış fiyatları dikkate alınmış ve kaynak olarak BIST tarafından yayınlanan pay piyasası verileri kullanılmıştır.

Halka açık sermaye tutarları, BIST tarafından yayınlanan şirketler yıllığı verileri ve KAP tarafından yayınlanan bilanço dipnotlarında yer alan bilgiler kullanılarak elde edilmiştir.

En büyük hissedarın sermaye tutarı, en büyük üç hissedarın sermaye tutarı, yönetim kurulu üye sayısı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulunda görevli olup olmadığı ve yönetim kuruluna katılan hissedarların sermaye tutarları ile ilgili bilgiler ise BIST – Şirketler Yıllığı ve KAP – şirket genel bilgi formu kullanılarak elde edilmiştir.

Kurumsal yatırımcıların sahip olduğu hisse senedi sayısına ait veriler ise TSPAKB tarafından yayınlanan yatırımcı profili ile ilgili veriler kullanılarak elde edilmiştir.

4.2.2. Değişkenler

Çalışmanın modelinde firma kârlılıkları değerlendirilirken kârlılık göstergesi olarak kullanılmış olan bağımlı değişkenler; aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin q değerleridir. Bağımlı değişkenleri etkilediği düşünülen bağımsız değişkenler ise; en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, yönetim kurulu sahiplik oranı, firma büyüklüğü ve kaldıraç oranı olarak belirlenmiştir.

Tablo 4.2. Analiz Kapsamında Kullanılan Değişkenler

Bağımlı Değişkenler		
(AK) Aktif kârlılığı	Net kâr / Toplam aktifler	Firma Performans Göstergeleri
(ÖSK) Özsermaye kârlılığı	Net kâr / Toplam özsermaye defter değeri	
(TQ) Tobin q değeri	(Toplam aktifler – Özsermaye defter değeri + Özsermaye pazar değeri) / Toplam aktifler	
Bağımsız Değişkenler		
(EBH) En büyük hissedarın pay oranı	En büyük hissedarın hisse senedi sayısı / Toplam hisse senedi sayısı	Kurumsal Yönetim Göstergeleri
(EB3H) En büyük 3 hissedarın pay oranı	En büyük 3 hissedarın hisse senedi sayısı / Toplam hisse senedi sayısı	
(HAO) Halka açıklık oranı	Halka açık sermaye tutarı / Toplam özsermaye defter değeri	
(YKB) Yönetim kurulu büyüklüğü	Yönetim kurulu üye sayısının logaritması	
(KYS) Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı	Kurumsal yatırımcının hisse senedi sayısı / Dolaşımdaki hisse senedi sayısı	
(GMYK) Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı	Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmaması (kukla değişken)	
(YKSO) Yönetim kurulu üyelerinin sahiplik oranı	Yönetim kuruluna katılan hissedarların sermaye tutarı / Halka açık sermaye tutarı	Kontrol Değişkenleri
(FB) Firma büyüklüğü	Aktif toplamının logaritması	
(KO) Kaldıraç oranı	(Toplam aktifler – özsermaye defter değeri) / Toplam aktifler	

Analizde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler aşağıda açıklanmıştır:

Aktif Kârlılığı (AK), firmaların bir birim aktif üzerinden ne kadar kâr elde ettiğini göstermektedir. Dönem Net Kârı / Toplam Aktifler olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Kârlılığı (ÖSK), firmaların bir birim değerindeki özsermayesi ile ne kadar kâr elde edildiğini göstermektedir. Dönem Net Kârı / Toplam Özsermaye Defter Değeri olarak hesaplanmıştır.

Tobin Q Değeri (TQ), piyasada şirketin olduğundan daha değerli mi gözüktüğü yoksa olması gerekenden daha az değere mi sahip olduğu konusunda fikir vermektedir. Firmaların piyasa değerinin varlıklarının değerine oranını ifade etmektedir ve (Toplam Borç + Özsermaye Pazar Değeri) / Toplam Aktifler olarak hesaplanmıştır.

En Büyük Hissedarın Pay Oranı (EBH), firmanın ana hissedarının toplam hisselerin yüzde kaçına sahip olduğunu tespit edilmesini sağlayan orandır. EBH oranı arttıkça firma kârlılığını ölçmek için kullanılan bağımlı değişkenlerde azalış olacağı tahmin edilmektedir. Bunun sebebi, hisselerin çoğunluğuna sahip kişinin karar verme sürecindeki etkinliği arttıkça, alınacak olan kararlarda firma çıkarından daha çok kişisel çıkarların gerçekleştirilmesi amacının artma olasılığıdır. Ayrıca incelenen çalışmalar da göstermektedir ki (Aktaran: Fettahoğlu ve Okuyan, 2009), yöneticilerin hisse oranında gerçekleşen artış, daha az risk alınması ile sonuçlanmaktadır. EBH, En Büyük Hissedarın Sermaye Tutarı / Halka Açık Sermaye Tutarı olarak hesaplanmaktadır.

En Büyük Üç Hissedarın Pay Oranı (EB3H), firma adına çıkartılmış toplam hissenin ne kadarlık kısmının en büyük hisseye sahip üç kişi tarafından paylaşıldığını açıklayan orandır. Bu oranda gerçekleşecek artışın firma performansında azalışa sebep olacağı ve hissedarların kendi çıkarları doğrultusunda karar alma ihtimalini arttıracak beklenmektedir. EB3H, En Büyük Üç Hissedarın Sermaye Tutarı / Halka Açık Sermaye Tutarı olarak hesaplanmıştır.

Halka Açıklık Oranı (HAO), toplam özsermayenin yüzde kaçının halka açık olduğunu gösteren orandır. Bostancı ve Kılıç (t.y.), tarafından yapılan çalışma dikkate alındığında halka açıklık oranı yüksek olan firmaların hisse senedi fiyatlarının ve başarılı olma ihtimallerinin daha yüksek olduğu görüşü oluşmaktadır.

Bunun yanında aynı çalışmada ulaşılan bir diğer sonuç, halka açıklık oranı artan firmaların hisse fiyat oynaklığının ve hisse senedi riskinin de artış göstermekte olduğudur. Bu nedenle halka açıklık oranı, firma performansını pozitif veya negatif yönde etkileyebilecektir. HAO, Halka Açık Sermaye Tutarı / Toplam Özsermaye Defter Değeri olarak hesaplanmıştır.

Yönetim Kurulu Büyüklüğü (YKB), şirket yönetim kurulunun büyüklüğünü göstermektedir. Yönetim kurulunun daha fazla üyeden oluşması durumunda şirketlerde alınan kararların daha gerçekçi ve şirket yararına olma ihtimalinin daha yüksek olacağı beklenmektedir. YKB, Yönetim Kurulu Üye Sayısının Logaritması alınarak hesaplanmıştır.

Kurumsal Yatırımcının¹ Sahiplik Oranı (KYS), dolaşımdaki hisselerin ne kadarlık kısmının kurumsal yatırımcılar tarafından satın alındığını gösteren orandır. Kurumsal yatırımcılar riskli yatırımlardan kaçınan yatırımcılar olduğundan KYS oranının artması, şirketin risk seviyesini azalttığı veya diğer şirketlerden daha risksiz bir politika izlediği anlamına gelebilir (Aktaran: Fettahoğlu ve Okuyan, 2009). Daha az risk alan şirketlerin performansları artabileceği gibi, fırsatları değerlendiremeyeceklerinden düşüş de gösterebilir. KYS, Kurumsal Yatırımcının Hisse Senedi Sayısı / Şirketin Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı olarak hesaplanmıştır.

Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olup Olmadığı (GMYK), kukla değişken olarak alınmıştır. Yönetim kurulunda genel müdürün etkili olup olmadığı bilgisini vermektedir. GMYK ile firma performansının karşılaştırıldığı çalışmalar (Tosi ve Gomez-Mejia, 1994; Bhagat ve Bolton, 2008; Bai ve diğ., 2004) göz önünde bulundurulduğunda elde edilen sonuçlar bu iki değişken arasında negatif bir ilişki olduğu yönünde olmuştur. Yönetim kurulunda genel müdürün ağırlığı hissedilmediği takdirde alınan kararlar firma performansını arttırıcı etki oluşturmaktadır.

Yönetim Kurulu Üyelerinin Sahiplik Oranı (YKSO) ile firma yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu toplam hisse senedi sayısının halka açık olan hisse senedi sayısı içindeki payı hesaplanmıştır. Fettahoğlu ve Okuyan (2009), yöneticilerin hisse

¹ Davis ve Steil (2001), kurumsal yatırımcıları "Tasarrufları küçük yatırımcılar adına, kolektif biçimde ve belirli bir hedef doğrultusunda yöneten, uzmanlaşmış finansal kurumlar" olarak tanımlamıştır (Kandır, 2009, 5).

oranı artış gösterdiğinde firmalarda borçlanmanın risklerinden kaçınmanın daha fazla olduğunu belirtmişlerdir. Daha az hisse oranına sahip yöneticiler, borç riskini göz ardı ederek daha cesur adımlar atabilirken hisse sahibi yöneticiler daha az risk üstlenme eğilimine gitmektedirler. Bu durum firmaların etkin karar alma yeteneğinin azaldığı anlamı taşımaktadır. Bu sebeple YKSO oranı arttıkça, işletme kârlılığının azalacağı tahmin edilmektedir. Bu oran, Yönetim Kurula Üyelerinin Sermaye Tutarı / Halka Açık Sermaye Tutarı olarak hesaplanmıştır.

Firma Büyüklüğü (FB), firmaların piyasa büyüklüğü hakkında bilgi vermektedir. Piyasa değeri büyük olan firmaların daha az maliyetle borçlanmaya gidebilecek olması, hâlihazırda yatırımcıların güvenini kazanmış olması ve rakip firmalarla baş edebilecek güçte olması nedeniyle FB oranındaki artış, firma performansında da artışı beraberinde getirebilecektir. Firma büyüklüğünün göstergesi olarak genelde toplam aktifler veya satış hacmi alınmaktadır. Ancak bu çalışmada sadece aktif toplamının logaritması alınmıştır.

Kaldıraç Oranı (KO), firmaların kaynak yapısını göstermektedir ve varlıkların hangi kaynaklarla ne oranda karşılandığı hakkında bilgi sahibi olunmasını sağlamaktadır. Borçlanma belirli seviyeye kadar finansal kaldıraç etkisi oluşturabilir. Firmaların baskı altında olmayacağı ve finansal kaldıraç etkisi elde edebileceği borçlanma seviyelerinin firma performansını arttıracığı beklenirken, aşırı borçlanmanın firmaya kaldıramayacağı maliyetler getirmesi ve borç verenlerin yönetim kararlarında söz sahibi olabilme olasılıklarını doğurması ise firma performansını ve kârlılığı azaltıcı etki oluşturacaktır. Dolayısıyla kaldıraç oranının firma performansı üzerinde hem pozitif hem de negatif yönlü etkisi beklenmektedir. Kaldıraç oranı, Toplam Borçlar / Toplam Aktifler olarak hesaplanmıştır.

4.3. Araştırmanın Yöntemi

Panel veriler, aile, ülkeler, şirketler gibi birkaç kesitsel gözlemin zaman periyodu ile ifade edilmesini sağlamaktadır (Baltagi, 2005: 1). Panel veri, tahmin tekniklerinin geliştirilmesi ve teorik sonuçlar açısından çok zengin bir ortam oluşmasını sağlamaktadır (Greene, 2003: 284).

Baltagi (2001), panel veri yönteminin sağladığı yararları aşağıdaki gibi özet olarak belirtmiştir (aktaran Kakilli-Acaravcı, 2004: 95):

- “Panel veri yöntemi firmaların, bölgelerin, ülkelerin v.b. homojen olmayabileceğini de dikkate almakta ve alternatif model önerebilmektedir. Yatay-kesit ve zaman serisi modellerinin aksine panel veri yönteminde yer alan modeller sayesinde hem bireylerin bireysel farklılıklarının hem de değişkenlerin özel etkilerinin gözlenmesi kontrol altındadır.

- Panel veri yöntemi, araştırmacılara daha fazla bilgi içeren veri, değişkenler arasında daha az çoklu doğrusal bağlantı, daha büyük bir serbestlik derecesi ve daha yüksek bir etkinlik sunmaktadır.

- Dinamik uyum üzerine çalışmalar ve panel veri yöntemi ile daha fazla bilgi ve politika önermeleri elde edilebilir. Eğer panel veride zaman boyutu yeterince uzun ise uyum hızlarının ışığı altında sektörler, firmalar, ülkeler v.b. çalışma alanlarına göre zaman içerisindeki göreceli değişimler daha iyi gözlemlenmektedir.

- Panel veri yöntemi ile yatay-kesit ve zaman serilerinden daha karmaşık davranışsal fonksiyonel ilişkilerinin ekonometrik modellemesini yapmak mümkündür.

- Panel veri çalışmalarının genelde bireysel verileri kullanması, verilerin toplulaştırılmasıyla ortaya çıkan bilgi kayıpları ve sapmalarla ilgili sorunlar yaşanmasını engellemektedir.”

Panel veri yönteminin sağladığı bu yararların yanı sıra Johnaston ve Dinardo (1997) tarafından da belirtildiği gibi bir takım kısıtlar da vardır (aktaran Kakilli-Acaravcı, 2004: 96).

- “Panel verilerin zaman boyutunu içermesi, korelasyon sorununa ve dolayısıyla, tahmin edicilerin sapmalı ve tahminlerin tutarsız olmasına yol açabilir.

- Panel verinin yatay-kesit boyutunun çok büyük ve zaman boyutunun ise çok kısa olması, sabit etkiler modelinde etkinliği azaltmaktadır.

- Panel verinin diğer bir kısıtı ise verilerin toplanma, düzenlenme sorunları ile verilerdeki ölçme hatalarıdır.”

4.4. Modeller, Bulgular ve Değerlendirme

Bu bölümde modeller kurulmuş ve E-views 5 ile Stata 12 programı kullanılarak bulgular elde edilmiştir. Daha sonra elde edilen bulguların değerlendirmesine yer verilmiştir.

4.4.1. Modeller

Panel veri analizlerinde sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli olmak üzere iki model bulunmaktadır. Sabit etkiler modelinde, modele dâhil edilmemiş olan ancak bağımlı değişken üzerinde etkisi olan değişkenlere ait ortak etkiler kesitler bazında ayrılır ve bu sayede bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkilerin daha net ortaya çıkması sağlanır (Vergil ve Yıldırım, 2006: 9).

Aşağıda bu iki modelin tanımına yer verilmiştir.

a) Sabit Etkiler Modeli:

$$y_{it} = X_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N \quad \text{ve} \quad t = 1, \dots, T$$

Sabit etkiler modeli, firmaların bireysel etkilerini (α_i) sabit bir terim gibi algılamakta ve modeli bu şekilde oluşturmaktadır. Eğer bireysel ve zaman etkileri ile açıklayıcı değişkenler arasında bir bağlantı söz konusu ise bu model kullanılarak elde edilen sonuçlar daha tutarlı olmaktadır. Birey (N) sayısının çok büyük olması durumunda, her bir birey için (α_i)'lerin hesaplanması serbestlik derecesini azaltan bir sorunu ortaya çıkarmaktadır (Kakilli-Acaravcı, 2004: 97).

b) Tesadüfi Etkiler Modeli:

$$y_{it} = X_{it}\beta + (\alpha_i + u_{it}) + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N \quad \text{ve} \quad t = 1, \dots, T$$

Firmaların bireysel etkileri tesadüfi olduğunda bu model kullanılmaktadır. Eğer bireysel ve zaman etkileri ile açıklayıcı değişkenler arasında bir bağlantı yoksa bu model ile daha tutarlı sonuçlar elde edilmektedir. Örneklem seçimi yaklaşımındaki belirsizlikler sebebiyle firmalara ait etkilerin niteliği Hausman test istatistiği ve F-testi istatistiği kullanılarak incelenmiştir. Hausman testi, tesadüfi etkiler modeli ile sabit etkiler modelinin etkinlik karşılaştırmasında, F-testi ise sabit etkiler modelinin anlamlılığının sınanmasında kullanılmıştır (Kakilli-Acaravcı, 2004: 97-102).

Analizde üç ayrı model yer almaktadır. Bu üç model ve açıklanan değişkenler aşağıda tanımlanmıştır.

Model 1: Aktif Kârlılığı (AK)

Model 2: Özsermaye Kârlılığı (ÖSK)

Model 3: Tobin Q Değeri (TQ)

Hausman testi ve F-testi yapılarak elde edilen test sonuçları Tablo 4.3.'de gösterilmiştir. F-testi istatistiği sonucuna göre sabit etkilerin tüm firmalar için bireysel etkileri topluca anlamlıdır. Hausman test istatistiğine göre Model 1 ve Model 2' deki bireysel etkiler, tesadüfi nitelikte değildir, sabit nitelikte etkiler söz konusudur. Ancak Model 3'de tesadüfi etkiler modeli, sabit etkiler modeline göre daha etkindir. Dolayısıyla, Model 1 ve Model 2 için sabit etkiler modeli, Model 3 için ise tesadüfi etkiler modeli seçilmiştir.

Tablo 4.3. Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Modellerinin Sınanması

MODELLER	HAUSMAN	P-DEĞERİ	F-TESTİ	P-DEĞERİ
MODEL 1	26,1206	0,0020	4,8913	0,0000
MODEL 2	70,0096	0,0000	2,5504	0,0000
MODEL 3	11,9973	0,2135	8,5318	0,0000

Not: Hausman testi sonucunda düşük P-Değeri oluşması, tesadüfi etkiler modelinin sabit etkiler modelinden daha uygun olduğu hipotezinin reddi, F-Testi sonucunda düşük P-Değeri oluşması ise sabit etkiler modelinin tesadüfi etkiler modelinden daha uygun olduğu hipotezinin kabulü anlamı taşımaktadır.

Tablo 4.3.'deki modellere ilişkin tanımlar aşağıda yer almaktadır:

Model 1:

$$AK_{it} = \beta_1(EBH)_{it} + \beta_2(EB3H)_{it} + \beta_3(HAO)_{it} + \beta_4(YKB)_{it} + \beta_5(KYS)_{it} + \beta_6(GMYK)_{it} + \beta_7(YKSO)_{it} + \beta_8(FB)_{it} + \beta_9(KO)_{it} + \dot{\alpha}_i + \epsilon_{it}$$

Model 2:

$$\dot{ÖSK}_{it} = \beta_1(EBH)_{it} + \beta_2(EB3H)_{it} + \beta_3(HAO)_{it} + \beta_4(YKB)_{it} + \beta_5(KYS)_{it} + \beta_6(GMYK)_{it} + \beta_7(YKSO)_{it} + \beta_8(FB)_{it} + \beta_9(KO)_{it} + \dot{\alpha}_i + \epsilon_{it}$$

Model 3:

$$TQ_{it} = \alpha_i + \beta_1(EBH)_{it} + \beta_2(EB3H)_{it} + \beta_3(HAO)_{it} + \beta_4(YKB)_{it} + \beta_5(KYS)_{it} + \beta_6(GMYK)_{it} + \beta_7(YKSO)_{it} + \beta_8(FB)_{it} + \beta_9(KO)_{it} + u_{it} + \epsilon_{it}$$

$i = 1, \dots, N$ firma sayısı ve $t=1, \dots, T$ zaman, α_i = Firmaların bireysel etkileri

u_{it} = Zaman serisi ve yatay kesitten oluşan hata terimi

ϵ_{it} = Yatay kesit veya bireysel etkilerden oluşan hata terimi

Panel veri analizinde kullanılan 126 firmanın tamamına ait 7 yıllık (2005 – 2011) verilerin temel istatistikleri ve korelasyon matrisi Tablo 4.4. ve Tablo 4.5.'de verilmiştir.

Tablo 4.4. Temel İstatistikler

	Firma	Gözlem Sayısı	Ortalama	Ortanca	Standart Sapma	Olasılık
AK	126	882	3,28	3,25	10,01	0,0000
ÖSK	126	882	-0,08	5,86	37,05	0,0000
TQ	126	882	138,77	110,15	120,07	0,0000
EBH	126	882	50,02	50,62	22,81	0,0004
EB3H	126	882	63,12	64,84	20,19	0,0000
HAO	126	882	53,51	33,80	75,81	0,0000
YKB	126	882	1,84	1,95	0,31	0,0010
KYS	126	882	3,98	0,86	7,22	0,0000
GMKY	126	882	0,51	1,00	0,50	0,0000
YKSO	126	882	8,74	0,00	16,91	0,0000
FB	126	882	19,26	19,16	1,44	0,0000
KO	126	882	42,78	40,82	21,91	0,0000

Not: **AK:** Aktif Kârlılığı, **ÖSK:** Özsermaye Kârlılığı, **TQ:** Tobin q değeri, **EBH:** En büyük hissedarın pay oranı, **EB3H:** En büyük üç hissedarın pay oranı, **HAO:** Halka açıklık oranı, **YKB:** Yönetim kurulu büyüklüğü, **KYS:** Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, **GMKY:** Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, **YKSO:** Yönetim kurulu sahiplik oranı, **FB:** Firma büyüklüğü, **KO:** Kaldıraç oranı.

Tablo 4.4.'de analiz kapsamındaki firmaların kârlılıklarına (AK, ÖSK, TQ) ve bu kârlılığı etkilediği düşünülen firma yapısına (EBH, EB3H, HAO, YKB, KYS, GMKY, YKSO, FB, KO) ait değişkenlerin ortalamaları, ortancaları, standart sapmaları ve olasılık değerleri verilmiştir.

Firmaların aktif kârlılıklarının (AK) ortalama % 3,28 olduğu ve ortanca değer olarak bulunan % 3,25'den yüksek olduğu görülmüştür. Bu durum sağa çarpıklığı ifade etmektedir. Özsermaye kârlılığı için oluşan ortalama ise %-0,08 çıkmıştır ve ortanca değer olan % 5,86'dan düşük olduğu için sola çarpıklık durumu olduğu tespit edilmiştir. Diğer değişkenler için de aynı şekilde tespitler yapılabilir.

Tablo 4.5.'de ise kurulan modelde yer alan değişkenler arasındaki korelasyon oranlarına yer verilmiştir. +1 ile -1 arasında değer alan bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının sifira yakınlığı arttıkça modelin güvenilirliği de artacaktır. Kurulan üç model için de değişkenler arasındaki korelasyon değerlerinin istatistiksel açıdan sakıncalı olmadığı sonucuna varılmıştır.

Tablo 4.5. Korelasyon Matrisi

	AK	ÖSK	TQ	EBH	EB3H	HAO	YKB	KYS	GMYK	YKSO	FB	KO
AK	1,00											
ÖSK	0,67	1,00										
TQ	0,17	0,05	1,00									
EBH	0,12	0,05	0,23	1,00								
EB3H	0,18	0,08	0,23	0,79	1,00							
HAO	-0,42	-0,69	-0,03	-0,12	-0,18	1,00						
YKB	0,28	0,18	-0,01	-0,01	0,12	-0,22	1,00					
KYS	0,15	0,10	-0,03	0,00	0,00	-0,15	0,32	1,00				
GMYK	-0,12	-0,01	-0,06	-0,10	-0,07	0,03	0,08	0,08	1,00			
YKSO	-0,07	-0,02	-0,05	-0,39	-0,23	0,07	-0,07	-0,13	0,14	1,00		
FB	0,24	0,17	-0,12	0,15	0,23	-0,28	0,49	0,52	0,07	-0,24	1,00	
KO	-0,48	-0,41	-0,13	0,03	-0,03	0,34	-0,19	0,01	0,13	0,02	0,08	1,00

Not: Rakamlar korelasyon katsayısını göstermektedir. **AK:** Aktif Kârlılığı, **ÖSK:** Özsermaye Kârlılığı, **TQ:** Tobin q değeri, **EBH:** En büyük hissedarın pay oranı, **EB3H:** En büyük üç hissedarın pay oranı, **HAO:** Halka açıklık oranı, **YKB:** Yönetim kurulu büyüklüğü, **KYS:** Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, **GMYK:** Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, **YKSO:** Yönetim kurulu sahiplik oranı, **FB:** Firma büyüklüğü, **KO:** Kaldıraç oranı.

4.4.2 Bulgular

Model 1 ve Model 2 için sabit etkiler modeli, tesadüfi etkiler modeline göre daha etkin olduğundan her iki model de sabit etkiler modeline göre test edilmiş ve yorumlanmıştır. Model 3 için ise tesadüfi etkiler modeli, sabit etkiler modeline göre daha etkin olduğu için tesadüfi etkiler modeline göre test edilmiş ve yorumlanmıştır. Tüm modeller için sabit ve tesadüfi etkiler genel modellerinin analiz sonuçları Tablo 4.6.'da verilmiştir.

Aktif kârlılığı ile halka açıklık oranı (0,10 anlamlılık düzeyinde), kurumsal yatırımcı sahiplik oranı (0,05 anlamlılık düzeyinde), genel müdürün yönetim kurulu üyeliği (0,01 anlamlılık düzeyinde) ve kaldıraç oranı (0,01 anlamlılık düzeyinde), arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki vardır. Ancak yönetim kurulu büyüklüğü (0,01 anlamlılık düzeyinde) ve firma büyüklüğü (0,01 anlamlılık düzeyinde) ile anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 4.6. Sabit Etkiler ve Tesadüfi Etkiler Modelleri Analiz Sonuçları

	AKTİF KÂRLILIĞI			ÖZSERMAYE KÂRLILIĞI			TOBIN Q DEĞERİ		
	Katsayı	T-Değer	P-Değer	Katsayı	T-Değer	P-Değer	Katsayı	Z-Değer	P-Değer
C							414,76	3,98	0,000
EBH	-0,0677	-0,9839	0,3254	0,1842	1,0115	0,3121	0,5786	1,31	0,190
EB3H	0,0179	0,2262	0,8211	-0,646	-1,8183	0,0694*	0,6986	1,41	0,158
HAO	-0,0081	-1,9569	0,0507*	-0,393	-5,599	0,0000***	0,0292	0,55	0,580
YKB	2,7813	2,6987	0,0071***	4,603	1,1385	0,2552	14,840	0,70	0,486
KYS	-0,1017	-2,0873	0,0372**	-0,527	-1,5878	0,1127	0,4265	0,63	0,530
GMYK	-2,4743	-4,0422	0,0001***	-4,553	-1,9869	0,0473**	-11,61	-1,26	0,207
YKSO	-0,0705	-1,456	0,1458	-0,138	-1,5405	0,1239	-0,524	-1,38	0,167
FB	3,0073	2,7017	0,0071***	2,2191	0,7167	0,4737	-18,34	-3,12	0,002***
KO	-0,2419	-3,7077	0,0002***	-0,576	-1,9792	0,0482**	-0,331	-1,24	0,216
AR (1)									
							0,33190164		
Wald X^2									
							31,25		
Durbin-Watson İst									
		2,042678		2,225463					
R ² Değeri									
		0,648983		0,662926		0,0974			
Düzeltilmiş R ²									
		0,586016		0,602460					
F İstatistiği									
		10,30674		10,96367					
Olasılık (F İst.)									
		0,000000		0,000000					
Olasılık (X^2)									
							0,0005		

Not: Tüm modeller otokorelasyon ve değişen varyans problemlerinden arındırılmıştır. Her bir model için tahmin edilen katsayılar, T istatistikleri, Z istatistiği ve P değerleri (Olasılık) verilmiştir. **EBH:** En büyük hissedarın pay oranı, **EB3H:** En büyük üç hissedarın pay oranı, **HAO:** Halka açıklık oranı, **YKB:** Yönetim kurulu büyüklüğü, **KYS:** Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, **GMYK:** Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, **YKSO:** Yönetim kurulu sahiplik oranı, **FB:** Firma büyüklüğü, **KO:** Kaldıraç oranı. ***, **0,01** düzeyinde anlamlılığı, **, 0,05 düzeyinde anlamlılığı; *, 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Aktif kârlılığı ile en büyük hissedarın sermaye tutarı, en büyük 3 hissedarın sermaye tutarı ve yönetim kurulu sahiplik oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

İkinci modelde ise istatistiksel olarak anlamlı bulunan en büyük üç hissedarın pay oranı (0,10 anlamlılık düzeyinde), halka açıklık oranı (0,01 anlamlılık düzeyinde), genel müdürün yönetim kurulu üyeliği (0,05 anlamlılık düzeyinde) ve kaldıraç oranı (0,05 anlamlılık düzeyinde), özsermaye kârlılığını negatif yönde

etkilemektedir. En büyük hissedarın pay oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, yönetim kurulu sahiplik oranı ve firma büyüklüğü ile özsermaye kârlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Üçüncü modelde tobin q değeri analiz edilirken tesadüfi etkiler model tahmini daha anlamlı bulunmuştur. Tobin q değeri ile firma büyüklüğü (0,01 anlamlılık düzeyinde) arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde bir ilişki bulunmuştur. En büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, genel müdürün yönetim kurulu üyeliği, yönetim kurulu sahiplik oranı ve kaldıraç oranı ile tobin q değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

4.4.3. Genel Değerlendirme

Kurumsal yönetimin firma performansı üzerine etkisini, Türkiye’de BIST’de işlem gören İmalat Sanayi’nde faaliyet gösteren firmalar üzerinde test edildiği panel veri analizi sonuçlarının değerlendirilmesi ve teorideki beklentiler ile karşılaştırılması özet olarak Tablo 4.7.’de gösterilmektedir.

Tablo 4.7. Bağımsız Değişkenlerin Bağımlı Değişkenler Üzerindeki Beklenen ve Gerçekleşen Etkileri

DEĞİŞKENLER	BEKLENEN ETKİ	AKTİF KÂRLILIĞI	ÖZSERMAYE KÂRLILIĞI	TOBIN Q DEĞERİ
EBH	-			
EB3H	-		(-) *	
HAO	+, -	(-) *	(-) ***	
YKB	+, -	(+) ***		
KYS	+, -	(-) **		
GMYK	-	(-) ***	(-) **	
YKSO	-			
FB	+	(+) ***		(-) ***
KO	+, -	(-) ***	(-) **	

Not: EBH: En büyük hissedarın pay oranı, EB3H: En büyük üç hissedarın pay oranı, HAO: Halka açıklık oranı, YKB: Yönetim kurulu büyüklüğü, KYS: Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, GMYK: Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, YKSO: Yönetim kurulu sahiplik oranı, FB: Firma büyüklüğü, KO: Kaldıraç oranı. ***, 0,01 düzeyinde anlamlılığı, **, 0,05 düzeyinde anlamlılığı; *, 0,10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. +, açıklanan ve açıklayıcı değişkenler arasındaki pozitif ilişkiyi; -, açıklanan ve açıklayıcı değişkenler arasındaki negatif ilişkiyi göstermektedir. Boş bırakılan kutucuk ise açıklanan ve açıklayıcı değişkenler arasındaki anlamsız ilişkiyi göstermektedir.

Tablo 4.7.'de görüldüğü gibi, panel veri analiz sonuçlarının değerlendirilmesi ve teorik beklentiler ile karşılaştırılması aşağıdaki alt başlıklar altında yapılmıştır:

- 1) Aktif kârlılığını (Model 1) etkileyen faktörlerin analiz sonuçlarının değerlendirilmesi.
- 2) Özsermaye kârlılığını (Model 2) etkileyen faktörlerin analiz sonuçlarının değerlendirilmesi.
- 3) Tobin Q değerini (Model 3) etkileyen faktörlerin analiz sonuçlarının değerlendirilmesi.

Her bir açıklayıcı değişkenin firma performansının göstergesi olarak kabul edilen aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı ve Tobin q değerleri üzerindeki etkileri aşağıda açıklanmıştır.

4.4.3.1. En Büyük Hissedarın Pay Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi:

En büyük hissedarın pay oranı arttıkça hissedarın firma kararlarını etkileme seviyesi de yükselecektir. Karar verme sürecinde belirli bir kişinin daha fazla söz sahibi olması, daha doğru karar alınmasını engelleyebilecektir. Öte yandan firmaların varlıklarının verimli kullanılıp kullanılmadığı konusunda bilgi sahibi olunmasını sağlayan bu değişkenin aktif karlılığı ile pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olması varlıkların verimli kullanıldığını ve hissedarların firmanın değerinin artması için çaba harcadığını gösterebilir. Negatif yönlü bir ilişki var ise varlık kullanımı konusunda başarılı olunamadığı ve firma değerinin gözetilmediği yorumu yapılabilir.

Çalışmanın analiz sonuçlarına göre, en büyük hissedarın pay oranı ile açıklayıcı değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır. Bu bulguya göre, Türkiye'de BIST'e kote olan imalat sanayi firmalarının performansları üzerinde en büyük hissedarın pay oranı etkili değildir. Firmanın hisselerinden çoğunu elinde bulunduran kişilerin firma performansını etkilediklerine dair herhangi bir kanıt bulunamamıştır.

4.4.3.2. En Büyük 3 Hissedarın Pay Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi:

En büyük üç hissedarın pay oranı ile aktif kârlılığı ve tobin q değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı, ancak özsermaye kârlılığı ile anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu sonucu elde edilmiştir. En büyük üç hissedarın pay oranı

yükseldikçe öz sermaye üzerinden elde edilen kârlılık oranı düşmektedir. Elde edilen bu veri göstermektedir ki şirket içerisinde söz hakkı artan hissedarlar, şirketlerin kârlılığının azalmasına sebep olmakta ve kendi çıkarlarını şirket çıkarlarının önünde tutmaktadırlar. Şirketin paydaşlarından olan hissedarlar genellikle şirket değerinden ziyade, kendi elde ettikleri kazançları arttırabilmeyi amaçlamaktadırlar. Yöneticilerin hisse oranı arttığında daha az risk alma eğiliminde oldukları da söylenebilir. Bu çalışmadan elde edilen veriler de hissedarların böyle bir düşünceye sahip olduklarını doğrular niteliktedir.

4.4.3.3. Halka Açıklık Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi:

Halka arz, firmaların ihtiyaç duydukları finansman gelirini borçlanma yerine hisse senedi ihraç ederek elde etmesidir. Özsermaye maliyetleri uygun olduğunda firmalar hisse senedi ihraç ederler.

Halka açık sermaye tutarının, öz sermaye tutarına oranı arttıkça firmaların aktif kârlılıkları ve öz sermaye kârlılıkları azalırken, tobin q değerinde anlamlı bir değişiklik olmamaktadır. Firmalarda hisse oranı artan ancak yönetimde söz hakkı olmayan ortakların hakları iyi bir şekilde korunmamaktadır. Ayrıca bu etkinin bir sebebi olarak, elde edilen kârı firma performansını arttıracak etki oluşturmak yerine ortaklara dağıtan firmaların performanslarında azalış olabileceği bunun yanında daha çok talep görebileceği gerçeği yatmaktadır.

4.4.3.4. Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Firma Performansı Üzerine Etkisi:

Bohren ve Odegaard (2004), yönetim kurulu büyüklüğünün firma performansını azaltıcı etkisi olduğu sonucuna varmışlardır. Ancak yapılan bu çalışma ile bulunan sonuç, yönetim kurulu büyüklüğü daha fazla olan firmaların, aktif kârlılığında artış olduğu yönündedir. Bu veriden yola çıkarak bir firma için yönetim kurulu üye sayısının fazla olması, daha rasyonel kararlar alma olanağı sağlayabilmekte, hata yapma ihtimalini azaltabilmekte ve kaynakların daha etkin bir şekilde kullanımına imkân verebilmektedir. Bunun yanında tobin q değeri ile özsermaye karlılığı ve yönetim kurulu büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

4.4.3.5. Kurumsal Yatırımcı Sahiplik Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi:

Kurumsal yatırımcının sahiplik oranı ile tobin q değeri ve özsermaye karlılığı arasında anlamlı bir ilişki yoktur. Ancak bu oran ile aktif karlılığı arasında negatif yönlü bir ilişki vardır. Bu durum kurumsal yatırımcıların performanslarını arttırma olasılığı yüksek olan firmalara yönelme eğiliminde olmadığını göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar daha risksiz firmalara yönelmektedir.

4.4.3.6. Genel Müdürün Yönetim Kurulu Üyesi Olmasının Firma Performansı Üzerine Etkisi:

Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması tobin q değeri ile anlamlı istatistiksel ilişkiye sahip olmamakla beraber, aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığını azaltmaktadır. Bunun anlamı genel müdürler yönetim kurulunda yer aldığı zaman, yönetim kurulu kararları bu durumdan etkilenmekte ve rasyonel karar almak zorlaşmaktadır. Firmaların sahip olduğu kaynakları daha etkin bir biçimde kullanabilmeleri, yönetim kurullarının genel müdür baskısına maruz kalmaması ile ilişkilidir.

4.4.3.7. Yönetim Kurulu Sahiplik Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi:

Yönetim kurulu sahiplik oranı ile performans göstergeleri arasında herhangi bir ilişki tespit edilememiştir. Yönetim kurulunda yer alan hissedar oranında meydana gelen artış, kârlılığı arttırabilir veya azaltabilir. Bu durum yöneticilerin kişisel özelliklerine göre değişiklik gösterebilir ve bir genelleme yapmak güçtür.

4.4.3.8. Firma Büyüklüğünün Firma Performansı Üzerine Etkisi:

Analiz sonucunda firma büyüklüğü ile aktif kârlılığı arasında pozitif bir ilişki vardır. Daha büyük firmalar, daha fazla aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığına sahiptir. Bunun sebeplerinden biri, firmanın büyüebilmek için karlılığını arttırma becerisi elde etmiş olması gerekliliğidir. Karlılığı yüksek olan firmalar daha kolay bir şekilde fırsatları değerlendirebilmekte ve yabancı kaynak teminine gidildiğinde daha az maliyetle kaynak temini sağlayabilmektedir. Bunun yanında iyi yönetilen büyük firmaların toplam değişken maliyetleri ve birim maliyetleri asgari seviyede

tutulabilecek, ölçek ekonomisinden yararlanma olasılığı artacaktır. Böylece rekabet becerileri de en üst seviyelerde olacağından, firma karlılığında artış sağlayacaktır.

Firma büyüklüğü oranı ile tobin q değeri arasında ise istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki vardır. Bu durum, şirketlerin artan değeri oranında hisse senedi değerinde de artışa ulaşabilmeleri için firma büyüklüğünün yeterli olmadığını göstermektedir.

4.4.3.9. Kaldıraç Oranının Firma Performansı Üzerine Etkisi:

Borç toplamının aktif toplamına oranı olarak ifade edilmekte olan kaldıraç oranı, firma açısından yeni gelir kaynakları elde etme imkânı olarak görülmektedir. Ancak bu oran yükselmeye başladıkça işletmeye finansal kredi verenlerin emniyeti zayıflayacaktır.

Bir işletmenin elde ettiği borcun maliyeti, borcun getirisinden daha az ise o işletme açısından finansal kaldıraç etkisi olduğu söylenebilir. Araştırma örnekleminde yer alan firmalar açısından bakıldığında kaldıraç oranı arttıkça aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı azalmaktadır. Firmaların elde ettiği kredilerin maliyetleri, getirilerinin üzerinde olabilecektir. Dolayısıyla firmalar açısından finansal kaldıraç etkisinden söz edilememektedir. Borçlanmanın artmasıyla finansal sıkıntı maliyetleri ortaya çıkacaktır. Yöneticiler daha az hisseye sahip olduklarından daha riskli kararlar verebilmektedir. Ancak alınan bu risklerin firma değerini azalttığı görülmektedir. Tobin q değeri ile kaldıraç oranı arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki yoktur.

SONUÇ

Küresel ölçekte yaşanan şirket skandallarının ardından kaybolan yatırımcı güvenini yeniden tesis etmek ve bağımsız denetçilerin yaptığı hataların tekrarlanmasını engellemek amacıyla gerçekleştirilen çalışmalar, kurumsal yönetim kavramının doğuşunu ve tartışılmaya başlanmasını beraberinde getirmiştir. Yönetim konusunda işletmelerin daha güçlü bir yapıya sahip olmasını sağlamak için yapılan yenilikler, her ülke için geçerli bir kurumsal yönetim yapısı olmadığını, ülkelerin buldukları durumlara göre kendilerine özel yapılar geliştirmeleri gerektiğini ortaya çıkartmıştır. Bununla beraber tüm dünyada ortak kurumsal yönetim ilkeleri olarak dört ilkedен bahsedilmektedir. Bu ilkeler, sorumluluk, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, hesap verme yükümlülüğü ve adalet/eşitlik kavramlarını geliştirmeye yöneliktir.

İşletme yönetimlerinin daha sağlıklı yapılara kavuşabilmesi için oluşturulan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması, bazı ülkelerde isteğe bağlı, bazılarında ise yasalarla zorunlu hale getirilmiştir. Bu konuda yasa çıkartan ve gelişmelere öncülük eden ülkelerden olan ABD, çıkarttığı Sarbanes-Oxley yasasıyla kurumsal yönetim alanında önemli değişiklikler sağlamıştır.

İşletmelerin sahip oldukları kaynakların korunmasını ve daha başarılı olmasını sağlamak amacıyla ülkemizde de kurumsal yönetim konusunda birçok yenilik yapılmış, ülkemiz yapısına uygun ilkeler oluşturulmuş, kurumsal yönetim endeksi hesaplanmaya başlanmış ve yeni TTK ile yürürlüğe giren yasalar, firma yönetimlerinin kurumsal yapılarını geliştirmesini destekler nitelikte olmuştur.

Yapılan bu çalışmada firmaların kurumsal yönetim yapıları ile performansları arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Firma performansını ölçmek için üç tane bağımlı değişken (aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve tobin q değeri) kullanılmıştır. Ayrıca bu değişkenleri etkilediği düşünülen değişkenlerden yedisi (en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, halka açıklık oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yatırımcının sahiplik oranı, genel müdürün yönetim kurulu üyeliği, yönetim kurulu sahiplik oranı) yönetim yapısıyla ilgili bilgi vermekte ve ikisi (firma büyüklüğü, kaldıraç oranı) kontrol değişkeni olarak kullanılmakta olup toplam dokuz bağımsız değişken kullanılmıştır. Araştırmanın veri kısmında BIST İmalat Sanayi Sektöründe faaliyet gösteren 126 firmanın 2005-2011

yılları arasını kapsayan 7 yıllık dönemleri değerlendirmeye alınarak elde edilen veriler, E-views 5 ve Stata 12 programlarıyla değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Veri setini oluşturan örneklem kitlenin genişliği ve güncelliği, çalışmanın önemini arttırmaktadır.

Yapılan analizler sonucunda genel olarak firmaların performansları ile kurumsal yönetim yapıları arasında ilişki olduğu sonucuna varılmıştır. Elde edilen sonuçlar, genel müdürün yönetim kurulunda görevli olması halinde firma performansının azalacağına öne sürüldüğü çalışmaları (Khan ve diğ. (2011), Kula (2005), Tosi & Gomez Mejia (1994), Bai ve diğ. (2004)) doğrulamaktadır. Ayrıca Yıldırım (2007)'in da belirttiği gibi en büyük üç hissedarın pay oranının firma karlılığını azaltıcı etkisi olduğu görülmüştür. Bohren & Odegaard (2004) tarafından yapılan çalışmada elde edilen sonuca benzer şekilde olarak kaldıraç oranındaki artışın firma performansını azaltıcı etki oluşturduğu tespit edilmiştir. Ayrıca elde edilen veriler ışığında halka açıklık oranındaki artışın, firma performansını azaltıcı etki oluşturduğu söylenebilir.

En büyük hissedarın pay oranındaki artış ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ayrıca Ersoy ve diğ (2011)'nin belirttiği ile benzer olarak yönetim kurulu sahiplik oranının firma performansı ile anlamlı bir ilişkisi olmadığı sonucu elde edilmiştir. Bu bulgulara göre, Türkiye'de BIST'e kote olan imalat sanayi firmalarının performansları üzerinde en büyük hissedarın pay oranı etkili değildir. Firmanın hisselerinden çoğunu elinde bulunduran kişilerin firma performansını etkilediklerine dair herhangi bir kanıt bulunamamıştır.

Firma büyüklüğünün aktif karlılığını artırıcı, Tobin Q değerini ise azaltıcı etkisi olduğu, kurumsal yatırımcının sahiplik oranının (Chung ve diğ. (2003) anlamlı bir ilişki olmadığını iddia etmekte) aktif karlılığını azalttığı ve yönetim kurulu büyüklüğündeki artışın (Bohren ve Odegaard (2004)'ın iddialarının aksine) firma performansını artırıcı yönde etki oluşturduğu sonucu elde edilmiştir.

Elde edilen bulgular yorumlanarak yapılan öneriler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

Firmalar, elde ettikleri kârlılığı arttırmak için genel müdürün yönetim kurulunda yer almadığı bir sistem kurmalıdır.

Firmaların yönetim kurulunda daha fazla üyenin yer alması tavsiye edilmekte, bu durumda alınan kararların daha doğru ve gerçekçi olacağı, firma değerini arttırıcı etki sağlayacağı beklenmektedir.

Firmalar açısından borçlanmanın performansı olumsuz etkileyeceği, aktif büyüklüğündeki artışın ise performansı da arttıracığı beklenmektedir.

Toplam firma borcunun firma aktifleri içindeki oranı daha düşük olan firmalar daha iyi performans sergileyeceğinden, yatırımcıların borç oranı düşük firmalara yönelmeleri faydalı olacaktır.

Yatırımcılar, halka açıklık oranı ve kurumsal yatırımcı sahiplik oranı fazla olan firmalara yatırım yapmaktan kaçınmalı, daha çok diğer firmalara yönelmelidir.

Yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmaların performanslarının daha yüksek oluşu, yatırım yaparken yönetim kurulu üye sayısının da dikkate alınması ve daha fazla yönetim kurulu üyesi olan, firma büyüklüğü yüksek firmaların seçilmesi gerektiğini belirtmektedir.

Çalışmanın bulguları ışığında firmaların; yönetim kuruluna genel müdürü dâhil etmedikleri, borçlanmaya gitmekten kaçındıkları ve yönetim kurulu üye sayısını arttırdıkları takdirde daha iyi performans sergilemeleri beklenmektedir.

KAYNAKÇA

- Abdioğlu, Hasan (2007). *İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü ve İMKB – 100 Örneği*. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Aktan, Coşkun Can (2011). “Kurumsal şirket Yönetimi”. <http://www.sobiadacademy.net/sobem/e-yonetim/kurumsal-yonetim/aktan-kurumsal.pdf> (Erişim Tarihi: 07.10.2011).
- Ammann, Manuel & Oesch, David & Schmid, Markus M. (2011). “Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area”. *European Financial Management*. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-036X.2011.00605.x/pdf> (Erişim Tarihi: 10.04.2013).
- Anand, Sanjay (2008), *Essentials of Corporate Governance*, USA: John Wiley&Sons.
- Arkun, Fırat (2011). “Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim alanında Getirdikleri”. *Kurumsal Yönetim Dergisi*, 12, Yaz, s.34.
- Bai, Chong-En & Liu, Qiao & Lu, Joe & Song, Frank M. & Zhang, Junxi (2004). “Corporate Governance and Market Valuation in China”. *Journal of Comparative Economics*, 32, 599-616. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0147596704000538> (Erişim Tarihi: 14.07.2011).
- Baltagi, Badi H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3. Edition). England: John Wiley & Sons.
- Bhagat, Sanjai & Bolton, Brian (2008). “Corporate Governance and Firm Performance”. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119908000242#> (Erişim Tarihi: 13.06.2012).
- Black, Bernard (2001). “The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms”. *Emerging Markets Review*, 2, 89-108. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014101000127> (Erişim Tarihi: 25.06.2011).

- Bohren, Oyvind & Odegaard, Bernt Arne (2004). "Governance and Performance Revisited". *ECGI – Finance Working Paper* No: 28/2003. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423461 (Erişim Tarihi: 03.04.2013).
- Borsa İstanbul (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) Web Sitesi (2012), <http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx>, (Erişim Tarihi: 19.01.2012).
- Bostancı, Faruk & Kılıç, Saim (t.y.) "Şirketlerde Halka Açıklık Oranının Piyasa Performansına Etkisi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine Ampirik Bir Çalışma". *İMKB Dergisi*, Cilt:12, Sayı:45, 1-28. http://borsaistanbul.com/datum/imkbdergi/İMKB_Dergisi_Turkce45.pdf (Erişim Tarihi: 27.04.2013).
- Boubakri, Narjess & Cosset, Jean-Claude & Guedhami, Omrane (2004). "Privatization, Corporate Governance and Economic Environment: Firm Level Evidence from Asia". *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, 65-90. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X03000167> (Erişim Tarihi: 29.08.2012).
- Burca, Nazif (2011). "Yeni TTK ve İç Denetim". *Kurumsal Yönetim Dergisi*, 12, Yaz, s.33.
- Chung, Kee H. & Wright, Peter & Kedia, Ben (2003). "Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R&D Investments". *Review of Financial Economics*, 12, 161-172. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1058330002000630> (Erişim Tarihi: 19.01.2011).
- Core, John E. & Holthausen, Robert W. & Larcker, David F. (1999). "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance". *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X98000580> (Erişim Tarihi: 05.10.2011).
- Çarıkçı, İlker H. & Kalaycı, Şeref & Gök, İbrahim Yaşar (2009). "Kurumsal Yönetim – Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma". *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1/1, 51-72. http://alanyadergi.akdeniz.edu.tr/_dinamik/164/13.pdf (Erişim Tarihi: 03.04.2012).

- Dağlı, Hüseyin & Ayaydın, Hasan & Eyüboğlu, Kemal (Ekim-2010). “Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 18-31. <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/104/2.pdf> (Erişim Tarihi: 03.04.2012).
- Davis, E. Philip & Steil, Benn (2001). *Institutional Investors*. First Edition, USA: MIT Press.
- Drobetz, Wolfgang & Schillhofer, Andreas & Zimmermann, Heinz (2004). “Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany”. *European Financial Management*, Vol. 10, No.2, 267-293. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x/abstract> (Erişim Tarihi: 24.04.2013).
- Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>, (Erişim Tarihi: 07.07.2011).
- Erdoğan, Nurten & Çubukçu, Sezen (2010) “Tutuculuğun Kurumsal Yönetim Anlayışı Üzerindeki Etkileri”. *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, 32, Ekim, s.53-66.
- Erdönmez, Pelin Ataman (2003). “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”. *Bankacılar Dergisi*, 47, 38-55 <http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/47.pdf> (Erişim Tarihi: 28.12.2011).
- Ersoy, Ersan & Bayrakdaroğlu, Ali ve Şamiloğlu Famil (2011). “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi”. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, cilt 48, sayı 554, sayfa 71. http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/makaleler/554/Sayi_554_Makale_05.pdf (Erişim Tarihi: 24.04.2013).
- Fettahoğlu, Abdurrahman & Okuyan, H.Aydın (2009). “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”. *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresinde Sunulan Tebliğ*. <http://>

econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Fettahoglu_Okuyan_econanadolu2009.pdf

(Erişim Tarihi: 27.04.1013).

Gompers, Paul & Ishii, Joy & Metrick, Andrew (2003). “Corporate Governance and Equity Prices”. *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-156. <http://qje.oxfordjournals.org/content/118/1/107.short> (Erişim Tarihi: 08.11.2012).

Göçen, Ceren Ayça (2010). “Kurumsal Yönetim, İç Kontrol ve Bağımsız Denetim: Parmalat Vakası”. *Mali Çözüm Dergisi*, 97, 107-129. <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/97malicozum/4%20ceren%20ayca%20gocen.pdf> (Erişim Tarihi: 29.08.2012).

Greene, William H. (2003). *Econometric Analysis* (5. Edition). New Jersey: Prentice Hall.

Gugler, Klaus & Yurtoğlu, B. Burçin (2003). “Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany”. *European Economic Review*, 47, 731-758. http://homepage.univie.ac.at/Dennis.Mueller/eer_gy.pdf (Erişim Tarihi: 24.04.2013).

Gurría, Angel (2006). “Corporate Governance in Turkey”. <https://www.oecd.org/turkey/corporategovernanceinturkey.htm> (Erişim Tarihi: 02.06.2011).

Gürbüz, A. Osman & Ergincan, Yakup (2004). *Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*. İstanbul: Literatür Yayınları.

Kakilli Acaravcı, Songül (2004). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler: Türkiye’de Bir Uygulama*. Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Adana.

Kamuyu Aydınlatma Platformu Web Sitesi (2012), <http://kap.gov.tr/yay/Sirket/sirketListe.aspx>, (Erişim Tarihi: 02.06.2012), <http://kap.gov.tr/yay/Sorgu/SorguBildirim.aspx>, (Erişim Tarihi: 07.07.2012).

Kandır, Serkan Yılmaz (2009). *Kurumsal Yatırımcılar Teori ve Uygulama*. Ankara: Detay Yayınları.

- Karamustafa, Osman & Varıcı, İdris & Er, Bünyamin (2009). “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, 100-119. <http://kosbed.kocaeli.edu.tr/sayi17/karamustafa.pdf> (Erişim Tarihi: 07.07.2012).
- Karayel, Eda (2009). *Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi, İstanbul.
- Kebeci, Türkan (2011). *Aile Şirketlerinde Yönetim Anlayışı ve Kurumsallaşma*. İstanbul: İkinci Adam Yayınları
- Khan, Khurram & Nemati, Ali Raza & Iftikhar, Moazzam (2011). “Impact of Corporate Governance on Firm Performance Evidence from the Tobacco Industry of Pakistan”. *International Research Journal of Finance and Economics*, 61, 7-14. http://www.eurojournals.com/IRJFE_61_01.pdf (Erişim Tarihi: 15.05.2012).
- Klapper, Leora F. & Love, Inessa (2004). “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119903000464> (Erişim Tarihi: 11.11.2012).
- Kula, Veysel (2005). “The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol:13, 265-276. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8683.2005.00421.x/abstract> (Erişim tarihi: 20.04.2013).
- Lemmon, Michael L. & Lins, Karl V. (2003). “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis”. *The Journal of Finance*, Vol:58, No:4, 1445-1468. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00573/abstract> (Erişim Tarihi: 24.04.2013).
- Metiner, Bülent (2006). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulu Yapılanması*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara, İstanbul.

- Meydan, Cem Harun & Basım, H. Nejat (2007). “Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: Kuramsal Bir Analiz”. *Savunma Bilimleri Dergisi*, Kasım, 6(2), 48-67.
- Özger, Esra (2009). *Kurumsal Yönetim ve İmalat Sektöründe Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Pamukçu, Fatma (Nisan-2011). “Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 133-148. <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/485/7.pdf> (Erişim Tarihi: 19.01.2012).
- Renders, Annelies & Gaeremynck, Ann & Sercu, Piet (2010). “Corporate Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study”. *Corporate Governance: An International Review*, Vol:18, 87-106. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8683.2010.00791.x/pdf> (Erişim Tarihi: 17.04.2013).
- Renneboog, Luc (2000). “Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange”. *Journal of Banking and Finance*, 24, 1959-1995. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426699001284> (Erişim Tarihi: 24.04.2013).
- Schauten, Marc B.J. & Dijk, Dick van & Waal, Jan-Paul van der (2011). “Corporate Governance and the Value of Excess Cash Holdings of Large European Firms”. *European Financial Management*, <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-036X.2011.00615.x/pdf> (Erişim Tarihi: 20.04.2013).
- Sebilcioğlu, Fikret (2011). “Yeni TTK – Finansal Raporlama ve Denetim Uygulamaları Üzerindeki Etkileri”. *Kurumsal Yönetim Dergisi*, 12, Yaz, s.27.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2005). *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=10&pid=0&submenuheader=-1>, (Erişim Tarihi: 03.07.2011).
- Tekinalp, Ünal (2011). “Yeni TTK neler getiriyor?”. *Kurumsal Yönetim Dergisi*, 12, Yaz, s.33.

- Topçu, Nihayet (2006). *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsaya Kote (İMKB 100) Şirketler Üzerinde Bir Uygulama*. Yüksek Lisans Tezi, Mimar Sinan Güzel Sanatlar Üniversitesi, İstanbul.
- Toraman, Cengiz & Abdioğlu, Hasan (2008). “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Ekim, Sayı:40, 96-109. <http://journal.mufad.org/index.php/tr/arşiv/913-sayi-40-ekim-2008> (Erişim Tarihi: 02.06.2012).
- Tosi, Henry L. Jr. & Gomez-Mejia, Luis R. (1994). “CEO Compensation Monitoring and Firm Performance”. *Academy of Management Journal*, Vol.37, No.4, 1002-1016. <http://amj.aom.org/content/37/4/1002.short> (Erişim Tarihi: 24.04.2013).
- Türk Dil Kurumu Web Sitesi (2013), <http://tdkterim.gov.tr/bts/>, (Erişim Tarihi: 03.04.2013).
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Web Sitesi (2012), <http://www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=133>, (Erişim Tarihi: 29.08.2012).
- Vergil, Hasan & Yıldırım, Ertuğrul (2006). “AB – Türkiye Gümrük Birliğinin Türkiye’nin Rekabet Gücü Üzerindeki Etkileri”. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı 26. <http://iibf.erciyes.edu.tr/dergi/sayi26/hvergil.pdf> (Erişim Tarihi: 24.04.2013).
- Yenigün, Türkan (2008). *Kurumsal Yönetim ve İşletme İçi Denetim*. Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Yıldırım, Murat (2007). *Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri*. Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir.
- Yılmaz, Muharrem (2011). *Kurumsal Yönetim Dergisi*, 12, Yaz, s.3.
- Yürekli, Emin (Nisan-2010). “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Şirket Şeffaflığı ve Mali Tablolar Konusunda Getirdiği Yenilikler”. *Muhasebe ve Finansman*

Dergisi, 247-255. <http://journal.mufad.org.tr/attachments/article/137/20.pdf>
(Erişim Tarihi: 08.10.2012).

Weimer, Jeroen & Pape, Joost C. (1999). "A Taxonomy of Systems of Corporate Governance". *Corporate Governance*, Vol:7, Number:2, 152-166. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-8683.00143/pdf> (Erişim Tarihi: 04.03.2013).

Xu, Xiaonian & Wang, Yan (1999). "Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies". *China Economic Review*, 10, 75-98. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1043951X99000061>
(Erişim Tarihi: 10.09.2011).