

**T.C.  
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ  
İŞLETME PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ;  
BİST ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**MERVE AKTAŞ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DANIŞMAN**

**Yrd.Doç.Dr. M. Gürol Durak**

**İzmir, Eylül, 2014**



**T.C.  
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ  
İŞLETME PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ;  
BİST ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

**MERVE AKTAŞ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**DANIŞMAN**

**Yrd. Doç. Dr. M. Gürol Durak**

**İzmir, Eylül, 2014**

**T.C**  
**YAŞAR ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**  
**YÜKSEK LİSANS TEZ SINAV TUTANAĞI**

**Öğrencinin**

**Adı ve Soyadı** : MERVE AKTAŞ  
**Anabilim Dalı** : İşletme  
**Programı** : Yüksek Lisans  
**Tez Konusu** : Kurumsal Yönetimin İşletme Performansına  
**Etkileri**  
**Sınav Saati ve Tarihi** : 5 Eylül 2014 Saat:10.00

Yukarıda kimlik bilgileri belirtilen öğrenci Enstitü Yönetim Kurulu'nun ..... tarih ve ..... sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Yönetmeliğinin 23/ 37. Maddesi gereğince yüksek lisans tez sınavına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini .....dakikalık süre içinde savunmasından sonra jüri üyelerince gerek tez konusu gerekse tezin dayanağı olan Anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI	<input type="radio"/>	OY BİRLİĞİ ile	<input type="radio"/>
DÜZELTME	<input type="radio"/>	OY ÇOKLUĞU	<input type="radio"/>
RED edilmesine	<input type="radio"/>	ile karar verilmiştir.	

Jüri teşkil edilmediği için sınav yapılamamıştır	<input type="radio"/>
Öğrenci sınava gelmemiştir	<input type="radio"/>

Evet	
Tez burs, ödül veya teşvik programlarına (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.	<input type="radio"/>
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.	<input type="radio"/>
Tez gözden geçirildikten sonra basılabilir.	<input type="radio"/>
Tezin basımı gerekliliği yoktur.	<input type="radio"/>

**JÜRİ ÜYELERİ**

**İMZA**

Yrd.Doç.Dr.M.Gürol Durak  Başarılı  Düzeltme  Red  
.....

Yrd.Doç.Dr.F.Dilvin Taşkın  Başarılı  Düzeltme  Red  
.....

DoçDr.Umut Halaç  Başarılı  Düzeltme  Red  
.....

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkileri : Bist Şirketleri Üzerine Uygulama adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

05/09/2014

Adı Soyadı  
Merve AKTAŞ  
İmza

**ÖZET**  
**Yüksek Lisans**

**Kurumsal Yönetimin İşletme Performansına Etkileri**  
**Merve AKTAŞ**

**Yaşar Üniversitesi**

**Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**İşletme Yüksek Lisans Programı**

Günümüzde şirketlerin büyümelerini sürdürmelerinin tek yolu kârlılık merkezli bir finansal performansa sahip olmaktan çıkmış, finansal performans kavramı ve ölçümü zamanla yönetsel bir araç haline gelmiştir. Bu bağlamda, işletmelerin finansal araçları bir yönetim aracı olarak kullanmaları, kurumsal yönetim uygulamalarına entegre olmaları açısından önemli bir adım olarak nitelendirilmektedir. Özellikle, işletmelerin sadece kârlılık çerçevesinde yönetilmemesi ve performansın sadece düşük maliyetle ürünün en fazla ya da hizmetin üretilmesi olarak tanımlanmaması sonucu, paydaşların memnuniyetini ve ürünün ya da hizmetin kalitesini de içeren yeni bir çerçeve gündeme gelmiştir. Bunda kurumsal yönetim uygulamalarına geçişi zorunlu kılan mevzuatın da payı bulunmaktadır. Ülkemizde BİST, BDDK, SPK gibi kurum ve kuruluşların işletmelere kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik olarak getirdiği tavsiye ve zorunluluklar işletmelerin performansları üzerinde olumlu etki yaratmaktadır. Çalışmada hisseleri BİST’de işlem gören şirketler üzerinden bir uygulama gerçekleştirilerek, kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performansı üzerindeki etkisi analiz edilmektedir.

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim uygulamalarının BİST’de işlem gören üretim firmalarının performans göstergesi olan toplam faktör verimliliği, etkinlik, saf etkinlik, teknik etkinlik ve ölçek etkinliğine etkisini incelemektir. 2005-2011 yılları arasında inceleyen çalışmada önce VZA ile etkinlik ve verimlilik değerleri hesaplanmış, ardından yönetim kurulu bağımsızlığı, firma tecrübesi ve sahiplik yapısı bu değerlerin açıklayıcısı olarak sınırlı regresyon analizleri yapılmıştır. Sonuçlara göre sadece

firmanın yaşının performansa olumlu etki ettiği, yönetici ikiliği, halka açıklık oranı, yabancı ortak oranı gibi değişkenlerin performansa negatif yönde etki ettiği sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal yönetim, performans, verimlilik

## **Master Thesis**

### **Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansına Etkileri:**

#### **BİST Şirketleri Üzerine Uygulama**

**Merve AKTAŞ**

Yaşar University  
Institute of Social Sciences  
Master of Business Administration

Today, the; only way to have a sustainable growth is not to accurately perform a profit based financial performance any more; managerial instruments took place instead of financial performance In this context, the use of financial instruments as managerial, instruments is considered as an important step in integrating themselves to corporate governance applications. In particular, within the framework of the profitability and performance of business simply just produce a product or service at optimum cost, should not be described as a result, stakeholders, shareholders, employee satisfaction and the quality of the product or service, a new framework included in the agenda. The passage of legislation mandating corporate governance practices in this particular role. In Turkey, the organizations and institutions like BIST (Borsa Istanbul), BDDK, SPK's corporate governance practices are brought to business, such as advice and requirements for the business in this sense produces a positive effect on performance. The study of the companies listed on the BIST (Borsa Istanbul) application is carried out and the impact of corporate governance practices are analyzed on the performance of companies.

The aim of this paper is to analyze the affect of corporate governance practices on the performance indicators which are proxied by total factor productivity, efficiency, pure efficiency, technical efficiency and scale efficiency of the manufacturing firms that are traded on Borsa Istanbul. The paper focuses on the period between 2005 and 2011 and firstly calculates the efficiency and productivity scores of the firms and later runs board independence, firm experience and ownership status as the determinants of these



scores in a censored regression. The results show that, only the age of the firm has a positive impact on the performance of firms, whereas CEO duality, free float rate, foreign ownership ratio has a negative affect on the performance.

**Key Words:** Corporate governance, performance, efficiency.

# İÇİNDEKİLER

## Sayfa No:

1. BİRİNCİ BÖLÜM: GİRİŞ.....	1
2. İKİNCİ BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİMİN ANALİZİ .....	4
2.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı .....	4
2.2. Kurumsal Yönetimin Gelişimi.....	10
2.2.1. Kurumsal Yönetimin Teorik Gelişimi .....	10
2.2.3. Kurumsal Yönetimin Tarihçesi.....	18
2.3. Kurumsal Yönetim Anlayışının İlkeleri .....	20
2.3.1. Pay Sahiplerine İlişkin İlkeler .....	20
2.3.1.1. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı .....	21
2.3.1.2. Genel Kurula Katılma Hakkı .....	22
2.3.1.3. Oy Hakkı.....	24
2.3.1.4. Azınlık Hakları .....	24
2.3.1.5. Kâr Payı Hakkı.....	24
2.3.1.6. Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi .....	24
2.3.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflığa İlişkin İlkeler .....	25
2.3.2.1. Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları .....	25
2.3.2.2. Kamunun Aydınlatılmasında Finansal Tablolar ve Raporların Rolü .....	26
2.3.2.3. Bağımsız Denetimin İşlevi.....	26
2.3.3. Menfaat Sahiplerine İlişkin İlkeler .....	27
2.3.3.1. Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası .....	27
2.3.3.2. İşletme Malvarlığının Korunması .....	27
2.3.3.3. İşletmenin İnsan Kaynakları Politikası .....	28
2.3.3.4. Müşterilerle ve Tedarikçilerle İlişkiler .....	28
2.3.3.5. Etik Kurallar .....	28
2.3.3.6. Sosyal Sorumluluk.....	29
2.3.4. Yönetim Kuruluna İlişkin İlkeler.....	29
2.3.4.1. Yönetim Kurulunun Temel Fonksiyonları.....	29
2.3.4.2. Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları ile Görev ve Sorumlulukları.....	30
3. ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM.....	32
3.1. Kurumsal Yönetim ve Ülke Örnekleri.....	32
3.1.1. Anglo Sakson Ülkelerde Kurumsal Yönetim .....	32

3.1.1.1. ABD’de Yapılan Çalışmalar .....	32
3.1.1.2. İngiltere’de Yapılan Çalışmalar .....	34
3.1.2.2. Fransa’da Yapılan Çalışmalar .....	36
3.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim .....	37
3.2.1. Kurumsal Yönetim ve Türkiye’deki Gelişimi .....	37
3.2.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Konusunda Yapılan Düzenlemeler.....	39
3.2.2.1. SPK’nın Getirdiği Düzenlemeler .....	39
3.2.2.3. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi .....	43
4. DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: FİNANSAL PERFORMANS VE VERİMLİLİK .....	47
4.1. Finansal Performansın Tanımı .....	47
2.3.3. Etkinlik .....	48
4.1.2. Verimlilik .....	50
4.2.1. Finansal Oranlar .....	53
4.2.2. Net Bugünkü Değer .....	54
4.2.3. İç Getiri Oranı .....	55
4.3.3. Ekonomik Katma Değer (EVA) .....	57
4.3.4. Piyasa Katma Değeri (MVA) .....	59
4.3.4. Nakit Katma Değer (CVA) .....	60
5. BÖLÜM: BİST ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA .....	60
6. BÖLÜM: SONUÇ .....	77
KAYNAKLAR .....	87

## KISALTMALAR LİSTESİ

A.B.D	:	Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	:	Araştırma Geliştirme
A.Ş.	:	Anonim Şirket
BCC	:	Banker- Charnes- Cooper
BCG	:	Boston Danışmanlık Şirketi
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	:	Borsa İstanbul
CAPM	:	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli
CCR	:	Sabit Dönüştürme Skalası
CEO	:	Genel Müdür
CVA	:	Nakit Katma Değer
EVA	:	Ekonomik Katma Değer
GCGF	:	Global Kurumsal Yönetim Forumu
ICGN	:	Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı
ISS	:	Güvenlik Çalışmaları Enstitüsü
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KVB	:	Karar Verme Birimleri
KY	:	Kurumsal Yönetim
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu

MVA	:	Piyasa Katma Değeri
NASDAQ	:	Ulusal Menkul Değer Alım Satım Hizmeti
NBD	:	Net Bugünkü Değer
NYSE	:	New York Menkul Kıymetler Borsası
OCF	:	Esas Faaliyetlerden Sağlanan Nakit Akışı
OCFD	:	Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akışı
OECD	:	Ekonomi İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
RI	:	Artık Kar
ROI	:	Yatırımın Geri Dönüşü
SEC	:	Sermaye Piyasası Komisyonu
SPK	:	Sermaye Piyasaları Kurumu
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
TKYD	:	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TÜSİAD	:	Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
UFRSK	:	Uluslar Arası Finansal Raporlama Standartları Kurulu
VRS	:	Değişken Dönüştürücü Skalası
VZA	:	Veri Zarflama Analizi
WACC	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

# ŞEKİLLER LİSTESİ

**SAYFA NO:**

**Şekil 1:** Kurumsal Yönetim Çevresi.....8

**Şekil 2:** Kurumsal Yönetimin Makro-Ekonomik Etkileri.....21

## TABLolar LİSTESİ

SAYFA NO:

<b>Tablo 1:</b> Kurumsal Yönetim Anlayışı İle Geleneksel Yönetimi Anlayışının Karşılaştırılması.....	7
<b>Tablo 2:</b> Derecelendirme Faaliyetleri ve Derecelendirme Kuruluşları.....	36
<b>Tablo 3:</b> Etkinlik ve Verimlilik Analizlerinde Kullanılan Girdi ve Çıktılara İlişkin Özet veriler.....	70
<b>Tablo 4:</b> Yıllara Göre Tüm Gözlemler İçin Etkinlik ve Verimlilik Değişimleri.....	71
<b>Tablo 5</b> Regresyon Analizlerinde Kullanılan Bağımsız Kurumsal Yönetim Değişkenleri.....	72
<b>Tablo 6:</b> Verimlilik ve Etkinlik Değerlerinin Açıklayıcıları.....	72

## 1. BİRİNCİ BÖLÜM: GİRİŞ

Rekabetin ve pazar şartlarının oldukça ağırlaştığı küresel ekonomilerde gündeme gelen finansal krizlerin en belirleyici nedenlerinden biri de kurumsal yönetim faaliyetlerindeki yetersizlik ve yönetim düzeyinde bu faaliyetlerinin öneminin gerektiği kadar kavranmamış olmasıdır. Bu bağlamda, kurumsal yönetim yetersizlikleri hem finansal krizlerin belirleyici faktörleri arasında hem de finansal krizler karşısında işletmelerin gerekli stratejileri zamanında uygulamamaları sonucunda ortaya çıkmaları açısından sonuçları arasında gösterilmektedirler. Günümüzde tekrarlayan küresel ekonomik krizler ve onların tetiklediği ulusal ekonomik krizler karşısında işletmelerin yönetimleri, rekabet şartları içerisinde sürekli büyümeyi muhafaza etmek zorundadırlar. Bu nedenle, küresel pazarlarla entegrasyonu sağlayacak araç olarak kurumsal yönetim uygulamalarına başvurmaktadırlar.

Kurumsal yönetim faaliyetleri içerisinde sadece finansal performans kriterlerinin geçerlik kazandığı bir çerçeveye referans verilmemektedir. Geleneksel paradigmanın bir yansıması olan bu yaklaşıma göre, performans belirli bir zaman dilimi içerisinde üretilen mal veya hizmet miktarı olarak tanımlanmakta ve performans değerlendirilmesinde "finansal çıktılar" üzerine odaklanılmakta iken; günümüzde finansal ölçüm araçlarının aynı zamanda şirketlerin genel performansını değerlendirmesine de imkan sağlaması gerekliliği üzerinde durulmaktadır. Üretilen ürün ya da hizmetler gereksinim duyulan kalitede ve uygun maliyetlerle üretilirken, aynı zamanda paydaşların beklentilerini de karşılamalı ve katma değer yaratmalıdır. Bu bağlamda, kârlılık kavramı, verimlilik ve etkinlik kavramları ile birlikte düşünülmektedir. Ayrıca işletmelerin performanslarını ölçtükleri araçlar sadece finansal performanlara odaklanmış araçlar olarak kalmamış yönetsel araçlar olarak da ele alınmaktadır.

Performans ölçüm araçları, kurumsal yönetim sürecinin rasyonalizasyonunun sağlanması amacıyla özellikle devletin ve düzenleyici kuruluşların çizdiği çerçevenin önemli bir parçası olmuştur. Şirketin, rekabet dünyasında özellikle de ulusal borsalara kote olmaları ile birlikte, tüm paydaşlarını ve çalışanlarını kapsayacak bir performans kavramına yönelmeleri bunda belirleyici rol oynamaktadır. Bu bağlamda Sermaye



Piyasaları Kurumu, Borsa İstanbul, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu gibi kurumların getirmiş olduğu düzenlemeler şirketlerin kurumsallaşmaları doğrultusunda en önemli adımlar şeklinde ön plana çıkmaktadır.

Kurumsal yönetim en genel anlamıyla işletmelerin performanslarını ve etkinliklerini en üst düzeye getirecek mekanizmalar bütünüdür. Ayrıca, işletmelerin faaliyetleri ile ilişkili kararlarında göz önünde bulundurmaları gereken düzenlemeleri ve kuralları detaylı şekilde açıklayan ve hissedarların hak ve sorumluluklarını ortaya koyan bir kontrol ve yönetim sistemi olarak da tanımlanmaktadır (Akdoğan ve Boyacıoğlu, 2010).

Kurumsal yönetim, yöneticiler ve hissedarlar arasında çıkar çatışmaları olacağı ve yöneticilerin hissedarların menfaatlerini korumak yerine kendi menfaatleri doğrultusunda hareket edeceğini ifade eden vekalet teorisine (Jensen ve Meckling, 1976; Shleifer ve Vishny, 1986) bir çözüm olarak öne sürülmektedir.

Kurumsal yönetimin nihai amacı firmanın yatırımcıların çıkarı doğrultusunda çalışması, dolayısı ile firmanın ekonomik etkinliğini arttırması ve büyümesini garanti altına alması, aynı zamanda da yatırımcılara güven telkin etmesinin ve kamu yararının gözetiminin sağlanmasıdır (OECD, 2004).

Literatürde kurumsal yönetimi firma performansı ile ilişkilendiren çalışmalar sıkça karşımıza çıkmaktadır. Firma performansını çok şekilde değerlendirmek mümkündür. Örneğin, yönetim kurulu performansını, firma performansı ile temsil ederek tobin's q, aktif karlılığı, özsermaye karlılığını performans ölçüsü olarak baz alan çokça çalışma vardır (Mehran, 1995; Andres vd, 2005). Ancak performans ölçümünde finansal oranların, tobin's q gibi ölçülerin kullanılmasının farklı muhasebe yöntemleri kullanıldığında ya da muhasebe karları çarpıtıldığında kıyaslanmasının mümkün olmaması gibi sakıncaları vardır (Barth vd., 2005). Bu nedenle, özellikle etkinlik ve verimlilik firmanın temel faaliyetlerine odaklanması nedeni ile, firma performansını ölçmede çok daha iyi göstergeler olarak karşımıza çıkmaktadır (Bozec ve Dia, 2007; Lin vd., 2009).

Bu noktadan yola çıkarak bu çalışma, Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören üretim firmalarının verimlilik ve etkinliklerini etkileyen kurumsal yönetim özelliklerini belirlemeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla çalışmada firmaların verimlilik ve etkinlik değerleri Veri Zarflama Analizi (VZA) kullanılarak hesaplanmış, bu değerleri bağımlı değişken olarak alan regresyon analizlerinde yönetim kurulu bağımsızlığı, firmanın tecrübesi ve sahiplik yapısı gibi kurumsal yönetime ilişkin kavramların etkisi

incelenmiştir. Türkiye’de kurumsal yönetime ilişkin gündemin yeni yeni oluşuyor olması ve bunların etkisinin net olarak açıklanmamış olması bu çalışmayı ilgi çeker hale getirmektedir. Çalışmanın ikinci bölümde kurumsal yönetim kavramı, tanımı, tarihsel gelişimi, amacı ve önemi üzerinde durulurken, üçüncü bölümde dünyadaki ve ülkemizdeki kurumsal yönetim uygulamaları ele alınmıştır. Dördüncü bölümde ise kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında kullanılan finansal performans ve verimlilik konuları açıklanmış ve finansal performans ölçümünde kullanılan yöntemler analiz edilmiştir. Son bölümde BİST ’e kote işletmeler üzerinde konu incelenmiş, uygulama bulgularıyla birlikte ortaya konmuştur.

## 2. İKİNCİ BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİMİN ANALİZİ

### 2.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı

Kurumsal yönetim işletmelerde modern yönetim anlayışının benimsenmesiyle ortaya çıkmış bir kavramdır. Kurumsal yönetim için öncelikle kurum ve yönetim olgularının varlığı gerekmektedir. Organizasyonları ayakta tutan unsurların başında, kurumsal yapılara ve yönetimlere sahip olmaları gelmektedir. Dolayısıyla kurumsal yapıdan söz edebilmek için öncelikle kurum, kurumsallaşma ve yönetim kavramlarının tanımlanması gerekmektedir.

Koçel (2003: 15) kurumu; "toplumda organize olmuş, yerleşmiş, kabul edilmiş, prosedürleri belli ilişkiler düzeni ve topluluğu şeklinde ifade etmektedir. Parkhe (2003: 45) ise, kurumların sosyal özelliklerine dikkati çekerek kurumları; "benimsenmiş (yaygın kabul görmüş) kuralların geçerli olduğu ve bunların sağlam biçimde konumlandırıldığı sosyal birimler" şeklinde tanımlamaktadır.

Kurumla ilgili yapılmış olan tanımlardan yola çıkarak kurumları sosyal yönleri ve belirli kuralları olan organize olmuş yapılar şeklinde ifade etmek mümkündür. Bu noktada kurumun organize olmuş bir yapı olabilmesi için kurumsallaşması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Kurumsallaşma küreselleşmeyle birlikte hız kazanan modern işletme yönetimi anlayışı içerisinde gelişmiş bir kavramdır ve kurum yönetimi kavramıyla yakından ilişkilidir.

Kurumsallaşma, işletmenin kişilerden bağımsız olarak kurallara, standartlara, prosedürlere sahip olması; değişen çevre koşullarını takip eden sistemleri kurması ve gelişmelere uygun olarak örgüt yapısını oluşturması, kendisine özgü biçimlerini, iş yapma usul ve yöntemlerini kültürü haline getirmesi ve bu sayede diğer işletmelerden farklı ve ayırt edici bir kimliğe bürünmesi sürecidir (Karpuzoğlu, 2004, : 26). Kurum yönetimde kurumsallaşmanın faydalarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Doğan, 1998: 63):

- a. Kurumsallaşma ile beraber işletmeler gerek kamuoyuna karşı, gerekse de çevreye karşı olan sorumluluklarını yerine getirirler. Ayrıca işletmeler sosyal sorumluluk ve iş ahlakına uyararak, daha şeffaf bir yaklaşım ile işletme sorunlarını çözebilirler,

- b. Kurumsallaşma uluslararası pazarlara yönelme isteği olan işletmelere yardımcı olur,
- c. Kurumsallaşma ile birlikte işletmeler daha iyi bir örgüt yapısına, bilgili ve yetişmiş profesyonel yöneticilere sahip olurlar,
- d. Kaynaklar daha etkin ve verimli kullanılır,
- e. Halka açılmanın sağlayacağı avantajlardan faydalanılır,
- f. İşletmelerde modern yönetim teknikleri uygulanır ve ileri teknolojilerden daha fazla yararlanma imkanı doğar.

Kurumları var eden ve devamlılığını sağlayan bir diğer önemli unsur yönetimdir. Yönetim yapısı oluşturulmamış organizasyonlarda kurumsal yapıdan söz etmek güçtür. Kurumsal yönetim kavramının ne olduğunu ve özelliklerini anlamak için yönetim kavramının tanımını da belirtmek gerekmektedir. Yönetim kavramıyla ilgili literatür de yapılmış olan bazı açıklamalar şu şekildedir:

Bir bilim dalı ve uygulama alanı olan yönetimin temel özelliği, çeşitli disiplinler tarafından geliştirilmiş bilgilerin ve analitik yöntemlerin birleştirilerek uygulanmasıdır (Mucuk, 1996 : 27). Yönetim kavramı; değişen çevrede ekonomik kaynakların (emek, sermaye, toprak, bilgi) en etkin ve verimli bir şekilde kullanılarak ekonomik faaliyetlerin planlanması, organize edilmesi, yöneltmesi ve kontrol edilmesidir (Aktan, 2005: 15). Yönetimin bir grup faaliyeti olması, beşeri olması, işbirliği, işbölümü ve uzmanlaşmayı gerektirmesi, evrensel ve hiyerarşik özelliğe sahip olmasından söz edilebilir.

Kurumsal yönetim anlayışı yukarıda belirtilen kurum, kurumsallaşma ve yönetim kavramlarıyla birlikte bir bütündür. Kurumsal yönetim, kurum olgusu ile modern ve bilimsel yönetim anlayışının benimsenmesiyle ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetim kavramına ilişkin yapılmış olan pek çok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalarda yer alan kurumsal yönetim tanımlarından bir kaçını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

Dünya Bankası kurumsal yönetimi “bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece, ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken, uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkan tanıyan, her

türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları” şeklinde tanımlamıştır (World Bank, 1999: 5).

OECD’nin yapmış olduğu bir tanıma göre ise kurumsal yönetim; “şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistemdir ve esasen şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler dizisini içerir”. OECD kurumsal yönetimi daha geniş bir çerçevede ele alarak “şirketlerin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler demetidir” tanımını kullanmıştır (OECD, 2004: 7).

Ülkemizde kurumsal yönetim ile ilgili olarak yapılmış sektörel tanımlardan birisi TÜSİAD’a aittir. TÜSİAD tarafından hazırlanan raporda kurumsal yönetim oldukça geniş bir bakış açısıyla ele alınmış ve modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi olarak tanımlanmıştır (TÜSİAD, 2002: 9)

Kurumsal yönetimle ilgili olarak araştırmacıların yaptıkları tanımlarda da yine kurumsal yönetimin işletmeleri var eden unsurlarla olan ilişkilerine dikkat çekilmiştir. Örneğin Argüden (2002: 14) kurumsal yönetimi işletmeler için bir araç olarak görerek; ” işletmelerin kendi yönetim yapılarında şeffaflığı, hesap verebilirliği, katılımcı yönetim tarzını, etkinliği ve verimliliği yaşama geçirme aracıdır ” şeklinde ifade etmiştir.

Millstein (1998: 37) ise işletmelerin en öncelikli amaçlarından biri olan kar etme kavramı üzerinde durarak kurumsal yönetim ile kar elde etme amacı arasında bir ilişki kurmuş ve kurumsal yönetimi; "işletme yönetiminde “kâr elde etme” ve “pay sahiplerine dağıtma” amacını taşıyan geleneksel yapıların yanında, hissedarların, yöneticilerin ve diğer paydaşların (çalışanlar, müşteriler, alacaklılar, fon sağlayanlar ve devlet gibi) haklarının da önemsendiği bir anlayış” şeklinde tanımlamıştır.

Bir işletmenin çalışanları, kar sahipleri ve müşterileri gibi pek çok unsurun bir arada olmasıyla varlığını sürdürdüğü düşünüldüğünde, kurumsal yönetimin işletmelerin dış çevreyle olan ilişkilerini şekillendiren ve devam ettiren bir yönetim anlayışı olarak tanımlanması da mümkündür. Ülgen ve Mirze’nin (2004: 46) kurumsal yönetimin bu fonksiyonu üzerinden yaptığı tanımlamada kurumsal yönetim işletmenin stratejik yönetimi ile görevli ve sorumlu üst yönetimin (söz sahipleri), bu görevlerini ve

sorumluluklarını yerine getirirken, işletme üzerinde kendilerini belirli nedenlerle “hak sahibi” gören pay sahipleriyle, çalışanlarıyla, tedarikçileriyle, müşterileriyle ve diğer toplumsal kurumlarla olan ilişkilerini kapsamaktadır.

Kurumsal yönetim işletmenin ana amaçlarından birisi olan kar elde etme amacıyla yoğun olarak ilişkilendirilmiştir. Shleifer ve Vishny’e (1997) göre kurumsal yönetim; “işletmeye finansman sağlayıcıların, yatırımlarına yeterli getiri sağlamanın yolu ” olarak ifade edilmektedir.

Kurumsal yönetimle ilgili olarak yukarıda yapılmış tanımlardan yola çıkarak iyi bir kurumsal yönetim anlayışında bulunması gereken ortak özellikleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Bekçioğlu ve Güngör, 2005: 76);

- a. Katılım
- b. Hukuk Devleti
- c. Şeffaflık
- d. Duyarlılık
- e. İşbirliği
- f. Adalet
- g. Etkinlik ve Verimlilik

Kurumsal yönetimin ortak (ilkelerinden) olan katılımcılık, şeffaflık, adalet ve iş birliği gibi özellikler kurumsal yönetim anlayışını geleneksel yönetim anlayışından ayıran en belirgin özelliklerdir. Bu özelliklere ek olarak, sorumluluk ve bağımsızlık gibi ilkeleri de bu özellikler arasında belirtmek mümkündür. Kurumsal yönetim ile geleneksel yönetimi birbirinden ayıran unsurlar ve özellikler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir;

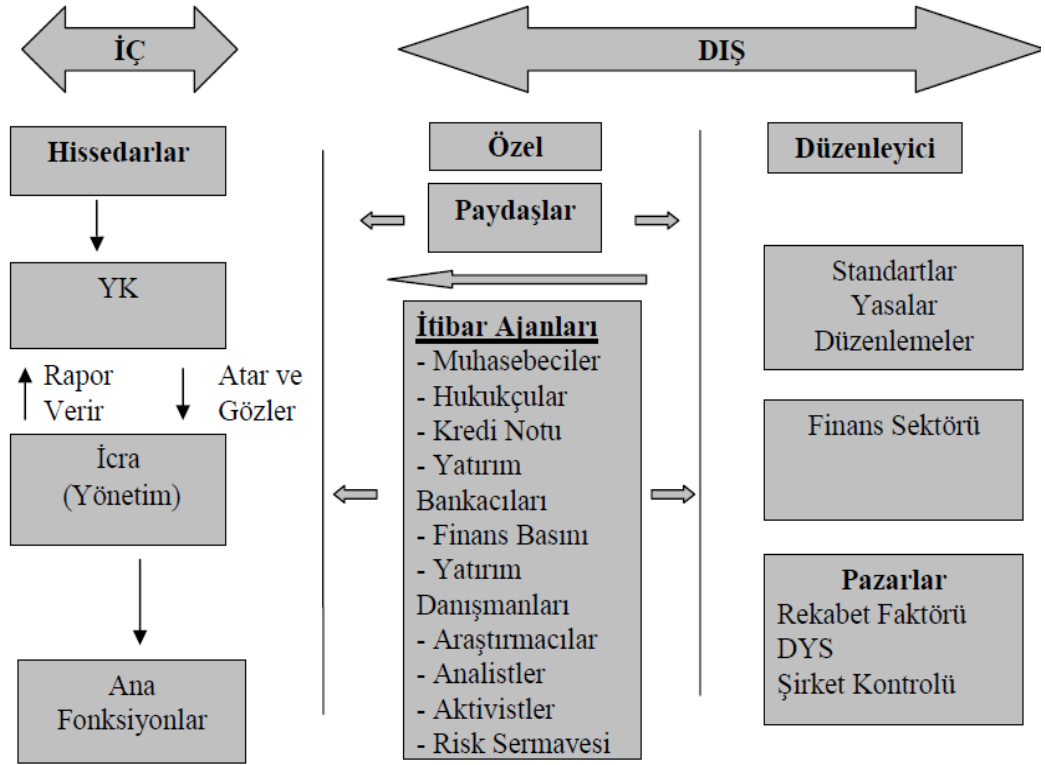
**Tablo 1:** Kurumsal Yönetim Anlayışı İle Geleneksel Yönetimi Anlayışının Karşılaştırılması

<b>GELENEKSEL YÖNETİM</b>	<b>Karşılaştırma Kriteri</b>	<b>KURUMSAL YÖNETİM</b>
Insider sistemi: Sahip, aynı zamanda yönetir ve denetler. Organizasyonda kuvvetler birliği ilkesi geçerlidir.	Güç ve Otorite	Outsider sistemi: Şirket sahipliği, yönetimi ve denetimi birbirinden ayrılmıştır. Organizasyonda kuvvetler ayrılığı ilkesi geçerlidir.
Şirket sahip ve yöneticileri, şirketi kendi iradi ve takdiri kararları ile yönetirler.	Kurallara Karşı Takdiri Kararlar (Kurallar ve Yönetmelikler)	Şirket yönetiminde kurallar hakimdir.
Şirket sahip ve yöneticilerinin sorumluluklarının hukuki çerçevesi yeterince çizilmemiştir.	Sorumluluk	Şirket sahip ve yöneticileri, şirkete ve paydaşlara karşı doğrudan sorumludurlar.
Sadece vekiller "sahiplere" hesap verirler. Sahibin hesap verme yükümlülüğü yoktur. Sahip, ancak kendisine hesap verir.	Hesap Verme  Yükümlülüğü Hesap Sorma Hakkı	Şirket sahip ve yöneticileri, şirkete ve paydaşlara karşı hesap verme yükümlülüğindedirler. Başka bir ifadeyle, paydaşların şirket yönetimine hesap sorma hakkı bulunmaktadır.
Şirket yönetiminde şeffaflık ilkesine fazla önem verilmez. Şirket yönetimi, ancak arzu ettiği şirket bilgilerini kamuoyuna açıklar.	Şeffaflık	Şirket sahip ve yöneticileri, şirket faaliyetlerini şeffaflık içerisinde yürütmek durumundadırlar.
Sahip, arzu ettiği kişileri yönetim kurulu üyeliğine atar.	Yönetim Kurulunun Oluşumu	Yönetim kurulu üyesi olabilmenin genel bazı şartları vardır. Bilgi, liyakat ve erdemi buluşturacak kurallar ve ilkeler geçerlidir.
Şirket yönetim ve denetleme kurullarında üye olanlar tam bir bağımsızlıkla görevlerini icra edemezler. Nihayetinde, kurul üyeleri sahip tarafından atanır.	Bağımsızlık	Şirkette bağımsız yönetim ve bağımsız denetim ilkeleri hakimdir. Örneğin, yönetim kurulu üyelerinin bir kısmı şirketle hiç bir çıkar ilişkisi olmayan kişilerden oluşur.

[Kaynak: Aktan, 2006: 62].

Kurumsal yönetim anlayışının kapsamı ele alındığı zaman önemli olan unsurların; müşteriler, şirket çalışanları, tedarikçiler, hukukçular, danışmanlar gibi pek çok elemandan meydana geldiği görülmektedir. Aşağıdaki şekilde kurumsal yönetim anlayışının çerçevesi görülmektedir

Şekil 1: Kurumsal Yönetim Çerçevesi



Kaynak: Chamlou ve Iskandar, 2000: 43

Şekil 1’de sunulan kurumsal yönetim anlayışı çerçevesinde görüldüğü gibi kurumsal yönetimi etkileyen ve şekillendiren iç ve dış unsurlar söz konusudur. Hissedarlar kurumsal yönetimin çerçevesini oluşturan iç unsurlar arasında iken özel paydaşlar ve düzenleyiciler dış unsurlar olarak ifade edilmektedirler. Hissedarlar kurumlarda işleyişin rapor edildiği unsurlardır. Analistler, aktivistler, hukukçular, yatırım danışmanları, muhasebeciler özel paydaşları oluştururken, “finans sektörü”, “şirket kontrolü”, “rekabet faktörü”, “yasal düzenlemeler” vb. düzenleyici unsurları oluşturmaktadır.



## **2.2. Kurumsal Yönetimin Gelişimi**

### **2.2.1. Kurumsal Yönetimin Teorik Gelişimi**

Kurumsal yönetim kavramı, yönetim kavramının her yeni gelişim ve değişimle birlikte geleneksel özelliklerinden sıyrılıp modern bir kavram olmasına paralel olarak gelişim göstermiştir. Önceleri genellikle ailelerin yönetimi altında olan şirketler, hem örgüt yapıları hem de finansal yapıları güçlendikçe aile işletmesi formatından çıkıp kurumsal işletmelere dönüşmüşlerdir. Bu değişim kurumsal yönetimin gelişimine zemin hazırlamıştır.

Kurumsal yönetim anlayışının gelişimine zemin hazırlayan pek çok unsurdan bahsetmek mümkündür. Kurumsal yönetim anlayışının gelişimi teorik açıdan ele alındığında endüstrinin gelişmesiyle birlikte ekonomik dengelerin değişmesi ve sonuç olarak kapitalizmin ortaya çıkmasıyla ilişkilendirmek mümkündür.

Kapitalizm bilinenin aksine sadece işleri, ekonomiyi, gelir düzenini etkilemekle kalmamış aynı zamanda yönetim anlayışında da farklılaşmanın yaşanmasına neden olmuştur. Bu bağlamda kurumsal yönetim anlayışının teorik gelişiminde kapitalizmin etkileri görülmektedir.

Çolpan (2006) kurumların yönetiminde kapitalizm etkisiyle görülen değişimi kapitalizm düzeninin süreçleriyle ilişkilendirmiş ve kapitalizm süreçlerinin kurumsal yönetim anlayışının teorik gelişiminde etkili olduğunu ileri sürmüştür.

### **2.2.2. Kurumsal Yönetimin Amacı ve Önemi**

Kurumsal yönetim anlayışının önem kazanmasının oldukça çeşitli nedenleri olduğunu söylemek mümkündür. Örneğin, küreselleşmeyle birlikte şirket yönetiminde hak ve söz sahibi olan unsurların değişmesi veya artması, dünyanın genelindeki ekonomik dengelerin değişmesi, sosyal ve kültürel alanlarda yeni akımların doğması gibi oldukça geniş kapsamlı olgular kurumsal yönetim anlayışının önemini ve gerekliliğini artırmıştır. Kurumsal yönetim anlayışının öneminin artmasında etkili olan diğer faktörleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Atabey ve Yılmaz, 2005, :110).

- a. Farklı gruplara bilgi üreten muhasebe mesleğinin uygulanmasında kamunun ve özel sektörün kurumsal yönetim politikalarının yetersiz olduğu görüşü,
- b. Yüksek profilli başarısızlıklar,
- c. Ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağılıklarının artması,
- d. Yeni rekabet şartları.

Kurumsal yönetim anlayışının öneminin artmasında etkili olan bir diğer faktör ise sermayedarların değişen rolü olmuştur. Sermayedarlar girişimciye sermaye sağladıktan ve kontrolü girişimciye devrettikten sonra, gelecekteki nakit akışlarını kaynak sahiplerine aktarmaları için zorunlulukları kalmamaktadır. Şirketin varlıkları üzerindeki kontrol, yöneticinin elinde olduğu için, yönetici nakit akışlarına el koyabilmekte veya maaştan ayrı gelir ve yüksek ücret temin edebilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 121).

Performansa göre düzenlenmemiş yüksek ücretlerin ve teşvik primlerinin ödendiği bu gibi durumlarda işletme hissedarlarının üst düzey yöneticilerin ücretlendirmeleri ile ilgili söz hakkı doğmaktadır. Fakat hissedarların işletmelerde uygulanan ücret politikalarının belirlenmesinde ve üst düzey yöneticilerin atanmasında söz haklarının olmamasından dolayı işletmelerin kurumsal yönetime olan gereksinimleri artmaktadır.

Bunun sonucunda da işletmelerin yaşam döngülerini gerçekleştirmeleri imkansız hale gelmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarına işlerlik kazandırılmasının bu tür olumsuz durumların da önünü keseceği düşünülmektedir. Kurumsal yönetimin devamı olarak hissedarların hukuksal haklarının güvence altına alınmasının da hissedarların işletmelere finansal yatırım yapma isteklerini artırması beklenmektedir.

İflas ve dolandırıcılık, bu gibi durumlarda] başarılı kurumsal yönetim uygulamaları sadece kaynakların boşa harcanmasını engelleyen bir denetim mekanizması değildir. Aynı zamanda birçok ülkede hem kamusal, hem de şeffaflığın, ortakların denetlenebilirliğinin ve çıkar gruplarının da haklarının teminatıdır (Tuzcu, 2004: 16).

Bu gibi durumlarda başarılı kurumsal yönetim uygulamaları sadece kaynakların boşa harcanmamasını sağlayan bir denetim mekanizması olarak değil, aynı zamanda birçok ülkede hem kamusal, hem de özel boyutta şeffaflığın, ortakların denetlenebilirliğinin ve çıkar gruplarının haklarının teminatı olmaktadır (Tuzcu, 2004: 16).

Kurumsal yönetim hissedarların işletme yapısına ve yönetimine güven duyarak finansal destek vermelerine yardımcı olur. Özellikle küresel rekabetin zorlu ve sıkıntılı şartlarında kurumsal yönetim tarafından profesyonelce yönetilen işletmelere hissedarlar tarafından duyulan güven artmaktadır.

Ayrıca, yaşanan rekabet, şirketlerin yaşamsal faaliyetlerini sürdürebilmeleri için ilişki içinde oldukları tüm kesimlerle yakın iletişim kurmaları gerekliliğini doğurmaktadır. Bu ilişki ve iletişimi sağlıklı bir şekilde sürdürebilmenin yolu kurumsal yönetim anlayışının etkinlik kazandırılmasından geçmektedir.

Sonuç olarak, kurumsal yönetim sayesinde hissedarların işletmelere güven duyarak yatırım yapmaları, işletmelere finansal güç kazandırarak dış kaynak kullanım oranının azalmasına ve öz sermayenin artmasına katkı sağlamaktadır. Öz sermayesini artıran işletmelerde likiditede artışı gözlemlenmektedir. Bu şekilde prestij sahibi de olan işletmeler, aynı zamanda sermaye piyasası tarafından da kabul görmüş olmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamalarını ülke imajının yükseltilmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, yabancı sermayenin çekilmesi, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artırılması, ekonomik krizlerin daha az zararlarla atlatılması, kaynakların daha etkin bir biçimde dağıtılması ve refahın artırılması gibi avantajları da bulunmaktadır (Coşkun vd. , 2005: 56).

Kurumsal yönetim anlayışının önemi en iyi finansal kriz dönemlerinde anlaşılmıştır. Ekonomik krizlerin yaşandığı dönemlerde birçok şirketin batması veya finansal açıdan ciddi derecede zarara uğraması, işletmelerin sadece finansal açıdan değil yönetim açısından da kuvvetli olmaları gerektiğini ortaya koymuştur.

Gelişmiş ülkeler, uluslararası finans kuruluşları ve ilgili organizasyonlar, bu konuya büyük önem vermeye başlamışlar ve yatırım yapmadan veya kredi tahsis etmeden önce kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini gözetir hale gelmişlerdir.

Bu konuda Dünya Bankası, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve bu iki örgütün özel sektör temsilcilerinin katılımı ile birlikte oluşturduğu Global Kurumsal Yönetim Forumu (GCGF) öncü olarak faaliyet göstermektedir (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 397).

Kurumsal yönetim anlayışının öneminin kabul edilmesiyle birlikte çeşitli kuruluşlar ortaya çıkmıştır. Bu kuruluşlardan birisi de Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı'dır (ICGN; The International Corporate Governance Network). Amacı uluslararası düzeyde kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesini sağlamak olan bu kuruluşun geliştirdiği ilkeler, 1999'da OECD tarafından da kabul edilerek, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak yayınlanmıştır. Ülkemizde de TÜSİAD (Türk Sanayici ve İşadamları Derneği) bu ilkeleri bir kitapçık olarak yayınlamıştır (Koçel, 2003: 79).

İşletmeler için kurumsal yönetimin önemi, kurumsal yönetim anlayışının amaçlarıyla bağlantılıdır. Kurumsal yönetim anlayışının hedeflediği amaçlara ulaşması aynı zamanda işletmelerin de başarıya ulaşması anlamına gelmektedir. Bu bağlamda, kurumsal yönetim anlayışının önemini arttıran bu amaçlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Aktan, 2006: 24);

- a. Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerin keyfi kullanımının engellenmesi; diğer bir ifadeyle, yönetimin güç ve yetkilerini kötüye kullanarak kendilerine özel menfaatler sağlamalarının ortadan kaldırılması,
- b. Yatırımcı haklarının korunması, şirket hissedarlarının adil ve eşit muameleye tabi tutulmasının sağlanması,
- c. Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması; bu çerçevede örneğin, azınlık haklarının korunması,
- d. Şirket faaliyetleri ve finansal durumu ile ilgili olarak kamuoyunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanması, bu çerçevede hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin şeffaf olmaları ve kurumsal yatırımcılar ve diğer menfaat sahipleri için önem taşıyan bilgiyi zamanında ve eksiksiz kamuoyuna açıklamaları,
- e. Yönetim kurulunun sorumluluklarının açık olarak belirlenmesi,

- f. Şirket üst yönetiminin karar ve eylemleri dolayısıyla hissedarlara ve diğer menfaat sahiplerine hesap verme yükümlülüğünün temin edilmesi,
- g. Temsil maliyetlerinin azaltılması;
- h. Şirket kazancının pay sahiplerine ve daha genel olarak tüm menfaat sahiplerine hakları oranında geri dönüşümünün sağlanması,
- i. Büyük hissedarların azınlık hisselerine el koyma tehlikesinin önüne geçilmesi,
- j. Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından güven tesis edilmesi ve sermaye maliyetinin düşürülmesi, şirketin hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynaklarına kolay erişim imkanlarının arttırılmasıdır.
- k. İyi kurumsal yönetim, sürdürülebilir büyümenin teminine ve ülke riskinin azaltılmasına yardımcı olmayı amaçlamaktadır.

Önemi ve amaçları göz önünde bulundurulduğunda kurumsal yönetim anlayışının faydalarını genel olarak aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Bakırhan, 2005: 18):

- a. Düşük sermaye maliyeti,
- b. Finansman imkanlarının ve likiditenin artması,
- c. Krizlere dayanıklılık,
- d. Rekabet avantajı,
- e. Firma imajının düzeltilmesi,
- f. Firma değerinin artması,
- g. Yüksek getiri,
- h. Sermaye piyasalarına katılım,
- i. Finansman ihtiyacının uluslararası sermaye piyasalarından daha kolay temin edilebilmesi,

- j. Kalıcı, istikrarlı, uluslararası sermaye akımlarının ve kurumsal yatırımcıların çekilmesi,
- k. Doğru yatırım ve birleşme kararları alabilme,
- l. Başarılı risk yönetimi,
- m. Şirkete duyulan güvenin artması,
- n. Şirket performansını artırarak, istikrarlı büyüme ve yüksek karlılık sağlanması,
- o. İlgili tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesi,
- p. Uzun vadeli tasarruf sağlanması,
- q. Zamanında doğru ve eksiksiz bilgiye ulaştırması.

Kurumsal yönetim anlayışından ağırlıklı olarak finansal alanlarda faydalandığı görülmektedir. Çünkü kurumsal yönetim uygulamalarının yöneticiler, yatırımcılar ve kreditorler arasındaki çıkar çatışmalarını ve bilgi asimetrisi sonucunda ortaya çıkan ortak hareket edebilmeme problemini ve bu problemin oluşturduğu maliyetleri (işlem ve bilgi maliyetleri) azaltmayı amaçladığı görülmektedir (Kıyılar ve Belen, 2006: 62).

Kurumsal yönetim anlayışının getirmiş olduğu faydaları dört ana gruba ayırmak mümkündür. Aşağıda bu fayda gruplarını ve özellikleri belirtilmiştir.

**a) Yatırımcı Açısından Faydaları:**

Yatırımcı açısından şu şekilde sıralanmaktadır;

i. Kurumsal yönetim prensiplerinin en önemli konularından olan ve muhasebenin sosyal sorumluluk kavramıyla bütünleşen şeffaf raporlama, uluslararası raporlama standartları ile gündeme gelmektedir. Şeffaf raporlamayla, finansal bilgilerin kamuya internet ortamında güvenilir ve güncel olarak sunulması sağlanacaktır (Atabey ve Yılmaz, 2005: 48).

ii. Kurumsal yönetim sistemi, bir şirketin yönetiminde yönetim kurulu, üst düzey yöneticiler ve hissedarlar gibi farklı menfaat beklentileri içinde bulunan kişiler

arasındaki hak ve sorumlulukları belirleyip düzenlemekle birlikte, şirket işlerinin yürütülmesi sırasındaki etik kararlar alma sürecine de kurallar getirmektedir (Hasanefendioğlu, 2004: 52).

**b) Menfaat Sahipleri Açısından Faydaları:**

Menfaat sahipleri açısından da Şu Şekilde sıralamak mümkündür.

a. İşletmelere yönelik toplumsal baskı ve beklentilerin artması ile birlikte, İşletme yönetimlerinin şirket faaliyetlerinden etkilenen ve faaliyetlerini etkileyebilecek olan grupları düşünerek hareket etme ihtiyacı gün geçtikçe daha da önem kazanmaya başlamıştır. İşletme çalışanları, finans kuruluşları ve diğer tedarikçiler ve devlet olarak sayılabilecek menfaat sahipleri işletme tarafından uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinden kendi durumlarına göre faydalar sağlamaktadırlar (Tuzcu, 2005: 56).

**c) İşletmeler Açısından Faydaları:**

a. İşletmeler açısından değerlendirildiğinde, başarılı bir kurumsal yönetimin, düşük sermaye maliyeti sağlaması, finansman imkanları ve likiditeyi artırması, kaynakların daha verimli kullanılması, değişime daha çabuk uyum sağlanması, daha nitelikli istihdam olanaklarının yaratılması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasasından dışlanmaması gibi avantajlar sağladığı görülmektedir. Kurumsal yönetim aynı zamanda, işletmenin hedeflerinin belirlediği yapıyı ortaya koymakta, bu hedeflere ulaşmanın ve performans denetiminin araçlarını belirlemektedir (OECD, 1999: 6).

b. Yöneticilerin, şirketin ve hissedarların menfaatine yönelik amaçlar ve hedeflerin belirlemesini sağlayarak, yöneticilerin performansını arttırmakta, denetimi kolaylaştırmaktadır (Koç vd. , 2005: 11).

**d) Ülke Ekonomisi Açısından Faydaları:**

a. Kurumsal yönetim ülke imajının geliştirilmesi, sermayenin yurt dışına kaçışının önlenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının artması, gerek ulusal gerekse uluslararası sermaye piyasalarının sürdürülebilir bir Şekilde gelişmesi,

ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, ekonomik krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağıtılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi gibi avantajlar sağlamaktadır (Özilhan, 2002: 68).

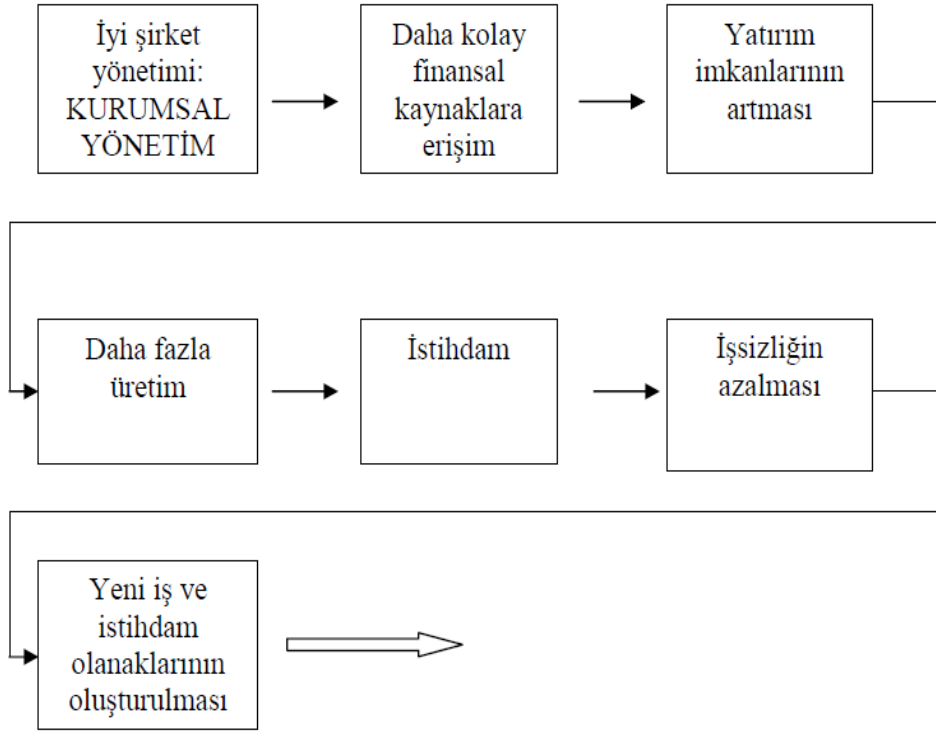
- b. Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları sadece kaynakların boşa harcanmasını önleyen iyi bir koruyucu değil, aynı zamanda birçok ülkede talep edilen finansal şeffaflık, ortaklık faaliyetlerinin kontrol edilmesi, sosyal sorumluluk bilinci ve etik kuralların ve yatırımcıların korunması konusunda da önemli bir unsur olarak görülmektedir (Shelton, 1998: 74).
- c. Daha iyi kurumsal yönetim uygulamaları, ekonomik dinamizmi geliştirecek ve dolayısıyla genel ekonomik performansı artıracak bir yol olarak değerlendirilmektedir (Gündüz, 2001, 25).
- d. Ülke genelinde hukuki düzenlemeler ne kadar mükemmel olursa olsun zaman içerisinde mevzuat ile uygulamalar arasında boşluklar doğabilmektedir. Bu tür yasal boşluklar yeni yasal düzenlemelerle giderilmeye çalışılmakta, ancak bu işletme ve yatırımcılar açısından zaman alıcı ve maliyetli olmaktadır. Bu çerçevede kurumsal yönetim düzenlemelerinin, bu yasal boşlukların giderilmesinde önemli işlevi olduğu görülmektedir (Çelik vd. , 2005: 38).

Kurumsal yönetim yukarıda da belirtildiği gibi gerek ülke ekonomisine gerekse işletmelere ve yatırımcılara faydası olan bir yönetim anlayışıdır. Bir ülkenin ekonomisi ülkenin sahip olduğu öz kaynakların işletmeler tarafından değerlendirilmesi ve yatırımcılar tarafından desteklenmesi sayesinde oluşmaktadır. Bu sisteme devlet eliyle yapılan katkılar ve düzenlemeler ülkenin ekonomisini etkilemektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetim anlayışının faydalarını bir ülkenin ekonomisine olan faydası şeklinde ifade etmek de mümkündür.

Şekil 2’de kurumsal yönetim anlayışının ülkenin makroekonomik yapısına olan katkısı gösterilmektedir.



**Şekil 2:** Kurumsal Yönetimin Makro-Ekonomik Etkileri



**Kaynak:** (Aktan, 2006, 90)

### 2.2.3. Kurumsal Yönetimin Tarişesi

Kurumsal yönetim kavramı tarihsel açıdan ele alındığında çeşitli aşamalardan geçtiğı görülmektedir. Başta ekonomi alanındaki gelişmeler olmak üzere gerek toplumsal yapıdaki değişimler gerekse yönetim anlayışındaki değişimler kurumsal yönetim kavramının oluşmasına zemin hazırlamıştır. Küreselleşmeyle birlikte ekonomik sistemlerin ve dengelerin yapısındaki değişimler ve yenilikler aynı zamanda kurumsal yönetim anlayışının doğuşuna ve gelişime katkı sağlamıştır.

Kurumsal yönetim anlayışının tarihsel gelişimine etki ettiği düşünölen değişik nedenlerin varlığından söz edilmektedir. Aşağıda farklı açılardan ele alınan bu nedenler sıralanmaktadır:

- Ulusal ekonomilerin büyümesi, uluslararası ekonomik ilişkilerin gelişmesi, uluslararası sermaye akışkanlığının artması, şirket hissedarlarının işletme yönetimindeki etkinliklerinin azalması, şirket yönetim kurulları ve özellikle kurul içinde murahhas

yönetici (CEO-Genel Müdür) unvanını taşıyan yöneticilerin verdikleri kararların öneminin artması (Koçel, 2003: 77).

b) Ortaklık yönetimindeki başarısızlık, suistimler, gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizler (Clark ve Demirağ, 2002: 49).

c) Özel sektörün artan rolü, ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağılıklarının artması ve ortaklıkların içinde buldukları yeni rekabet şartları (Şehirli, 1999: 63).

d) Yönetim kurullarında fırsatçı yöneticilere karşı işletme sahipleri ve hissedarların menfaatlerini korumak (Puffer ve Mc Carthy, 2003: 41).

e) Bireysel yatırımcılara oranla daha bilinçli, daha organize ve daha etkili olan kurumsal yatırımcılar (Paslı, 2004: 38).

Kurumsal yönetim anlayışının tarihsel gelişimi dünyanın her ülkesinde farklı şekilde gerçekleşmiştir. Örneğin kurumsal yönetim anlayışının ilk olarak Amerika'da ortaya çıktığı ileri sürülmektedir. Amerika'da 1930'lu yılların başlarında ekonomi alanında görülen ve "Büyük Buhran" olarak adlandırılan ekonomik krizin kurumsal yönetimin temelini oluşturduğu düşünülmektedir.

Başlangıçta kurumsal yönetimde öncelikli konu, içeriden öğrenenlerin ticaretini önleyen, hissedarları koruyan, hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketlerin ileri düzeyde bilgi açıklamalarıdır. Daha sonra, Amerikan kurumsal yönetim sistemi, şirket skandallarıyla gündeme gelmiş, hükümet ve özerk kurumların daha sıkı düzenlemeleriyle ön plana çıkmıştır (Abidinoğlu, 2007: 81).

Amerika'dan sonra kurumsal yönetim anlayışını benimseyen ve uygulamada yer veren diğer ülke İngiltere olmuştur. İngiltere'de kurumsal yönetim sistemleri, 1980'li yıllarda kötü ve yanlış yönetim uygulamaları sonucunda Maxwell, Polly Peck, BCCI gibi çok sayıda büyük şirketin çöküşünü takiben gelişmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 34).

Kurumsal yönetim anlayışının Amerika ve İngiltere gibi dünyanın güçlü ve saygın ülkeleri tarafından benimsenmesi ve uygulamaya alınması İtalya'da, Hollanda'da, Çin'de ve diğer bazı ülkelerde yaşanan şirket iflasları sonucu yaşanan ekonomik krizlerin de etkileriyle daha çabuk benimsenmiş ve uygulanmaya başlanmıştır.

Ülkelerin ekonomilerinde önemli derecede söz sahibi olan firmaların yaşadığı ekonomik krizler sonucunda kurumsal yönetim, uluslararası teşkilatlarda tartışılmaya başlanmış; ülkeler, şirketler ve ilgili tüm kuruluşlar, kendileri için en doğru ve en iyi kurumsal yönetim biçimini belirlemeye çalışmışlardır. Başta ABD ve Avrupa ülkeleri olmak üzere, hemen hemen elli ülke kurumsal yönetim kodları, ilkeleri, veya kuralları yayınlamışlardır (Manisalı, 2005: 66).

Kurumsal yönetim anlayışının günümüzdeki halini alması asıl olarak 1980’li yıllardan sonra daha da hızlanmıştır. Küreselleşmeyle birlikte etkisini gösteren serbest piyasa ekonomileri ve mal ile hizmetlerin serbest dolaşımı kurumsal yönetim anlayışının günümüzdeki şekline kavuşmasını hızlandırmıştır. 1990’larda, kurumsal yönetim, bireysel ve kurumsal yatırımcılar, hissedarlar, yöneticiler ve finansal piyasalar ile finansla ilgili herkesin gündeminin başına yerleşmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 96).

### **2.3. Kurumsal Yönetim Anlayışının İlkeleri**

Ülkemizde özellikle SPK'nın 04.07.2003 tarih ve 35/835 sayılı kararı ile kabul edilen ve Temmuz 2003'te kamuya açıklanmış olan Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanması ve hayata geçirilmesi kavramı tüm halka açık şirketlerin finansal performanslarını oluşturan unsurlar açısından önem arz etmektedir.

#### **2.3.1. Pay Sahiplerine İlişkin İlkeler**

BİST’e kote olmuş, diğer bir ifadeyle halka açılmış olan şirketlerde pay sahipliği haklarının kullanılması aşamasında mevzuata, ana sözleşmeye ve diğer şirket içi düzenlemelere uyum oldukça önemlidir. Bu nedenle şirketler pay sahiplerinin haklarının kullanılmasını sağlayacak önlemleri almalı ve tüm pay sahiplerine eşit davranmalıdırlar. Bu bağlamda, özel sermayeli herhangi bir işletme faaliyet raporu içerisinde şu hassasiyetleri gündeme getirmektedir.

- a. Pay sahiplerine ilişkin kayıtların sağlıklı, güvenli ve güncel olarak tutulduğu,
- b. Kamuya açıklanmamış, gizli ve ticari sır niteliğindeki bilgiler hariç, pay sahiplerinin şirket ile ilgili sözlü ve yazılı bilgi taleplerinin karşılandığı,
- c. Genel Kurul Toplantısı'nın yürürlükte olan mevzuata, ana sözleşmeye ve diğer şirket içi düzenlemelere uygun olarak yapıldığı,

- d. Genel Kurul Toplantısı'nda pay sahiplerinin yararlanabileceği belgelerin hazırlandığı,
- e. Oylama sonuçlarının kaydının tutulduğu ve sonuçlarla ilgili raporların talep eden pay sahiplerine yollanmasının sağlandığı,
- f. Mevzuat ve şirketin bilgilendirme politikası dahil, kamuyu aydınlatma ile ilgili her tür hususun gözetildiği ve izlendiği,
- g. Şirket hakkında değerlendirme yapan analistlerin bilgilendirildiği,
- h. Şirket ve sektör hakkında araştırma yapan akademisyenlerin bilgilendirme taleplerinin karşılandığı,
- i. Şirkette Pay sahipleri ile ilişkiler konusunda çalışanların belirtildiği,
- j. SPK'nın Seri VIII, No: 54 Sayılı Tebliği doğrultusunda Özel Durum Açıklamalarının KAP (Kamuoyu Aydınlatma Platformu) aracılığıyla İMKB'ye bildirildiği.

#### **2.3.1.1. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı**

Bilgi alma ve inceleme hakkı, hesap verilebilirlik ilkesi paralelinde düşünülmelidir. Hesap verilebilirlik ilkesi, bir şirket bünyesinde alınmış olan kararların doğruluğunu ispat etme ve oluşabilecek mükellefiyetleri kabul etme kavramına referans vermektedir. Söz konusu bu ilke sonucunda, yönetimin işlevi ve sorumlulukları açıklanmakta, hissedarların ve yöneticilerin talepleri sıraya konulmakta ve objektif kararların alındığı yönetim kurulları tarafından izlenmekte ve onaylanmaktadır. Hesap verilebilirlik ilkesinin bir diğer tarafında ise menfaat sahipleri bulunmaktadır. Bu açıdan "bilgi alma ve inceleme hakkı" işletme ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesini sağlamaktadır (Abdioğlu ve Dinç, 2009: 160).

Bilgi alma ve inceleme hakkı paralelinde düşünülecek olan bir diğer konu ise "sorumluluktur". Buna göre bilgi verecek olan mercii, inceleme hakkı talep eden merciiye kanunlara ve toplumsal değerlere uygunluğunu güvence altına almak için doğru hedefler koyduğunu ve bunların uyguladığını taahhüt eder. Bu açıdan, sorumluluk ilkesi doğruların teşvik edildiği ve yanlışların cezalandırıldığı bir kontrol sistemi işlevi de görmektedir. Dolayısıyla, sorumluluk ilkesi şirket faaliyetlerinin kanunlarla ve toplumsal değerlere uyumlu olduğunu bildirmesi noktasında yönetimin sorumluluğunu ifade etmektedir (Abdioğlu ve Dinç, 2009: 161).

İşletmelerde bilgi alma ve inceleme hakkının kullanımında pay sahipleri arasında ayırım yapılamamaktadır. Bunu sağlamak amacıyla, işletmeye dair belgeler işletmenin kurumsal internet sitesinde Türkçe ve İngilizce olarak pay sahiplerinin kullanımına sunulması gerekmektedir. Yine KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu'nun zorunlu olarak talep ettiği özel durum açıklamaları, mali tablolar ve işletmeyi ilgilendiren diğer bilgiler elektronik ortamda elektronik imzalı olarak gönderilmektedirler. BİST'ye kote olan işletmeler Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.'ye üye olarak hisse senedi satışlarını kayıt altına aldılmaktadır.

SPK, bilgi alma ve inceleme hakkı konusunda özellikle, "özel denetim isteme hakkının" da bilgi alma hakkının bir parçası olduğunu, her pay sahibinin bireysel olarak genel kuruldan özel denetim hakkı talep edebileceğini ve bu yönde bir hükmü esas sözleşmeye koydurabileceğini belirtmektedir. Bununla birlikte; 1.2.3. maddeler kapsamında ise, işletme işlemlerindeki yolsuzluk iddialarının araştırılması için denetim hakkı istendiğinde, işletme yönetiminin bunu zorlaştırıcı işlem yapmaktan kaçınması gerektiği belirtilmektedir (SPK, 2011: 4).

### **2.3.1.2. Genel Kurula Katılma Hakkı**

Genel Kurul toplantı ilanı, mevzuat ile öngörülen usuller çerçevesinde, mümkün olan en fazla sayıda pay sahibine ulaşılmasını sağlayacak olan elektronik haberleşme dahil, her türlü iletişim vasıtası ile genel kurul toplantı tarihinden asgari üç hafta önceden yapılmaktadır. Buna göre işletmenin internet sitesinde toplantı ilanı ile birlikte, işletmenin mevzuatı gereği şu hususlar pay sahiplerine duyurulmaktadır (SPK, 2011: 4-6);

- a. Açıklamanın yapılacağı tarihte ortaklık yapısını temsil eden pay sayısı ve oy hakkı, işletme sermayesinde imtiyazlı pay bulunuyorsa her bir imtiyazlı pay grubunu temsil eden pay sayısı ve oy hakkı,
- b. İşletmenin, önemli iştiraklerinin ve bağlı ortaklıklarının geçmiş hesap döneminde gerçekleşen veya izleyen hesap dönemi için planladığı işletme faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek yönetim ve faaliyetlerindeki değişiklikler ve gerekçeleri ile değişikliğe taraf olan tüm kuruluşların son iki hesap dönemine ilişkin faaliyet raporları ve yıllık finansal tabloları,

- c. Genel kurulun toplantı gündeminde yönetim kurulu üyelerinin azli, değiştirilmesi ya da seçimi durumunda gerekçelendirme, yönetim kurulu üyeliği adayı hakkında bilgi,
- d. Pay sahiplerinin, SPK'nın veya şirketle ilgili kamu kurum ve kuruluşlarının gündeme madde konulmasına ilişkin talepleri,
- e. İhtiyaç olması durumunda esas sözleşmelerin eski ve yeni şekilleri,
- f. Yönetim kurulu üyeliklerine aday gösterilecek kişilerin; özgeçmişleri, son on yıl içerisinde yürüttüğü görevler ve ayrılma nedenleri, işletme ve işletmenin ilişkili tarafları ile ilişkisinin niteliği ve önemlilik düzeyi, bağımsızlık niteliğine sahip olup olmadığı ve bu kişilerin yönetim kurulu üyesi seçilmesi durumunda, işletme faaliyetlerini etkileyebilecek benzeri hususlar hakkında bilgi, genel kurul toplantı ilanının yapıldığı tarihten sonraki 1 hafta içerisinde işletme tarafından kamuya açıklanması,
- g. Genel kurul gündemi hazırlanması esnasında, her teklifin ayrı bir başlık altında verilmiş olmasına dikkat edilmesi ve gündem başlıklarının açık ve farklı yorumlara yol açmayacak şekilde ifade edilmesi, gündemde “diğer“, “çeşitli” gibi ibarelerin yer almamasına özen gösterilmesi, genel kurul toplantısından önce verilecek bilgilerin, ilgili oldukları gündem maddelerine atıf yapılarak verilmesi,
- h. Gündem hazırlanırken, pay sahiplerinin işletmenin Pay Sahipleri ile İlişkiler Birimi'ne yazılı olarak iletmiş olduğu ve gündemde yer almasını istedikleri konuların, yönetim kurulu tarafından dikkate alınması, yönetim kurulunun pay sahiplerinin gündem önerilerini kabul etmediği hallerde, kabul görmeyen öneriler ile ret gerekçelerinin genel kurul toplantısında açıklanması,
- i. İşletmenin bağış ve yardımlara ilişkin politikasını oluşturarak genel kurulun onayına sunması, genel kurul tarafından onaylanan politika doğrultusunda dönem içinde yapılan tüm bağış ve yardımların tutarı ve yararlanıcıları ile politika değişiklikleri hakkında genel kurul toplantısında ayrı bir gündem maddesi ile ortaklara bilgi verilmesi,
- j. Genel kurul toplantılarının, söz hakkı olmaksızın menfaat sahipleri ve medya dâhil kamuya açık olarak yapılabilmesi ve bu hususta esas sözleşmeye hüküm konulabilmesidir.

SPK'nın yayınlamış olduğu ilkeler altında buna benzer ve yine genel kurula katılım hakkını düzenleyen çeşitli maddeler bulunmaktadır.

### **2.3.1.3. Oy Hakkı**

Şirket bünyesinde oy hakkının kullanılmasını zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılmalıdır. Karşılıklı iştirak ilişkisi, hakimiyet ilişkisine yol açıyorsa, karşılıklı iştirakte bulunan şirketler, nisap oluşturmak gibi zaruri durumlar ortaya çıkmadıkça, bu şirketlerin genel kurullarında oy kullanamazlar ve bunu mevzuata göre kamu ile paylaşırlar. Bununla birlikte oy hakkında imtiyazdan kaçınılmaktadır (SPK, 2011: 6).

### **2.3.1.4. Azınlık Hakları**

SPK tarafından 2011 yılında yayımlanan 6 numaralı tebliğe göre; Genel kurullarda azınlık haklarının kullanılmalı, azınlık hakları esas sözleşme ile sermayenin yüzde beşinden daha düşük miktara sahip olanlara da tanınmalıdır. Buna dayanılarak, azınlık haklarının kapsamı esas sözleşmede düzenlenerek genişletilebilir. (SPK, 2011: 6).

### **2.3.1.5. Kâr Payı Hakkı**

Şirketler tutarlı, net bir kar dağıtım politikası gözetmelidir. Bu politika genel kurul toplantısında pay sahiplerinin onayına sunulmalıdır. Söz konusu durum faaliyet raporunda yer almalı, şirketin internet sitesinden kamuya paylaşılmalıdır.

Kar dağıtım politikası, kar dağıtım usullerinin öngörülmesine imkan verecek biçimde asgari bilgileri kapsamalıdır. Kar dağıtımına ilişkin teklif yapılmaması halinde, karın kullanım biçimine dair bilgi genel kurul toplantısında pay sahiplerine sunulur, faaliyet raporuna konur ve işletmenin web sitesinden paylaşılır. Bu kapsamda, pay sahipleri menfaat sahipleri ile birlikte kâr hususunda dengeli bir politika izlemelidirler. (SPK, 2011: 6).

### **2.3.1.6. Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi**

Bu işlem ışığında, pay sahiplerinin hakları ve pay sahiplerinin eşit işleme tabi olması konuları düzenlenir. Bu ilke, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy kullanma hakkına, kar payı alma hakkına ve azınlık haklarına

ayrıntılı olarak yer vermekle birlikte, pay sahipliğine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı hususlarında pay sahiplerine eşit işlem ilkesi tanınmaktadır. Diğer bir deyişle, pay sahiplerine eşit ya da adil işlem olarak nitelenen bu ilke, kurumların (şirketlerin) yasal çerçeveler içerisinde hareket etmeleri ve kişilerin (yöneticilerin vb.) kendi davranışlarının kanun ile denetlenmesinin kabul ettikleri anlamlarına gelmektedir (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 161).

### **2.3.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflığa İlişkin İlkeler**

Bu ilkeler mevcut bir durum ve olay hakkında işletmenin bilgilerinin ulaşılabilir, somut ve anlaşılabilir olmasını ifade etmektedir. Bu açıdan paydaşlar şirketin geleceğine ve dolayısıyla kendilerine yönelecek bir tehdidin gizli kalması tehlikesine karşı şeffaflık talep etmektedirler. Bu bağlamda, şeffaflık ilkesinin bir gereği ve sonucu olarak, işletmeler pay sahiplerine yönelik bilgilendirme politikaları oluşturmalı, dünyadaki güncel gelişmelerin ülke koşulları doğrultusunda değerlendirilmesi sonucu edinilen bir standart paralelinde tablo ve raporlar hazırlanmalı ve süreç aydınlatılmalıdır (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 160). Son olarak şeffaflık ilkesi, bilginin ulaşılabilirliğini sağlama anlamındaki düzenlemelere referans vermektedir. Bu bağlamda hissedarlara karşı şeffaflık şu şekilde sağlanabilmektedir;

- a. Hissedarlara mukayese edilebilir, kapsamlı, kurallara uygun, güvenilir, tutarlı, anlaşılır, objektif ve ulusal özellikleri de kapsayan kaliteli bilgi temin edilmeli, bu bilgiler kısa vadeli bir bakışın ürünü olmak yerine, uzun vadeli çıkarların ve farklı paydaşların ihtiyaçlarını gidermelidir,
- b. Dürüst, tutarlı, açık, zamanında, tarafsız ve tüm paydaşların kolaylıkla ulaşabileceği yüksek kaliteli bir iletişim sağlanmalıdır,
- c. Yönetim kurulu ve üst yönetim sorumluluk üstlenmeli ve hesap verebilir olmalıdır (Pamukçu, 2011: 139).

#### **2.3.2.1. Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları**

Günümüzde yalnızca hissedarların düşünüldüğü işletme yapısının yerini tüm paydaşların kapsandığı bir sorumlu işletme yapısı almıştır. Bu bağlamda yönetim kurulları işletme faaliyetlerine yönelik stratejiler oluşturmakta ve kendileri ile birlikte personeli de kapsayan kurumsal değerleri ön plana çıkarmaktadırlar. Bu bağlamda,



yönetim kurulu üst düzey yönetim tarafından kurumsal yönetimin kalitesini düşürecek davranış, ilişki ve eylemlerin önlenmesini gerekli kılmaktadırlar.

SPK'nın belirlemiş olduğu kurumsal yönetim ilkelerinde, kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın sağlanmasında gerekli olan esaslar ve açıklanması gereken bilgiler şu şekilde sıralanmaktadır (Pamukçu, 2011: 141);

- a. Kamuyu aydınlatma esas ve araçları, kamuoyuna hangi bilgilerin açıklanması gerektiği ve açıklamanın hangi yollarla yapılacağına ilişkin esasları belirlemektedir.
- b. İşletme ile pay sahiplerinin, yönetim kurulu üyeleri ile yöneticiler arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanması; ortaklık ve yönetime ilişkin mevcut bilgiler ile bu hususlarda oluşabilecek olan değişikliklerin kamuya açıklanması gerekmektedir.
- c. Ticari sır kavramı ve içerden öğrenenlerin ticareti; işletmenin şeffaflığı ile çıkarların korunması arasındaki dengenin muhafaza edilmesine vurgu yapmaktadır.
- d. Kamuya açıklanması gereken önemli olaylar ve gelişmeler; bir işletmenin finansal durumu ve faaliyet sonuçlarına olan etkisinin kamuya açıklanmasına vurgu yapmaktadır.

### **2.3.2.2.Kamunun Aydınlatılmasında Finansal Tablolar ve Raporların Rolü**

Kamuyu aydınlatma esas ve araçlarından bilgilendirme açısından en fazla hassasiyet gösterilecek konu, hazırlanan finansal raporların ihtiyaç duyulan tüm bilgileri sunacak kadar ayrıntı içermesidir. Finansal tablolar ile dipnotları kamuya açıklanmadan önce SPK mevzuatı çerçevesinde Denetim Komitesi'nde uygunluk görüşü alınmalı ve Yönetim Kurulu'nun onayına sunulmalıdır. Bu aşamadan sonra yetkililer, doğruluk beyanı imzalamakta, SPK ve BİST düzenlemeleri doğrultusunda tablolar BİST'e iletilmektedir. Bu raporlar geriye dönük olarak BİST'in ve işletmelerin internet sitelerinden de, takip edilebilmektedir ([www.arcelik.com.tr](http://www.arcelik.com.tr))

### **2.3.2.3. Bağımsız Denetimin İşlevi**

Kamuyu aydınlatma araçlarından biri olan finansal raporların güvenilirliği bağımsız denetim ile ispatlanmaktadır. Bu açıdan bağımsız denetime ilişkin esaslar

büyük önem kazanmaktadır. Bağımsız denetim talep etmek şirketin pay sahiplerinin en temel hakları arasında bulunmaktadır ve bu yönüyle bilgi alma hakkı içerisinde değerlendirilmektedir (SPK, 2011: 4).

### **2.3.3. Menfaat Sahiplerine İlişkin İlkeler**

Bir işletmeyle ilgili menfaat sahipleri kavramı içerisinde, pay sahipleri ile birlikte işletmenin çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları, devlet ve işletmeye yatırım eğiliminde olan potansiyel tasarruf sahipleri bulunmaktadır (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 160). Akla gelen bir diğer ilke ise, "hesap verilebilirliktir". Ancak hesap verilebilirlik ilkesi, şeffaflık ilkesinin aksine yalnızca faaliyet sonrasında kapsamaktadır (Pamukçu, 2011: 136).

#### **2.3.3.1. Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası**

Menfaat sahiplerinin mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerde düzenlenen hakları, işlem ve faaliyetlerde şirket tarafından garanti altına alınmaktadır. Menfaat sahiplerinin mevzuat ve sözleşmeler çerçevesinde korunan hakları ihlal edilirse süratle tazmin imkanı sağlanır ve bu ve buna benzer durumlar internet sitesi aracılığı ile kamuya paylaşılır (SPK, 2011: 6).

İşletmenin bir diğer fonksiyonu ise menfaat sahiplerinin işletme yönetimine katılımının desteklenmesidir. Dolayısıyla başta işletme çalışanları olmak üzere tüm menfaat sahiplerinin işletmenin içerisinde aktif görev almaları çeşitli destekleyici modeller ile sağlanmakta ve işletme için önemli sonuçlar doğuran hususlarda menfaat sahiplerinin görüşleri alınmaktadır (SPK, 2011: 8).

#### **2.3.3.2. İşletme Malvarlığının Korunması**

İşletmelerde pay sahiplerine kuruluştaki emeklerine karşılık işletme sermayesinin azalması sonucunu doğuracak menfaatler tanınmamaktadır. Bu bağlamda yalnızca azami oranı belirlenmiş şekilde, kurucuların işletme karından pay almalarını sağlayacak olan intifa senetleri çıkarılabilir. Ancak yeni kurulan anonim şirketlerde halka arzda bu intifa senetleri geçersiz olmaktadır.

### **2.3.3.3. İşletmenin İnsan Kaynakları Politikası**

İşletmede işe alım ve kariyer planlamaları esnasında eşit koşullardaki kişilere eşit fırsat yaratılmalıdır. Aksi durumda görev değişiklikleri işletmede çeşitli yanlış anlamalar içerisinde değerlendirilebilir. Bu bağlamda objektif kriterler ortaya konmalı ve personel alımına ilişkin bu kriterlere uyulmalıdır. Ayrıca; işletme, çalışanlarına her hususta adil davranmalı, onların bilgi, beceri ve görgülerini arttırmada çeşitli eğitim programları ile en büyük destekçisi olmalıdır. Yine onların ücret, kariyer, eğitim, sağlık gibi konularda görüşlerini almalı ve iletişim içerisinde olmalıdır.

Çalışanların görev dağılımı ve performansları sonucu oluşabilecek ödüllere dair duyurular önceden gerçekleştirilmeli ve gerekirse onlara hisse senedi edinme planları oluşturulmalıdır. Çalışanlar işletme nezdinde ırk, dil, din ve cinsiyet ayrımına, fiziksel, psikolojik ve duygusal kötü muameleye karşı korunmalıdırlar. Son olarak, işletme dernek kurma özgürlüğü ve toplu iş sözleşmesi hakkının etkin bir biçimde tanınmasını desteklemelidir (SPK, 2011: 9).

### **2.3.3.4. Müşterilerle ve Tedarikçilerle İlişkiler**

İşletmeler, mal ve hizmetlerin pazarlaması ve satışında müşteri memnuniyetini sağlamak amacıyla tüm olası önlemleri almakta, satıştan önce veya sonra mal ve hizmete ilişkin bütün talepleri en kısa zamanda karşılamaktadırlar. Bununla beraber, mal veya hizmetin ticari kalite standartlarına uygunluğunun temini ve sürdürülmesi işletmenin sorumluluğundadır. İşletme ayrıca müşteri ve tedarikçiler ile ilgili bilgilerin, ticari sırların gizliliğine özen göstermelidir (SPK, 2011: 9).

### **2.3.3.5. Etik Kurallar**

Menfaat sahipleri, haklarının korunması amacıyla, işletme politikaları ve prosedürler hakkında bilgilendirilmelidir. İşletmeler, menfaat sahiplerinin etik açıdan uygun olmayan veya işletme mevzuatı ile çelişen işlemlerinin Denetimden Sorumlu Komite ile Kurumsal Yönetim Komitesi'ne iletilmesi için gerekli mekanizmaları oluşturmalıdır.

Buna ek olarak, menfaat sahiplerinin birden çok çıkar grubuna dahil olmaları veya kendi aralarında çıkar çatışması bulunması durumunda, dengeli bir politika izlenmeli ve bütün haklar birbirinden bağımsız olarak korunmalıdır. (SPK, 2011: 8). Bu bağlamda, şirket faaliyetlerinin web siteleri aracılığıyla şeffaf etik kurallar çerçevesinde yürütülmesi öngörülmektedir.

### **2.3.3.6. Sosyal Sorumluluk**

BİST'e kote olan işletmelerin sosyal sorumluluk ilkesine karşı duyarlı olmaları, çevreye, tüketicilere ve genel olarak kamu sağlığına ilişkin düzenlemeleri içeren etik kurallara uymaları anlamına gelmektedir. Bu bağlamda, işletmeler uluslararası geçerliliğe sahip insan hakları kriterlerine destek olmakta ve saygı gösterirken, işletme içerisinde irtikap ve rüşvet gibi yolsuzluklar ile de mücadele etme noktasında taahhüt altına girmektedir (SPK, 2011:9).

### **2.3.4. Yönetim Kuruluna İlişkin İlkeler**

İşletmedeki önemli aktörlerden biri de yönetim kuruludur. Bu nedenle yönetim kuruluna yönelik SPK tarafından geliştirilmiş kurumsal yönetim ilkelerini anlamak ve tanımlamak önem kazanmaktadır.

#### **2.3.4.1. Yönetim Kurulunun Temel Fonksiyonları**

Yönetim kurulunun temel fonksiyonları şu şekilde sıralanmaktadır (SPK, 2011: 9);

- a. Stratejik kararlar sonucunda bir işletmenin risk, büyüme ve getiri dengesini en uygun düzeyde tutmak, akılcı ve tedbirli bir risk yönetimi uygulamasıyla işletmenin uzun vadeli çıkarlarını gözeterek, idare ve temsil etmek,
- b. İşletmenin stratejik hedeflerini tanımlamak, işletmenin gereksindiği insan ve finansal kaynaklarını belirlemek, yönetimin performansını denetlemek,
- c. İşletme faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye, iç düzenlemelere ve oluşturulan politikalara uygunluğunu gözetmek.

#### **2.3.4.2. Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları ile Görev ve Sorumlulukları**

Yönetim kurulu faaliyetlerini, adil, şeffaf, ve objektif bir şekilde yürütmelidir. Şirket faaliyet raporunda yönetim kurulu üyelerinin görev ve yetkileri net bir şekilde açıklanmaktadır. Dolayısıyla şirkette kimsenin tek başına sınırsız karar verme yetkisi bulunamaz. Bu anlayışla, yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı/genel müdürün aynı kişi olması halinde, genel kurul bilgilendirilir ve faaliyet raporunda gerekli açıklamaya yer verilir. Yönetim kurulu şirket ile pay sahipleri arasında etkin bir iletişimin kurulması ve korunmasında, anlaşmazlıkların çözülmesinde önemli bir role sahiptir. Yönetim kurulu bu rolünü Pay Sahipleri ile Kurumsal Yönetim Komitesi ve İlişkiler Birimi yakın ilişkiler kurarak yürütür. (SPK, 2011: 9-10).

#### **2.3.4.3. Yönetim Kurulunun Oluşumu ve Seçimi**

Yönetim kurulunun üye sayısı 5'den az olmamalıdır. Bu şekilde yönetim kurulu hızlı ve akılcı kararlar alırken, komitelerin oluşması ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmeleri imkanına da sahip olmaktadır. Yönetim kurulu içerisinde icrada görevli olan ve olmayan üyeler bulunmaktadır. Özellikle icra görevi olmayan üyeler, işletmenin iş akışına ve olağan faaliyetlerine müdahil olmaz. İşletmenin yönetim kurulunda son on yıl içinde altı yıldan çok yönetim kurulu üyeliği yapmış kişiler bağımsız üye olarak atanmamaktadır.

Yönetim kurulu oluşurken, Aday Gösterme Komitesi, yönetim ve pay sahipleri de dahil olmak üzere bağımsız üyelik için aday tekliflerini, adayın bağımsızlık ölçütlerini taşıyıp taşımadığını değerlendirir ve bir rapor hazırlayarak yönetim kuruluna sunar. Yönetim kurulunda her üyenin bir oy hakkı bulunmaktadır. Yönetim Kurulu Aday Gösterme Komitesi'nin raporu çerçevesinde aday listesini SPK'ya gönderir, SPK ise adaylar hakkında olumsuz görüşü varsa bunu işletmeye bildirir. Herhangi bir üyenin SPK tarafından uygun görülmemesi durumunda, kişi yeniden bağımsız üye adayı olarak belirlenmez (SPK, 2011: 11).

#### **2.3.4.4. Yönetim Kuruluna Sağlanan Finansal Haklar**

Yönetim Kurulu, işletmeyi belirlenen ve kamuya açıklanan operasyonel ve finansal performansa ulaştırmak noktasında sorumludur. Bunun hangi oranda gerçekleştiği finansal tablolar ve faaliyet raporları ile tespit edilmektedir. Bu nedenle yönetim kurulu üyeleri ödüllendirilmekte ya da azledilmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin ücretlendirilmesinde performans ölçülerinin önceden belirlenmesi esastır. Buna göre kriterlere ulaşıldığı takdirde nasıl bir ücretlendirmenin söz konusu olacağı üst düzey yöneticilerle görüşülerek yönetim kuruluna sunulur.

Bağımsız yönetim kurulu üyeleri ücretlendirilirken hisse senedi opsiyonları ve şirket performansına dayalı ödeme planı kullanılmaz. Bununla birlikte, işletme yönetim kurulu üyelerine borç vermez, verilen borçların vadesini uzatamaz, üçüncü bir şahıs aracılığıyla şahsi kredi adı altında kredi kullandıramaz veya lehine kefalet gibi teminatlar sunamaz. Yalnızca bireysel kredi, o da uygun olmak şartıyla hakkı mahfuzdur. (SPK; 2011: 14)

Yönetim kuruluna ve üst düzey yöneticilere ödenen ücretler ve diğer tüm maaş, ikramiye, hisse senetlerine dayalı türev ürünler vb. menfaatler faaliyet raporları ile kamuya açıklanır. Bu açıklama olmadığı durumlarda asgari yönetim kurulu ve üst düzey yönetici ayırımına yer verilmesi zorunludur (SPK, 2011: 14).

### **3. ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM**

#### **3.1. Kurumsal Yönetim ve Ülke Örnekleri**

Kurumsal yönetim ülke örnekleri Anglo Sakson ülkelerde kurumsal yönetim ve Kıta Avrupa ülkelerinde kurumsal yönetim olmak üzere iki ana başlık altında incelenmiştir.

##### **3.1.1. Anglo Sakson Ülkelerde Kurumsal Yönetim**

Çalışmada Anglo Sakson ülkelerde kurumsal Yönetim anlayışını incelerken Amerika'da ve İngiltere de yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Bunun sebepleri ise; Amerika ve İngiltere nin kurumsal yönetim konusunda diğer Anglo Sakson ülkelere göre daha hakim olması ve çalışma da yapılan literatür taramasında bu konu üzerine yapılan diğer çalışmalarda da Amerika ve İngiltere de ki kurumsal yönetim alanındaki uygulamalara yer verildiği gözlemlenmiştir. Bu noktadan hareketle çalışmada Amerika ve İngilte nin çalışmaya alınması uygun görülmüştür.

###### **3.1.1.1. ABD'de Yapılan Çalışmalar**

Amerika Birleşik Devletleri'nin ekonomik başarısının temelinde özel teşebbüs ruhu ve rekabetçilik unsurları yatmaktadır. Ayrıca, ABD'de işletmelerin finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasaları aracılığıyla gidermesi çok yaygın olarak görülmekte olup, özellikle anonim şirketlerin tamamına yakın kısmı halka açıktır. Bu işletmeler Sermaye Piyasası Komisyonu (SEC)'nin denetim ve gözetimine tabidir.

Kuruluşundan bu yana New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE-New York Stock Exchange)'nda toplam 2.257 adet; 2006 itibariyle düzenli bir borsa statüsüne kavuşmuş olan NASDAQ'da (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) ise toplam 3.130 adet işletme alım satım konu olmuştur. Bu rakamlar ABD'de hisse senedi kültürünün ne kadar yaygın olduğunu göstermektedir (Kayacan, 2006: 68).

ABD'de kurumsal yönetim alanında yapılan başlıca düzenlemeler Treadway Raporu, Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu Raporu, Blue Ribbon Komitesi Önerileri, Sarbanes Oxley Yasası'dır. ABD'de kurumsal yönetime ilişkin yapılan diğer çalışmalar da tarih sırasına göre aşağıda sıralanmıştır (Metiner, 2006: 91):

- a. Varlık Yöneticisi Profesyonel Davranış Kuralları - Kasım 2003.
- b. New York Menkul Kıymetler Borsası En Son Kurumsal Yönetim Kuralları- Kasım 2003.
- c. Güvenin Yeniden Kazanılması MCI Inc.’in Geleceği için Kurumsal Yönetim Hakkında Breeden Raporu – Ağustos 2003.
- d. Kamu Güveni ve Özel Teşebbüsler Komisyonu Tespit ve Önerileri: İkinci Bölüm Kurumsal Yönetim - 9 Temmuz 2003.
- e. New York Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Hesap Verebilirlik ve Kote Olma Standartları Komisyonu’nun yayınladığı Kurumsal Yönetim Kuralları Teklifleri – 1 Ağustos 2002 (Corporate Governance Rule Proposal - 1 Ağustos 2002.
- f. Kamu Politikalarının Geliştirilmesi Amacıyla Kurulan Üst Düzey Yöneticiler Birliği’nin (Business Roundtable) Kurumsal Yönetim İlkeleri – Mayıs 2002.
- g. Kaliforniya Kamu Çalışanları Emeklilik Sistemi tarafından oluşturulan komisyonun “Denetim Komiteleri’nin Etkinliğinin Geliştirilmesi” hakkındaki raporu – 1999.
- h. Kamu Politikalarının Geliştirilmesi Amacıyla Kurulan Üst Düzey Yöneticiler Birliği’nin Kurumsal Yönetime İlişkin Beyanatı – 1997.

ABD’de yatırımcılar açısından oluşan bu olumsuz ortamı iyileştirmek ve sermaye piyasasına olan güveni artırmak amacıyla çalışmalar başlatılmıştır. Senatör Sarbanes-Oxley tarafından hazırlanan yasa 30 Temmuz 2002’de kabul edilmiş ve Sarbanes-Oxley yasası olarak yayımlanmıştır. Sarbanes-Oxley yasası finansal fiyaskolarda etken olarak kurumsal yönetimle ilgili dört temel başarısızlık sebebine ilişkin önemli düzenlemeler getirmiştir.

Önemli düzenlemelere ve sorumluklara konu edilen temel başarısızlık öğeleri;

(1) tepe yönetimdeki kültür ve yönetim anlayışı,



- (2) genel müdür,
- (3) yönetim kurulu,
- (4) İç denetim ve kontroller şeklinde sıralanabilir (Kayacan, 2006).

### **3.1.1.2. İngiltere’de Yapılan Çalışmalar**

İngiltere’de kurumsal yönetim ile ilgili ilk gelişmeler Polly Peck ve Maxwell gibi şirket skandallarının peşinden 1980’lerin sonunda 1990’ların başında ortaya çıkmıştır. Finansal raporlama yolsuzlukları Sir Adrian Cadbury’nin başkanlığını yaptığı Cadbury Komitesinin kurulmasına yol açmıştır. Cadbury Komitesi 1992 yılında “Kurumsal Yönetimin Finansal Görünüşü Üzerine Komite Raporu” adlı çalışmayı yayınlamıştır. Cadbury Raporu, CEO ve yönetim kurulu başkanının görevlerinin ayrılması, yönetim kurulunun dengeli oluşumu, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin seçim süreci, finansal raporlamada şeffaflık ve iyi içsel kontrol için gerekli unsurlar üzerinde pek çok tavsiye sunmaktadır.

En iyi uygulama kodlarını ve onlara ait tavsiyeleri içeren Cadbury Raporu Londra Hisse Senetler Borsası listeleme kurallarına dahil edilmiştir. Cadbury Komitesi’nden sonra İngiltere’de kurumsal yönetime ilişkin yapılan çalışmalar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Metiner, 2006, 128):

- a. İyi Yönetim (Good Governance): Gönüllü Yardım Kuruluşları İçin Kurumsal Yönetim Kodu Haziran 2005.
- b. RSM Robson Rhodes ve Londra Menkul Kıymetler Borsası İşbirliği ile yayınlanan Kurumsal Yönetim: Uygulama Rehberi - 24 Ağustos 2004.
- c. Finansal Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim Bütünleşik Kodu - 23 Temmuz 2003.
- d. Finansal Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Denetim Komiteleri - Bütünleşik Rehber - Ocak 2003.
- e. Ticaret ve Sanayi Departmanı tarafından yayınlanan Higgs Raporu: İcracı Olmayan Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü ve Etkinliğine İlişkin İnceleme - Ocak 2003.

- f. 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.
- g. Hermes Pensions Management Limited adlı Şirket tarafından yayınlanan Hermes İlkeleri 21 Ekim 2002.
- h. Kredi ve Yatırım Fonları Birliği tarafından yayınlanan En İyi Uygulama Kodu -Ocak 2001.
- i. Kurumsal Yönetim Komitesi tarafından yayınlanan Bütünleşik Kod: İyi Yönetim İlkeleri ve En İyi Uygulama Kodu - Mayıs 2000.
- j. İç Kontrol Bütünleşik Kod ile İlgili Yönetim Kurulu için Rehber - Eylül 1999.
- k. Ulusal Emeklilik Fonları Birliği, Londra Menkul Kıymetler Borsası, İngiliz Sanayi Konfederasyonu, Yönetim Kurulu Üyeleri Enstitüsü, Muhasebe Organlarının DanıŐma Komitesi ve İngiliz Sigortacılar Birliği tarafından yayınlanan Hampel Raporu - Ocak 1998.
- l. İngiliz Sanayi Konfederasyonu tarafından yayınlanan Yönetim Kurulu Üyeleri Ücretleri hakkındaki Greenbury Raporu - 15 Temmuz 1995.
- m. İçsel Çalışma Grubu tarafından yayınlanan İçsel Kontrol ve Finansal Raporlama isimli çalışma Rutterman Raporu – 1994.
- n. Finansal Raporlama Konseyi, Londra Menkul Kıymetler Borsası ve Muhasebeciler Meslek Mensupları tarafından yayınlanan Cadbury Raporu – 1 Aralık 1992.

### **3.1.2. Kıta Avrupası Ülkelerinde Kurumsal Yönetim**

Çalışma da Kıta Avrupa ülkelerinde kurumsal yönetim çalışmaları incelenirken Almanya ve Fransa da yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Bunun sebebi ise; diğer Kıta Avrupa ülkelerine kıyasla Almanya ve Fransa da kullanımın daha yaygın olması ve bu

alandaki yapılan çalışmaların da daha fazla olması bu ülkelerin seçilmesine sebep olarak gösterilebilir.

### **3.1.2.1. Almanya’da Yapılan Çalışmalar**

Almanya’da savaş sonrasında uzun vadeli sorumlulukların ve güvenin ön planda olduğu, sanayi firmaları ve bankalar arasında ilişkilere dayalı sözleşmelerin yapıldığı ve bankaların şirket yönetim kurullarında içsel hissedar olarak koltuk sahibi olduğu bir sistem geliştirilmiştir. Alman sistemi katılımcılar arasında bir görüş birliği oluşturarak ortak karar almayı amaçlamaktadır. Sanayi firmalarının denetim kurullarında bankaların temsilci bulundurulmasıyla kurumsal yönetimin içsel kontrolü gerçekleştirilmiştir (Deeg, 2001: 94).

Almanya’da kurumsal yönetimin gelişmesine dönük yapılan bazı çalışmalar aşağıda sunulmuştur (Metiner, 2006: 65);

- a. Alman Kurumsal Yönetim Kodu’na İlişkin Değişiklikler - 2 Temmuz 2005.
- b. Varlık Yönetim Şirketlerine İlişkin Kurumsal Yönetim Kodu - 27 Nisan 2005.
- c. Alman Kurumsal Yönetim Kodu’na İlişkin Değişiklikler - 21 Mayıs 2003.
- d. Alman Kurumsal Yönetim Kodu - 26 Şubat 2002.
- e. Baums Komisyonu Raporu - 10 Haziran 2001.
- f. Kurumsal Yönetim Kodu - Haziran 2000.
- g. Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Kuralları - Ocak 2000.
- h. DSW Tavsiyeleri - Haziran 1998.

### **3.1.2.2. Fransa’da Yapılan Çalışmalar**

Fransa’da kurumsal yönetime ilişkin iki tane en iyi uygulama kodu yayınlanmıştır. Bunlar 1995 yılında yayınlanan 1.Vienot Raporu ve 1999 yılında yayınlanan 2.Vienot Raporu’dur. En iyi uygulama kodlarının yanında başka düzenlemeler de yapılmıştır. Bunlardan bazıları aşağıdaki gibidir (Metiner, 2006: 93);

- a. L'Association Française de la Gestion Financière'nın Değişiklik Teklifleri – Mart 2004.
- b. Borsaya Kote şirketlerde Kurumsal Yönetim - Ekim 2003.
- c. Vienot Raporu II - Temmuz 1999.
- d. Kurumsal Yönetime İlişkin Tavsiyeler - 9 Haziran 1998.
- e. Vienot Raporu I Haziran 1995.

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

### **3.2.1. Kurumsal Yönetim ve Türkiye’deki Gelişimi**

Türkiye kurumsal yönetim anlayışını diğer dünya devletlerine göre daha geç benimsemiştir. Ülkemizde ilgili kuruluşlar tarafından yapılan çalışmalar ve düzenlemeler bir taraftan kurumsal yönetim anlayışının ülkemizde benimsenmesine diğer taraftan da ilerlemesine zemin hazırlamıştır. Bu bağlamda kurumsal yönetim anlayışının ülkemizde yerleşmesinde dönüm noktaları olabilecek uygulamalar aşağıda belirtilmiştir ([www.tkyd.org/tr](http://www.tkyd.org/tr); Erişim ):

- a. Aralık 2002 TÜSİAD Türkiye’de ilk kurumsal yönetim uygulama kodunu oluşturdu.
- b. Temmuz 2003 Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) “Kurumsal Yönetim İlkeleri”ni yayımladı.
- c. Aralık 2003 SPK, kurumsal yönetim derecelendirmesi ile ilgili düzenleme yayımladı.
- d. Ağustos 2004 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) Kredi Kuruluşları Kanun Taslağı’ni yayımladı.
- e. Kasım 2004 SPK, İMKB’de işlem gören firmalardaki kurumsal yönetim uygulamalarını inceleyen araştırma sonuçlarını yayımladı.

- f. Aralık 2004 SPK, İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uyum raporlarının faaliyet raporları içerisinde yer almasını ve internet sitelerinde uyum raporlarını içeren bir yatırımcı ilişkileri bölümü açılmasını zorunlu hale getirdi.
- g. Şubat 2005 İMKB, kurumsal yönetim endeksi ile ilgili kuralları belirledi.
- h. Şubat 2005 SPK, OECD kurumsal yönetim ilkelerinde yapılan değişikliklerin ardından Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde düzenlemeler yaptı.
- i. Mayıs 2005 TKYD ve Boston Consulting Group (BCG) “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırmasını tamamladı.
- j. Kasım 2005 Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı parlamentoya sunuldu.
- k. Kasım 2005 Kurumsal yönetim ilkelerini içeren Bankacılık Kanunu BDDK tarafından yayımlandı.
- l. Haziran 2006 SPK bağımsız denetim standartları ile ilgili düzenlemeleri hazırladı.
- m. Ekim 2006 OECD “Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study” araştırma sonuçlarını açıkladı.
- n. Temmuz 2007 SPK, "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına ilişkin Esaslar Tebliği"i yenileyerek yayımladı.
- o. Ağustos 2007 İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlandı.

Kurumsal Yönetim, şirketler için kurumsal varlıklarının sürdürülebilirliği, ülkemiz ekonomisi için ise sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın sağlanması açısından güvence oluşturmaktadır. Bu nedenle ülkemizde çeşitli kuruluşlarca kurumsal yönetimin düzenlemeleri yapılmaktadır.

Türkiye’de kurumsal yönetim alanında düzenlemeler yapan kurumlar şunlardır:

- i. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)

- ii. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)
- iii. Türkiye İşadamları ve Sanayicileri Derneği (TUSİAD)
- iv. Borsa İstanbul (BİST)
- v. Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Kurulu(UFRSK)

### 3.2.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Konusunda Yapılan Düzenlemeler

#### 3.2.2.1. SPK’nın Getirdiği Düzenlemeler

Başta halka açık işletmeler olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketler tarafından uygulanabilecek kurumsal yönetim ilkeleri Sermaye Piyasası Kurulu’na belirlenerek, Temmuz 2003'te açıklanmıştır. Kurul birçok ülkenin düzenlemeleri incelenmiş, başta 1999 yılında yayınlanan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülkemizin kendine özgü koşulları ele alınmıştır (Övünç, 2004: 11).

SPK’nın yaptığı düzenlemeler pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır.

**a. Birinci Bölüm:** Pay sahiplerinin hakları ve eşit işleme tabi tutulmaları konularındaki ilkeler yer almaktadır. Bu bölümde pay sahiplerinin ilgilendiren ilkeler şunlardır,

- i. Bilgi alma ve inceleme,
- ii. Genel kurula katılım ve oy verme,
- iii. Kar payı alma,
- iv. Azınlık haklarına ayrıntılı olarak yer verilmekte, ayrıca pay sahipliğine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile eşit işleme.

**b. İkinci Bölüm:** Kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilgili prensipler yer almaktadır. Bu bölümde kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde,

şirketlerin pay sahiplerine yönelik olarak bilgilendirme politikası kuralları oluşturmalarına ve bu kurallar bütününe sadık kalarak kamuyu aydınlatmalarına yönelik prensipler açıklanmıştır. Ayrıca periyodik finansal tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler ayrıntılandırılmıştır.

**c. Üçüncü Bölüm:** Menfaat sahipleri ile ilgilidir. Menfaat sahibi, şirketin hedeflerine ulaşması ve faaliyetleri ile herhangi bir ilgisi olan kişi, kurum veya çıkar grubu olarak tanımlanmaktadır. Şirketle ilgili menfaat sahipleri; pay sahipleri ile birlikte şirket çalışanlarını, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta şirkete yatırım yapmayı düşünebilecek potansiyel tasarruf sahiplerini de içermektedir.

**d. Dördüncü Bölüm:** Bu bölümde yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile yönetim kuruluna sağlanan finansal haklar yer almaktadır. Rehberin dördüncü bölümünde yer alan diğer bir ilke, işletmelerin, finansal ve operasyonel faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde gözetebilmelerini teminen denetimden sorumlu komite oluşturmaları ile ilgilidir. Komite başkanının bağımsız üye olması ve üyelerin çoğunluğunun işletmede icradan sorumlu olmayan üyelere oluşması öngörülmektedir. Denetimden sorumlu komite; işletmenin finansal raporlama ve iç kontrol sistemi ile bağımsız denetiminin işleyişi ve etkinliğinin gözetiminden sorumludur. Ayrıca, bağımsız denetim kurulunun seçimi, denetim sözleşmelerinin hazırlanarak bağımsız denetim sürecinin başlatılması ve bağımsız denetim kuruluşunun her aşamadaki çalışmalarının gözetimi de komitenin sorumlulukları arasındadır.

SPK'nın 20.03.2003 tarihli resmi gazetede çıkan tebliği çerçevesinde Türkiye'de kurumsal yönetim alanında yeniden düzenlemeler yapılmıştır. Söz konusu tebliğde açıklanan değişiklikler şunlardır (Küçüksözen ve Küçüksözen, 2005: 42);

- i. Bağımsız denetim kuruluşlarının ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanları ile diğer personelin denetim hizmetleri verdikleri müşterilerine, vergi danışmanlığı (finansal tabloların ve beyannamelerin vergi mevzuatı hükümlerine uygunluğunu incelemek ve uygunluğu tasdik etmek, konu

hakkında yazılı görüş vermek ve rapor düzenlemek faaliyetleri) hariç olmak üzere, danışmanlık hizmeti vermeleri yasaklanmıştır.

- ii. Bağımsız denetim kuruluşlarına 5 yıllık rotasyon zorunluluğu getirilmiştir. Bu çerçevede halka açık şirketler, bir bağımsız denetim kuruluşundan en çok 5 yıl bağımsız denetim hizmeti alabileceklerdir.
- iii. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için, yönetim kurulu tarafından kendi üyeleri arasından seçilecek en az iki üyeden oluşan “denetimden sorumlu komite” kurulması zorunluluğu getirilmiştir. Komitenin iki üyeden oluşması halinde her iki üyenin, ikiden fazla üyeden oluşması halinde ise çoğunluğun, genel müdür ya da icra komitesi üyesi gibi doğrudan icra fonksiyonu üstlenmeyen ve Murahhas üye sıfatı taşımayan yönetim kurulu üyelerinden oluşması gerekmektedir.
- iv. Denetimden sorumlu komite, şirketin finansal raporlama sistemi ile bağımsız denetim ve iç kontrol sisteminin işleyişinin ve etkinliğinin gözetiminden sorumludur. Ayrıca şirketin bağımsız denetim hizmetini üstlenecek bağımsız denetim kuruluşunun seçimi ve alınacak hizmetler, denetimden sorumlu komitenin ön onayına tabidir.
- v. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler ile aracı kuruluşların yönetim kurullarına, finansal tablolar ile yıllık raporların SPK'nın muhasebe standartları ile genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak hazırlandığı, sunulduğu ve gerçeğe uygun ve doğru olduğu hususunda ayrı bir karar alma zorunluluğu getirilmiştir.
- vi. Finansal tablo ve raporların kamuya açıklanması sırasında, şirketler ile aracı kuruluşların genel müdürünün (ya da finansal raporlamadan sorumlu bölüm başkanı veya bu sorumluluğu üstlenmiş yönetim kurulu üyesi) ek bir açıklamada bulunması gerekmektedir. Bu açıklamada, finansal tablo ve raporların; incelendiği, gerçeğe aykırı bir açıklama içermediği veya eksik olmadığı, şirketin gerçek finansal durum ve faaliyet sonuçlarını yansıttığı yazılı (ve imzalı) olarak belirtilmelidir.



SPK konuyla ilgili olarak 04.12.2003 tarihli Resmi Gazete’de “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile derecelendirme faaliyeti; “Kredi Derecelendirmesi” ve “Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi” faaliyetlerini kapsamaktadır. Tebliğ ile getirilen Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi, “ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti” olarak tanımlanmıştır. Tablo 2’de kurumsal yönetim ilkelerine uyum ve kredi derecelendirilmesini yapan kuruluşlar belirtilmiştir.

**Tablo 2:** Derecelendirme Faaliyetleri ve Derecelendirme Kuruluşları

	<b>Türkiye’de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları</b>	<b>Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları</b>
<b>Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi</b>	1- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	1- CoreRatings (Det Norske Veritas-DNV bünyesinde bağımsız bir birim) 2- ISS Europe S.A.
<b>Kredi Derecelendirmesi</b>	1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	1- Standards and Poor’s Corp. 2- Moody’s Investor Service Inc. 3- Fitch Ratings Ltd.

**Kaynak:** (<http://www.spk.gov.tr/msd/derkur/index.html-2k>, 12.02.2007)

### 3.2.2.2. TTK ve Getirdiği Düzenlemeler

Kurumsal yönetimle ilgili dört temel ilke olan adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri şirketlerin kaynak temini ve şirketin hissedarlarına değer yaratması yönüyle kurumsal yönetimin inceleme alanındadır. Kurumsal yönetim ilkeleri aşağıda kısaca açıklanmıştır.

- i. **Adaletlilik:** Azınlık ve yabancı hissedarlar dâhil olmak üzere hissedar haklarının korunması ve tedarikçilerle yapılan sözleşmelerin uygulanabilirliğinin sağlanmasıdır. Türk Ticaret Kanunu Tasarısında 357. ve 391. maddelerde açık bir kural olarak yazılıdır.
- ii. **Şeffaflık:** Şirketin finansal performansı, yönetimi ve hissedarlık yapısı hakkında yeterli, doğru ve kıyaslanabilir bilginin zamanlı bir şekilde

açıklanmasıdır. Türk Ticaret Kanunu Tasarısında 1505. ve 1506. maddelerde yer almıştır.

- iii. “Anonim şirketlerde genel kurullara elektronik ortamda katılma, öneride bulunma, görüş açıklama ve oy verme, fizikî katılmanın ve oy vermenin bütün hukukî sonuçlarını doğurur (m.1505). Elektronik ortamı kullanmak isteyen ortaklar, pay sahipleri ve yönetim kurulu üyeleri e-posta adreslerini şirkete bildirirler (m.1506).”
- iv. **Hesap Verebilirlik:** Şirket yönetimine ilişkin kural ve sorumlulukların açık bir şekilde tanımlanması, yönetim ile hissedar menfaatleri arasındaki paralelliğin yönetim kurulu tarafından gözetilmesidir.
- v. **Sorumluluk:** Şirket faaliyetleri ilgili mevzuata, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun sağlanmasıdır.

### 3.2.2.3. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin BİST'de işlem gören halka açık işletmeler tarafından uygulanmalarını teşvik etmek amacıyla, Kurul'un 12.12.2003 tarihli toplantısında, kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan ilkeleri uygulayan şirketlere yönelik olarak;

- i. BİST bünyesinde ayrı bir endeks oluşturulması,
- ii. Oluşacak endekse dahil olma konusunda istekli olan şirketlere Derecelendirme Tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma zorunluluğu getirilmesi,
- iii. Oluşturulacak endekse dahil olacak şirketlere BİST'e kote olan şirketlerden her yıl alınan kotta kalma ücretleri bakımından bazı indirimler sağlanması,
- iv. Endeks kriterleri nin belirlenmesi konusunda uygulanacak yöntem konularını kapsayacak şekilde çalışma yaparak sonuçlandırılması hususlarında BİST'e bildirimde bulunulmasına karar verilmiştir.

BİST bünyesinde ayrı bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmasına ilişkin olarak Kurul'un 12.12.2003 tarih ve 63/1478 sayılı toplantısında alınan karar ve BİST Başkanlığı'na yazılan 12.12.2003 tarih ve PGDD/10-137-17344 sayılı yazısına istinaden, BİST tarafından belirlenen "BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları" Kurul'un 07.02.2005 tarih ve 4/99 sayılı toplantısında görüşülmüş ve;

- i.** Şirketlerin "BİST Kurumsal Yönetim Endeksi"ne (KY Endeksi) dahil olabilmeleri için "BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları" ile "5" olması öngörülen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun, Kurul'un Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin amaca uygun olarak uygulanmasını teminen "6" olarak değiştirilmesinin uygun olacağı yönünde İMKB Başkanlığı'na bildirimde bulunulmasına,
- ii.** Borsa kotunda/kaydında bulunan hisse senetlerinin toplam nominal tutarı üzerinden hesaplanan kotta/kayıtta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibariyle, KY Endeksi kapsamında bulunan şirketler için kotta kalma ve kayıtta kalma ücretlerinde % 50 indirim yapılması yönünde kotasyon ücretleri tarifesinde değişiklik yapılması hakkındaki BİST önerisinin onaylanmasına,
- iii.** Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesinde, bölümler itibariyle ağırlıklandırmanın "pay sahipleri bölümü için %25", "kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümü için %35", "menfaat sahipleri bölümü için % 15" ve "yönetim kurulu bölümü için %25" olarak yapılmasına ve derecelendirme sonuçlarının bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile "pay sahipleri", "kamuyu aydınlatma ve şeffaflık", "menfaat sahipleri" ve "yönetim kurulu" ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere ağırlıkları ile birlikte kamuya açıklanmasına, karar verilmiş olup, alınan karar Kurul tarafından kamuya duyurulmuştur.

BİST Yönetim Kurulu'nun 23.02.2005 tarihli toplantısında, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil olacağı KY Endeksi'nin, kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az "6" olan 5 şirketin BİST'e bildirilmesi halinde, BİST Günlük Bülteni'nde yapılan duyurudan 1 hafta sonra hesaplanmaya

başlanmasına ve “BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları”nın belirlenmesine karar verildiği hususu BİST tarafından kamuya duyurulmuştur.

Aynı genelgede, Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayan BİST şirketlerinin teşvik edilmesi amacıyla BİST Yönetim Kurulu’nun 18.03.2004 tarihli toplantısında kararlaştırılan ve Kurul’un 07.02.2005 tarih ve 4/99 sayılı toplantısında onaylanıp yürürlüğe giren kotasyon ücretleri tarifesi değişikliği uyarınca, kotta/kayıtta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibariyle BİST’de hisse senetleri işlem gören şirketlerden KY Endeksi kapsamında yer alacak şirketlere “Kotta Kalma” veya “Kayıtta Kalma” ücretlerinde % 50 indirim yapılacağı ifade edilmiştir.

Ancak, BİST Yönetim Kurulu’nun 18.11.2009 tarihli toplantısında kabul edilen ve SPK’nın 24.12.2009 tarih ve 1142 sayılı toplantısında onaylanarak aynı tarihten itibaren yürürlüğe giren Kotasyon Ücret Tarifesi’nde yapılan aşağıdaki değişiklik ile “Kotta Kalma” veya “Kayıtta Kalma” ücretlerinde yapılan indirim esasları aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir.

*“Temel kuralları Borsamız internet sitesinin “Endeksler” bölümünde belirtilen Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayan Borsa şirketlerinin teşvik edilmesi amacıyla, kotta/kayıtta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibariyle hisse senetleri Borsa’da işlem gören şirketlerden “BİST Kurumsal Yönetim Endeksi” kapsamında yer alacak şirketlere “kotta kalma” veya “kayıtta kalma” ücretleri BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girdikleri tarihten itibaren tahakkuk tarihleri itibariyle ilk iki yıl % 50, sonraki iki yıl % 25 ve izleyen yıllarda % 10 indirimli uygulanır. Halihazırda BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan şirketler için aynı esaslar geçerlidir.”*

KY Endeksi, BİST pazarlarında (Gözaltı Pazarı hariç) işlem gören ve Derecelendirme Tebliği kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin olarak belirlenmiş derecelendirme notuna sahip şirketlerin belirlenen kurallara göre fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

Şirketlerin “BİST Kurumsal Yönetim Endeksi”ne (KY Endeksi) dahil olabilmeleri için “BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları” ile 6 olması öngörülen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun en az 7 olması şeklinde düzenlemede değişikliğe gidilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, bir bütün olarak tüm ilkelere uyum notu en az ‘‘7’’ olan ve BİST pazarlarında (Gözaltı Pazarı hariç) işlem gören şirketlerin hisse senetleri derecelendirme notunun BİST’ye bildirildiği günü takip eden iş gününde KY Endeksi’ne alınmaktadır.

Aşağıdaki şartlarda veya durumlarda KY Endeksi kapsamında bulunan ilgili hisse senetleri KY Endeksi’nden çıkarılır:

- i. Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan BİST Gözaltı Pazarı’na alınması,
- ii. Yeni bildirilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 7’den düşük olması,
- iii. Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz ‘‘5’’ iş gününden fazla süre ile kapalı kalması,
- iv. Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması,
- v. Derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona erdiğinin BİST’e bildirilmesi,
- vi. Derecelendirme kuruluşunun SPK’nın ‘‘Derecelendirme Kuruluşları Listesi’’nden çıkarıldığının BİST’e bildirilmesi,
- vii. Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığıının BİST’e bildirilmesi.

Ayrıca, ‘‘BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları’’nda, KY Endeksi’ne yeniden alınma, birleşme ve devir almalarda yapılan değişiklikler ve birden fazla derecelendirme kuruluşundan not alınması konularında düzenlemelere gidilmiş ve hesaplama yöntemi konusunda bilgi verilmiştir.

KY Endeksi’ne alınma kriterlerini sağlayan şirketlerin sayısının 5’e ulaşması halinde İMKB Günlük Bülteni’nde yapılan duyurudan 1 hafta sonra KY Endeksi’nin hesaplanmaya başlanacağı ve BİST Ulusal-100 endeksinin ilan edilen en son değeri KY Endeksi’nin başlangıç değeri olarak alınacağı ifade edilmiştir.

29.08.2007 tarihinde BİST Ulusal-100 endeksinin kapanış değeri olan 48.082,17, KY Endeksi’nin başlangıç değeri olarak belirlenmiştir.

## 4. DÖRDÜNCÜ BÖLÜM: FİNANSAL PERFORMANS VE VERİMLİLİK

### 4.1. Finansal Performansın Tanımı

İşletmelerde performans kavramı, "belirli bir zaman dilimi içerisinde üretilen mal veya hizmet miktarı" olarak tanımlanmakta (Bunuş, vd., 2010: 405) hem finansal hem de finansal olmayan ölçütlere dayandırılmaktadır. İşletme performansının en önemli unsurlarından biri olan finansal performans, finansal çıktılardan oluşur ve "işletmenin ekonomik hedeflerini gerçekleştirme düzeyi" olarak tanımlanır (Karğın, 2010: 196). İşletmenin finansal performansının belirlenmesini sağlayacak olan verilerden bazıları; karlılık, hisse başı kazanç, satış artışı gibi ölçütlerdir. [Bu bağlamda, işletmeler finansal bir hareket üzerinde süreklilik kazanmaktadırlar]. Dolayısıyla, varlıklarını sürdürebilmeleri için optimum finansal performansı yakalamaları gerekmektedir.

Finansal performans objektif bir performans kriteridir. Yüksek finansal performansa sahip işletmeler, doğru işleri doğru şekilde yapmakta; diğer bir ifadeyle gereksinim duydukları üretim kalite ve düzeyini, daha düşük maliyetlerle üretmektedirler. Bu ürün ya da hizmetler aynı zamanda hem çalışanlarının hem de ortaklarının beklentilerini karşılamalı ya da aşmalı ve katma değer yaratmalıdırlar (Yükçü ve Atağan, 2009: 3).

İşletmelerin performansları değerlendirilirken, günümüze kadar, genellikle finansal performans ölçütlerine vurgu yapılmıştır. Bu bağlamda, özellikle finansal performans ölçütleri objektif değerler olarak mutlak finansal performans değerleri yani nicel verilere (finansal tablolardan elde edilen finansal oranlar) dayandırılmaktadır. Ancak, günümüz işletmelerinde performans ölçülürken, farklı kriterler de devreye girmektedir. Geçmişte merkezinde "kârlılık yaratma" kavramının olduğu finansal performans paradigması günümüzde;

- a. Müşteri sürekliliği,
- b. Çalışan mutluluğu,
- c. Hissedar ve paydaşların tatmini,
- d. Sosyal sorumluluk,
- e. Sektörler arası rekabet,

- f. BİST, SPK, BDDK vb. kurumların düzenleme ve mevzuatına uyum gibi parametreler ile değerlendirilmektedir (Çınar, 2013).

Bu kriterler göz önünde bulundurulduğunda, yönetsel ve organizasyonel anlamda, işletme yönetimi finansal performansı kontrol etmekle yükümlüdür. Bu kontrol işlevi içerisinde, performans hedeflerini belirleme, performansı ölçme, (hedefler ile ulaşılan performans arasında karşılaştırma yapma), hedefler ile ulaşılan performans arasındaki farkları hesaplama ve farkı kapatmak için strateji oluşturma bulunmaktadır (Coşkun, 2006: 120). Finansal performansın değerlendirilmesi ile referans verilen çerçeve, işletmelerin finansal pozisyonlarının, yatırımlarının güvenliğinin ve risklerinin değerlendirilmesi sürecidir. Finansal performans kavramı çok uzun süre kârlılık ile eş değerli görülse de, günümüzde içerisinde finansman kararları alma, yöneticilerin performansı, kaynak kullanımı ve yöneticilerin performans düzeylerinin de bulunduğu bir genel çerçeveye referans vermektedir. Bununla birlikte finansal performans kavramına getirilen ölçüler; işletmenin geçmişine dair verileri incelemektedir. Ancak, finansal olmayan göstergeler ise şirketin hem mevcut değeri hem de değer yaratma potansiyeli üzerine önemli bilgiler sunmaktadırlar (Şamiloğlu, 2006: 79).

Bir işletmede finansal performansın anlaşılabilmesi için finansal başarının ölçülmesi gerekmektedir. Finansal başarı ise “etkinlik” ve “verimlilik” kavramları ışığında oluşmaktadır. Özellikle ekonomik anlamda kaynakların önemli oranda kısıtlandığı günümüz rekabetçi ortamında işletmelerin etkinlik ve verimlilikleri büyük önem kazanmaktadır (Titiz; vd.; 2007: 120). Dolayısıyla, finansal performansın ölçümünü hedefleyen araçların bugüne kadar ağırlıklı olarak vurgu yapılmış olan kârlılık kavramına karşın etkinlik ve verimlilik kavramlarını ön plana çıkartması söz konusudur.

### **2.3.3. Etkinlik**

Etkinlik kavramı sık sık “etkililik” ve “etkenlik” kavramları ile karıştırılmaktadır. Bu nedenle, üç kavramı da dikkatle analiz etmek gerekmektedir. Etkenlik, bir örgüt bünyesindeki mevcut kaynakların kullanımı ile ilgilidir. Buna karşın, “etkililik” ise örgütün amaçları ve çıktıları ile ilgili bir kavram olarak ön plana çıkmaktadır. Örgütsel etkililik işletmenin çeşitli grupların taleplerini hangi düzeyde

karşılığının “dışsal bir standardır” (Yükçü ve Atağan, 2009 : 2). Dolayısıyla etkililik sürecinde sorular ağırlıklı olarak;

Gereksinim duyulan mal ve hizmetlerin üretilip üretilmemesi,  
Çıktı üretiminde sağlanmak istenen ile sağlanmış olan arasındaki düzey farkı,  
Planların gerçekleşme derecesi üzerine odaklanmaktadır (Yaldız, 2006, 1).

Etkililikten ve etkenlikten ayrı bir kavram olarak “etkinlik” kavramı, farklı literatürlerde farklı tanımlar ile karşılanmaktadır. Örneğin, yönetim ve organizasyon literatüründe Peter Durcker, etkinliği, işlerin doğru yapılması ve doğru işlerin doğru şekilde (bir girdi-çıktı mekanizması ile) yapılması şeklinde tanımlanmıştır. Dolayısıyla, bir yönetici belirli sayıdaki kaynakla, maliyetleri minimize ederek girdilerin niteliklerini artırabiliyorsa ve işletme performansını üst düzeye çekiyorsa, bu etkinlik üretimidir (Yaldız, 2006: 4). İşletmenin etkinliği, işletmenin önceden saptamış olduğu hedeflere ulaşma düzeyini ifade etmektedir. Bu bağlamda, etkinlik değerlendirmesi rekabet ortamı içerisinde işletme için nerede olduğunu belirlemesine ve elindeki girdilerden nasıl daha çok çıktı üretebileceğine yönelik bir çerçeve çizmektedir (Titiz; vd. , 2007: 120).

İktisat literatüründe Vilfredo Pareto'nun ortaya çıkardığı ve Pareto Optimumu olarak bilinen etkinlik kuramına göre, işletmelerde objektif olarak ölçülebilen ekonomik etkinlik merkeze yerleştirilmektedir. Ekonomik etkinlik, bir ekonominin rekabet edebilme gücünü yansıtmakla birlikte üretim etkinliği ve tahsis etkinliğini de içermektedir. Dolayısıyla, ekonomik verimlilik tahsis etkinliği (allocative efficiency) statik etkinlik (static efficiency) olarak da isimlendirilmektedir. Etkinliğe ilişkin bir diğer kavram ise dinamik etkinlik” (dynamic efficiency)'tir” . Teknik ilerlemenin artması ya da insan sermayesinin gelişiminden ötürü ulusal kaynak stoğundaki değişim hızı, toplam kalite ya da miktar artışı doğrultusunda daha büyük bir toplam refah sağlanabilirse, bu durumda yapılan etkinlik ölçümü dinamik etkinliktir (Yaldız, 2006, 7).

“Mal ya da hizmete esas olan girdilerin yeniden dağılımı ile ya da tüketiciler arasında malların yeniden dağılımı ile bir başkasının durumunu kötüleştirmeksizin, bazı insanların durumlarını iyileştirmenin artık başka bir yolu kalmamışsa pareto optimumu sağlanmıştır” (Yaldız, 2006: 8). Dolayısıyla formüle edilirse, iki mal (X ve Y), iki girdi



(K ve L) ve iki tüketici (A ve B) bir ekonomik zeminde şu şekilde etkinlik sağlayabilmektedir;

$MRSA(X,Y) = MRSB(X,Y) = PX/PY \Rightarrow$  Tam rekabette bölüşümde etkinlik koşulu,

$MRTSX(L,K) = W/R = MRTSY(L,K) \Rightarrow$  Tam rekabette üretimde etkinlik koşulu,

$MRS(X,Y)=MRT(X,Y)=PX/PY=MCX/MCY \Rightarrow$  Tam rekabette dağılımda etkinlik koşulu.

Bir diğer formülasyona göre ise; Etkinlik= Standart Performans / Gerçekleşen (fiili) performans olarak ifade edilmektedir (Yükçü ve Atağan, 2009: 3).

Etkinlik, "teknik etkinlik" ve "tahsis etkinliği" olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Teknik etkinlik, üretimde kullanılan girdinin teknolojik düzey ile fiziksel çıktı miktarının en yüksek değerine ulaştırılması iken, tahsis etkinliği girdi fiyatlarına istinaden en uygun girdi bileşimini yaratma başarısını ifade etmektedir(Bunuş, vd. , 2010: 407). Günümüzde, özellikle mevcut yatırımların daha etkin kullanılması, yen yatırımların getirdiği risklere nazaran daha çok tercih edilen ve daha gerekli bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır.

Etkinlik noktasında önemle belirtilmesi gereken bir husus, en başarılı işletmelerde dahi mevcut kaynakların hepsinden tam anlamıyla yararlanılamayacağı gerçeğidir. Buna göre işletme içi ve dışı birçok etmen kaynak kullanımını etkilemektedir. Dolayısıyla işletmeden kaynaklanmayan nedenlerden ötürü mevcut kaynaklarda kayıplar çıkmakta ve tüm bu gelişmeler göz önünde bulundurularak belirlenen performans düzeyi ise standart performans düzeyi olarak kaydedilmektedir (Yükçü ve Atağan, 2009: 3).

#### **4.1.2. Verimlilik**

Verimlilik oldukça geniş kullanım alanına sahip bir kavramdır. Ekonomi alanında verimlilik, çıktıların en düşük maliyetle üretimi iken, mühendislik disiplinde gerçekleşen çıktı ile ihtiyaç duyulan çıktının karşılaştırılması anlamında kullanılmakta

ve böylece etkililik kavramı ile yakın içeriklere bürünmektedir. Bu bağlamda, verimlilik birçok işletmede kolaylıkla ölçülebilir basitlikte olmasından ötürü yaygın bir şekilde kullanılan bir performans ölçütü olarak ön plana çıkmaktadır.

Verimlilik kavramı, 18. yüzyılda bugünküne yakın bir içerik kazanmış, 19. yüzyılda ise "üretme hassası" terimi ile karşılanmıştır. Bir fizyokrat olan Francois Quesnay (1694-1774) verimliliği ziraatte gerçek refahın kaynağı olarak nitelendirmiştir. Verimlilik kavramına dair bir diğer değerlendirme ise Adam Smith'in "Ulusların Zenginliği" isimli eserinde, kavramı modern dünyaya uygun işgücü ve işbölümü örgütlenmesine örnek olarak göstermesidir. Nitekim Karl Marx da, üretim işletmelerindeki işgücü, malzeme, teçhizat arasındaki ilişkileri "verimlilik" kavramı çevresinde tartışmayı seçmiştir (Yaldız, 2006: 4).

20. yüzyılın başında verimlilik bu kez uygulanma olanağı bulmuş ve Taylor'ın çalışmalarının Sanayi Devrimi sonrası kitle üretiminin uygulandığı Ford fabrikasındaki çalışmalara ilham vermesi ile birlikte ön plana çıkmıştır. Buradaki temel soru, "iş nasıl daha iyi yapılır?" sorusudur ve bu algı Taylorizm-Fordizm olarak kabul edilmektedir. 1970'lere kadar hakim paradigma olan "işin parçalara bölünerek incelenmesi ve sonradan yeniden bir araya getirilmesi" mantığının bir diğer destekleyicisi ise maliyetlerin aşağı çekilmesi üzerine yoğunlaşılmasıdır. 1970'li yıllardan sonra bu paradigmanın yerine, etkinlik ve verimlilik faktörlerinin bir arada ele alındığı prodüktivite kavramı kullanılmaya başlanmıştır (Odabaşı, 1997: 17).

Günümüzde verimlilik, üretimi ilgilendiren ve sadece etkenlik ve etkililik bileşenlerini içeren bir kavram olmaktan çıkıp, randıman, performans, yenilik ve çalışma yaşamının kalitesinin artırılması gibi parametreleri de içerisine almıştır. Verimlilik gün geçtikçe daha çok performans ile özdeşleşmeye başlamış bir kavramdır. "Günümüzdeki verimlilik tanımlarına bakıldığında bu kavramın performans ile özdeşleşme süreci gözlemlenebilmektedir. Örneğin, OECD verimliliği, "çıktının üretim unsurlarından birine bölünmesi" , ILO(Uluslararası Çalışma Örgütü), " üretimin dört üretim unsuruna (toprak, sermaye, emek, girişimci) oranı, EPA (Avrupa Parlamenterler Örgütü), "a) her bir üretim unsurunun etkili kullanım derecesi, b) sürekli mevcudu iyileştirmeye yönelik bir felsefe, c) her şeyin bugün dünden daha iyi yapılabileceği esasını vurgulayan bir sistematik d) insanoğlunun ilerlemesi için somut bir çaba; JPC

ise , "üretim maliyetlerini azaltan, pazarı genişleten, istihdamı arttıran, daha yüksek reel ücretler için çalışan işgücünün, yönetimin ve tüketicilerin yaşam standartlarını iyileştiren" bir araç olarak tanımlanmaktadır "(Köroğlu, 1993, 2-3).

Verimlilik işletmelerin rasyonel bir düzen ile işleyişlerinin önkoşulu olarak sayılmakta, enerji, zaman ve hammaddenin optimum fayda ile kullanılması sürecini ifade etmektedir. Bu bağlamda, işletme içerisindeki unsurların senkronizasyonu anlamına gelen verimlilik tam anlamıyla sağlandığında, hiçbir unsur atıl kalmayacak ve işletme tam verimliliğe kavuşacaktır. Bu olgu verimlilik gücü olarak nitelendirilmekte ve ulusal ekonomilerin gelişme ve kalkınma potansiyelleri açısından oldukça büyük bir önem arz etmektedir. Çünkü nüfus artışı, doğal kaynakların yeterliliği ve açlık küresel ekonomileri; üretim miktarları ve uluslararası karşılaştırmalar ulusal ekonomileri; işletme yönetimi, karlılık ve başarı düzeyi ise işletmelerin ekonomilerini ilgilendirmektedir. Görüldüğü üzere verimlilik aynı zamanda makro bir içerik kazanmaktadır. Bu bağlamda verimlilik iki şekilde formüle edilmektedir (Yaldız, 2006, 6):

$$a) \text{ Verimlilik} = \text{Girdi} / \text{Çıktı} = \text{Üretim Unsurları} / \text{Üretim Sonucu}$$

$$b) \text{ Verimlilik} = \text{Çıktı} / \text{Girdi} = \text{Üretim Sonucu} / \text{Üretim Unsurları}$$

Birinci eşitlikte verimlilik üretim sonucuna tekabül eden üretim unsuru miktarına referans verir ve sonucun küçüklüğü verimliliğin fazlalığına işaret eder. İkinci eşitlikte ise verimlilik üretim unsuru birimine düşen çıktı (üretim sonucu) miktarına referans verir ve çıkan sonucun büyüklüğü ile verimliliğin fazlalığını belirtir. Verimlilik kavramı için uygun görülen bir diğer kavram ise "prodüktivite"dir. Bu kavram ile toplam çıktının yani üretim sonucunun, tek bir girdi ile arasındaki ilişki tespit edilmektedir (Yaldız, 2006, 6).

Verimliliğin tanımlarından yola çıkarak günümüzde verimlilik artışının en önemli unsurunun teknolojik buluşlar ve AR-GE çalışmaları olarak ön plana çıktığının söylenmesi mümkündür. Özellikle devletin yeni üretim teknikleri geliştirme potansiyeline sahip tüzel ve bireysel kişiliklere faizsiz kredi sağlaması ve AR-GE'ye ayrılan teknik ve maddi olanakların artırılması ile birlikte işletmelerde verimliliğin de artması beklenmektedir.

## 4.2. Finansal Performansın Ölçümünde Kullanılan Yöntemler

İşletmelerde finansal performansın ölçümü için tek bir modelin geçerli olduğu söylenememektedir. Ancak performans genellikle finansal performans ölçütleri kullanılarak değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, finansal yöntemlere göre ölçülen performans aslında muhasebe çıktılarını kullanarak belirlenen esaslara göre değerlendirilmektedir. Ancak finansal performans ölçümü konusunda yöneltilen eleştirilerin başında yalnızca finansal parametreleri temel alan yöntemleri kullanılması gelmektedir. Buna rağmen, bu yöntemler teorik olarak firmanın performansının değerlendirilmesinde en önemli başvuru kaynakları arasında kabul edilmektedirler. Bu yöntemler; finansal oranlar, net bugünkü değer ve iç karlılık oranı olarak sıralanabilmektedir.

### 4.2.1. Finansal Oranlar

İşletmelerin finansal performans değerlerine sağlıklı bir şekilde ulaşmak için başvurulacak objektif finansal kriterler, finansal tablolardan elde edilen finansal oranlardır (Karğın, 2010: 196). Finansal oranlar hem bir finansal performans ölçütü sunmakta hem de bir yönetim aracı olarak ön plana çıkmaktadırlar. Bu bağlamda finansal oranlar analizi şu faydaları sağlamaktadır (Köse, 2001: 39);

- a. İşletmenin performansının değerlendirilmesi ve benzer işletmelerle karşılaştırılması,
- b. İşletmenin finansal karlılık açısından mevcut durumunun analizi ve koşullar karşısındaki potansiyelinin tespiti,
- c. İşletmenin mevcut durumunun doğuracağı ihtiyaçlarının tespit edilmesi.
- d. İşletmenin performansının zaman içerisindeki seyrinin belirlenmesi.

Bu bağlamda, finansal oranlar, finansal tablolarda yer alan ham (görelî) değerlerin birbirleri ile ilişkisini açıklamaktadır. Örneğin, satış ve net kar rakamları tek başlarına ham birer rakamı ifade ederken, net karın satışlara oranlanması sonucunda elde edilen "oran" işletmenin her 1 TL'lik satıştan elde ettiği karı göstermektedir. Böylece iki işletme arasında rekabetin analizinin gerçekleştirilmesine olanak tanınmaktadır. Elde edilen finansal oranların işletmenin finansal performansının

ölçümünde bir kritere dönüştürülebilmesi için şu parametrelerle karşılaştırılması gerekmektedir (Köse, 2001: 41);

- a. İşletmenin önceki yıllara ilişkin finansal oranları,
- b. İşletmenin analiz edilen dönemine ilişkin hedeflenen oranları,
- c. İşletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki benzer firmaların oranları,
- d. İşletmenin faaliyet gösterdiği sektördeki standart oran değerleri.

Finansal oran analizinde, işletmeyle ilgili kişi ve grupların ortak amacı doğrultusunda kullanılacak olan oranlar:

- a. Likidite oranları (cari oran, asit-test oranı, vb.),
- b. Faaliyet oranları (alacak devir hızı, alacak tahsil süresi, stok devir hızı, stokta kalma süresi, öz sermaye devir hızı, vb.),
- c. Finansal yapı ile ilgili oranlar (borç/ öz sermaye, borç/ toplam varlık, K.V Borç/ toplam borç, faiz ödeme gücü, borç servis oranı, vb.) ve
- d. Karlılık (brüt kar marjı, kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, vb.) oranlarıdır.

#### **4.2.2. Net Bugünkü Değer**

Bir işletmenin finansal performansının ölçümündeki en önemli parametrelerinin başında o işletmenin yatırımları ve finansal riskleri gelmektedir. Bu bağlamda, Net Bugünkü Değer yöntemi, gelecekte oluşacak olan nakit akışlarının bugünkü net değerini riskleri de göz önünde bulunduracak bir indirgeme (iskonto) oranı kullanarak hesaplaması açısından önem arz etmektedir. (Demirbugan, 2008:1).

Net başlangıcında işletmeden Bugünkü Değer (NBD) hesaplamasında en önemli kriter; zamandır. Yatırımın; başlangıcında işletmeden bir nakit çıkışı gerçekleşmekte, bununla birlikte söz konusu yatırım sonucunda gelecekte işletmeye nakit girişi de sağlamaktadır. Bu aşamada zaman parametresi devreye girer. Zamana yani sürece endeksli olarak; piyasa şartları, paranın değeri, işletmenin performansına dair değerler değişirken, nakit girişinin ve nakit çıkışının bugünkü değere indirgenmesi gerekliliği söz konusu olur. Bu indirgemenin aracı ise "iskonto oranıdır". Net Bugünkü Değer

yatırımın bugünkü değeri ile başlangıçtaki değeri arasındaki farkı bir finansal performans ölçüm aygıtı olarak tespit etmektedir (Demirbugan, 2008: 1).

Net Bugünkü Değer yöntemi şu şekilde formüle edilmektedir (Cesur, 2006: 24);

$$NBD = \sum_{t=0}^n \frac{A_t}{(1+i)^t} - C_t$$

NBD  $\geq$  0 → Kabul.  
NBD  $<$  0 → Red.

n: Dönem Sayısı  
A: Net Nakit Girişi  
t: Dönem  
i: İskonto Oranı  
C: Yatırım Tutarı (maliyet)

Net Bugünkü Değer yöntemine karşı geliştirilen eleştirilerin başında, yöntemin yalnızca yatırımın finansal niteliklerine odaklanması gelmektedir. Dolayısıyla, Net Bugünkü Değer sabitler üzerinde hareket etmekte ve yöneticilerin pozisyonunu sınırlandırarak, onların yönetim stratejisinin yalnızca uygulayıcıları konumuna itmektedir. Bu da esnek yönetim anlayışının getireceği faydalardan kısmen uzaklaşmak anlamına gelmektedir (Çalıklı, 2008: 10). Geleneksel yatırım değerlendirme yöntemlerine göre net bugünkü değeri pozitif olan yatırımları gerçekleştirmek kâr getirmektedir. Ancak pazarlarda rekabetin artması ve statik ekonomi anlayışındaki aşınmalardan ötürü öngörülemezlik ve risklerin yükselmesi bu yöntemi dezavantajlı kılmıştır.

#### 4.2.3. İç Getiri Oranı

İç Karlılık Oranı yöntemi, Net Bugünkü Değer yöntemine oldukça benzeyen bir yöntemdir. Net Bugünkü Değeri sifıra eşitleyen iskonto oranına İç Karlılık Oranı adı verilmektedir. Diğer bir deyişle iç karlılık oranı, "nakit girişlerinin bugünkü değerlerinin toplamını, nakit çıkışlarının bugünkü değerlerinin toplamına eşitleyen oran" olarak nitelendirilmektedir (Boyacıoğlu, 1994: 89). İç karlılık oranı, yatırımın "büyüklük" ile ifade edildiği Net Bugünkü Değer hesaplamasına karşın, bir işletmenin yapmış olduğu yatırımın getirisinin oran ile ifade edilmesidir. İç Karlılık Oranı yönteminde bir yatırımın kâr maksimizasyonu amaçlanmaktadır. Bu nedenle, bu yöntemde, İç Karlılık Oranı sermaye maliyetinden büyük olan yatırımlar işletme için rasyonel kabul edilmektedir.

İç Karlılık oranı şu şekilde formüle edilmektedir;

$$i_r = i_1 + \frac{PV(i_2 - i_1)}{PV + NV}$$

İç karlılık oranı yüzde ile ifade edilir ve bu oran, işletmenin yatırımlarını başka bir alanda gerçekleştirme durumunda sağlayacağı gelir olarak kaydedilen "sermayenin fırsat maliyetinden" küçük olduğu durumda ekonomik anlamda olumsuz (-) onunla aynı seviyede ya da daha fazla olduğunda ise olumlu (+) bulunmaktadır. Bu şekilde işletmenin gerçekleştirmiş olduğu yatırımların ve dolayısıyla finansal performansın ölçülmesine imkan tanınmaktadır (Boyacıoğlu, 1994: 93). Bu bağlamda, iç karlılık oranı yöntemi işletmenin daha kârlı yatırım alanlarına yönelmesine olanak tanımaktadır.

### **4.3. Finansal Performans Ölçümleme Yöntemleri**

#### **4.3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları**

İndirgenmiş nakit akımları, geleneksel finansal performans ölçüm yöntemlerinden biridir ve gelecek nakit akışlarının tahmin edildiği ve bugüne indirgenmiş bir maliyet hesaplama çerçevesi sunmaktadır.

Bu yöntem kapsamında, yatırımın başlangıcında gelecekte ortaya çıkacak olan nakit tutarları tahminlenmektedir. Diğer bir ifadeyle, henüz yatırım başlamamışken, yatırımın değeri üzerinde varsayımlar oluşturulur. Öte yandan, piyasanın kendi kırılma yapısı ve belirsizliği nedeniyle süreç sıklıkla değişmektedir (Çalılık, 2008: 11). Bu nedenle, bir yatırımın optimum maliyetinin ortaya çıkartılması için devreye iskonto oranı girmektedir. Bu iskonto oranı, sektörel anlamda çeşitli değişimler göstermekle birlikte, bazı yöneticiler tarafından "Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli" (CAPM, Capital Asset Pricing Model), bazı yöneticiler tarafından ise daha az riskli kabul edilen "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (WACC, Weighted Average Costs of Capital) yöntemine göre belirlenmektedir. Özellikle ikinci yöntem genelde iskonto oranı üzerinde belirleyici olmaktadır (Çalılık, 2008: 11)

### 4.3.2. Artık Kar (RI)

İşletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmesinde son yıllarda yaygın olarak kullanılmaya başlanan bir diğer yöntem ise "Artık Kar" yöntemidir. Artık kar, vergi öncesi kar ile sermaye maliyetine göre elde edilmesi istenen kar arasındaki fark, ya da "bölümlerin karları ile sermaye maliyetleri arasındaki fark" olarak tanımlanmaktadır. Bir başka tanıma göre ise artık kar, "yatırım merkezlerinin karları ile yatırım merkezlerindeki aktiflerin fırsat maliyetleri arasındaki farktır" (Yükçü ve Atağan, 2010: 29). Artık kar, şu şekilde formüle edilmektedir;

$$\text{Artık Kar} = \text{Faaliyet Karı} - (\text{Beklenen Getiri Oranı} \times \text{Aktif Toplamı}).$$

Artık kârın karıştırılmaması gereken bir kavram, "yatırımın getirisi" (ROI-Return On Investment)' dir. Çeşitli benzerlikler söz konusu olsa da, yatırımın getirisi yüzde olarak ifade edilirken, artık kârın birimi yüzdendir. Bu nedenle, bir yönetim aracı olarak artık kâr yaklaşımı genellikle tercih edilmektedir (Yükçü ve Atağan, 2010: 29).

### 4.3.3. Ekonomik Katma Değer (EVA)

Rekabet koşullarının ağırlaşması ve pazar odaklı yönetim anlayışları yerine maliyet odaklı yönetim anlayışlarının gündeme gelmesi ile birlikte "değer tabanlı performans ölçüm sistemleri" geçerlilik kazanmıştır. Geleneksel performans ölçülerinin sermaye maliyetlerini dikkate almamaları sonucunda yaratılan değeri doğru tespit edememeleri, işletmelerde farklı yönelimleri gündeme getirmiştir. Bunlardan biri de, işletmede değer yaratma anlayışını ön plana çıkartarak farklı bir kültür yaratan ve kullanım kolaylığı sağlayan Ekonomik Katma Değer (EVA<sup>TM</sup>) yöntemidir.

EVA<sup>TM</sup>, bugüne kadar çeşitli şekillerde tanımlanmıştır. Örneğin, Stern ve Stewart'a göre, "gerçek ekonomik karın ya da gelirlerin, yatırımcıların karşılaştırılabilir risk düzeyindeki başka yatırımlardan elde etmek isteyecekleri minimum getiri oranından ne kadar az ya da çok olduğunu gösteren bir ölçüt" , Grant'a göre "vergiden sonraki net kar ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasındaki fark", Jackson'a göre ise "işletmenin yapmış olduğu yatırımlarından tatmin edici bir getiri sağlayıp sağlamadığını ölçen bir araç olarak tanımlanmaktadır" (Topal, 2008: 250).



Genel bir tanımla EVA<sup>TM</sup> , "işletmenin vergi sonrası net faaliyet kârının, kârın yaratılması için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değer" olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda, EVA<sup>TM</sup> işletmelerde şu işlevleri yerine getiren bir finansal yönetim sistemi olarak ön plana çıkmaktadır (Hacırüstemoğlu, vd., 2002:12);

- a. Şirket hedeflerinin saptanması,
- b. Stratejik planlama,
- c. Bütçeleme,
- d. Fiyatlama,
- e. Teşvik sistemi,
- f. İnsan kaynakları vb.

EVA<sup>TM</sup> , bir işletmenin dönemsel olarak bir yıllık yarattığı ya da kaybettiği değer tutarı olarak ön plana çıkmaktadır. EVA<sup>TM</sup> , bir işletmenin tümü için ve her bölüm için ayrı ayrı hesaplanabilmektedir. Dolayısıyla her bir bölüm ya da üretim hattı farklı bir işletme olarak tasarlanır ve her bir bölüm ya da ürünün işletme adına yarattığı ya da kaybettiği değer hesaplanır. Bu şekilde ürünler arasında kıyaslama yapma imkanı söz konusu olur (Hacırüstemoğlu, vd. , 2002: 18).

Bir işletmede değer yaratan ve değer yaratmayan ve bunlara yol açan faaliyetler şu şekilde sınıflandırılıp şu şekilde değer sayılmaktadır;

- a. Varlıklardan sağlanan nakit akımlarındaki artış,
- b. Büyüme dönemlerinin süresinin uzatılması,
- c. Gelirlerde beklenen büyüme oranının yükselmesi,
- d. İndirgenmiş nakit akımlarında kullanılan sermaye maliyetinin azaltılması.

Değer yaratmayan faaliyetler ise nakit akımlarını ve büyüme oranlarını etkilemeyen faaliyetlerdir. Dolayısıyla, bir işletme sürekli gerçekleştirdiği olağan faaliyetleri içerisindeki nakit akışlarını, beklenen büyümeyi, yüksek hızla büyüme süresini artırdığında veya finansman maliyetini azalttığında kendi değerini artırabilmektedir. Bu bağlamda, EVA<sup>TM</sup> aynı zamanda yöneticilerin faaliyet verimliliği, kalite kontrol, müşteri memnuniyeti, büyüme, yeniden yapılanma ve yenilik için

gerçekleştirebilecekleri katkıları saptadıkları bir yönetim biçimi olup, EVA<sup>TM</sup> 'yı etkin bir şekilde uygulayan şirketler yüksek piyasa değerlerine ulaşmaktadırlar.

EVA<sup>TM</sup>, yaklaşık 160 adet düzeltme gerektirmekle beraber şu eşitlik yardımıyla hesaplanmaktadır;

$$EVA^{TM} = \text{Vergi Sonrası Faaliyet Karı} - [\text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti} \times (\text{Toplam Kaynaklar} - \text{Borçlar})]$$

Önemli işletmelerin verilerine odaklanan birçok araştırmada EVA<sup>TM</sup> ile Piyasa Katma Değeri (MVA) arasında önemli ilişkiler saptanmıştır. Bu nedenle Piyasa Katma Değeri'ni açıklamak önem kazanmaktadır.

#### **4.3.4. Piyasa Katma Değeri (MVA)**

İşletmelerin kendi ulusal borsalarına kote olmaları ile birlikte, hissedarların refahlarının artıp artmadığına dair sorularını yanıtlamak için işletmelerin Piyasa Katma Değerlerine (MVA) bakmak gün geçtikçe daha da çok önem kazanmıştır. Stewart her işletmenin asıl amacının şirketin Piyasa Katma Değeri'ni yükseltmek olduğunu belirtmiştir. Piyasa Katma Değeri, şirketin piyasa değerinden defter değerinin çıkartılması ile elde edilen değerdir. Bununla birlikte, MVA aynı zamanda bir yönetim aracı olarak da ön plana çıkmaktadır. Çünkü, işletmeler sınırlı kaynaklar kullanarak hareket etmektedirler. Bu kısıtlı kaynakların ne denli etkin kullanıldıklarını göstermek için şirket başarısını değerleyen bir dış ölçüm aracı olarak MVA önemli bir rol oynamaktadır (Topal, 2008: 254). Diğer bir ifadeyle, MVA sayesinde bir işletmenin yönetiminin hangi kaynaklarla ne oranda başarı yakaladığı tespit edilmektedir. Bununla birlikte MVA, geçmişe dönük işletme performansını değerlendirmeye ve geleceğe yönelik işletme performansının tahmin edilmesine olanak sağlaması ile de kümülatif bir ölçü oluşturmaktadır.

Piyasa Katma Değer şu şekilde formüle edilmektedir (Topal, 2008: 255);

$$MVA = \text{Gelecek EVA}^{TM} \text{ 'ların şimdiki değeri } (\alpha)$$

$$MVA = \text{Piyasa Değeri} - \text{Yatırılan Sermaye}$$

#### 4.3.4. Nakit Katma Değer (CVA)

İşletmelerin finansal performanslarının ölçülmesinde bir diğer önemli ölçüt ise, nakit kalemleri içerisi haricinde EVA<sup>TM</sup> ile çeşitli benzerlikler sergileyen "Nakit Katma Değer" (CVA)'dir. Nakit Katma Değer'i EVA<sup>TM</sup>'dan ayıran en önemli özellik, sermaye maliyetlerinin sabit olduğu var sayımına dayanmasıdır (Saldanlı, 2006: 13). Buna göre Nakit Katma Değer (CVA), esas faaliyetlerden sağlanan nakit akışları (OCF) ve esas faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışı ihtiyacı (OCFD) arasındaki fark olarak formüle edilmektedir. Diğer bir ifadeyle, fiili nakit akımı ile sağlanmasına ihtiyaç duyulan nakit akımı arasındaki fark, "Nakit Katma Değeri" oluşturmaktadır. Bu bağlamda, bu ölçüt bir işletmenin ekonomik katma değerinin oluşumunda tek tek yatırımların etkilerini değerlendirmeye yardımcı olmaktadır.

Nakit Katma Değer'in uygulanması aşamasında işletmenin varlık yapısı ile ilgili bilgilere ihtiyaç duyulur ve bu bilgilere ulaşmak bazı zamanlarda zorlu ve pahalı bir sürece dönüşebilir. Bu bağlamda, bu varlıkların ekonomik ömürleri ile ilgili yapılacak olan etkin açıklamalar, yöntemin uygulanabilirlik düzeyi üzerinde olumlu etkiler üretecektir. Ancak bu durum sağlanamadığında, Nakit Katma Değer (CVA) yöntemi; maliyet ve uygulanabilirlik açısından zorlu bir yönetime dönüşmektedir (Saldanlı, 2006: 13).

## **5. BÖLÜM: BİST ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA**

### **5.1 Amaç**

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının BİST-Borsa İstanbul da işlem gören üretim firmalarının performans göstergesi olan toplam faktör verimliliği, etkinlik, saf etkinlik, teknik etkinlik ve ölçek etkinliğine etkisini incelemektedir.

### **5.2 Veriler**

#### **5.2.1 Etkinlik ve Verimlilik Hesaplamasında Kullanılan Veriler**

Çalışmanın ilk kısmında Veri Zarflama Analizi (VZA) ile firmaların yıllara göre verimlilik ve Malmquist toplam faktör verimliliği hesaplanmıştır. Bu verilere ulaşabilmek için öncelikle analizlerde girdi ve çıktı değişkenleri belirlenmiştir. Analizler yapılırken BİST- Borsa İstanbul'da 2005-2011 yılları arasında faaliyet gösteren 160 üretim işletmesi göz önünde bulundurulmuştur. Seçilen girdi değişkenleri; GİRDİ 1, GİRDİ 2, GİRDİ 3 olarak gösterilmiştir.

GİRDİ 1' de; Nakit Stoklar, Dönen Varlıklar ve Maddi Duran Varlıklar yer almaktadır. GİRDİ 2' de; Kısa Vadeli Yükümlülükler ve Uzun Vadeli Yükümlülükler son olarak, GİRDİ 3'de; Öz kaynaklar yer almaktadır. Çıktı değişkeni olarak ise Net Dönem Karı alınmıştır. İşletmelere ilişkin finansal tablo verilerine Borsa İstanbul internet sitesinden ve Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sitesinden erişilmiştir.

#### **5.2.2 Kurumsal Yönetime İlişkin Veriler**

Regresyon analizlerinde kullanılan bağımsız kurumsal yönetim değişkenleri "Yönetim Kurulu Bağımsızlığı", "Firmanın Tecrübesi", "Sahiplik Yapısı" ve "Kontrol Değişkeni" olmak üzere 4 gruba ayrılmıştır.

Yönetim kurulu bağımsızlığını temsil eden değişken durumda; En Büyük Hissedar Oranı, İkilik ve Yönetim Kurulu Büyüklüğü yer almaktadır. En Büyük Hissedar Oranı; En büyük hissedarın tüm hisseler içindeki sahiplik payını, İkilik;

Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür aynı kişi ise 1, değilse 0 değeri alan kukla değişken. Yönetim Kurulu Büyüklüğü; Yönetim kurulunda bulunan toplam üye sayısını ifade etmektedir.

Firmanın tecrübesini temsil eden değişkenler olarak da; Faaliyet Süresi ve Halka Açıklık Süresi kullanılmaktadır. Faaliyet Süresi; firmanın kurulduğu andan beri geçen yıl sayısını, Halka Açıklık Süresi ise; Firmanın halka açıldığı andan itibaren geçen yıl sayısını ifade etmektedir.

Sahiplik yapısını temsilen; D-Kamu, Halka Açıklık Oranı ve Yabancı Ortak Payı değişkenleri yer almaktadır. D-Kamu; söz konusu firma kamuya ait bir firma ise 1, değilse 0 değerini alan kukla değişken, Halka açıklık oranı; firmanın halka açık olan hisselerinin toplam hisselerine oranı ve Yabancı Ortak Payı; firmanın yabancı ortaklarının toplam hisseler içindeki payını ifade etmektedir.

Son olarak kontrol değişkeni olarak firma büyüklüğü ele alınmıştır. Çalışmada firma büyüklüğü ise toplam aktiflerin logaritması şeklinde hesaplanmaktadır.

### **5.3 Yöntem**

2005-2011 yılları arasında BİST -Borsa İstanbul da faaliyet gösteren üretim firmalarının verimlilik değişim değerleri ve verimliliğin alt unsurları olan etkinlik değişimi endeksleri Veri Zarflama Analizi (VZA) yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. VZA ya yardımcı olarak Panel Veri Analizi kullanılmıştır. Etkinlik eldeki üretim kaynakları veya girdilerin ne derece iyi kullanılarak çıktı üretildiğini gösterir. Ekonomik etkinlik, teknik etkinlik ve dağıtım etkinliği unsurlarına ayrılmaktadır. Teknik etkinlik, firmanın teknoloji ve girdi kullanımının izin verdiği ölçüde üretilebilecek kadar çok çıktı üretmesi ya da çıktı miktarı ve teknolojinin ihtiyaç duyduğu kadar girdi kullanılmasını ifade etmektedir. Dağıtımsal etkinlik ise; mevcut fiyatlar ışığında girdi ve/ veya çıktıların optimal oranlarda kullanılmasıdır (Fried, vd., 2008). Ölçek etkinliği ise firmaların kısa dönem ortalama maliyet eğrisinin minimum noktasında faaliyet gösterdiği durumda oluşan çıktı kaybıdır (Elyasiani ve Mehdiyan, 1990).

Çalışmada verimlilikteki ve unsurlarındaki değişimleri inceleyebilmek adına Malmquist Verimlilik Endeksinden yararlanılmıştır. Malmquist verimlilik endeksini her firmanın ortak teknoloji sınırına göre kıyaslamalı oranlarını kullanarak, iki ayrı dönemdeki toplam faktör verimliliğinde ortaya çıkan değişimi ölçmek olarak tanımlamak mümkündür. Çalışmada Malmquist endeksinin kullanılmasının sebebi maliyet ya da gelire ilişkin verilere ihtiyaç duyulmaması, sadece girdi ve çıktı miktarına ilişkin verinin yeterli olması, endeksin diğer endeks türlerinden farklı olarak verimlilikteki değişimi bileşenlerine ayırıp inceleme imkanı sunmasıdır.

Analizlerin son kısmında ise firmaların teknik etkinlik, ölçek etkinliği, dağıtım etkinliği ve verimlilik değerlerini etkileyen firmaya özgü faktörler ve firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının etkisi araştırılmıştır. Bu etkinin ölçümlenebilmesi için tobit regresyon analiz yöntemi uygulanmış, 5 ayrı regresyonda toplam faktör verimliliği, etkinlik değişimi, ölçek etkinliği, saf etkinlik ve teknik etkinlik değişkenleri üzerinde kurumsal yönetim uygulamalarının etkisi açıklanmaya çalışılmıştır.

### **5.3.1 Veri Zarflama Analizi (VZA)**

Farrell'in 1957 yılında yayınlanan "The Measurement of Productivite Efficiency" başlıklı makalesi, Cooper'ın dikkatini çekince A. Charnes, W. Cooper ve E. Rhodes söz konusu çalışmayı genişleterek, 1978 yılında A.B.D.'de bulunan devlet okullarının verimliliklerini ölçümlemek üzere, Veri Zarflama Analizini başarıyla uygulamışlardır. Analiz, önceleri "program follow through" olarak adlandırılmıştır. 1981 yılında ise projenin aşamaları ve detayları Charnes ve diğerleri tarafından tamamlanmıştır (Cooper, 1999: 21).

Yöntemin ilk önceleri, kar odaklı olmayan kamu kuruluşlarının görece etkinliğinin değerlendirilmesini sağlamak üzere kullanılırken, sonraları kara amacı güden üretim ve hizmet sektörlerinde de yaygın olarak kullanılmaya başlamıştır (Yolalan, 1993).

İşletmelerin performanslarının önceden belirlenmiş bir zaman zarfında ölçmesinin önemli bir yolu, var olan girdileri çıktılara dönüştürürken ne kadar objektif

yaklaşıldığının incelenmesidir. Veri Zarflama Analizi bu yaklaşımı destekleyen bir etkinlik ölçümleme aracıdır (Kayalidere, 2004: 198).

Veri Zarflama Analizi parametrik olmayan ve performansın değerlendirilmesi için sıkça başvurulan bir yöntemdir (Bousofiane vd., 1991: 3). VZA, göreceli etkinlikleri belirlemek amacıyla tasarlanmış bir sistem olarak da tanımlanmaktadır (Ulucan, 2002: 187).

Veri Zarflama Analizi, doğrusal programlama tabanlı bir yöntem olup, farklı ve birden çok ölçülerle ölçülmüş girdi ve çıktılarda değerlemenin zor olduğu durumlarda, karar verme birimlerinin göreceli performanslarını yapılandırarak en uygun kararın verilmesine yardımcı olan bir analizdir (Charnes vd., 1978). Analizdeki temel varsayım, işletmelerin tümünde benzer stratejik hedeflerin var olması ve aynı tür girdi kullanılıp aynı tür çıktı üretilmesidir (Golany ve Yu; 1997).

Veri Zarflama Analizi uygulanırken ilk olarak karar verme birimi seçilir. Bu aşamada dikkat edilmesi gereken, karar noktalarının aynı çıktı ve aynı girdi cinsinden değerlendirilebilir olmasıdır.

Sonraki aşama; girdilerin ve çıktılardan seçilmesidir. Kullanılan tüm karar noktaları için ortak unsurlar seçilmelidir. Ekonomik ve fiziksel kaynakların tümünü içermesi ve aynı zamanda da ölçülebilir olması beklenmektedir. İncelenmek istenen tüm faaliyet seviyelerini ve performans ölçütlerini kapsamalıdır. (Ulucan, A. ,2000).

Üçüncü aşama model seçimidir. Nasıl bir modelin kullanılacağı girdi ve çıktılara bağlıdır. Eğer çıktılar üzerindeki kontrol az ise ya da hiç yoksa girdi odaklı model girdiler üzerindeki kontrol az ya da hiç yoksa çıktı odaklı bir model kurulur,

Son aşama ise sonuçların yorumlanmasıdır. EMS, DEA Solver, DEAP, QS, Win QSB, DS for WINDOWS ve Warwick DEA gibi paket programlar Veri Zarflama Analizinin yorumlanmasına yardımcı olmaktadır.

Her yöntemin olduğu gibi Veri Zarflama Analizinin de güçlü ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Analiz yerinde ve doğru bir şekilde uygulandığında, kullanılan girdi ve

çıktıların farklı ünitelere sahip olmaları durumunda benzer biçimde ölçümleyebilmek için çeşitli hipotezlere ve ihtiyaç duymaması, çok nicelikli girdi ve fazla nicelikli çıktıyı ölçümleyebilmesi, doğrusal biçim dışında girdi ve çıktıları bağdaştırabilecek bir işlevsel biçime gerek duymaması, analiz ile etkinlikleri belirlenen karar birimlerinin, göreceli olarak tam etkinliğe sahip karar birimleri ile karşılaştırılması analizin güçlü yanları olarak tanımlanabilir (Karacaer, 1998).

Zayıf yönleri olarak; her karar birimi için farklı doğrusal programlama prototipinin çok boyutlu problemlerin çözümünde zaman tasarrufu oluşturmaması, karar birimlerinin performansını ölçümleme bakımından yeterli olmasına rağmen değerlendirme evresinde salt etkinlikte tatmin edici düzeyde olmaması, parametrik olmayan bir yöntem olmasından dolayı neticelere istatistiksel hipotez testleri uygulanamamasını göstermek mümkündür (Golany, vd., 1989).

Etkin karar üniteleri, etkin olmayan karar ünitelerinin var olan girdi seviyeleriyle üretmeleri gereken çıktı seviyesi(çıktılarını artırmaları gereken düzey), etkin olmayan karar ünitelerinin, etkin referans setini oluşturan üniteler, etkin olmayan karar üniteleri, etkin olmayan kaynak üniteleri tarafından kullanılan kaynak nicelikleri gibi kriterler Veri Zarflama Analizinin performans ölçümlemede elde ettiği sonuçlar olarak sıralanabilir (Ulucan, 2002:188).

Karar verme birimlerinin (KVB) etkinliğinin ölçümlenebilmesi bu birimlere ait girdi ve çıktıların belirlenebilmesi ve Veri Zarflama Analizi yönteminin karar verme noktasında olumlu neticeler verebilmesi için seçilen girdi ve çıktılar sayıca çok olmalıdır. Örneğin; Veri Zarflama Analizi için belirlenen girdi sayısı (m) , çıktı sayısı (t) ise minimum  $(m+t+1)$  adet KVB uygulamanın güvenliği açısından önemli bir unsur oluşturmaktadır. Bununla birlikte, karar alma birim sayısının, değişken sayısından en az iki katı kadar daha fazla olması beklenmektedir (Çolak ve Altan, 2002).

Veri Zarflama Analizinin uygulandığı ve birden çok girdi ve çıktının bulunması durumunda etkinlik skoru şu şekilde hesaplanabilmektedir (Cooper, vd. 2000). Diğer bir ifadeyle çıktıların ağırlıklı toplamının, girdilerin ağırlıklı toplamına bölünmesi olarak ifade edilmesi mümkündür.



$$\text{ETKİNLİK} = \frac{u_1 y_1 + u_2 y_2 + \dots + u_n y_n}{v_1 x_1 + v_2 x_2 + \dots + v_m x_m} \quad (1)$$

Eşitlikte bulunan; bir ‘j’ karar noktası için ‘m’ adet girdi ve ‘n’ adet çıktı vardır.  $V_m$ , m. girdinin ağırlığını,  $X_m$ , m. çıktının miktarını,  $Y_n$ , n. çıktının miktarını,  $U_n$ , n. çıktının ağırlığını ifade etmektedir.

Veri Zarflama Analizinde kullanılan 3 adet sistem bulunmaktadır. Bunlar; CCR (Charnes- Cooper- Rhodes-1978) sistemi, BCC (Banker-Charnes- Cooper-1984) sistemi ve toplamsal yöntemdir.

CCR sistemi ya da diğer adıyla çarpan modeli, Ölçeğe Göre Sabit Getiri (Constant Return to Scale - CRS) hipotezine dayanmaktadır.

CCR modeli şu şekilde formüle edilmektedir.

$$Enbh_j = \frac{\sum_{r=1}^n u_r y_r}{\sum_{i=1}^m v_i x_i} \quad (2)$$

Eğer j. karar biriminin etkinliği  $h_j$  ise hedef, bu değer in maksimizasyonu olmalıdır. Bu aşamada amaç fonksiyonu girdi odaklılık hipotezi doğrultusunda yukarıda ki formülde belirtildiği gibi ifade edilebilir (Tarım, 2001).

Kısıtlar;

$$\begin{aligned} \frac{\sum_{r=1}^n u_r y_r}{\sum_{i=1}^m v_i x_i} &\leq 1 \\ u_r &\geq 0 \\ v_i &\geq 0 \end{aligned} \quad (3)$$

4 - 5 ve 6 numaralı formülleri doğrusal programlama mantığı ile ifade edildiğinde numaralı formüller elde edilebilir.

$$Enbh_j = \sum_{r=1}^n u_r y_r \quad (4)$$

$$\sum_{i=1}^m v_i x_i = 1 \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \sum_{r=1}^n u_r y_r - \sum_{i=1}^m v_i x_i &\geq 0 \\ u_r, v_i &\geq 0 \end{aligned} \quad (6)$$

ve 7 -8 ve 9 numaralı formüller girdi odaklılığın söz konusu olduğu durumlar için tasarlanmıştır.

$$Enkg_j = \sum_{i=1}^m v_i x_i \quad (7)$$

$$\sum_{r=1}^n u_r y_r = 1 \quad (8)$$

$$\begin{aligned} -\sum_{r=1}^n u_r y_r + \sum_{i=1}^m v_i x_i &\geq 0 \\ u_r, v_i &\geq 0 \end{aligned} \quad (9)$$

Eğer çıktı odaklılık söz konusu ise ve CCR yöntemi uygulanacaksa bu durumda doğrusal programlama modeli ve 7 -8 ve 9 numaralı formüllerde verildiği gibi olacaktır.

Gerek girdi odaklı gerekse çıktı odaklı olsun, karar noktalarının etkinliklerine CCR yöntemiyle karar verilmek isteniyorsa, yukarıda açıklanan model tüm karar noktalarına uygulanmalıdır. Kurulan model her bir karar noktası için çözümlendiğinde her bir karar noktası için toplam etkinlik ölçütleri elde edilecektir. Bu ölçütlerin 1' eşit olması karar noktaları için etkinliği, 1' den küçük olması ise karar noktalarının etkisizliğini göstermektedir.

BCC yöntemi ise; 1984 yılında Banker- Charnes -Cooper tarafından ölçeğe göre değişken getiriye (Variable Return to Scale-VRS) dikkate alarak bu modeli niteliksel bilgiyi elde etmek için kullanılır (Ray, 2004:1-11).BCC yöntemini CCR yönteminden ayıran tek özellik, ölçeğe göre değişken getiri varsayımı altında her bir karar birimi için çözülecek doğrusal programlama sonucu elde edilecek  $\lambda$  (etkin olmayan bir karar noktası için etkin olan olası girdi- çıktı bileşimini oluşturmak amacıyla gerekli bilgiyi temin eden değer) değerlerinin toplamının 1'e eşit olmasıdır. BCC yönteminin formülü ise şu şekildedir.

Amaç işlevi,

$$Enk\Theta_k \quad (10)$$

Kısıtlar,

$$\sum_{j=1}^N y_{rj} \lambda_{jk} \geq y_{rk} \quad (11)$$

$$\Theta_k x_{ik} - \sum_{j=1}^N x_{ij} \lambda_{jk} \geq 0 \quad (12)$$

$$\sum_{j=1}^N \lambda_j = 1 \quad (13)$$

Toplamsal Yöntem metodu, Veri Zarflama Analizinde kullanılan yöntemlerin sonucusudur. Toplamsal Yöntem metodu, BCC ve CCR metotlarını birlikte değerlendiren bir sistemdir. Burada esas hedeflenen, girdi fazlası ( $s^+$ ) ve çıktı eksikliğini ( $s^-$ ) aynı zamanlı olarak inceleyip etkinlik sınırı üzerinde etkisiz karar birimine en uzaktaki noktaya ulaşmaya çalışmaktır. Bununla birlikte etkisizlik ise (1-Etkinlik) ile bulunur. Model sonucunda bir etkinlik skoru elde edilememektedir. Aylak değişken değerlerine bakılarak, karar birimlerinin etkin olup olmadığı belirlenir.

### 5.3.2 Panel Veri Analizi

Panel Veri Analizi, en genel anlamda, zaman boyutuna sahip yatay kesit serilerini kullanarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesine yönelik bir yöntem olarak tanımlanabilmektedir. Analizde, zaman serileri ve yatay kesit serileri bir araya getirilerek hem zaman hem de kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulmaktadır (Green, 2003, :283).

Panel Veri Analizi için, hem zamana göre değişimi hem de yatay kesite göre değişimi inceleyen ve bu sebeple fazla sayıda birimi ve birçok gözlem dönemini aynı anda barındıran bir veri türüdür.

Sadece zaman serisi ya da sadece yatay kesit verileriyle çalışmanın mümkün olmadığı durumlarda, panel veri analizi iki veri çeşidi ile aynı anda çalışma imkanı sunmaktadır. Bu yöntem ile ölçümlenen metotlarda bahsedilen “birim” sözcüğü firma, kişi, hane halkı, bölge, sektör ya da ülke gibi ünitelerden oluşan yatay kesit gözlemlerinin, zaman boyutu ile tanımlanması olarak da adlandırılabilir (Baltagi, 2001: 1).

Panel Veri Analizi zaman serisi ve yatay kesit modellerine göre üstün yönleri bulunmaktadır. Örneğin; yatay kesit ya da zaman serisi yöntemleri ile analiz edilemeyecek olan iktisadi konularda panel veri yararlı bir çalışma imkanı sunmaktadır. Ayrıca, karmaşık yapıları ve karmaşık davranış modellerini ölçümlemede kullanılır, bununla birlikte belirli bir zaman uzunluğunda, değişim dinamiklerinin çalışmasında üstünlük sağlar (Arslan, 2007: 115). Kaybolan ve gözlemlenmesi güç olan verilerin ölçülmesine katkı sağlamaktadır (Alus, 2006: 29, 30). Yatay kesit verisi kullanılan çalışmalarda, sadece birimler arası ayrımlar incelenirken, Panel Veri Analizinde ise; hem birimler hem de her bir birim zaman içerisinde meydana gelen değişimler incelenebilmektedir (Pazarlıoğlu ve Kiren, 2003: 3). Zaman serisi ve yatay kesit veri analizlerinde, bağımsız değişkenler ile gözlemlenemeyen birimlere ait farklı özellikler hata terimi içerisinde yer almaktadır. Panel veri analizinde ise, bahsedilen bu özellikleri her birim için farklı bir sabit tanımlayarak hata teriminden ayırmaktadır.

Panel veri analizi uygulanmadan önce Sabit etkiler ve Rassal etkiler testleri uygulanması gerekir. Sabit etkiler ve Rassal etkiler modelleri ise;

$$y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it}x_{2it} + \dots + \beta_{kit}x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (14)$$

şeklinde ifade edilmektedir.  $i = 1, \dots, N$  yatay kesit birimlerini ve  $t = 1, \dots, T$  zamanı ifade ederken olasılıklı olmayan hata terimi  $\varepsilon$ 'nin ortalamasının sıfır ve sabit varyanslı olduğu düşünülmektedir. Panel Veri modelinde ki katsayılar farklı birimler için farklı zaman aralıklarında farklı değerler almaktadır. Bu yüzden model tahminlenirken modelin sabit terimi, hata terimi ve eğim katsayıları ile farklı hipotezler yapılmakta ve farklı modeller tahmin edilebilmektedir. Bu hipotezler ise “Sabit Etkili” ve “Rassal Etkili” modeller olarak adlandırılabilir.

Sabit Etkiler Modeli;

$$y_{it} = \beta + \sigma_i + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T \quad (15)$$

şeklinde formüle edilen sabit etkiler modeli; eğim katsayılarının sabit olduğunu varsayarak birimlerin hareketlerindeki değişiklikleri sabit terimdeki değişikliklerle açıklamaya çalışan modeldir. Modeldeki “sabit” kelimesi, katsayıların birimlere göre farklılık gösterebileceğini fakat zamana göre sabit olduğunu anlatmaktadır. Sabit etkiler modeli, yatay kesit birim arasındaki ayrımlar sabit terimde ki farklılıklarla açıklanmakta ve model kukla değişken aracılığıyla ifade edilmektedir. Bu nedenle kukla değişken modeli olarak da bilinmektedir.

Rassal Etkiler Modeli ise, modelde yatay kesit birimlerindeki farklılıkların hata terimi gibi tesadüfi olduğunu varsaymaktadır. Kesitlere ve/veya zamana bağlı olarak ortaya çıkan değişiklikler, modelde hata teriminin bir bileşeni olarak yer bulmaktadır. Bunun sebebi, sabit etkili modellerde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybının önlenmesidir (Baltagi, 2001: 15). Çünkü rassal etkiler modelinde asıl önemli olan özel hata bileşeninin bulunmasıdır.

## 5.4 Analiz Sonuçları

Çalışmada hisseleri 2005-2011 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören 160 üretim firmasının verileri kullanılmıştır. Firmalara ilişkin finansal tablo verilerine Borsa İstanbul internet sitesinden, kurumsal yönetime ilişkin verilere ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sitesinden erişilmiştir.

Çalışmanın ilk kısmında VZA yöntemi ile firmaların yıllara göre verimlilik ve Malmquist toplam faktör verimliliği değişimleri hesaplanmıştır. Analizlerde girdi olarak dönen varlıklar, duran varlıklar toplamı, kısa vadeli ve uzun vadeli yükümlülükler toplamı ve öz kaynaklar, çıktı olarak ise net dönem karı kullanılmıştır. Tablo 1 etkinlik ve verimlilik hesaplamalarında kullanılan girdi ve çıktı değişkenlerini ve bu değişkenlere ilişkin özet istatistikleri sunmaktadır.

**Tablo 3:** Etkinlik ve Verimlilik Analizlerinde Kullanılan Girdi ve Çıktılara İlişkin Özet Veriler

	<b>Ortalama</b>	<b>Std. Sapma</b>	<b>Varyasyon Katsayısı</b>
<b><i>Girdi 1</i></b>			
Nakit	81.704.513	302.696.207	3,705
Dönen Varlıklar	350.343.700	860.651.479	2,457
Stoklar	103.624.887	298.660.503	2,882
Maddi Duran Varlıklar	286.825.888	1.336.685.767	4,660
<b><i>Girdi 2</i></b>			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	240.033.827	666.073.943	2,775
Uzun Vadeli Yükümlülükler	118.312.270	357.339.543	3,020
<b><i>Girdi 3</i></b>			
Öz kaynaklar	355.363.908	754.813.892	2,124
<b><i>Çıktı</i></b>			
Net Dönem Karı	41.401.661	128.688.459	3,108

Tablo 4’ de yıllara göre tüm gözlemler için verimlilik değişimi ve etkinlik değişimi, teknik etkinlik değişimi, saf etkinlik değişimi ve ölçek etkinliği değişimi sunulmuştur.

**Tablo 4:** Yıllara Göre Tüm Gözlemler İçin Etkinlik ve Verimlilik Değişimleri

	<b>Etkinlik Değişimi</b>	<b>Teknik Etkinlik Değişimi</b>	<b>Saf Etkinlik Değişimi</b>	<b>Ölçek Etkinliği Değişimi</b>	<b>Toplam Faktör Verimliliği Değişimi</b>
<b>2005-2006</b>	1,090	1,041	1,016	1,037	1,140
<b>2006-2007</b>	1,070	1,035	1,008	1,041	1,105
<b>2007-2008</b>	0,962	1,367	1,085	0,875	1,288
<b>2008-2009</b>	1,168	0,946	1,199	1,022	1,100
<b>2009-2010</b>	1,126	1,003	1,099	1,076	1,126
<b>2010-2011</b>	1,585	1,033	1,321	1,203	1,608
<b>Tüm Dönemler</b>	1,166	1,015	1,121	1,042	1,227

Sonuçlara bakıldığında, ortalamada tüm firmaların toplam faktör verimliliği ve onu oluşturan etkinlik unsurlarının değerleri hemen her yıl artış göstermiştir. Teknik etkinlik ve saf etkinliğin 2008 dönemi ile birlikte azalmaya geçtiği görülmektedir. Teknik etkinliği mevcut üretim faktörleri ile ne kadar katma değer yaratıldığını ifade ettiğini göz önüne aldığımızda (Akal, 2005), küresel kriz ile birlikte firmaların krizin ardından çıktı üretmekte, kriz öncesine göre daha başarısız hale geldikleri ortaya çıkmaktadır. Ölçeğe göre değişken getiri varsayımında girdilerin ne kadar etkin kullanıldığını ifade eden saf etkinlik göstergesinin de kriz sonrasında üretim sınırının altına indiği bir diğer sonuçtur.

Çalışmanın devam eden kısmında hesaplanan etkinlik ve verimlilik değerlerinin açıklayıcısı olarak kurumsal yönetim değişkenleri tobit regresyon ile tahmin edilmiştir. Analiz edilen kurumsal yönetim değişkenleri ve bu değişkenlere ilişkin açıklamalar Tablo 5’te sunulmuştur.

**Tablo 5** Regresyon Analizlerinde Kullanılan Bağımsız Kurumsal Yönetim Değişkenleri

<b><i>Yönetim Kurulu Bağımsızlığı</i></b>	
En Büyük Hissedar Oranı	En büyük hissedarın tüm hisseler içindeki sahiplik payı
İkilik	Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür aynı kişi ise 1, değilse 0 değeri alan kukla değişken
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	Yönetim Kurulunda bulunan toplam üye sayısı
<b><i>Firmanın Tecrübesi</i></b>	
Faaliyet Süresi	Firmanın kurulduğu andan itibaren geçen yıl sayısı
Halka Açıklık Süresi	Firmanın halka açıldığı andan itibaren geçen yıl sayısı
<b><i>Sahiplik Yapısı</i></b>	
D-Kamu	Kamuya ait bir firma ise 1, değilse 0 değeri alan kukla değişken
Halka Açıklık Oranı	Firmanın halka açık olan hisselerinin toplam hisselerine oranı
Yabancı Ortak Payı	Firmanın yabancı ortaklarının toplam hisseler içindeki payı
<b><i>Kontrol Değişkeni</i></b>	
Firma Büyüklüğü	Toplam aktiflerin logaritması

Tablo 6’ de bağımlı değişkeni toplam faktör verimliliği, teknik etkinlik değişimi, etkinlik değişimi, saf etkinlik ve ölçek etkinliği değişim skorları olan beş farklı regresyon analizinin sonuçlarını sunmaktadır.

**Tablo 6: Verimlilik ve Etkinlik Değerlerinin Açıklayıcıları**

<b>Panel A- Bağımlı Değişken Toplam Faktör Verimliliği</b>	<b>Katsayı</b>	<b>Std. Sapma</b>
--	----------------	-------------------



Log(Aktifler)	16.15066	14.59758
En Büyük Hissedar Oranı	2.35E-07	4.07E-07
İkilik	-53.77086	36.28696
Faaliyet Süresi	1.071049	1.521410
Halka Açıklık Oranı	-0.007695	0.017965
Halka Açıklık Süresi	12.43757	3.564582
D-Kamu	-177.0661	69.96620
Yabancı Ortak Payı	-0.627711	0.653664
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	-4.050543	10.05056
Sabit Terim		

#### **Panel B- Teknik Etkinlikteki Değişim**

Log(Aktifler)	-2.17E-09	2.76E-09
En Büyük Hissedar Oranı	-5.61E-08	9.94E-08
İkilik	-6.657757	8.891321
Faaliyet Süresi	-0.201764	0.367176
Halka Açıklık Oranı	-0.000482	0.004381
Halka Açıklık Süresi	0.678529	0.871141
D-Kamu	9.222391	17.18764
Yabancı Ortak Payı	-0.103032	0.156040
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	1.368617	2.322009
Sabit Terim		

#### **Panel C- Saf Etkinlik Değişimi**

Log(Aktifler)	1.48E-08	9.09E-09
En Büyük Hissedar Oranı	2.13E-07	3.28E-07
İkilik	-49.59338	29.34255
Faaliyet Süresi	0.378474	1.211731
Halka Açıklık Oranı	-0.006081	0.014457
Halka Açıklık Süresi	10.03465	2.874881
D-Kamu	-148.1531	56.72153
Yabancı Ortak Payı	-0.226706	0.514952
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	-2.556811	7.662940
Sabit Terim		

#### **Panel D- Ölçek Etkinliği Değişimi**

---

Log(Aktifler)	2.40E-08	9.62E-09
En Büyük Hissedar Oranı	8.66E-08	3.47E-07
İkilik	-18.20252	31.05050
Faaliyet Süresi	-0.209408	1.282263
Halka Açıklık Oranı	-0.008132	0.015299
Halka Açıklık Süresi	12.45333	3.042220
D-Kamu	-140.7137	60.02313
Yabancı Ortak Payı	-0.680691	0.544926
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	-11.17335	8.108979
Sabit Terim		

---

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlığı ifade etmektedir

Analiz sonuçlarına göre, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda genel müdür olması toplam faktör verimliliğini, etkinlik değişimini ve ölçek etkinliğini negatif yönde etkilemektedir. Bu bulgu yönetim kurulu başkanı ve genel müdür pozisyonlarını farklı kişilerin yönetmesi gerektiğini, bu ayrışmanın yönetim kurulunun bağımsızlığını arttıracak ve etkinliğini arttıracak ve bu durumun vekalet problemini ortadan kaldıracakını öne süren Jensen'in (1993) önermeleri ile bağdaşmaktadır.

Toplam faktör verimliliğine kurumsal yönetim verilerinden sadece halka açıklık süresinin ve sahiplik yapısının istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etki ettiği görülmüştür. Halka açıklık süresinin uzunluğunun toplam faktör verimliliğindeki değişime pozitif anlamda etki ettiği, başka bir ifadeyle, uzun süredir halka açık olan şirketlerin verimliliklerindeki artışın daha çok olduğu gözlenmiştir. Kamu sahipliği ise toplam faktör verimliliğini önemli derecede negatif yönde etkilemektedir. Kamu firmalarının verimliliklerinin düştüğü söylemi analizlerde de doğrulanmaktadır. Diğer kontrol değişkenlerinden öz sermaye/toplam varlıklar oranının verimliliğe negatif yönde etki ettiği de bulgular arasındadır. Bu durum özsermaye büyüklüğü arttıkça firmaların bunları kaynak yaratmada yeterince verimli kullanamadıklarına işaret etmektedir.

Sahiplik yapısı açısından bakıldığında yabancı ortaklık payının beklenen aksine toplam faktör verimliliğini, etkinlik değişimini ve ölçek etkinliğini negatif yönde

etkilediği görülmüştür. Bu durumu, yabancı ortakların piyasaya yabancı olması ya da know-how aktarımının çok kısa zamanda oluşamayacağı ya da yabancı firmaların daha uzun vadeli düşünerek öncelikle sermaye ve personele yatırım yapmaya odaklanabileceği ile açıklamak mümkündür. Bunun yanında kamuya ait olan firmaların ölçek etkinliği bağlamında diğer firmalardan daha üstün oldukları ilgi çekici bir bulgudur. Genelde bu durumun aksi beklenirken Borsa İstanbul'da işlem gören kamu firmalarının ölçek etkinliğinin fazla çıkması son dönemde etkin olmayan kamu firmalarının özelleştirilerek elden çıkarılması ve nispeten daha etkin çalışan firmaların kamu sahipliğinde çalışmaya devam etmesinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Halka açıklık oranı da etkinlik ve ölçek etkinliği değerlerini olumsuz etkileyen bir diğer unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sonuç da beklenenin aksine çıkmıştır. Buradan hareketle, yatırımcıların yönetim kurulları ve genel müdür üzerinde ana sermayedarlar kadar söz sahibi olmadığını ve yatırımcıların yeterince yaptırım gücü olmadığını, dolayısıyla halka açıklık oranı daha yüksek olan firmaların daha az etkin çalıştıklarını göstermektedir

Ölçek etkinliğini etkileyen faktörler, toplam faktör verimliliğini etkileyen faktörler ile benzerlik göstermektedir. Yine, halka açıklık süresinin ölçek etkinliğini %1 istatistiksel anlamlılık düzeyinde pozitif olarak etkilediği bulunmuştur. Kamu sahipliğinin firmaların ölçek etkinliğini yüksek seviyede negatif yönde etkilediği görülürken, varlık miktarındaki değişimin ölçek etkinliğini az da olsa arttırdığı görülmüştür.

Kurumsal yönetim faktörlerinden hiçbiri teknik etkinliği anlamlı olarak etkilememektedir. Sadece nakit varlıkların toplam varlıklara oranı bu etkinliği pozitif olarak etkilerken, duran varlıkların toplam varlıklara oranı teknik etkinliği azaltıcı yönde etki etmektedir. Bu sonuç da, Türkiye'de yatırımcıların yönetim üzerinde yeterince baskı oluşturmadığını, bu yöndeki mekanizmaların yeterince gelişmediğini düşündürmektedir.

Saf etkinlik halka açıklık süresinin uzunluğundan önemli derece de etkilenmektedir. Diğer yandan kamu sahipliği ve genel müdürün aynı zamanda yönetim

kurulu üyesi olması saf etkinliği azaltıcı yönde etkide bulunmaktadır. Ayrıca saf etkinliği öz sermayenin negatif, cari varlıklarınca pozitif olarak etkilediği görölmüştür.

Kontrol değişkeni olarak kullanılan firma büyüklüğü sadece teknik etkinliği istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemiştir. Negatif katsayı küçük firmaların daha teknik etkin olduklarını göstermektedir. Bu sonuçtan hareketle daha küçük firmaların teknolojiye daha çok erişimi oldukları ve üretimlerinde bu teknolojiyi daha etkin bir şekilde kullandıkları görölmektedir.

## 6. BÖLÜM: SONUÇ

Günümüz küresel ekonomilerinde gerek pazar şartları gerekse rekabet oldukça zorlaşmış ve işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri için bu çetin şartlara adapte olmak zorunlulukları doğmuştur. İşletmeler geleneksel paradigmada, performanslarını "karlılığın arttırılması" kriterine koşut olarak düşünmekte ve finansal tabloların ortaya koymuş olduğu objektif veriler ışığında bunu realize ettiklerinde performanslarını başarılı bulmaktadırlar. Ancak özellikle son on yıllık dilimde performansın tanımı kârlılık merkezinden, etkinlik ve verimlilik kavramlarının çevresine doğru kanalize olmuştur. Günümüzde bir işletmenin finansal performansını tespit etmek onun aynı zamanda yönetsel performansı, dolayısıyla çalışanların memnuniyeti, paydaşların firma hakkında bilgi alabilmesi ve üretilen ürünün kalite- maliyet çizgisi ile ilgili parametrelerinin geldiği düzeyi tespit etmek anlamına gelmektedir. Dolayısıyla performans kavramı oldukça geniş bir içerik kazanmıştır. Bu performansı ölçmek ise çeşitli yönetsel işlevleri de yerine getiren performans ölçüm araçlarının kullanılması ile mümkün olmaktadır.

Dünyada özellikle son yirmi yılda periyodik olarak çok daha dar aralıklarla tekrar eden krizler karşısında ekonomilerin ve dolayısıyla işletmelerin içerisinde bulunduğu kırılganlık da, aynı zamanda bu enstrümanların sağlamış olduğu veriler karşısında aşılabilme imkanı taşımaktadır. Şirketler mevcut ekonomik tablolar üzerinde daha da büyümek veya büyümelerini muhafaza etmek alternatiflerini gözden çıkartmamak için çeşitli performans ölçüm araçlarını yönelmekte, bunlarla sadece karlılık düzeylerini değil, ellerindeki kaynaklarla ulaşılmış oldukları başarı düzeyini de tespit edebilmektedirler. Bu bağlamda, net bugünkü değer, iç karlılık oranı, nakit katma değer, pazar katma değer gibi yöntemler şirketin yalnızca finansal tablolardaki sabitlerden hareketle veri oluşturmasına değil, aynı zamanda bir yönetsel çerçeve oluşturmasına da yardımcı olmaktadır.

Bu yönetsel çerçeve özellikle çeşitli kurum ve kuruluşların düzenlemeleri ve tavsiyeleri ile de hayata geçirilmektedir. Ülkemizde BDDK, SPK, BİST gibi kurum ve

kuruluşların şirketlerin paydaşlarını, çalışanlarını, hissedarlarını ilgilendiren konularda çok daha şeffaf, açık ve kamuoyunu bilgilendirecek şekilde veriler oluşturmalarını zorunlu kılmaktadır. Bu algı ile şirketin yönetsel algısı birleşmekte ve böylece şirketin kendi sektöründe ve bütün pazardaki performansı gerek yöneticiler gerekse de şirketle ilgilenenler tarafından takip edilmektedir. Tüm bu çalışmalara kurumsal yönetim uygulamaları adı verilmektedir. Özellikle ülke ekonomisinin dünya ekonomisine entegrasyonunun son yıllardaki hızı ile birlikte şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına daha çok eğilmeleri, şirketlerin performansları üzerinde de etkiler üretmiştir.

Kurumsal yönetim yöneticiler ile hissedarlar, alacaklılar ve çalışanlar arasındaki ilişkileri yöneten kurallar ve uygulamalar içermekte; şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve sorumluluk gibi temel ilkeleri sayesinde piyasada güven sağlayarak işletmelerin büyümelerine yardımcı olmaktadır (Kirkpatrick, 2005).

Benzer şekilde, bazı çalışmalar temsil sorununu temel alarak, kurumsal yönetimi yöneticilerin kendi çıkarlarını ön planda tutmalarını engelleyerek işletme performansının en üst düzeye çıkartılması ve hissedarların çıkarlarının korunması yönünde ortaya konan mekanizmalar bütünü olarak tanımlamaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997; Denis ve McConnell, 2003; Nanka-Bruce, 2011). Literatürde kurumsal yönetimin işletmelerde uygulanma derecesinin sorgulanması bu sözü edilen mekanizmalar ve düzenlemeler ile paralel değişkenlerin kullanılması ile gerçekleştirilmektedir. En sıklıkla kullanılan değişkenlerin sahiplik yapısıyla ve yönetim kurulunun özellikleriyle ilgili olmaları temsil sorununun çözümünde kurumsal yönetimin ne kadar önemli olduğunun bir göstergesidir.

Oluşturulan kurumsal yönetim endekslerinde ön planda bulundurulmuş konular da yönetime ilişkin, denetime ilişkin, ücretlendirmeye ilişkin, ortaklık haklarına ilişkin, sahiplik yapısına ilişkin, finansal raporlamaya ilişkin ve kurumsal davranışa ilişkin uygulamalar gibi ana başlıklar altında toplanmaktadır. Bu ana başlıkların ölçülmesi ve etkin yönetimi ile performansın en üst seviyeye getirileceği kabul edilmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin performansları ve piyasa değerleri ile ilişkisi literatürde kendisine oldukça geniş yer bulmaktadır (Black, 2001; Brown ve Caylor, 2004; Kowalewski vd., 2008, vb.). Kowalewski (2012) performans ölçütü olarak Tobin q ve aktif karlılığı oranlarını kullanmakta ve her iki değişkenin de etkin kurumsal yönetim uygulamaları ile daha yüksek değerler aldığını belirtmektedir. Benzer şekilde, Brown ve Caylor (2004) da aktif karlılığı ile kurumsal yönetim arasında

doğru orantı olduğunu kanıtlamaktadır. Black (2001) performans üzerindeki bu etkinin gelişmekte olan ülkelerde daha belirgin biçimde ortaya çıktığını, çünkü bu ülkelerin genellikle daha az kural içeren ülkeler olduğunu savunmaktadır. Ayrıca söz konusu çalışmada bu tür ülkelerde faaliyette bulunan işletmelerin kurumsal uygulamaları arasında büyük farklılıklar bulunduğu da ifade edilmektedir. Churaev (2003) İMKB 30 işletmeleri üzerinde yapmış olduğu çalışmasında performans göstergesi olarak özsermaye karlılığı, net kar marjı ve hisse senedi performansı gibi kıstasları temel almıştır. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının performans üzerinde pozitif etki yarattığı ortaya konmuştur.

Performansın teknik etkinlik olarak değerlendirildiği çalışmalar da kurumsal yönetim ile ilişki belirlemiştirlerdir (Pi ve Timme, 1993; Zeleynuk ve Zheka, 2006; Bozec ve Dia, 2007; Lin vd., 2009, Nanka-Bruce, 2011; Huang vd., 2011). Bu çalışmalar etkin bir kurumsal yönetim anlayışının işletmenin etkinliği üzerinde olumlu etki yaratacağını ve bu nedenle kurumsal yönetim ile etkinlik arasında aynı yönlü bir ilişki olduğunu kanıtlamışlardır.

Bu konuda yapılan çalışmalar genellikle sahiplik yapısı (dağınık ortaklık yapısı ya da konsantre yapı, kamu ya da özel şirket), yönetim kurulu özellikleri (yönetim kurulunun büyüklüğü, içeriği, tecrübesi), işletmenin yaşı ve büyüklüğü üzerinde durmakta ve bu etkenlerin performans ile ilişkilerini tespit etmeye yönelmektedir.

Kontrol işletmenin faaliyetlerine ilişkin ve finansal politikalarının belirlenmesi sürecini etkileme gücü olarak tanımlanmaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, işletme yönetimine katılma hakkı veren hisselerin çoğunluğunun (kontrol gücünün) bir/birkaç kişinin ya da grubun elinde bulunması ile pek çok yatırımcı arasında paylaşılmış olması yönetimin denetlenmesi ve etkin çalışmasının sağlanması açısından önemlidir.

Bazı çalışmalar hisseleri geniş yatırımcı kitlelerine dağılmış bulunan işletmelerin normalde göstermesi beklenen performansın altında bir performans ile faaliyet gösterme eğiliminde olduklarını belirtmektedir (Salami, 2011; Huang vd., 2011). Sorensen (2006) bu durumu dağınık ortaklık yapısı altında işletmeyi gözetim altında tutmak için ortakları harekete geçiren bir etken olmamasına dayandırmaktadır. Hisselerin büyük bölümünü elinde bulunduran işletmeler açısından ise temsil maliyetlerini azaltmak gibi bir teşvik bulunduğu için yönetimin kontrol altında tutulmasına ve böylece performansın üst seviyede tutulmasına önem verilmektedir. Ayrıca büyük pay sahibi olan ortağın yönetimden hesap sorma ve bilgi alma gücünün de yüksek olması asimetrik bilgiden

kaynaklanacak sorunların azaltılmasını sağlamakta ve performansı artırmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997). ). İMKB işletmeleri üzerinde yaptıkları çalışmalarda Churaev (2003) ve Gürbüz ve Ergincan (2004) da kurumsal yönetimin daha etkin biçimde uygulanması açısından ikinci büyük hissedarın pay oranının önemli olduğunu belirtmektedirler. Araştırmacılar ikinci büyük pay sahibinin hissesinin yüksek olmasının, en büyük pay sahibi üzerindeki pazarlık gücünü artıracığını ve böylelikle daha sağlıklı kararların alınmasının mümkün olacağını ileri sürmektedirler. Öte yandan, büyük hisse payına sahip bu ortaklar azınlık pay sahiplerinin çıkarlarının tersine olsa bile kendi çıkarları yönünde davranabilme serbestliğine sahiptir (Lin vd, 2009). Bu nedenle konsantre ortaklık yapısı işletme performansını düşürmekle sonuçlanabilmektedir (Lehmann vd., 2004). Ayrıca büyük hissedar mevcudiyetinin işletme performansı üzerinde önemsenmeyecek kadar az etkiye sahip olduğunu gösteren çalışmalar da bulunmaktadır (Anderson ve Reeb, 2003; Mura, 2007). Dolayısıyla hisselerin dağılımına göre belirlenen ortaklık yapısının işletme performansı üzerindeki etkisinin olumlu ya da olumsuz olduğu konusu henüz bir sonuca ulaştırılabilmiş değildir.

Ortaklık yapısını değerlendirirken ortakların yüzdesel olarak paylarının yanı sıra ortağın devlet ya da özel yatırımcı olması da performansın değerlendirilmesi açısından önemlidir. Devlet ortaklı olmak yöneticiler ve hissedarlar arasında sorun çıkartabilmektedir; çünkü devlet ortaklığındaki işletmelerin yönetiminin hissedarların haklarını korumak ve servetlerini en üst seviyeye çıkartmak gibi amaçlar yerine hükümetin politikaları ve amaçları doğrultusunda davranacakları düşünülmektedir. Buna paralel olarak bazı çalışmalar devlet ortaklığı altında yönetimin işletmenin performansında azalma yarattığını belirtmektedirler (Shleifer ve Vishny, 1994; Boycko vd., 1996; Lin vd. 2009). Özel yatırımcıların oranının artması kendilerini temsil edecek daha fazla temsilciyi yönetim kurulunda bulundurmaları ve böylece yönetimin gözetimine daha etkin şekilde katılmaları anlamına da gelmektedir. Lin vd. (1998) ayrıca bütçe ve finansman bulmanın devlet açısından daha kolay olması nedeniyle de yöneticilerin etkinlik artırmak üzere daha az teşvik edildiğini belirtmektedir.

Benzer sonuca ulaşan Wei vd. (2005) ayrıca yabancı ortaklı yönetimin daha yüksek performans sergilediğini göstermektedirler. Zelenyuk ve Zheka (2006) yabancı ortaklı yönetimin daha etkin olduğu konusunda Wei vd. (2005) ile ters düşmektedirler. Ortağın yerel ya da yabancı olmasının işletme performansı üzerinde etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır.



Özetle, hisselerin dağılmış olmasının ya da bir veya birkaç kişinin elinde bulunmasının işletme performansı üzerindeki etkisi üzerinde çelişen sonuçlar bulunurken, devlet ortaklı bir yönetimin performansının devlet ortaklı olmayanlara göre daha düşük olduğu sonucunda uzlaşmaktadır.

Stratejilerin belirlendiği, kararların alındığı ve hareket planlarının belirlendiği yürütme organı olarak yönetim kurulunun incelenmesi önemlidir. Bu nedenle işletme yönetiminin performans üzerindeki etkilerini araştıran çalışmaların çoğu yönetim kurulunun özellikleri üzerinde odaklanmaktadır.

Literatürde yönetim kurulunun büyüklüğünün performans üzerindeki etkilerini inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bazıları yönetim kurulu büyüklüğü ile performans arasında aynı yönlü ilişki bulunduğunu savunurken (Dalton vd., 1999; Abidin vd., 2009; Isshaq, 2009) diğerleri ters yönde ilişki bulunduğunu görüşündedirler (Yermack, 1996; Bhagat ve Black, 2002; Huang vd., 2011; Nanka-Bruce, 2011)

Isshaq (2009) yönetim kurulunun büyüklüğü ile hisse değerleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Ancak işletme içerisindeki kişilerin yönetim kurulu içerisindeki payı ile hisse değeri arasında bir ilişki belirleyememektedir. Pozitif yönde ilişki belirleyen çalışmaların bazıları kaynak bağımlılığı teorisine dayandırmaktadır. Bu teoriye göre yönetim kurulları genişleyerek işletmeyi kendi dış çevreleri ile daha fazla ilişkilendirebilmekte ve böylece işletmenin daha fazla kaynağa ulaşmasını sağlamaktadırlar (Dalton vd., 1999). Bu tür geniş yönetim kurullarının güçlü ve otoriter bir CEO ile daha etkin olacağı savunulmaktadır.

Dalton vd. (1998) hisseleri geniş yatırımcı kitlelerine dağılmış işletmelerde ya da kontrol gücü olan ortağın azınlık paylarının haklarını korumadığı durumlarda geniş bir yönetim kurulunun işletme yöneticilerini gözetlemek ve kontrol altında tutabilmek üzere tek yol olduğunu belirtmektedir. Bozec ve Dia (2007) aynı duruma devlet ortaklığındaki işletmeler açısından ve teknik etkinliği performans ölçütü kabul ederek ulaşmaktadır.

Yermack (1996) geniş yönetim kurullarının koordinasyonunun daha zor olacağı, birbirlerine daha az bağlı üyelerden oluşacakları ve bu nedenle CEO'nun üzerlerinde kontrol sağlamasının daha kolay olacağı düşüncesini savunmakta ve küçük yönetim kurullarının performans açısından daha olumlu sonuç vereceğini ortaya koymaktadır. Benzer şekilde Jensen (1993), Eisenberg vd. (1998) ve Mak ve Yuanto (2002) gibi

araştırmacılar da denetim görevi hafifletilmiş daha küçük yönetim kurulları oluşturmanın performansı artıracak bir etki yapacağını belirtmektedirler. Ayrıca yönetim kurulunun genişlemesi karar alma sürecinde üyelerin çıkar çatışmalarını artıracığı düşünülmektedir.

Yönetim kurulunun denetim altında tutulması açısından kurulun büyüklüğü kadar yapısı da önemli rol oynamaktadır. Araştırmaların çoğu yönetim dışından kişilerin yönetim kurulunda bulunmasının kurulun etkinliği ve kontrol edilebilirliği açısından olumlu sonuç vereceğini ortaya koymaktadır. Etkin denetimin günlük faaliyetlerin etkinliğini artırdığı varsayımı altında yönetim dışından üyelerin yönetim kurulunda bulunmasının performansı artıracığı düşünülmektedir (Aggarwal vd., 2009; Nanka-Bruce, 2011). Fama ve Jensen (1983) de çalışmalarında kurulda bulunan yönetim dışındaki üyelerin kendi ünlerini ve sosyal statülerini korumak üzere de etkin performans göstermeleri gerekeceğini, bu nedenle performansa olumlu etki yapacaklarını savunmaktadır.

Öte yandan Lin vd. (2009) yönetimden kişilerin ağırlıkta olduğu bir kurulun, bu kişilerin gerçekten hissedarların vekili gibi davranmaları koşulu altında daha etkili olacağını savunmaktadır. Bu üyelerin kendi çıkarlarını gözetmelerini engellemek üzere azınlık da olsa dışarıdan üyelerin kurulda bulunması önerilmektedir. Bu doğrultuda, yönetimden kişilerin en az kurulun yarısını oluşturdukları durumlarda, kurul üyesi olmalarının performans artırıcı bir durum olduğu savunulmaktadır (Nanka-Bruce, 2011). Baysinger ve Hoskisson (1990) ise yarı zamanlı görevlendirilen kurul üyelerinin karar almak üzere gereken konular ve bilgiler üzerinde yeterince derin bilgiye sahip olamayabileceği ve bu nedenle performansı olumsuz yönde etkileyebileceklerini belirtmektedir.

Yönetim kurulunun işletme ve ekonomik çevresi hakkında bilgiye sahip olmasını sağlayan bir etken olarak kurulun görev süresi de performans üzerinde etkilidir. Yönetim kurulunun zaman geçtikçe işletme ve çevresi hakkında daha fazla bilgi ve tecrübeye sahip olacağı düşünülmektedir (Vafeas, 2003). Bu nedenle, yönetim kurulunun görevde bulunduğu süre ile işletme performansı arasında aynı yönde ilişki beklenmektedir.

Öte yandan, konuya temsil sorunu bakış açısından yaklaşırsa, zamanla kurulun yöneticiler ile ilgili nesnelliğinin kaybolacağı ve kurulun bağımsızlığının azalacağı düşünülmektedir. Yönetim kurulu uzun süre görevde kalınca yöneticiler ile daha yakın ilişkiler içerisine girmesi ve zayıf/kötü performansa daha hoşgörülü yaklaşması

mümkündür. Bu nedenle, görev süresinin uzaması durumunda kurul işletme ile ilgili daha fazla tecrübeye sahip oluyorsa ve yönetim üzerinde daha etkin gözetim yapabiliyorsa görev süresi ile performans arasında ters yönde ilişki beklenmektedir (Huang vd., 2011).

Yönetim kurulu ile yöneticiler arasındaki ilişkinin nesnelliği ya da bu ilişkinin etkin yönetimi performansı etkileyebildiği gibi, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunun da incelenmesinde yarar vardır. Jensen (1993), Pi ve Timme (1993), Dalton ve Kesner (1997), Bozec ve Dia (2007) gibi araştırmacılar CEO'nun yönetim kurulunun da başkanı olması durumunda CEO'ya çok fazla kontrol gücü verileceğini, özellikle işletme yönetimi içinden üyelerin ağırlıkta olduğu bir kurul ve dağınık ortaklık yapısına sahip bir işletme için bu gücün kötüye kullanılabileceğini belirtmektedirler. Bu durum performansı olumsuz yönde etkileyecektir. Ancak kurulun işletme yönetimi dışından üyelerin ağırlıkta olduğu ve büyük hisse sahiplerinin bulunduğu işletmelerde, CEO'ya çift yöneticilik verilmesi güç ve yetkiyi aynı kişide birleştireceği için daha iyi yönetim ve kontrol elde edileceği de savunulmaktadır (Aggarwal vd., 2009). Nanka-Bruce (2011) da çalışmasında CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanlığı yapmasının performans üzerinde olumlu etki yarattığı sonucuna ulaşmaktadır.

Özetle, literatürde yönetim kurulunun büyüklüğünün ve CEO'ya çift yöneticilik yüklenmesinin performans ile hangi yönde ilişkisi olduğu konusunda çelişen sonuçlar bulunmaktadır. Bununla birlikte yönetim kurulunun yapısı ele alındığında yönetim dışından üyelerin ağırlıkta olduğu bir kurulun daha etkin kontrole sahip olacağı kabul edilmektedir. Görev süresinin uzaması tecrübe ve bilgi kazandırarak kurulu daha etkin kılarken, uzayan görev süresi ile yöneticilere karşı nesnelliklerini kaybetmeleri olasılığı nedeniyle performansın ne yönde etkileneceği konusunda kesin bir sonuca ulaşılamamaktadır.

İşletmenin sahiplik yapısının ve yönetim kurulunun özelliklerinin yanı sıra işletmenin kendi özellikleri de performans üzerinde etkili olabilmektedir. Araştırmacılar işletmenin yaşı ve büyüklüğü ile performansı arasında ilişki olup olmadığını araştırmışlardır. Loderer ve Waelchli (2011) işletme büyüklüğünün etkinlik üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında işletmenin yaşının ilerlemesi ile performansında düşüş olduğunu belirtmektedirler. Çalışmada işletmelerin başarıya ulaştıklarında davranışsal bir katılık içine girdikleri, bu nedenle değişikliklere daha az adapte olabildikleri için esnek kararlar almadıkları ve hatta yenilikçi çalışanları ve

düşüncelerini bile bünyelerine kabul etmedikleri savunulmaktadır. Bu nedenle kilit çalışanlarını ellerinde tutamamaktadırlar. Bazı kilit çalışanların yeni düşüncelerini uygulayabilmek üzere, bazı kilit çalışanların ise fikirlerinin ellerinden alınmasını engellemek üzere işletmeden ayrıldıkları düşünülmektedir.

Rekabet ortamı nedeniyle işletmelerin kendilerini yenilememeleri halinde kar marjlarının ve aktif karlılıklarının düşmesi olağandır. Yaşça ilerlemiş işletmelerin iş tecrübelerine ve yeni teknolojileri satın alabilme gücüne sahip olmalarına rağmen, kendilerini yenileyememeleri karlılıklarında düşüşe neden olmaktadır (Loderer ve Waelchli, 2011).

Büyüklik ile performans ilişkisini etkileyebilecek diğer bir konu işletmeler içerisinde yönetime karşı çalışabilecek koalisyonların bulunmasıdır. Bu koalisyonlara iyi bir kurumsal yönetim uygulamasıyla yeterince teşvik edici davranılmaması durumunda bütünün iyiliğini düşünmek yerine kendi çıkarları için çalışacakları ve bu durumun performansı azaltıcı etkide bulunacağı savunulmaktadır. Ayrıca işletmelerin yaşlanmaları ile bu koalisyonların oluşmuş olma olasılığı arttığı düşünüldüğünde, yaş ile performans arasındaki ters yönlü ilişki düşüncesi desteklenmektedir.

İşletmenin yaşının sadece işletmenin kuruluşundan itibaren geçen süre olarak kullanılmasını yeterli görmeyen Shumway (2001) iktisadi açıdan en anlamlı yaş ölçütünün işletmelerin borsaya açıldıklarından sonra geçen süre olduğunu belirtmektedir. Çünkü borsaya açılmak işletmeler açısından oldukça önemli bir kilometre taşı olarak kabul edilmektedir. İşletmelerin borsada işlem görmeleri ortaklık yapılarını ve sermaye yapılarını etkilemekte, yeni büyüme fırsatları ortaya çıkarmakta, üzerlerindeki kamu baskısını artırmakta ve değişik kurumsal yönetim anlayışları gerektirmektedir (Loderer ve Waelchli, 2010).

Loderer ve Waelchli (2011) çalışmalarında işletmenin yaşı ile karlılığı arasında doğrusal olmayan ters yönlü bir ilişki bulunduğunu kanıtlamaktadır. Shumway (2001)'in ifade ettiği yönde işletmenin yaşını borsaya girdiği andan itibaren kabul ederek çalışmalarını tekrarladıklarında sonucun değişmediğini ve bu yaş ölçütü ile de ters yönlü ilişki tespit edildiğini belirtmektedirler. Ancak işletmelerin karlılıklarının yaşlandıkça düşmesi zarar etme ihtimallerinin artması anlamına gelmemektedir. İşletmelerin kazandıkları tecrübe, edindikleri çevre ve kaynağa ulaşabilme kolaylıkları düşünüldüğünde zarar etme olasılıklarının yaşları ile ters orantılı olarak düştüğü gözlenmektedir (Loderer, Neusser ve Waelchli, 2010).

İşletmenin yaşı kadar önemli olan bir diğer unsur da işletme büyüklüğüdür. Çalışmalarda işletme büyüklüğü genellikle işletmenin toplam varlıklarının (ya da duran varlıklarının) tutarı ile ifade edilmektedir. Varlıkların etkin şekilde yönetilmesi ile bu varlıklar üzerinden elde edilecek karlılığın, diğer bir ifadeyle aktif karlılığı ile ifade edilen performansın da artacağı düşünülmektedir. Yapılan çalışmalar işletmelerin büyümeleri ile ölçek ekonomisine ulaştıklarını ve bu nedenle maliyetlerini azaltarak kar marjlarını yükselttiklerini göstermektedir. Bu durumda işletmenin büyüklüğü ile performansı arasında aynı yönlü bir ilişki olduğu savunulmaktadır (Zelevnyuk ve Zheka, 2006; Lin vd., 2009).

Özetle, işletmelerin özellikleri göz önünde bulundurulduğunda büyüklük ile performans arasında aynı yönde ilişki beklenirken, işletmenin yaşının performans ile ters yönde ilişkiye sahip olduğu savunulmaktadır.

Çalışmada, BİST'e kote olan şirketler üzerinden bir performans analizi gerçekleştirilmiş ve BİST 'in zorunlu kıldığı kurumsal yönetim ilke ve uygulamalarının şirketlerin performansı üzerindeki etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır.

Firmaların verimlilik değişim değerleri ve verimliliğin alt unsurları olan etkinlik değişimi endeksleri Veri Zarflama Analizi (VZA) yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.

Etkinlik eldeki üretim kaynakları veya girdilerin ne derecede iyi kullanılarak çıktı üretildiğini gösterir. Ekonomik etkinlik, teknik etkinlik ve dağıtım etkinliği unsurlarına ayrılmaktadır. Teknik etkinlik, firmanın teknoloji ve girdi kullanımının izin verdiği ölçüde üretilebilecek kadar çok çıktı üretmesi ya da çıktı miktarı ve teknolojinin ihtiyaç duyduğu kadar girdi kullanılmasını ifade etmektedir. Dağıtımsal etkinlik ise mevcut fiyatlar ışığında girdi ve/veya çıktıların optimal oranlarda kullanılması becerisidir (Fried, Lovell ve Schmidt, 2008). Ölçek etkinliği ise firmanın kısa dönem ortalama maliyet eğrisinin minimum noktasında faaliyet gösterdiği durumda oluşan çıktı kaybıdır (Elyasiani ve Mehdiyan, 1990).

Verimlilik performans ölçmede kullanılan en yaygın ölçülerden biridir. Çıktıların girdi ya da girdiler toplamına oranı olarak ifade edilen verimlilik, üretilen mal ve hizmetler ile, bu mal ya da hizmetleri üretmek için kullanılan girdi arasındaki ilişkiyi gösterir. Verimlilik ölçüleri, teknik değişim, teknik etkinlik, ölçek etkinliği ve dağıtım etkinliği kavramlarını kapsamaktadır.

Bu çalışmada, verimlilikteki ve unsurlarındaki değişimleri gözlemleyebilmek adına Malmquist verimlilik endeksi hesaplanmıştır. Malmquist verimlilik endeksi her bir firmanın ortak teknoloji sınırına göre kıyaslamalı oranlarını kullanarak, iki ayrı dönemdeki toplam faktör verimliliğindeki değişimi ölçmektedir. Uzaklık fonksiyonları çoklu-girdi, çoklu çıktı kullanan

teknolojinin fonksiyon temsilidir (Fare vd, 1994). Çalışmamızda, Malmquist endeksinin kullanılmasının nedeni maliyet ya da gelire ilişkin verilere ihtiyaç duyulmaması, sadece girdi ve çıktı miktarlarına ilişkin verinin yeterli olması, aynı zamanda endeksin diğer endeks türlerinden farklı olarak verimlilikteki değişimi bileşenlerine ayırıp inceleme imkanı sunmasıdır.

Malmquist endeksini unsurlarına ayırarak şu şekilde göstermek de mümkündür:

$$M_o(x^{t+1}, y^{t+1}, x^t, y^t) = TD \times SED \times \ddot{O}D \quad (16)$$

Denklemden yer alan TD, teknik değişimi; SED, saf etkinlik değişimini ve  $\ddot{O}D$ , ölçekteki değişimi ifade etmektedir. Saf etkinlik değişimi ve ölçek değişimi, etkinlik değişiminin (ED) unsurları olup

$$ED = SED \times \ddot{O}D \quad (17)$$

Şeklinde hesaplanabilmektedir. Dolayısıyla ile Malmquist verimlilik endeksindeki değişim ile teknik etkinlikteki, saf etkinlikteki, ölçek etkinliği ve etkinlikteki değişimleri gözlemek mümkündür.

Analizin bir sonraki kısmında firmanın teknik etkinlik, ölçek etkinliği, dağıtım etkinliği ve verimlilik değerlerini etkileyen firmaya özgü faktörler ve firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının etkisi araştırılacaktır. Bu etkinin ölçülmesi için tobit regresyon analiz yöntemi uygulanmıştır. Bağımlı değişkenin değişim aralığının sınırlı olduğu durumlarda sansürlü model olarak da adlandırılmaktadır. Regresyonda bağımlı değişken olarak firma performansı kullanılmış, 5 ayrı regresyonda toplam faktör verimliliği, etkinlik değişimi, ölçek etkinliği, saf etkinlik ve teknik etkinlik değişkenleri üzerinde kurumsal yönetim uygulamalarının etkisi aşağıdaki model üzerinden incelenmiştir.

Çalışmada BİST'e kote olan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının performansları üzerindeki etkilerine bakıldığında, özellikle finansal tabloların getirdiği objektif verilere dayalı paradigmanın hakimiyetini sürdürdüğü ancak küresel ekonomilere entegrasyon ve daha çok dış ticarete yönelmekle birlikte, bu algının değişmekte olduğu gözlemlenmektedir. Kuşkusuz, çeşitli mevzuat ve uygulamalar

şirketler açısından zorunlu tutulsa da, uygulama aşamasında şirketin insan kaynağı ve yönetici ekibi bir finansal performans ölçümü araçlarını yeterince yetkin kullanmayı tercih etmiyorsa ya da bunu gerçekleştiriyorsa, bu noktada çeşitli yapısal sorunlar gündeme gelmektedir. Ülkemizde BİST'e kote olan şirketlere bakıldığında, önemli bölümünde bu yapısal sorunların sürdüğü görülmektedir. Yine de şirketlerin bu doğrultuda adaptasyona eğilimli olduğu gözlemlenmektedir.

Son tahlilde, ülkemizde BİST' in ve diğer kurum ve kuruluşların getirmiş olduğu tavsiye, zorunluluk ve mevzuatlar sonucu şirketlerin daha çok kurumsal yönetim uygulamalarına yöneleceği açıktır. Bunun sonucunda performans üzerindeki etkinin daha olumluya doğru dönüştürüleceği de gözükmektedir. Bu nedenle şirketlerin kendi verimlilik ve etkinliklerine en rasyonel şekilde ulaşabilecekleri finansal ve yönetsel performans ölçüm araçlarını seçmeleri ve kullanmaları önem kazanmaktadır.

## KAYNAKLAR

Abdioğlu, H., (2007), İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü ve İMKB – 100 Örneği, Marmara Üniversitesi, Doktora Tezi.

Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., ve Williamson, R. (2009). Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: measurement, causes, and consequences. *Review of Financial Studies*, 22, 3131 - 3169.

Akal, Z. (2005) İşletmelerde Performans Ölçüm Ve Denetimi: Çok Yönlü Performans Göstergeleri, Mpm Yayını No:473, Ankara

Akdoğan, Y. E. ve Boyacıoğlu, M.A. (2010) Corporate Governance In Turkey: An Overview. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 24, 11-30

Aksoy, T., (2002), Tüm Yönleriyle Denetim, Ankara, Yetkin Hukuk Yayınları.

Aktan, C., (2005), Kurumsal Yönetimin Önemi ve Ortaya Çıkış Nedenleri, [http:// www.canaktan.org.tr](http://www.canaktan.org.tr)

Aktan, C., (2006), Kurumsal Yönetim, Kurumsal Şirket Yönetimi, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Alparslan, M., (2000), "Bankalarda Kurumsal Yönetim", Bankacılar Dergisi, Sayı:32.

Alvin A., Arens, J., and Loebbecke, K., (1980), Auditing an Integrated Approach, 7. Edtion, New Jersey, Prentice-Hall.

Andres, P., Azofra, V. ve Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness. *Corporate Governance International Review*, 13, 197-210.

Anderson, R. C. ve Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence From the S&P 500. *Journal of Finance*, 58, 1301-1328.



Argüden, Y., (2002), "Krizin Gölgesinde Yeni Bir Dünyaya Doğru, Pazarlama ve Kamu Araştırmacıları Derneği", VI. Araştırma Zirvesi.

Aslan, S., (2004), Türk Bankacılık Sektöründe İç Denetim, İstanbul, Avcıol Basım Yayın.

Atabey, N. ve Ata, D., (2005), Avrupa Birliği'ne Katılım Sürecinde Muhasebenin Sosyal Sorumluluk Kavramı Açısından "Kurumsal Yönetim", TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi.

Audrey A., (2004), Role Of The Internal Audit Function In Corporate Governance: A Synthesis Of The Extant Internal Auditing Literature And Directions For Future Research" Journal of Accounting Literature, 2004, [http://www.findarticles.com/p/articles/mi\\_qa3706/is\\_200401/ai\\_n13602084/pg\\_](http://www.findarticles.com/p/articles/mi_qa3706/is_200401/ai_n13602084/pg_)

Avrupa Merkez Bankası İç Tüzüğü, 2003

Bakırhan, C., (2005), "Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denizbank Uygulamaları", Türkiye Bankalar Birliği Konferansı.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), (2001), Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetimi Sistemleri Hakkındaki Yönetmelik, Resmi Gazete, 08.02.2001.

Barth, E., Gulbrandsen, T. ve Schone, P. (2005). Family Ownership, and Productivity: The Role of Owner-Management. *Journal of Corporate Finance*, 11:107-127.

Baysinger, B.D. ve Hoskisson, R.R. (1990). The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management Review*, 15, 72-87.

Bekçioğlu, S. ve Ak, G., B., (2005), "İyi Yönetişim", IV. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi.

Bhagat, S., ve Black, B. (2002). The Non-correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 227-273.

BIS, (2003), Basel Committee On Banking Supervision, Enhancing Corporate Governance For Banking Organizations.

Bıçer, A., (2006), İç Kontrol Sisteminin Etkinliğini Sağlamada İç Denetimin Rolü ve Bir Uygulama, Marmara Üniversitesi., Yüksek Lisans Tezi.

Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, 2,89-108.

Boutchkova, M.K., Megginson, W., 2000. The impact of privatization on capital market development and individual share ownership. *Financial Management* 29, 67–77.

Boyacıoğlu, R., (1994), "Yatırım Projelerinin Ekonomik Analizinde Bir Yöntem: İç Karlılık Oranı", Tarım Ekonomisi Dergisi, S.2, s.89-99.

Boycko, M., Shleifer, A. ve Vishny R. (1996). A Theory of Privatization. *Economic Journal*, 106, 309–319.

Bozec, R. ve Dia, M. (2007). Board Structure and Firm Technical Efficiency: Evidence from Canadian State-Owned Enterprises. *European Journal of Operational Research*, 177, 1734-1750.

Brown, L.D. ve Caylor, M.L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. *Çalışma metni*, Georgia State University.

Bunuş, F., Anıl, A., Top, T., (2010), "Kriz Ortamında Kırklareli İlinde Bulunan Firmaların Verimlilik Analizi", II. Trakya Bölgesi Kalkınma-Girişimcilik Sempozyumu, 1-2 Ekim İğneada, Kırklareli, s.405-412.

Cangemi, P. M., and Singleton T., (2003), *Managing The Audit Function: A Corporate Audit Department Procedures Guide*, 3. bs., New Jersey, John Wiley and Sons Inc

Cankar, İ., (2006), *Denetimin Yeni Paradigması: Sürekli Denetim, Sayıştay Dergisi*, Sayı 61.

Caves, D.W., Christensen, L.R. ve Diewert, W.E. (1982a) *The Economic Theory of Index Numbers and The Measurement of Input, Output, and Productivity. Econometrica* 50, 1393-1414.

Caves, D.W., Christensen, L.R. ve Diewert, W.E. (1982b). *Multilateral Comparisons of Output, Input, and Productivity Using Superlative Index Numbers. The Economic Journal*, 92, 73-86.

Cengiz, K., (2002), *Gelişen Bilgi Teknolojilerinin Denetime Olan Etkisi,*” Mali Çözüm, Sayı: 61.

Cesur, A., (2006), *Proje Değerlendirme Yöntemleri ve Kullanılan Enstrümanlar*, Ankara.

Chamlou, N. and Iskandar, R., M., (2000), *Corporate Governance: A Framework for Implementaion*, World Bank Group Washington D.C.

Chapman, C., and Urton, A., (2003), *Implementing The Professional Practices Framework*, Florida, The Institute of Internal Auditors.

Christensen, L. R. ve Jorgenson. D. W. (1970). *U.S. Real Product and Real Factor Input, 1929-1967. Review of Income and Wealth*, 16, 19-50.

Churaev, K. (2003). *The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Clark, W., Demirağ, İ., (2002), Enron The Failure of Corporate Governance, JCC 8 Greenleaf Publishing.

Coşkun, A., (2006), "Büyük Sanayi İşletmelerinde Kurumsal Performans Ölçüm ve Yönetim Uygulamaları", Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi, Yıl: 5, S.19, Temmuz, s.119-136.

Coşkun, M., Erdem, S., ve Yörük, N., (2005), Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim: 394-406, Ankara, TOBB Üniversitesi.

Cuhruk, H., ve Özkan, A., (2004), Equity Research Turkey Special Report, Equity, Vol. 9: 3-15.

Cutler, F., S., (2001), Designing and Writing Message Based Audit Reports, Florida, The Institute of Internal Auditors.

Çalikuş, O., (2008), Telekomünikasyon Sektöründeki Esnek Yatırım Kararlarında Reel Opsiyonların Uygulanması, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Y.Y.L.T., İstanbul.

Çınar, F. (2013), "Performans Ölçümünde Finansal ve Finansal Olmayan Yöntemlerin Birlikte Kullanımını Esas Alan Yöntem: Complexity Business Balance Card (CBBC)", <http://www.riskonomi.com/wp/?p=2079>

Çelik, M., Öztürk, F., Ayas, N. ve Koç, İ., (2005) Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Bir Uygulama, IV. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi.

Çolpan, A., M., (2006), Kapitalizmin Evrimi ve Kurumsal Yönetim Teorileri, Kurumsal Şirket Yönetimi, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.

Dağlı, M., K., (2000), Aracı Kurumlarda İç Kontrol Sisteminin nemi ve İç Kontrol Sisteminin Etkinleştirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlilik Etüdü, Yayınları, No:145, Cilt:1.

Dalton, D. ve Kesner, I. (1997). Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective. *Journal of International Business Studies*, 18, 33–42.

Dalton, D. R., Johnson, J. L. ve Ellstrand, A. E. (1999) Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 42, 674-686.

Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. ve Johnson, J.L. (1998). Meta-Analytic Review Of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.

Deeg, R., and Van D.,(2001), Institutional Change and the Uses and Limits on Path Dependency: the Case of German Finance, Max Planck Institute for Social Sciences Publications.

Deloitte, (2007), Kurumsal Yönetim Serisi, Denetim Komitesi Serisi No:1 - Rol ve Sorumluluklar, [http://www.deloitte.com/dtt/section\\_node/0,1042,sid%253D131959,00.html](http://www.deloitte.com/dtt/section_node/0,1042,sid%253D131959,00.html)

Demirbaş, M.,ve Uyar, S., (2006), Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi, Güncel Yayıncılık.

Demirbugan, M. A., (2008), "Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesinde Net Bugünkü Değer (NBD) ve İç Karlılık Oranı (İKO) Yöntemlerinin Karşılaştırılması", Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, C.10, S.2, ss.1-15.

Denis, D.K ve McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1–36.

Din, E. ve Abdioğlu, H. (2009), "İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB- 100 şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma",

Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, C.12, S.21, Haziran, s.157-184.

Doğan, M., (1998), Kurumsal Yönetim, Siyasal Kitapevi, Ankara, 1998.

Doyrangöl, N., C., (2002), İşletme Çevresindeki Olumsuz Gelişmeler Karşısında İç Denetimin Yeri ve Önemi,” Mali Çözüm, Sayı:60.

Dyck, A., 2001. Privatization and Corporate Governance: Principles, Evidence, and Future Challenges. *The World Bank Research Observer*, 16, 59–84.

ECIIA, (2005), Avrupa’da İç Denetim, Avrupa İç Denetim Enstitüleri Konfederasyonu, Konum Raporu.

Ege, İ. ve Aylin, Y., (2002), Finansal Krizler ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Uygulamaları İlişkisi: Türkiye ve Dünya Uygulamaları Analizi, IV. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi.

Eisenberg, T., Sundgren, S. ve Wells, M.T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

Elyasiani, E. ve Mehdian, S. (1990). Efficiency in the Commercial Banking Industry: Production Frontier Approach. *Journal of Applied Economics*, 22,539-551.

Encyclopaedia Britannica, 1964.

Erdoğan, M., (2005), Denetim, 2. bs., Ankara, Maliye ve Hukuk Yayınları.

Erdönmez, P., A., (2003), Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılanma, Sayı 47, Bankacılar Dergisi.

Fama, E. ve Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.

Fisher, I. (1922). The Making of Index Numbers. Boston: Houghton-Mifflin.

Fried, H. Lovell, K. ve Schmidt, S. (2008). *The Measurement of Productive Efficiency and Productivity Growth*, Oxford University Press, New York, 2008.

Geleneksel Finans Sempozyumu, İstanbul, 2004

Gleim, H., I. (2004), CIA Review Part I Internal Audit Role in Governance, Risk and Control, 11.bs., Florida, Gleim Publications Inc.

Gündüz, S., (2001), Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Pay Sahiplerinin Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kuruluna Etkin Katılımı, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü.

Gürbüz, A., (2005), Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmelere 7. Muhasebe Denetim Sempozyumu, 20-24 Nisan 2005, Antalya [http:// www.ismmmo.org.tr](http://www.ismmmo.org.tr)

Gürbüz, O. A. ve Ergincan Y. (2004) Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, İstanbul, Literatür Yayıncılık.

Gürbüz, O., ve Ergincan, Y., (2000), Dünyada ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Düzeyinin ve Şirket Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi”, Marmara Üniversitesi.

Güredin, E., (1983), Denetim, 10.Basım, İstanbul, Beta Yayınları.

Güredin, E., (2000), Denetim, 10.bs., İstanbul, Beta Yayınları.

Hacırüstemoğlu, R., Şakrak, M., Demir, V. (2002), "Etkin Performans Ölçüm Aracı (EVA) (Ekonomik Katma Değer- Ekonomik Kâr Yaklaşımı), Mali Çözüm Dergisi, S.59, s.12-20.

Hasanefendioğlu, D., (2004), Kurumsal Yönetim, Vergi Dünyası Dergisi, Sayı.275.

Hespenheide, E., Pundmann, S. and Corcoran, M., (2007), Risk Intelligence: Internal Auditing in a World of Risk, Internal Auditing.

<http://www.spk.gov.tr/msd/derkur/index>

<http://www.tide.org.tr/faaliyetler5.html>

<http://www.tkyd.org/tr>

<http://www.arcelik.com.tr>

Huang L.Y., Lai G.C., McNamara M. ve Wang J. (2011). Corporate Governance and Efficiency: Evidence From U.S. Property–Liability Insurance Industry. *The Journal of Risk and Insurance*, 78, 519-550.

Huson, M.R. , Parrino, R. ve Starks, L. T. (2001). Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective. *Journal of Finance*, 56, 2265-2297.

IIA, (2002), Audit Committee Briefing, Internal Audit Standards: Why They Matter?, Florida.

IMF, Factsheet, (2007), Protecting IMF Resources: Safeguard Assessment of Central Banks.

Isshaq, Z., Bokpin, G. A. ve Onumah, J. M. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Risk Finance*, 10, 488 - 499

İçten, O., (2002), Bilgi Sistemlerinin Denetimi ve Türk Bankacılık Sektörü Uygulaması, İstanbul, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Basılmamış Doktora Tezi.



Jensen, M.C. ve Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48: 831–80.

Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu, 2003.

Karacan, A., İ., (2000), Bankacılık ve Kriz, Creative Yayıncılık.

Karğın, M. (2010), "Bulanık Analitik Hiyerarşi Süreci ve İdeal Çözüme Yakınlığa Göre Sıralama Yapma Yöntemleri ile Tekstil Sektöründe Finansal Performans Ölçümü", *Sosyal Bilimler Dergisi*, C.8, S.1, s.195-216.

Karpuzoğlu, E., (2004), Gelecek için Aile Anayasası, 1. Aile İşletmeleri Kongresi, İstanbul Kültür Üniversitesi.

Kavut, L., (1999), İç Denetim Mesleğinin Çevresel Sorumlulukların Yerine Getirilmesindeki Rolü ve Önemi, *Yönetim*, Yıl: 10, Sayı: 34.

Kayacan, M., (2006), Küresel Mali Piyasalarda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Ülkemize Yansımaları, SPK Serisi Kurumsal Araştırmalar Serisi, No:4.

Kepekçi, C., (1996), Bağımsız Denetim, 2. Basım, Ankara, Cem Web Ofset Ltd. Şti.

Kirkpatrick, G. (2005). The Revised OECD Principles of Corporate Governance Their Relevance to Non-OECD Countries. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2): 127 136.

Kıyılar, M., ve Belen M., (2006), Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finans Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler”, *Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu*, Girne, İzmir Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası, Sayı:73-96.

Kiger, E., and Cheiner, J.,H., (1994), *Auditing*, Houghton Mifflin Company.

Kiracı, M., (2003), Faaliyet Denetimi İle İç Kontrol İlişkisi,” Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 4, Sayı: 2.

Koç, İ.Ö., Yavuz, N. ve Yalın, P., (2005), AB’ne Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü iki Sektör Üzerine Uygulama.

Köroğlu, K., (1993), Verimlilik Yönetimine Japon Yaklaşımı ve Kazukiyo Kurosowa Modeli, Milli Prodüktive Merkezi Yayınları, No: 507, Ankara.

Köse, A., (2001), "Finansal Tabloların Oranlar Yoluyla Analizi", MISED, S.1-2, s.39-44.

Küçüksözen, C.,ve Küçükkocaoğlu, G., (2005), Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal Bilginin Rolü, Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. ve Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 141-186.

Lehmann, E. E., Warning, S. ve Weigand, J. (2004) Governance Structures, Efficiency and Firm Profitability *Tartışma metni*, MPI Jena, Germany.

Lin, J., Cai, F. ve Li, Z. (1998). Competition, Policy Burdens, and State-Owned Enterprise Reform. *American Economic Review*, 88, 422-427.

Lin C., Ma, Y., ve Su D. (2009). Corporate Governance and Firm Efficiency: Evidence from China’s Publicly Listed Firms. *Managerial and Decision Economics*, 39: 193–209

Loderer, C. ve Waelchli, U. (2010) Protecting Minority Shareholders: Listed Versus Unlisted Firms. *Financial Management*, 39, 33-57.

Loderer, C.ve Waelchli, U. (2011). Firm Age and Governance. *Çalışma metni*, University of Bern.

Loderer, C., Neusser K. ve Waelchli, U. (2011) Firm Age and Survival. *Çalışma metni*, University of Bern.

Mak, Y.T. ve Yuanto, K. (2002). Size Really Matters: Further Evidence on The Negative Relationship Between Board Size and Firm Value. *Çalışma metni*, National University of Singapore.

Manisalı, D, G., (2005), Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler Kurumsal Yönetim Endeksi ve Kurumsal Yönetim Reytingi, IV. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi.

McKinsey & Company, (2002), Emerging Market Policymaker Opinion Survey; Key Findings.

Mehran, H. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 38: 163-184.

Memiş, M., Ü., (2006)., İç Denetimin Yönetim Fonksiyonlarının Yerine Getirilmesindeki Rolü: Türkiye'deki Büyük işletmeler Üzerinde Bir Saha Araştırması, Çukurova Üniversitesi, Doktora Tezi.

Metiner, B., (2006), Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulunun Yapılanması", Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.

Millstein, I., (1998), Corporate Governance-Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets, OECD Publications.

Millstein, I., (2000), Corporate Governance: The Role of the Market Forces, OECD Working Paper.

Mucuk, İ., (1996), Modern İşletmecilik, Türkmen Kitabevi, Genişletilmiş Altıncı Basım.

Mura, R. (2007). Firm Performance: Do Non-Executive Directors Have a Mind of Their Own? Evidence From UK Panel Data. *Journal of Financial Management*, 36, 81-112.

Nanka-Bruce, D. (2011). Corporate Governance Mechanisms and Firm Efficiency. *International Journal of Business and Management*, 6, 28-40.

Odabaşı, M., (1997), Verimlilik Diye Diye Söyleşiler, MPM Yayınları, Ankara.

OECD, (1999), White Paper on Corporate Governancein Russia, 1999, Paris

OECD, (2003), Public Internal Financial Control (PIFC) Expert Group, Internal Control Systems In Candidate Countries, Volume I, October.

OECD, (2004), Principles of Corporate Governance  
<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

Özbek, Ç., (2003), İç Denetimde Yeni Uygulamalar,” İç Denetim Kongresi, 29 Mayıs.

Özeren, B., (2006), İç Denetim, Standartları ve Mesleğin Yeni Açılımları, SayıştayArastırma/İnceleme/Çeviri Dizisi, Ağustos 2000, <http://www.sayistay.gov.tr/yayin/yayin2.asp?id=67>.

Özilhan, T., (2002), Piyasa Ekonomisi ve Şeffaflık-Kavşaktaki Türkiye”, Deşifre Çözüm, TÜSİAD.

Öztürk, M., B., ve Demirgüneş, K., (2008), Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, S. 19, ss.395-411.

Pamukçu, F. (2011), "Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, S.50, Nisan, s.133-148.

Parkhe, A., (2003), Institutional Environments, Institutional Change and International Alliances, *Journal of International Management*.

Paslı, A., (2004), Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi, Beta Yayınları.

Pi, L. ve Timme, S. (1993). Corporate Control and Bank Efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 17, 515-530.

Pickett, K., and Spencer, H., (2003), *The Internal Auditing Handbook*, 2. bs., Wiltshire, John Wiley and Sons Inc.

Price Waterhouse Coopers, (2002), *İşletmelerde Suistimal: Riskler ve Önlemler Simülasyon,*” Eğitim Notları, Swisotel İstanbul, 11-12 Aralık.

Puffer, S., M., ve McCarthy, D., J., (2003), *The Emergence of Corporate Governance in Russia*, *Journal of World Business*, *Journal of World Business*.

Salami K.A. (2011). *Analysis of the Relationship between Share Ownership Structure, Corporate Governance Structure, and Corporate Investment Efficiency, using GSE Market Data (2005-9)*. *Journal of Accounting and Finance*, 11, 111-118.

Saldanlı, A. (2006), *Geleneksel ve Değer Bazlı Finansal Performans Ölçüm Yöntemlerinin İncelenmesi ve Ekonomik Katma Değer Analizi*, T.C. İstanbul Üniversitesi S.B.E, Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, Y.Y.L.T, İstanbul.

Sawyer, B., Lawrence, (2003), *Sawyer’s Internal Auditing*, 5. bs., Florida, The Institute of Internal Auditors.

Saygılı, Ş., (2003), *Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Kavramsal Çerçeve ve Eğilimler, Dünyadaki Gelişmeler, Kurumsal Şirket Yönetimi (Corporate Governance) Konferansı*, TCMB, 14-18 Nisan, Ankara 2003,

Selimoğlu, S., K., (1993), *Faaliyet Denetimi*, *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 5.

Serinkaya, İ., (2008), *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi Ekonometrik Bir Analizi*, T.C. Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe – Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi,

Sermaye Piyasası Kurulu, (2003), Aracı Kurumlarda Uygulanacak İç Denetim Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ,” Seri: No: 68, Resmi Gazete, 14.07.2003, Sayı: 25168.

Sevgener, A.,S., (1984), İç Kontrol Sistemi ve İç Denetim İşlevi Bağlantısı, Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Sayı:36.

Shelton, J.R., (1998), The Importance of Governance in The Modern Economy. New Corporate Governance for the Global İnternational Conference”, Brussels.

Shleifer, R., and Vishny, A., (1994), Survey On Corporate Governance, National Bureau of Economic Research, Working Paper, No.5554.

Shleifer A. ve Vishny R. (1994). Politicians and Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 109, 995–1025.

Shleifer A. ve Vishny R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, 737–777.

SPK (2011), 3.1.13. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, Resmi Gazete, 30.12.2011.

Şamiloğlu, F., (2006), "Entelektüel Sermaye: İMKB'de Hisse Senetleri İşlem Gören Bankalar Üzerine Bir Uygulama", Muhasebe ve Finansman Dergisi, S.31, Temmuz, s.78-89.

Shumway, T. (2001). Forecasting Bankruptcy more Accurately: A Simple Hazard Model. *Journal of Business*, 74, 101-124.

Sorensen, R.J. (2006). Does Dispersion of Public Ownership impair Efficiency? *Çalışma metni*, Norwegian School of Management (BI)

Şehirli, K., (1999), Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasası Denetleme Dairesi, Yeterlilik Etüdü.

Şehirli, K., (2003), Kurumsal Yönetim”, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu.

T.C. Başbakanlık ve Hazine Müsteşarlığı, (2004), Türkiye Sigorta ve Reüsrans Şirketlerinin İç Denetim Sistemlerine İlişkin Genelge.

Titiz, İ., Demir, Y., Onat, O.K., (2007), "Türkiye'de Şirket Birleşmelerinde Birleşme Etkinliklerinin Veri Zarflama Analizi Yoluyla Belirlenmesi", Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi, C.9, S.1, s.117-139.

TKYD, (2007), OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.

Topal, Y. (2008), "Ekonomik Katma Değer (EVA) ve Pazar Katma Değer (MVA) Arasındaki İlişki İMKB İmalat İşletmelerinden Örnek", Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, C.13, S.2, s.249-261.

Tuna, K., (2005), Bankacılık Kanununda Kurumsal Yönetim, Uluslararası Finans Sempozyumu, Marmara Üniversitesi.

Tuzcu, A., (2003), Halka Açık Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi.

Tuzcu, A., (2004), Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği, Ankara, Turhan Kitapevi.

Tuzcu, A., (2005), İMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı, 4.Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, 3-14 Mayıs.

Türkiye İç Denetim Enstitüsü, (2004), Uluslararası İç Denetim Standartları Mesleki Uygulama Çerçevesi, İstanbul, Deloitte.

TÜSİAD, (2002), Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, TÜSİAD.

Uzay, Ş., (1999), İşletmelerde İç Kontrol Sistemini İncelemenin Bağımsız Dış Denetim Karar Sürecindeki Yeri ve Türkiye'deki Denetim Firmalarına Yönelik Bir Araştırma, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 132.

Uzun, T., (2001), Toplam Kalite Yönetimi ve İç Denetimin Toplam Kalite Yönetimindeki Rolü,” İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Uzun, T., (2001), Toplam Kalite Yönetimi ve İç Denetimin Toplam Kalite Yönetimindeki Rolü,” İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi.

Ülgen, H., ve Mirze, K., (2004), İşletmelerde Stratejik Yönetim, İstanbul, Literatür Yayıncılık.

Vafeas, N. (2003). Length of Board Tenure and Outside Director Independence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30, 1043-1064.

Vishwanath, T., and Kaufman, D., (1999), Towards Transparency in Finance and Governance, The World Bank Working Paper.

Weimer, J., and Pape, J., (1999), A Taxonomy of Systems of Corporate Governance, *Corporate Governance*, Vol. 7 (2).

Wei, Z., Xie, F. ve Zhang S. (2005). Ownership Structure and Firm Value in China’s Privatized Firms: 1991–2001. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 87–108.

World Bank, (1999), Ukrainian Corporate Governance Manual.

Yaldız, E., (2006), "Kavramsal Düzeyde Etkinlik, Etkilik ve Verimlilik Olgularına Bir Bakış", [https://sites.google.com/site/paribustr/e\\_yaldiz.doc?attredirects=0](https://sites.google.com/site/paribustr/e_yaldiz.doc?attredirects=0)

Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.

Yılcı, M., (2003), İç Denetim - Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi İşletmesi Üzerine Bir Araştırma, Eskişehir, T.C. Osmangazi Üniversitesi Yayınları No:08.



Yıldız, S. (2010), "İşletme Performansının Ölçümü Üzerine Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma", Erciyes Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, S.36, ss.179-193.

Yükçü, S., Atağan, G., (2009), "Etkinlik, Etkililik ve Verimlilik Kavramlarının Yarattığı Karışıklık", Atatürk Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, C.23, S.4, s.1-13.

Yükçü, S., Atağan, G., (2010), "TOPSIS Yöntemine Göre Performans Değerleme", Muhasebe ve Finansman Dergisi, S.45, Ocak, ss.28-35.

Zelenyuk, V. ve Zheka, V. (2006) Corporate Governance and Firm's Efficiency: The Case of a Transitional Country, Ukraine. *Journal of Productivity Analysis*, 25, 143–157.

