

T.C.
YAŞAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ HİSSE PERFORMANSINA
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜRETİM SEKTÖRÜ ÜZERİNDE BİR
UYGULAMA

MUSTAFA REHA OKUR

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Fatma Dilvin Taşkın

İZMİR, 2014

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans/Doktora Tezi olarak sunduğum “...Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Performansına Etkisi: Borsa İstanbul Üretim Sektörü Üzerinde Bir 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.

30 / 01 / 2014

Mustafa Reha OKUR

İmza

ÖNSÖZ

Bu tezin hazırlanma sürecinde bilgisindenher fırsatta yararlanmama ve tezimin tamamlanma sürecinde sağladığı motivasyon ile sonuca ulaşmamı sağlayan danışman hocam Sn. Yrd. Doç. Dr. Fatma Dilvin Taşkın'a, tezimin ilk aşamasında yaptığı katkılar ve hem hayata bakış hem de akademik anlamda gelişimime olan büyük etkisi sebebiyle Sn. Doç. Dr. Çağrı Bulut'a desteklerinden dolayı teşekkür ederim. Tez süresince katkısı bulunan tüm hocalarıma, meslektaşlarıma, arkadaşlarıma ve de desteklerini her zaman hissettiğim aileme teşekkür ederim.

ÖZET

Yüksek Lisans

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ HİSSE PERFORMANSINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜRETİM SEKTÖRÜ ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

Mustafa Reha OKUR

Yaşar Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Uluslararası Ticaret ve Finans Yüksek Lisans Programı

Büyük şirket skandallarının yaşandığı 10 yıllık periyodun (1995-2005) ardından kurumsal yönetim acımasız ekonomi dünyasında hayatta kalmaya çalışan işletmeler için hayati önem taşıyan bir yasal süreç haline gelmiştir. Öyle ki, bazı kurumsal yönetim uygulamaları direkt olarak işletmelerin yönetimlerine ve finansal performanslarına etki eder hale gelmiştir. Bu noktadan hareketle çalışmanın amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının Borsa İstanbul'a kote olan ve üretim yapan işletmelerin hisse getirilerine olan etkisini belirlemektir.

Çalışmanın birinci bölümünde, kurumsal yönetim kavramı ve gelişimine OECD kurumsal yönetim ilkelerine bağlı kalınarak değinilmiştir. İkinci bölümde, ulusal ve uluslararası kurumsal yönetim uygulamaları açıklanmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde hisse fiyatı, hisse getirisi gibi kavramlar incelenmekte ve kurumsal yönetim ile hisse performansı arasındaki ilişki açıklanmaktadır.

Dördüncü bölüm, çalışmanın ana ve ampirik kısmını oluşturmaktadır. Araştırma sorusuna bağlı kalınarak, Borsa İstanbul'a kote olan üretim sektöründe faaliyet gösteren 129 işletmenin 2007-2012 yılları arasındaki verileri, kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasındaki ilişkiyi gözlemlemek adına incelenmiştir. Ampirik bulgular kurumsal yönetim ile hisse getirisi arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucunu ortaya çıkarmıştır.

Sonuç bölümünde, kurumsal yönetim uygulamalarının başarılı bir şekilde uygulanmasının faydalarının ve öneminin altı çizilmekte ve hem kanun düzenleyicilere hem de şirketlere öneriler getirilmektedir.

Anahtar Kelimeler:Kurumsal Yönetim, Hisse Getirisi, Borsa İstanbul

ABSTRACT

Master Thesis

EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ON STOCK PERFORMANCE: AN IMPLEMENTATION ON MANUFACTURING SECTOR OF BORSA ISTANBUL

Mustafa Reha OKUR

Yaşar University

Institute of Social Sciences

Master of International Trade and Finance

After the decade of huge corporate scandals (1995-2005), corporate governance becomes the most vital legal procedure for companies to survive in a brutal global economy. Such that, some practices of corporate governance have direct effect on firms' management and financial performance. From this point of view, the aim of this study is to determine the effect of corporate governance practices on stock return of manufacturing companies in Borsa İstanbul.

In the first part of the study, the concept and evolution of corporate governance are mentioned according to OECD principles of corporate governance. In the second part, national and international corporate governance regulations are explained. Third part of the study examines the stock price, stock return and the relationship between corporate governance and stock performance.

Fourth part of the study constitute the main and empirical part of the study. Adhere to research question, 129 companies investigated, which are indexed in Borsa Istanbul and operating in manufacturing sector, over the period of 2007-2012 to observe the relationship between corporate governance and stock return. Empirical results revealed that there is no significant relationship between corporate governance practices and stock return.

In conclusion, this study highlights the benefits and advantages of implementing successful corporate governance practices in Turkey and made some suggestions to policy makers and companies.

Keywords: Corporate Governance, Stock Return, Borsa Istanbul

İÇİNDEKİLER

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ HİSSE PERFORMANSINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜRETİM SEKTÖRÜ ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

TUTANAK	ii
YEMİN METNİ	iii
ÖNSÖZ	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGE LİSTESİ	x
ŞEKİL LİSTESİ	xi
KISALTMALAR	xii

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ	1
KURUMSAL YÖNETİMİN TEORİK BOYUTLARI	
1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı	4
1.2. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı	6
1.2.1. Temsil Sorunu	9
1.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri	10
1.3.1. Adillik	10
1.3.2. Şeffaflık	11
1.3.3. Hesap Verebilirlik	11
1.3.4. Sorumluluk	12

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI ve YASAL DÜZENLEMELER

2.1. Kurumsal Yönetim Uygulamaları	14
2.1.1. Yönetim Kurulu Yapısı ve Bağımsızlığı	14
2.1.2. Sahiplik Yapısı	15
2.1.3. İşletme Yaşı ve Büyüklüğü	17
2.2. Yasal Düzenlemeler	18
2.2.1. Cadbury Raporu	18
2.2.2. Greenbury Komitesi Raporu	19
2.2.3. Hampel Raporu	20
2.2.4. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	21
2.2.5. Avrupa Birliği Kurumsal Yönetim Uygulamaları	22
2.2.6. Sarbanes-Oxley Yasası	24
2.3. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri	25
2.3.1. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Uygulamaları	26
2.3.2. BDDK’nun Yaptığı Düzenlemeler	27
2.3.3. Borsa İstanbul	28
2.3.4. Yeni Türk Ticaret Kanunu	28

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİLERİ

3.1. Hisse Senedi Tanımı ve Hisse Senedi Getirisi	29
---	----

3.1.1. Hisse Senedi Fiyatları	29
3.1.2. Hisse Senedi Getirisi	30
3.2. Kurumsal Yönetim ve Hisse Performansı	31

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ HİSSE PERFORMANSINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜRETİM SEKTÖRÜ ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

4.1. Araştırma Sorusu	34
4.2. Araştırmanın Amacı	34
4.3. Veriler ve Açıklamaları	35
4.4. Araştırmada Kullanılan Yöntem	40
4.4.1. Araştırma Modelleri	40
4.4.2. Analiz Sonuçları	42
4.5. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi	45
SONUÇ VE ÖNERİLER	49
KAYNAKLAR	52-58

ÇİZELGE LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
1. Enron Hisse Fiyatları	8
2. Değişkenlerin Ortalamaları ve Standart Sapmaları	39
3. Değişkenlerin Korelasyon Tablosu	43
4. Model 1 Regresyon Sonuçları	44
5. Model 2 Regresyon Sonuçları	44

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil	Sayfa
1. Enron Hisse Getirisi	7

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BİST	Borsa İstanbul
CEO	Chief Executive Officer (Genel Müdür)
CFO	Chief Financial Officer (Finans Müdürü)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
S&P 500	Standard & Poors 500
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği

GİRİŞ

Kurumsal yönetim, günümüz ekonomi dünyasında hem yatırımcılar hem de işletmelerin belirli bir düzen içerisinde sağlıklı bir şekilde işleyişini sürdürmesi açısından vazgeçilmez bir konuma gelmiştir. Amerika ve Avrupa'da şirket skandallarının yaşanmasından önce, yatırım yapılan şirket ile ilgili bilgilere ulaşabilme, yöneticilerin işletmenin işleyişinde aldıkları kararlardan sorumlu olması, bağımsız bir denetim kuruluştan tarafından sağlıklı bir denetimin yapılması gibi uygulamalar yatırımcılar için önem arz etmese de, bu skandalların ardından dünya çapında yapılan düzenlemeler sonrasında halka açık şirketler için vazgeçilmez bir konuma gelmiştir.

Enron, Parmalat, Worldcom, Swissair gibi skandalların ortak noktalarından birisi olan yöneticilerin hissedarların çıkarlarından daha önce kendi çıkarlarını düşünmeleri, bu iflasların temelini oluşturmuştur. Sağlıklı bir denetim ve yönetim mekanizmasının bulunmadığı yüz milyarlarca dolarlık şirketlerin birkaç ay içerisinde hisse değeri açısından neredeyse sıfıra vurmaları, bu tip uygulamaların ne denli vazgeçilmez olduğunun kanıtıdır. Şirket iflaslarının ardından yatırımcıların şirketlere olan güvenlerinin oldukça aşağı seviyelere gelmesi de şirketlerin yönetim süreçlerini düzenleyici uygulamaların yürürlüğe konmasını zaruri hale getirmiştir.

Dünyada yaşanan küreselleşme akımları ile beraber, sermayenin ekonomiler arasındaki dolaşımı hızlanmıştır. Sermaye sahipleri veya sermaye grupları için yatırım yapılacak ülkedeki kurumsal yönetim düzenlemeleri yatırım kararları alırken önemli bir ölçüt haline gelmiştir.

Bu konuda neredeyse tüm ekonomilerde birbirine benzer düzenlemeler yapılmıştır. Düzenlemelerin ortak temelini 1999 yılında OECD tarafından tavsiye niteliğinde yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri oluşturmaktadır. OECD ilkeleri, kurumsal yönetim düzenlemeleri yapmak isteyen ülkeler için yol gösterici bir rol oynayarak dünya çapında birbirine benzer ve yatırımcıların yatırım kararlarını alırken işlerini kolaylaştırıcı uygulamaların hayata geçirilmesini sağlamıştır. Pek çok ülke, tavsiye niteliğinde olan bu düzenlemeleri kendi ekonomik şartlarına uyarlayarak yürürlüğe koymuştur.

Türkiye, 2001 yılında yaşanan ve ülke ekonomisine ağır hasar veren finansal krizin ardından hem ulusal hem de uluslararası yatırımcıların güvenini yeniden kazanmak, denetimsiz şirketlerin (özellikle bankaların) yönetimlerini düzenlemek, kriz ile birlikte ülkeden kaçan sermaye grupları için ülkeyi yeniden cazip bir merkez haline getirmek ve krizden büyük yara alan ekonomiyi yeniden toparlamak için kurumsal yönetim uygulamalarına ihtiyaç duymuştur. Bu konuda Türkiye'deki ilk çalışma 2002 yılı gibi geç bir dönemde yapılmasına rağmen, diğer ülkelerin yaptığı doğru düzenlemelerin yerel ekonomik şartlara göre uyarlanması ile hızlı bir şekilde bu kurumsal yönetim uygulamaları hayata geçirilmiştir.

Literatürde kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin piyasa değerlerine katkısı ile ilgili pek çok çalışma bulunmakla birlikte, çalışmaların ortak bir sonuca vardığını söylemek mümkün değildir. Bu çalışmaların bir bölümü kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin hisse senedi performanslarına olumlu katkısı olduğunu savunmakta, bir diğer bölümü ise bu katkının kayda değer düzeyde bir etkisinin olmadığını savunmaktadır. Çalışmalar aynı zamanda kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere etkilerinin farklı düzeyde olduğu ayrımı üzerinde yoğunlaşmıştır.

Bu çalışma toplam dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm genel olarak kurumsal yönetim kavramını tanımlamakta ve kavramsal çerçevesini incelemektedir. Daha sonra kurumsal yönetimin ortaya çıkışına ve gelişimine etki eden olaylara değinilmektedir. Birinci bölümde aynı zamanda, OECD kurumsal yönetim ilkeleri temel alınarak kurumsal yönetim ilkeleri tanımlanmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, dünyadaki kurumsal yönetim uygulamalarının temelini oluşturan ve çeşitli ülkelerde var olan kurumsal yönetim uygulamaları incelenmiştir. Bu bölümün devamında Türkiye'de yürürlükte olan kurumsal yönetim uygulamalarının üzerinde durulmaktadır.

Üçüncü bölümde, hisse senedi ve hisse senedi getirisi tanımından yola çıkılarak, hisse senedi getirisine kurumsal yönetimin etkisini inceleyen çalışmalar derlenmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümünde ise araştırmaya konu olan kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse getirisi arasındaki ilişkiyi ölçmeye yönelik Borsa

İstanbul'a kote olan üretim işletmeleri üzerine bir uygulama yapılmış ve analiz sonuçları değerlendirilmiştir.

Çalışmanın sonuç bölümünde, araştırmaya konu olan kurumsal yönetim uygulamalarının hisse getirisine etkisi üzerine sonuçlar çıkarılmış, bu çıkarımlar sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının gelişimine ve literatüre katkı sağlayacağı düşünülen önerilerde bulunulmuştur.

1. KURUMSAL YÖNETİMİN TEORİK BOYUTLARI

1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı

İngilizce’de “Corporate Governance” olarak kullanılan terim dilimize “Kurumsal Yönetişim” ve “Kurumsal Yönetim” olarak çevrilmiştir. Kurumsal yönetim (corporate governance) terimi “şirket içi politik yapı ve fonksiyonunu” vurgulamak için ilk olarak 1960 yılında Richard Ells tarafından kullanılmıştır (Arı, 2008). Türkçe literatürde, SPK’nın 2004 yılında yayınladığı raporda da “Kurumsal Yönetim” teriminin kullanılmasında etkisiyle, Kurumsal Yönetim kavramı daha yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Verimli kurumsal yönetim, bir şirketin kaynaklarının sosyal sorumluluk ve etik değerler bakış açısı içerisinde etkin bir şekilde kullanılarak işletmeden çıkar sağlayan paydaşlarını koruyacak düzenlemelerin, yönetmeliklerin ve kanunların uygulamaya konulması olarak ifade edilebilir (Millstein, Weil, 1999).

Kurumsal yönetim, işletmelerin hedef olarak belirlediği noktalara ulaşmasına, hukuki düzenlemelere ve toplumsal beklentilere uygun hareket etmesine, performansını etkin bir noktaya çıkarmasına, finansman ve insan kaynaklarını kendi kullanımına çekmesine olanak sağlayan, yasa, düzenleme ve gönüllü uygulamaları kapsamaktadır (TKYD, 2010).

Kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkış öyküsü Amerika’da 1929 yılında Büyük Buhran ile birlikte yaşanan Wall Street çöküşüne kadar dayanmaktadır. 1998 Asya krizinin yalnızca bölge ülkeleri ile sınırlı kalmayıp dünya ekonomisine etki etmesinin ardından, 20. Yüzyılın sonlarına yaklaştıkça ve sermayedarların aldatıldığı şirket skandalları ortaya çıktıkça, kurumsal yönetim kavramı kullanımını ve popülerliğini günden güne artırmıştır. Bu yıllarda yaşanan skandalların ve krizlerin ardından kullanımını artıran kurumsal yönetimin amacı; ortaklar tarafından işletmeyi yöneten kişilerin kullanımına verilen işletme varlıklarının fayda sağlayacak şekilde kullanılmasını ve işletmeyi yöneten kişilerin bu varlıkların yönetilmesi hakkında ortaklara (iç paydaşlar-dış paydaşlar) hesap vermesini sağlamaya çalışan bir yönetim sistemleini oluşturmaktadır (Aysan, 2007). Ekonomik ihtiyaçlar doğrultusunda, şirket sahipleri ile yöneticilerin farklı kişiler olması zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Bunun en temel sebebi, küçük yatırımcılar ile şirket içerisindeki büyük hissedarın çıkarlarının çatıştığı durumlarda, işletmenin menfaatlerini gözeterek karar alacak bir

yapının oluşturulmasıdır. Buradan yola çıkarak, kurumsal yönetimin bir diğer tanımına bakacak olursak; kurumsal yönetimi bir işletmenin, kendisine çıkar sağlayan hak sahiplerine ve kamu çıkarına zarar vermeyecek biçimde, finansal ve insan kaynaklarını kendisine çekmesine, verimli bir şekilde faaliyetlerin sürdürülmesine ve bu sayede de paydaşları için uzun vadede ekonomik çıkar elde ederek refah artışı sağlamasına olanak sağlayan zorunlu ve gönüllü uygulamaların bütünüdür denebilir(Doğan, 2007). 1992 yılında yayınlanan ve kurumsal yönetim kavramının gelişmesinde ve uygulanmasında oldukça önemli bir konumda olan Cadbury Raporunda (1992) kurumsal yönetim, şirketlerin yönetilmesini ve kontrol edilmesini sağlayan bir sistem olarak tanımlanmaktadır.

Kurumsal yönetimin en önemli amaçlarından birisi firmaya yatırım yapan sermaye sahiplerinin çıkarlarını korumaktır. Kurumsal yönetim, firmalara sermaye akışını sağlayan kişilerin yatırımlarının geri dönüşünü garanti etmenin yolları ile ilgilenmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997). Yatırımcılar, yapacakları yatırımın geri dönüşünün garanti altında olması durumunda veya yasalarla korunması hallerinde kendilerini güvende hissederek daha rahat bir şekilde yatırım yaparlar.İşletmelerin kendisini yasal olarak güvende hisseden yatırımcılardan sağladığı ucuz sermaye ile yaptığı yatırımlar sayesinde ülkenin ekonomisine sağladığı katkı düzeyi artacaktır. Kullanımda olan yatırım ve finansman sağlama kalıpları, ülkenin ekonomik büyümesini etkiler (Claessens ve Fan, 2002).

Kurumsal yönetim ile birlikte, firmadaki iç kontrol mekanizmalarının işlevsellik ve etkinlik seviyeleri artırılarak, bağımsız mali tablo denetimlerinin etkinliği artırılmakta ve güvenilirliği desteklenmekte, şeffaflığı garanti edilmiş ve yatırımcılar nezdinde daha fazla itibara sahip bilgileri içeren finansal tabloların oluşturulmasını sağlanmaktadır(Arı, 2008).

İçeriden bilgi alanların yatırımcıları zarara uğratması, özellikle şirket karlarını yatırımcılara fayda sağlamak yerine kendi çıkarları için kullanması durumunda ortaya çıkmaktadır. La Porta vd. (2000) kurumsal yönetimi geniş anlamıyla, dış paydaşların yatırımlarını içeriden bilgi alanların kararlarından oluşacak zararlara karşı korumasını sağlamak amacıyla düzenlenmiş yöntemlerdir. Bu yöntemler yaşanan şirket skandallarının ardından daha düzenli bir hale gelerek pek çok ülkede zorunlu uygulama haline getirilmiştir. ABD’de 2002 yılında Sarbanes Oxley Yasası

yürürlüğe girmiş, Almanya’da işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamasının zorunlu hale getirilmiş, Japonya’da şirketler hukuku kurumsal yönetim düzenlemelerine göre yeniden yapılandırılmış, Asya’daki diğer pek çok ülkede kurumsal yönetim ile ilgili yeni düzenlemeler yapılmış ve Rusya’da kurumsal yönetim ilkeleri belirlenerek kamu kullanımına sunulmuştur.

Güçlü bir kurumsal yönetim yapısı, etkin bir yönetim kuruluna ve güçlü bir sahiplik yapısına ihtiyaç duymaktadır. Literatürde güçlü kurumsal yönetim yapısı, bağımsız ve düzgün işleyen bir yönetim kurulu, tüm hissedarların en uygun sayıda tecrübeli ve çeşitlendirilmiş üyeler ile temsil edilmesi, verimli ve düzgün çalışan ve genel müdürün üzerinde gücü olmadığı bağımsız bir denetim komitesinin kurulması, genel müdür pozisyonu ile yönetim kurulu başkanlığı pozisyonunu aynı kişilerin temsil etmemesi ve kurumsal sermayedar ile sahiplik yapısının çeşitlendirilmesi ile ilişkilendirilmektedir(Karaibrahimoğlu, 2013).

Abu-Tapanjeh(2009) bir yatırımcının kurumsal yönetimin kalitesine dikkat etmesindeki nedenleri şu şekilde sıralamıştır. Birinci olarak, iyi bir kurumsal yönetim yapısı ekonominin verimliliğini ve büyümesini artıracaktır ve güçlü bir kurumsal yönetim yapısı sayesinde sermayenin kullanımını ve yabancı yatırımcıların cesaret kazanmasını sağlayacaktır. İkinci olarak dış kaynaklı şoklara karşı ekonominin sağlamlığını artıracak ve oluşabilecek krizlerin ihtimalini azaltacaktır. Üçüncü olarak güçlü bir kurumsal yönetim yapısı ekonominin meşruluğu için zorunlu bir araçtır.

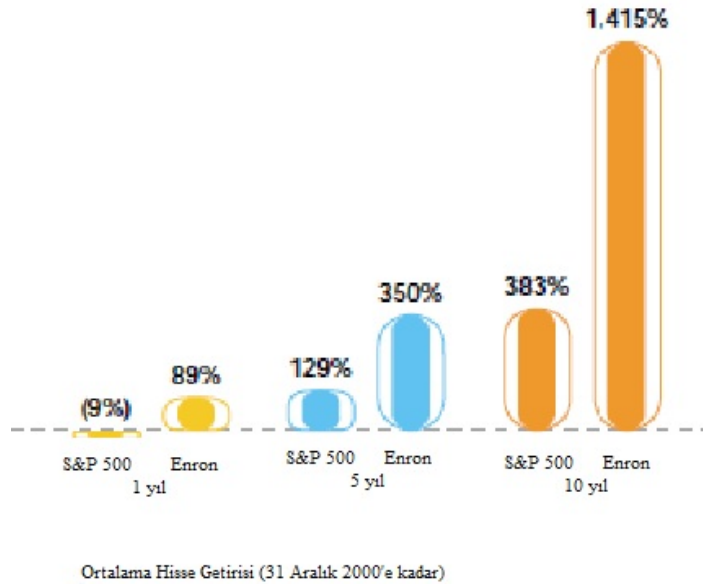
1.2. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı

2000’li yılların başlarına kadar var olan ekonomik sistemin, işletmeleri sürekli olarak yüksek seviyelerde kar etmeye zorlaması ve üst düzey yöneticilerin kendi çıkarlarını maksimize etmeyi en önemli hedef olarak belirlemeleri sonucunda küresel ekonomik sistemi sarsan şirket skandalları ortaya çıkmıştır. Bu skandallar genel olarak muhasebe uygulamalarının art niyetli olarak kullanılması sonucunda şirket iflasları ile sonuçlanmıştır. Bu iflaslar sermayedarların, hissedarların, çalışanların, piyasadaki diğer şirketlerin ve kamunun büyük miktarlarda zarar etmesine sebep olmuştur. Skandallar sonucu ortaya çıkan zararlar yalnızca finansal boyutlarda kalmamış, en önemli yıkım yatırımcıların şirketlere duyduğu güven

noktasında ortaya çıkmıştır. Bu skandalların sonucunda iflas eden şirketlerin ardından işletmelerin kamuyu aydınlatmaya yönelik açıklamalarına ve bu şirketleri denetleyen kuruluşlara duyulan güven oldukça azalmıştır. Yüksek bir saygınlığı olmayan bir firmaya hiçbir mantıklı yatırımcı finansman sağlamayı istemez (La Porta vd., 2000).

Bu skandalların en bilinenleri; Amerika’da ortaya çıkan Enron ve Worldcom iflasları, İtalya’da ortaya çıkan Parmalat iflası ve İsviçre’de ortaya çıkan Swissair iflasıdır. Kurumsal yönetime duyulan ilginin Enron, Worldcom, Parmalat gibi skandalların ardından artmasının sebeplerinden birisi, yönetici konumundaki kişilerin yetkilerinin ve etkililiğinin sorgulanmaya başlamasıdır (Doğan, 2007).

Özellikle Enron’un iflası Kurumsal Yönetim açısından bir mihenk taşıdır. Enron’da yaşanan büyük yolsuzlukların, yönetim hatalarının ve Arthur ve Andersen denetim firmasının da bu usulsüzlüklere ortak olmasının ardından Enron’un kaçınılmaz iflas süreci başlamıştır. Enron’un iflasından önceki yıl kamuoyuna yayınladığı faaliyet raporundan hisse getirisini S&P 500 endeksi ile karşılaştırdığı grafik Şekil 1’de görülebilir.



Şekil 1 : S&P-500 Endeksi ve Enron Hisse Getirisi

Enron'un hisse fiyatının en yüksek seviye olduğu tarih olan 23 Ağustos 2000 ile 23 Ocak 2002 arasındaki aylık hisse fiyatları Tablo 1'de görülmektedir.

Enron	
Tarih	Hisse Fiyatı(\$)
23.8.2000	90.75
25.9.2000	85.00
23.10.2000	83.63
24.11.2000	79.25
22.12.2000	81.44
23.1.2001	78.88
23.2.2001	72.08
23.3.2001	61.50
23.4.2001	61.70
23.5.2001	56.19
25.6.2001	45.16
23.7.2001	48.18
23.8.2001	37.44
24.9.2001	29.83
24.10.2001	23.25
23.11.2001	5,15
24.12.2001	0.65
23.1.2002	0.415

Tablo 1: Enron Hisse Fiyatları

Sarbanes-Oxley yasasının 2002 yılında Amerika'da kabulünün ardından 34 eski Enron yöneticisi ceza almış ve mağdurlara 163 milyon dolar tazminat ödenmesine karar verilmiştir (Sun ve Zhang, 2006). Diğer şirket skandallarında da yöneticiler ve şirketler ağır cezalara mahkum edilmiş ve şirketlerin piyasa değerleri oldukça kısa sürede Enron'a benzer şekilde erimiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin doğuşuna öncülük eden bazı ekonomik ve sosyal gelişmeler, Aysan'ın (2007) da belirttiği üzere şu şekilde sıralanabilir:

- Dünya ekonomisindeki büyük değişim,
- Özelleştirme akımı,
- Ekonomilerin liberalleşmesi,
- Küreselleşmenin hızlanması,
- Özel kesim işletmelerin önem kazanması,
- 1997-1998 yıllarında ortaya çıkan dünya ekonomik bunalımının içerisinde kendisini gösteren yolsuzluklar. Bu yolsuzluklara literatürde Crony Capitalism (Ahbap çavuş kapitalizmi) denilmektedir. Ahbap çavuş

kapitalizmi; siyaset, bürokrasi ve iş adamları üçgeninin iş birliği yapmaları sonucunda devletlerin ve şirketlerin bu üçgene çıkar sağlamak amacıyla soyulması olarak tanımlanabilmektedir.

1.2.1. Temsil Sorunu

İşletmelerde yönetim ve ile sermaye sahipleri ayrılmaya başladığında, şirketin asıl sahibi olan hissedarlar ile şirketi yönetmek üzere işe alınan yöneticiler arasında bir temsil ilişkisi ortaya çıkar. Temsilci ilişkileri, işletmede payı bulunan bir veya daha fazla kişinin işletme faaliyetlerini yürütmek amacıyla bir veya daha fazla kişiyi işe alarak ellerinde bulunan karar verme yetkilerinin bir kısmını bazı görevleri yapması için temsilcilere devretmesi olarak tanımlanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976).

Temsil sorununun temelini bu ilişkide tarafların kendi çıkarlarını ön planda tutmaları oluşturmaktadır. Adam Smith'in (1776) neredeyse her çalışmada kullanılan ve temsil sorununu oldukça uzun zaman önce "işletmelerin yöneticileri, diğer insanların (hissedarların) paralarını kendi paraları gibi görmezler ve bunu beklemek de mümkün değildir" sözüyle özetlemiştir. Bunun sebebi ise hissedarlar ile temsilcilerin işletmeden farklı beklentiler içerisinde olmaları gösterilebilir. Hissedarlar işletmenin sınırsız bir süre çalışacağını varsayarak daha uzun dönemdeki nakit akışları ile de ilgilenirken, yöneticiler yalnızca kendi çalıştıkları dönemde olacak nakit akışlarını hesaba katarlar. Bu sebeple yöneticilerin daha kısa vadede geri dönüş sağlayacak yatırımları tercih ettikleri gözlemlenebilmektedir (Doğan, 2007).

Temsil sorununun bir diğer önemli ayağını ise temsilcilere yapılan ödemeler oluşturmaktadır. Temsilcilere yapılan ödemeler genel olarak iki kısımda incelenebilmektedir. Birincisi yöneticilerin davranışlarına göre belirlenen maaş yöntemi, ikincisi ve günümüzde daha çok kabul edilen çıktı merkezli yöntemdir (Shapiro, 2005). Çıktı merkezli yöntemin daha fazla kabul edilmesinin sebebi, bu yöntemin yöneticilere işletmeden sağlanan çıktılarına göre komisyon, bonus ödemeler ve şirketten hisse verilerek yöneticinin çıkarlarını hissedarların çıkarları ile ortak bir noktaya getirmesi olarak görülmektedir.

Temsilcilerin (yöneticilerin), görevlerini firma değerini en üst seviyeye çıkaracağı şekilde gerçekleştirmediği durumlarda ortaya bir temsil maliyeti çıkmaktadır. Bu temsil maliyeti, temsilcilerin firma değerini yükseltmek yerine kendi

ıkarlarını en st seviyeye çıkarırken yarattıkları zarara eşittir şeklinde tanımlanmıştır (Berger ve Patti, 2006)

1.3.Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal Yönetim ilkeleri 4 ana başlık altında toplanmaktadır. Bu ilkeler, i içe geçmiş ve birbirinden ayrılması çok zor olan adil davranma, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleridir (Doğan, 2007). Bu ilkeler, OECD üyesi olan veya olmayan ülkelerde kurumsal yönetimin temellerinin oluşturulması için 1999 yılında OECD tarafından kabul edilmiştir (OECD, 2004). Türkiye’de kurumsal yönetim ilkeleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiştir.

1.3.1.Adillik

Adillik ilkesi, işletmenin hissedarlarına karşı hisse miktarına bakmaksızın eşit şekilde davranmasını tanımlamaktadır. İşletme yöneticileri aldıkları kararları uygularken, bu kararların sonuçlarından etkilenecek tüm kesimlere karşı eşit mesafede olmalıdır. Bu bakış açısı, adillik ilkesine uyan bir yönetim anlayışının en önemli gereğidir (Demirbas ve Uyar, 2006).

OECD’nin 2004 yılındaki raporuna göre kurumsal yönetim; azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali halinde yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme imkanına sahip olmalıdır (OECD, 2004). Yatırımcılar, işletmelere finansman sağlarken genel olarak düzenlemeler ve kanunlar ile korunan belirli haklar elde ederler (La Porta v.d., 2000). Adillik ilkesi bu hakların azınlık veya çoğunluk hissedar farkı gözetilmeksizin korunmasını amaçlar. Farklı hissedar gruplarının, alınan karardan farklı şekilde etkilendiği bir kararın ortaya çıkması durumunda, yöneticiler hisse oranı gözetmeksizin adil şekilde davranmalıdırlar. Bu hakların ihlal edildiği durumlarda şirketin toplum ve yatırımcı gözündeki değerinde de büyük kayıplar yaşanır.

1.3.2. Şeffaflık

Şeffaflık ilkesi, işletme ile ilgili bilgilere gereksinim duyan kişi veya kurumların ihtiyaç duydukları dökümanlara zamanında ve kolay bir şekilde ulaşabilmesini tanımlamaktadır.

Kurumsal Yönetim, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır (OECD, 2004). Özellikle 1990'lı yılların sonunda ve 2000'li yılların başında yaşanan şirket skandallarının ardından kamuoyunun kurumsal yönetim ve şeffaflık konusunda artan ilgisi ve talebi sonucunda, işletmelere çeşitli yasal düzenlemeler ve yükümlülükler getirilmiştir. Asya ve diğer ülkelerdeki finansal krizler, muhasebe ve ödeme skandalları aynı zamanda işletmelerin sosyal ve çevresel faaliyetleri konusundaki şüphelerin bulaşıcı olması sonucunda şirketin bu gibi alanlardaki davranışları hakkında şeffaflık talebinin artmasına sebep olmuştur (Kolk, 2008). Ülkemizde bu konudaki düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılmaktadır. SPK'nın 2011 yılında güncellediği Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına Yönelik Tebliğ'de; “ Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir ve düşük maliyetle kolay erişilebilir biçimde “Kamuyu Aydınlatma Platformu” ve şirketin internet sitesinde kamunun kullanımına sunulur ” denilmiştir.

1.3.3. Hesap Verebilirlik

Hesap Verebilirlik ilkesi, işletme yöneticilerinin ve çalışanların aldıkları veya uyguladıkları kararları gerekçelendirebilmelerini ve sonuçlarından sorumlu olmaları gerektiğini tanımlamaktadır.

Kurumsal yönetim, yönetim kurulunun işletme yöneticilerini etkin denetimini ve yönetim kurulunun işletmeye ve hissedarlara karşı hesap verme sorumluluğunu taşımasını sağlamalıdır (OECD, 2004: 19). Yöneticilerin ve yönetim kurullarının hissedarlara karşı şirket yönetiminde aldıkları kararların sorumluluğunu taşıması ve aldıkları kararların hesabını vermesi özellikle Enron, Worldcom, Parmalat, Swissair gibi şirket iflaslarının ardından çok daha önemli bir hale gelmiştir. Bu iflasların ortak noktaları şirket yöneticilerinin kendi çıkarları doğrultusunda kararlar almaları ve

yönetim kurullarının bu kararlar üzerinde etkin bir değerlendirme yapamamasıdır. Yönetimin kendi başına aldığı bu tip kararlar; toplum açısından verimlilik, yatırımcılar açısından ise adillik ile ilgili sorunların ortaya çıkmasına sebep olmaktadır(Brudney, 1985).

Skandalların ardından kurumsal yönetim ve hesap verebilirlik ilkesini güçlendirmek için yapılan girişimlerin en önemlisi Sarbanes-Oxley yasasıdır. Bu yasa özellikle yönetim kurulu, yöneticiler, denetçiler, kontrol ve risk yönleri gibi şirketin iç mekanizmalarına odaklanmıştır. Bunun sebebi özellikle hissedarların şirketin iç yüzüne olan hakimliğini ve şirket ile ilgili konularda, şirketin alacağı kararlar üzerinde etkili olabilmesini arttırmaktır (Kolk, 2008). Oysa yöneticilerin emaneten aldıkları görevlerinde şirket için en iyisini yapmaları pek çok düzenleme ve mevzuat ile düzenlenmiştir(Huse, 2005).

1.3.4. Sorumluluk

Sorumluluk ilkesi, işletmenin faaliyetleri ile ilgili yasal düzenlemelere, şirket ana sözleşmesine ve toplumsal değerlere uygunluğunun sağlanmasını ve denetlenmesini ifade etmektedir.

Pek çok noktada sorumluluk ilkesi hesap verebilirlik ilkesi ile oldukça yakın anlamdadır. Kurumsal yönetim, yönetim kurulunun işletme yöneticilerini etkin denetimini ve yönetim kurulunun, işletmeye ve hissedarlara karşı hesap verme sorumluluğunu taşımasını sağlamalıdır (OECD, 2004: 19) tanımı da bu yakınlığa bir örnek olarak sayılabilir.

Yönetim kurulunun ana sorumluluklarını şu maddeler ile sıralayabiliriz (Aktan, 2006):

- İşletmenin kısa ve uzun dönemdeki hedeflerini belirlemek,
- Belirlenen bu hedeflere ulaşılmasını sağlayacak stratejilerin belirlenmesi, geliştirilmesi ve uygulamaya konulmasını sağlamak,
- İşletmenin idari ve finansal performansını incelemek ve iyileştirilmesini sağlamak,
- İşletmeyi yöneten kişiyi seçmek, seçilen kişinin performansını değerlendirmek, ücretlendirilmesini belirlemek ve icra kurulu başkanının diğer yöneticiler hakkındaki önerilerini değerlendirmek,

- İşletmenin yönetsel ve finansal denetimini sağlamak,
- İşletmenin, hisse sahiplerine ve dış paydaşlara karşı iletişim ve ilişki stratejisinin belirlenmesi,
- İşletme ve çalışanlar için işletme etik kurallarını belirlemek ve bu kuralların uygulanmasını sağlamak.
- İşletmenin içsel ve dışsal kararlarının, yasalara ve düzenlemelere uygunluğunun sağlanması.

2.KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI ve YASAL DÜZENLEMELER

2.1. Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Kurumsal Yönetim kavramı her ne kadar terim olarak telaffuz edilmese de, bu düşünce yapısı 1930'lu yıllara kadar dayanmaktadır. Büyük Buhran'ın ortalarına doğru, ABD Kongresi menkul kıymet satan şirketlerin, şirket ile ilgili önemli konuları yatırımcılara ve kamuya açıklamasını düzenleyen bir kanunu yürürlüğe koymuştur (Kim, 2003).

2.1.1. Yönetim Kurulu Yapısı ve Bağımsızlığı:

Kurumsal yönetimin geliştirilmesi aşamasında işletmelerin yönetim kurulları düzenlemelerin odak noktasında yer almışlardır. Günümüzde pek çok yasa ve düzenleme ile belirli bir yapıya kavuşturulmuş olan yönetim kurullarının temel yapıtaşları yönetim kurulunu oluşturan üye sayısı, bağımsız üyeler, yönetim kurulu bünyesinde kurulmuş olan komiteler olarak karşımıza çıkmaktadır. Fama ve Jensen'in 1983 yılında ortaya attığı hipotez, işletmenin yönetim kurulundaki üye sayısının, işletmenin faaliyetlerinin ne kadar karmaşık olduğundan, bu karmaşıklıktan dolayı ortaya çıkan ve ihtiyaç duyulan bilgi seviyesinin artması ile bağlantılı olarak üst düzey yönetici sayısındaki artış ile ilişkisi olduğunu ortaya koymaktadır (Fama ve Jensen, 1983). Boone vd.'nin 2007 yılında yaptığı çalışma da bu görüşü destekler niteliktedir. Bu çalışmada örnek olarak işletmenin yeni bir üretim hattı açtığı veya yeni coğrafi bölgelere açıldığı durumlarda yönetim kurulunda bu faaliyetleri denetlemek için yeni üyelere ihtiyaç duyduğu ortaya koyulmuştur. Yönetim kurulundaki üye sayısının artması komitelere de olumlu bir katkı sunacaktır. Bu artış, yönetim kurulundaki aynı kişilerin birden fazla komitede görev alması yerine bu komitelerin farklı yönetim kurulu üyelerinden oluşmasına olanak tanıyacaktır.

Bağımsız yönetim kurulunun varlığının etkin bir kurumsal yönetim sisteminin düzenlenmesi konusunda vazgeçilmez olduğu konusunda akademik yazında ve toplumda genel bir fikir birliği vardır. İşletme yöneticilerinin yönetim kurulunda rol alması, büyük yönetim kurulları, genel müdür ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması ve üst düzey yöneticilerin uzun yıllar aynı görevi yapması daha az bağımsız ve daha az etkin bir yönetim kurulunun oluşmasına neden olur (Ryan ve Wiggins,

2004). 1990 yılında İngiltere’de yayınlanan Cadbury Raporu, yönetim kurullarında en az 3 bağımsız üyenin bulunmasını tavsiye etmektedir. Daha sonrasında farklı ülkelerde ve farklı kurumlar tarafından yayınlanan raporlarda yönetim kurullarının bağımsız olması gerekliliğine işaret etmektedir. Yönetim kurulunda hisse sahibi olmayan üyelerin bulunması ve yönetim ile ilişkisi olmayan(bağımsız) üyelerin varlığı yönetim kurulunun etkinliğini artıracaktır (Chakroun, 2013).

Yönetici ikiliği (CEO duality), firma genel müdürünün iki şapka giyerek yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlük görevlerini aynı anda yerine getirmesi olarak tanımlanmaktadır (Rechner ve Dalton, 1991). Organizasyon teorisine göre, yönetici ikiliği sağlam ve kesin bir liderliğe imkan tanımaktadır. Temsil teorisine göre ise, genel müdürün yerini sağlamlaştırılan bu ikilik yönetim kurulunun izleme faaliyetini sağlıklı bir şekilde sürdürmesinin önünde bir engel olmaktadır (Finkelstein ve D’aveni, 1994). Genel müdür ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması (yönetici ikiliği), yönetim kurulunun bağımsızlığını sınırlamakta, yönetim kurulunun işleyişine ve öngörüsüne zarar vermektedir (Gul ve Leung, 2004). Aynı zamanda bağımsız üyelerin bulunduğu bir yönetim kurulu, genel müdürün iş yapışının daha iyi izlenmesine olanak tanır (Laux, 2008). Taşkın, Durak ve Aktaş’ın (2013) Borsa İstanbul’a kote olan üretim işletmelerine yönelik yaptıkları çalışmada da, işletmelerin yönetici ikiliğinin performanslarına olan negatif etkisini hesap ederek genel müdür ile yönetim kurulu başkanlığı görevlerinin ayrılması gerekliliğini ortaya koymuştur.

2.1.2. Sahiplik Yapısı:

Kurumsal yönetim, yönetim sürecine katılan yatırımcılar arasındaki ilişkilerden etkilenmektedir (Demirbas ve Uyar, 2006). Firmanın yönetim sürecine dahil olma hakkını veren hisselerin çoğunluğunun bir veya birkaç yatırımcının elinde tutulması ya da kurumsal yatırımcının elinde bulunması ile, birbirinden bağımsız pek çok yatırımcının arasında etkin bir yönetime olanak tanıyacak şekilde dağılmış olması, yönetim sürecinin denetlenmesi ve yönetim sürecindeki etkinliğin artırılması açısından oldukça önemlidir (Taşkın, Durak ve Aktaş, 2013). Ne var ki işletmedeki sermaye payı büyük olan ortaklar işletmeyi kontrolleri altına almak isteyebilirler (Shleifer ve Vishny, 1986). Bunun sonucunda büyük hissedara sahip olan işletmenin temsil maliyetlerinde bir azalma gözlemleneceği için yönetim kontrol altında tutularak firma performansının da üst seviyelere çıkarılmasında etkili olacaktır. Bu

istek kimi zaman bireysel yatırımcıların ve küçük hissedarların işine gelen bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun sebebi ise büyük (kurumsal) yatırımcıların bilgi birikimlerini işletmenin yönetim sürecine aktaracak olmaları gösterilmektedir. Aynı zamanda hissedar konumunda olan ortağın üst düzey yöneticilerden hesap sorma olasılığını da artırarak asimetrik bilgiden dolayı oluşabilecek maliyetlerin ve sorunların önüne geçecektir (Shleifer ve Vishny, 1997). Şirket hissedarlarının çok sayıda küçük ortaktan oluştuğu ve bu ortakların aynı zamanda farklı iş kollarında faaliyet gösterdiği durumlarda, şirketin üst düzey yöneticilerinin faaliyetlerini aksattıkları gözlemlenebilmektedir (Demsetz ve Lehn, 1985). Yöneticilerin görevlerini aksatması sonucunda işletmelerde performans düşüklüğü ve bu performans düşüklüğünden doğan finansal kayıplar ortaya çıkmaktadır. Hissedarlar arasında büyük yatırımcıların bulunması, yöneticilerin denetimini arttıracak aynı zamanda yöneticilere yapılacak teşvik edici ödemelerin azalmasına sebep olacaktır (Doğan, 2007). Bireysel yatırımcılar her ne kadar yönetim sürecinde yer almamak isteseler de, yönetimin ve hissedarların denetlenmesi konusunda eşit muameleye tabi tutulmak isterler (Demirbas ve Uyar, 2006). Kurumsal yönetimin ve uygulamalarının küçük yatırımcılara bu hakları tanıması yatırımcılar nezdinde yatırım ortamına olan güvenin artmasına neden olmuştur.

Bunların yanısıra, hissedarların nitelikleri firmanın amaçlarını ve hedeflerini etkileyebilir. Örnek olarak, devlet payının olduğu bir işletmede işletmenin çıkarlarından çok politik çıkarlar ön planda tutulabilir (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009). Devletin yönetimde söz hakkının olduğu işletmelerde, yönetimde bulunan bürokratlar kendi politik çıkarlarını işletmenin çıkarlarından öne koymaktadırlar (Boubakri, Cosset ve Guedhami, 2005). Devletin sosyal politikalarını işletmenin kar amacından ön sıralara koyması, işletmenin yönetimine atanan yöneticilerin yetenek bazında seçilmek yerine politik bağlantılar ile seçilmesi ve devletin kaynaklarını yönlendirirken büyük işlem maliyetlerinin ortaya çıkması da işletmeyi negatif yönde etkiler (Sun, Tong ve Tong, 2002).

İşletmede var olan ortakların yabancı veya yerel kökenli olmasının da işletmenin performansı üzerinde etkisinin olduğuna dair de tartışmalar sürmektedir. Douma vd.'nin (2006) yaptığı çalışmada, işletmelere yabancı firmalar tarafından yapılan yatırımların performansa tartışmasız bir şekilde olumlu katkısı olduğu sonucuna varılmıştır. Bu görüşü destekleyen diğer bir çalışmada da, yabancı ortaklar

sayesinde işletmenin kaynaklara erişiminin artacağı, aynı zamanda yabancı ortakların verimliliğe önemli katkı sağlayacakları ön görüşünde bulunulmuştur (Javorcik, 2004).

2.1.3. İşletme Yaşı ve Büyüklüğü:

İşletme yaşı, işletmenin faaliyete geçtiği tarihten günümüze kadar geçen süre olarak tanımlanmaktadır. Koruma hipotezine göre, yaşlı firmalar sürekli bir şekilde rekabet etmekte geri kalmakta ve işletme için anahtar roldeki kaynaklara ulaşmada zorluk çekmektedirler (Loderer ve Waelchli, 2011). Aynı çalışmada 1976-2009 yılları arasında COMPUSTAT ve COMPUSTAT Endüstri bölümünden verileri elde edilen 9947 firma incelenmiştir. İncelemenin sonunda yönetim kurulu büyüklüğü, yöneticilerin hisse sahipliği gibi kurumsal yönetim uygulamalarının düzenlediği konularda kötüye gidildiğine dair kanıt bulunmuştur.

Bununla birlikte, Japonya'da üretim faaliyetinde bulunan 14000 işletme üzerinde yapılan çalışma firma yaşı ve büyüklüğünün işletmenin büyümesi üzerinde negatif bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur (Yasuda, 2005). Aynı çalışma, işletmenin yaşının ve büyüklüğünün firmanın hayatta kalabilirliğini arttırdığını ortaya koymuştur.

İşletme büyüklüğü, genel olarak satış gelirleri ve toplam çalışan sayısı olmak üzere iki farklı açıdan tanımlanmaktadır (Westhead, 1995). Avrupa Komisyon'u (2005) işletme büyüklüğünü etkileyen faktörleri çalışan sayısı, iş hacmi ve bilanço toplamı olarak belirlemiştir. Kitov'a (2009) göre ise, işletme büyüklüğünü etkileyen iki faktör işletmenin bir finansal dönemdeki parasal getirileri ve çalışan sayısıdır.

Kumar, Rajan ve Zingales (2001), işletmenini büyüklüğünü etkileyen faktörleri şu şekilde ortaya koymuşlardır:

- İşletmenin içerisinde bulunduğu ekonominin büyüklüğü ve gelişmişliği.
- İşletmenin sahip olduğu sermaye büyüklüğü.
- Özellikle soyut varlıklar üzerinden ekonomik faaliyetlerini yürüten işletmeler yasal düzenlemelerden yoğun olarak etkilenmektedirler.
- Kanuni düzenlemelerin kalitesinin artması daha büyük işletmelerin oluşmasına olanak tanır.

2.2. Yasal Düzenlemeler

Dünya’da ve Türkiye’de kurumsal yönetim ile ilgili birbirinden çok farklı olmayan pek çok düzenleme bulunmaktadır. Bu düzenlemelerin neredeyse tümünün ortak hedefi firmaların sağlıklı bir şekilde işleyişini sağlayarak kötü yönetimden doğabilecek zararların en aza indirgenmesini sağlamaktır.

2.2.1. Cadbury Raporu:

Bugünkü kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasındaki en önemli rollerden birini oynayan kişi şüphesiz ki Sir Adrian Cadbury’dir. İngiltere’deki Coloroll ve Poly Peck şirketlerinde, mali tablolarının düzgün ve sağlıklı gözükmesine rağmen, yaşanan ani mali çöküntüler sonrası yatırımcıların şirketlerin güvenilirliğine ve hesap verebilirliğine karşı olan tutumlarında bir güven bunalımı ortaya çıkmıştır. Böyle bir ortamda 1991 yılında Londra Menkul Kıymetler Borsası’nın Finansal Raporlama Konseyi tarafından Cadbury Komitesi kurulmuştur.

Komitenin 1992 yılında yayınladığı raporun önemli başlıkları şu şekildedir:

- Üst düzey yönetimin sorumluluklarının birbirinden ayrılması, özellikle yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün aynı kişiler olmaması veya yönetim kurulunda güçlü bir şirket dışından seçilen bir üyelik yapısının (bağımsız üyelik) oluşturulması.
- Yönetim kurulunun büyük bölümünün şirket dışından seçilen üyelere oluşması.
- Ücretlendirme komitesini oluşturan üyelerin seçiminde, icrada görev yapmayan üyelerin seçiminin ön planda tutulması.
- Denetim komitesinin ise icrada görevi bulunmayan en az üç üyenin yönetim kurulu tarafından atanması ile oluşması gerekmektedir.

Bu raporun Londra Menkul Kıymetler Borsası’na kote olan şirketlere getirdiği en önemli yaptırım ise bu raporu uygulamayı zorunlu tutması, uygulayamadığı durumlarda ise nedenini açıklamak zorunda bırakmasıdır.

2.2.2. Greenbury Komitesi Raporu:

İngiltere’de 1995 yılının Ocak ayında Sir Richard Greenbury başkanlığında toplanan “Yöneticilere Yapılan Ödemeler Çalışma Grubu”, İngiltere’deki işletmelerin üst düzey yöneticilerine ödenen maaşlar ve diğer menfaatler konusunda yapılacak düzenlemeler üzerine çalışmıştır. Çalışmanın yapılması gerekliliğini ortaya çıkaran ana unsur olarak, İngiltere’deki işletmelerin üst düzey yöneticilerinin gelirlerinin yıllar geçtikçe yükselmesi ve gelirleri ile şirket performansı arasında bir ilişki kalmaması gösterilebilir. Bu çalışma grubunun raporu 1995 yılının Temmuz ayında “Yöneticilerin Ödemeleri” başlığı ile yayınlanmıştır (Doğan, 2007: 60).

Bu raporun incelediği dört ana başlığı şu şekilde sıralayabiliriz (Karayel, 2006: 41):

- 1- Ücretlendirme komitesinin genel müdür ve üst yönetimin gelirlerini düzenlemesindeki rolü.
- 2- Üst düzey yöneticilerin gelirleri ve bu gelirlerin pay sahiplerinin onayından geçip geçemeyeceğine dair hissedarların ihtiyaçlarını karşılayacak açıklık seviyesinin temini.
- 3- Üst düzey yönetici gelirlerinin belirlenmesindeki ana unsurların düzenlenmesi.
- 4- Yöneticilerin kötü yönetim performansı göstermeleri durumunda işten çıkarılmaları sonucunda ortaya çıkacak tazminata ilişkin kontratın düzenlenmesine yön göstermek.

Bu söz konusu önerilerin büyük bir kısmı Londra Menkul Kıymetler Borsası’na kote olacak şirketler için uygulaması zorunlu kurallar haline gelmiştir (Güçlü, 2010). İngiltere için geçerli olan Cadbury ve Greenbury raporları 1998 yılında birleştirilerek “Combined Code” (Birleştirilmiş Kurallar) adı altında güncellenmiştir.

2000’li yılların sonlarına gelirken, özellikle gelişmiş ekonomilerde hissedarların yöneticilere ödenen ücretler üzerinde söz hakkının olmasına dair güncel ve detaylı düzenlemeler yapılmaktadır. Hissedarların yöneticilere ödenen ücretler üzerinde oy kullanma hakkı, ücretlerin aşırıya kaçmasının önüne geçilmesi

konusunda kullanılabilecek önemli araçlardan birisi olarak ön plana çıkarılmaktadır (Conyon ve Sadler, 2010).

2.2.3. Hampel Raporu:

İngiltere’de 1995 yılında oluşturulan Kurumsal Yönetim Komitesi 1998 yılının Ocak ayında toplanarak Cadbury ve Greenbury raporlarının sonuçlarını değerlendirmek ve güncellemeler yapmak için biraraya gelmiştir. Bu komitenin raporu Hampel Raporu olarak bilinmektedir.

Hampel Raporunun şirketlere tavsiyeleri şu şekildedir (Hampel Report, 1998):

- Komite, şirketlere kurumsal yönetim uygulamalarına şirketlerinin nasıl uyum sağladığı ile yıllık bir rapor yayınlamalarını önermektedir.
- Komite, Cadbury ve Greenbury raporları üzerinde yaptıkları çalışmaları ve kendi yayınladıkları raporların Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından kote olacak şirketler için uygulamaları gereken kurallar arasına alınmasını önermektedir.
- Komite, yönetim kurulunda yer alan veya almayan yöneticilerin kanunlar önünde eşit haklara sahip olması gerektiğini önermektedir.
- Yönetim kurullarının, şirketin çıkarları konusunda yetkinliği olan üst düzey yöneticileri görevlendirmesini önermektedir.
- Yönetim kurullarının, yöneticilerin ve yönetim kurullarının performanslarını değerlendirecek prosedürler ve uygulamalar geliştirmesini önermektedir.
- Yöneticilerin ücretleri için ise, işletme içi karşılaştırmalar ve firma içerisinde yapılan anketler ile belirlenmesini önermektedir.
- Yönetim kurulundaki üyelerin sözleşmelerinin bir yıl ile sınırlandırılması önerilmektedir.
- Yönetim kurullarının kendi içerisinde bağımsız üyelerden oluşan bir ücretlendirme komitesi kurmasını önermektedir.
- Her işletmenin kendi içlerinde ikisi bağımsız en az üç yönetici olmayan üyeden oluşan denetim komitesi kurmasını önermektedir.

2.2.4. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri:

OECD “Kurumsal Yönetim İlkeleri” isimli çalışmasını 1999 yılında tavsiye niteliğinde yayınlanmış, 2002 ve 2004’de revize edilmiştir. Çalışmada kurumsal yönetim ilkeleri olarak sunulan başlıklar; sermayedarların hakları, sermayedarların adil muamele görmesi, işletmeden çıkar sahibi olan paydaşların rolü, kamuoyunu bilgilendirme ve şeffaflık ve yönetim kurulunun sorumlukları olmak üzere sıralanmıştır (Demirbas ve Uyar, 2006). Yayınlandığı tarihten itibaren bu ülkeler hem OECD üyesi olan ülkeler hem de OECD üyesi olmayan ülkeler için kurumsal yönetim uygulamalarının düzenlenmesi konusunda yol gösterici bir kılavuz olma özelliğini korumaktadır. Ayrıca OECD, kurumsal yönetimin kanunlar ve düzenlemeler temeli yerine prensipler temeli üzerine inşa edilmesini önermektedir (OECD, 2004).

OECD ilkeleri, her ülkenin kendisine özgü ekonomik şartlarına evrilebilen ve bağlayıcı olmayan standartlar ve düzenlemeler ile bunların ne şekilde uygulanacağını düzenleyen ve sürekli gelişen bir kılavuz görevi görmektedir (OECD, 2012).

OECD’nin kurumsal yönetim uygulamalarına olan ilgisini artırmasının sebepleri olarak özel sektörün ekonomideki etkisini ve katkısının giderek yükselmesi ve bu özel sektör işletmelerinde meydana gelen skandalların dünya çapında krizleri tetikleme olasılığının artması gösterilebilir. Ekonomik etkinliği artırmanın yollarından bir tanesinin, işletmenin yönetimi, yönetim kurulları, sermayedarları, iç ve dış paydaşları arasındaki ilişkileri içeren kurumsal yönetim düzenlemeleri olduğuna, dünyada yaşanan krizler sonrasında şirketlerin hesap verebilirliğinin ve şeffaflığının işletmeye sermaye sağlayan yatırımcılar ve ülke ekonomisi üzerindeki öneminin artmasına ve hükümetlerin kurumsal yönetim ikliminin oluşmasında önemli bir rol oynadığına değinilmiştir (Doğan, 2007).

OECD kurumsal yönetim ilkelerinin düzenlediği alanlar şu şekilde sıralanabilir (Çatıkkaş, 2013):

- Sermayedar hakları ve temel sahiplik işlevleri,
- Sermayedarların eşit bir şekilde muamele görmesi,
- Kurumsal yönetimde iç ve dış paydaşların rolü,
- Kamuya yapılan duyurular ve şeffaflık,

- Yönetim kurulunun sorumlulukları.

OECD'nin ilkeleri pek çok ülkenin düzenlemeleri hazırlanırken bir yol gösterici kaynak olma görevini başarılı bir şekilde yerine getirmiş, ülkelerin yerel kurumları tarafından ülke ekonomisine uygun bir şekilde düzenlenmiş, şirketlere duyulan güvenin ve iyi yönetimin tesis edilmesinde önemli bir rol oynamıştır. Bunun yanı sıra bu ilkelerin gelişmekte olan ekonomilere sağladığı katkılara şüpheyle yaklaşılan noktalar da bulunmaktadır. Chen, Li ve Saphiro (2011); OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerinde tavsiye olarak sunduğu aktif yönetim kurulu, genel müdür ile yönetim kurulu başkanının ayrılması, yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin sayısının artırılması ve iki kademeli yönetimin oluşturulmasının özellikle gelişmekte olan ülkelerde baskın hisse sahibinin tek başına yönetme gücünde herhangi bir azaltıcı etkisinin olmadığını iki sebeple açıklamaktadır. Birinci olarak, pek çok kurumsal yönetim uygulamasının azınlık ve çoğunluk hissedarlar arasındaki çatışmalar yerine hissedarlar ile yönetim arasındaki sorunlara odaklanmasını sunmaktadır. İkinci olarak ise yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin pratikte çoğunluk hisseyi kontrol eden şirketten tam anlamıyla bağımsız olmadığını sunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise OECD ilkelerinin nispeten daha başarılı olmasının sebebi olarak ise, bu ülkelerde hali hazırda var olan ve azınlık hissedarları koruyan yasaların ve pazar mekanizmalarının varlığı sayılabilmektedir (Claessens, Djankov ve Lang, 2000).

2.2.5. Avrupa Birliği Kurumsal Yönetim Uygulamaları:

Avrupa Birliği (AB) Komisyonu, AB üye ülkelerin kendi yasal düzenlemelerinde şirketlerin uyması, uymayanların ise sebebini açıklaması gereken ve uygulama farklılıklarını yorumlayabilecekleri kurumsal yönetim ilkelerini düzenlemeleri kararını almıştır. Komisyon kurumsal yönetim alanında yaptığı düzenlemeleri, birlik çapındaki ülkelerdeki işletmelerle ilişkisi bulunan yatırımcılara ve çıkar sahiplerine eşit şekilde muamele edilmesi, Avrupa çapında şirketlerin kurulmasında serbestlik tanınması gibi temeller üzerine oturtmuştur (European Commission, 2013). 2002 yılının Kasım ayında, "Avrupa'da İşletmeler Kanunu için Modern Düzenleyici Hukuksal Çerçeve" isimli bir rapor hazırlanmış ve Avrupa Komisyonu'na sunulmuş ve daha sonra AB direktifi olarak kabul edilmiştir (Güçlü, 2010).

Komisyunun hazırladığı kurumsal yönetim raporu genel olarak OECD ilkelerini temel almaktadır. Rapor, hissedarların ve çıkar sahiplerinin haklarını düzenlemekte, yönetim ve denetim kurullarının yapılarını belirlemekte aynı zamanda bu ilkeleri uygulama aşamasında karşılaşılabilecek sorunlara karşı çözüm önerileri sunmaktadır. Raporun diğer ülkelerin kurumlarının hazırladığı düzenlemelerden farkı, Avrupa ülkeleri arasındaki kültür farklarından doğabilecek sorunlara karşı tavsiyeleri de bünyesinde barındırmasıdır (European Commission, 2002).

90'lı yılların başından itibaren Avrupa'daki kurumsal yönetim reformlarının hızlanmasını sağlayan faktörlerden birisi sermaye sahiplerini ve yatırımları birliğe çekmenin zorluğunun üstesinden ortak bir düzenleme ve yasa ile gelinmesini sağlamaktır (Kamar, 2006). Kurumsal yönetimin yaygınlaşması için yapılan düzenlemelerin bir diğer sebebi ise, AB tarafından benimsenen bütünleşme sürecinin uzantısı olarak AB üye ülkelerinin finans piyasalarına ortak bir düzenleme getirilme arayışıdır (Fellan, 2004). Üçüncü sebep olarak ise diğer pek çok ülkede olduğu gibi yaşanan şirket skandallarının toplumda ve ekonomide yarattığı güven bunalımı ve kırılganlığın üstesinden gelinmesini sağlayacak düzenlemelerin yapılma ihtiyacı sayılabilir.

Avrupa Birliği içerisindeki pek çok ülkede geçerli olan ortak bir kurumsal yönetim sistemi var olsa da, ülkelerin yürürlükte olan diğer ülkelerden ayırt edici kurumsal yönetim yasaları da bulunmaktadır. Almanya'daki kurumsal yönetim kanunu şirketlere denetleyici ve yönetici olmak üzere çift katmanlı yönetim kurulu yapısını zorunlu tutmaktadır. İtalya'da ise yönetim üzerinde söz sahibi olmayan ve bağımsız üyelerden oluşan bir denetim komitesi şirketlere zorunlu tutulmuştur. Fransa'daki kurumsal yönetim yasaları ise Almanya ve İtalya'ya nazaran azınlık hisse sahiplerine kanunlar önünde daha geniş haklar tanımaktadır (Enriques ve Volpin, 2007).

McKinsey tarafından 2002 yılında yapılan "Küresel Yatırımcı Görüşü Anketi" bulgularına göre Avrupa'da yerleşik kurumsal yatırımcıların %15'i kurumsal yönetimi firmaların kar performansından ve büyüme potansiyelinden daha önde görmektedir. Aynı zamanda yine Avrupa'da yerleşik kurumsal yatırımcıların %22'si iyi yönetilen bir işletmenin hisselerine hisse ederinin %19 üzerinde ödemeyi göze almaktadır (McKinsey&Company, 2002).

2.2.6. Sarbanes-Oxley Yasası

2001 yılında Enron'un iflasını takip eden 1 yıl içerisinde Amerika'da yaşanan şirket iflasları ve ortaya çıkan şirket içi yolsuzluklar bir yasa ile halka açık şirketlerin denetlenmesini zorunlu hale getirmişti. Şirketlerin yaptığı kabahatli ve kötü niyetli işlemlerin açıklanmasının ardından Amerikan Kongresi 30 Temmuz 2002 yılında Sarbanes-Oxley Yasasını imzalayarak kanun haline getirmiştir. Getirdiği diğer pek çok geniş kapsamlı değişikliğin arasında; muhasebe sürecini yönetecek bir Halka Açık Şirketlerin Muhasebelerinin Gözetim Kurulu'nun (Public Company Accounting Oversight Board) kurulmasına ön ayak olmuştur. Bunun yanı sıra şirket içi denetim komitesinin ve dış denetçilerin bağımsızlıkları için istenen şartların yeniden düzenlenmesi, denetçilerin müşterilerine her hangi bir danışmanlık hizmeti vermesinin yasaklanması, İcra Kurulu Başkanı (CEO) ve Mali İşler Üst Yöneticisinin (CFO) şirketin finansal raporlarını onaylamasını (sorumlu tutulmasını) sağlamak, şirket içi finansal verilerin doğruluğunu garanti altına almak için şirketin iç kontrol mekanizmalarının kurulmasını zorunlu tutmak bulunmaktadır. Ayrıca, şirket üst düzey yöneticilerinin karların açıklanmasından önceki dönemde hisse satışına sınırlama getirmekte, şirketin bilanço dışı işlemlerinin açıklanmasını gerektirmekte ve şirketlerin üst düzey yöneticilerine kredi vermesini kısıtlamaktadır (Kim, 2003).

Enron'un bu yasanın hazırlanışında en önemli etken olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Enron şirketinin muhasebe kayıtlarında yapılan hukuksuzluklar, finansal kayıtların tutulması ve açıklanması ile ilgili düzenlemelere, yöneticilerinin şirket çıkarlarından çok daha üst noktaya kendi çıkarlarını koyması da bu çıkarları için yapacağı işlemlere kısıtlamalar getirilmesine neden olmuştur. Bunun yanı sıra Arthur Andersen isimli denetim firmasının da yaşanan skandala adının karışması ve belirlenen hukuksuzlukları rapor etmemesi ise denetim ve danışmanlık hizmetlerine kısıtlamalar getirilmesine sebep olmuştur. 2000 yılının Ağustos ayında en yüksek noktası olan 90 dolara ulaşan Enron hisse senedi fiyatları, iflas başvurusunun da yapıldığı yıl olan 2001 yılı sonunda 0,26 dolara kadar gerilemiştir (Doğan, 2007).

Sarbanes-Oxley yasının işletmelere, finansal piyasalara, yatırımcı ilişkilerine yaptığı katkılar görmezden gelinemeyecek olsa da, yasaı uygulamak zorunda olan işletmelerden bu yasa ile ilgili pek çok itiraz sesi yükselmiştir. Bu

itirazların temelinde yöneticilerin hareket alanının oldukça kısıtlanmış olması ve bu yasayı uygulamanın zamansal ve parasal olarak yüksek maliyeti yatmaktadır. Yasa; yöneticileri daha fazla dava açılma riskine ve daha katı cezalara maruz bırakmaktadır. Bunun sonucu olarak, CEO'lar daha az riskli eylemlere yönelmekte, bu nedenle firma stratejilerini değiştirmekte ve firma değerlerini düşürebilmektedirler (Ribstein, 2002). Maliyet açısından ise; Financial Executives International'ın (FEI) yaptığı ve halka açık 217 şirketin katıldığı ankete göre, yasayı uygulamaya koymanın ilk yıl maliyeti tahmini olarak 4.36 milyon dolar, aşağı yukarı 27000 saat iç işgücü, 8000 saat dış işgücü kullanımı ve denetim harcamalarında %57'lik bir artıştır. Ayrıca anket katılımcılarının %94'ü yasanın uygulanmasının maliyetinin, yasanın getireceği faydaların üzerine çıktığına inanmaktadır (Zhang, 2005).

2.3. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

Dünyadaki kurumsal yönetim uygulamalarının gelişiminde nasıl finansal krizler ve şirket skandalları etkili olduysa, Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarının gelişiminde de 2001 ekonomik krizinin ve o dönemde ortaya çıkan şirketlerdeki usulsüz işlemlerin ve bankacılık sektöründeki işletmelerin içlerinin boşaltılmasının etkili olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Bankaların çöküşüne ve ekonominin dar boğaza girmesine kadar uzanan sürece engel olamayan üst düzey yöneticilere ve yönetim kurulundaki üyelere hatalı kararları için hukuki bir süreç başlatılamamış ve daha önceden uluslararası örneklerinde görüldüğü üzere yatırımcıların ve mevduat sahiplerinin ekonomik düzene olan güvenleri oldukça sarsılmıştır (Kurt ve Kayacan, 2005).

Türkiye'de OECD kurumsal yönetim ilkeleri temel alınarak yapılan ilk çalışmayı Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) kendi çatısı altında oluşturduğu Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu 2002 yılında yapmış ve aynı yıl Kurumsal Yönetim - En İyi Uygulama Kodu adı altında yayınlamıştır (Pamukçu, 2011).

2.3.1. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Uygulamaları

1999 yılında OECD tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkeleri, 2001 yılında yaşanan finansal krizin ardından Türkiye’de de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çeşitli uyumlaştırma süreçlerinin ardından 2003 yılında hayata geçirilmiş, 2005 ve 2011 yıllarında da güncellenmiştir. SPK’nun yayınladığı ilkeler şu 4 ana başlık altında toplanmaktadır (Spk, 2005):

- Pay Sahipleri
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık
- Menfaat Sahipleri
- Yönetim Kurulu

Pay sahipleri başlığı altında, adil davranma ilkesi temel alınarak azınlık veya çoğunluk hissedar farkı gözetmeksizin her pay sahibinin eşit bir şekilde muamele görmesi gerektiği konusundaki prensipler yer almaktadır. Ayrıca bu başlık altında pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım hakkına, oy hakkına, azınlık hissedarların haklarına, kar payı haklarına, payların devrine ve pay sahipliği ile kazanılan hakların kullanımının kolaylaştırılmasına ilişkin prensipler belirtilmiştir.

Kamuyu aydınlatma başlığı altında, pay ve hisse sahiplerine, işletmenin çıkarlarını da gözeterek, zamanında, doğru, hatasız ve kolay anlaşılabilir ve düşük maliyet ile bilgi aktarılmasına yönelik prensipler düzenlenmiştir. Bu prensipler işletmenin şirket ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticiler arasındaki ilişkilerin, işletmenin faaliyetini etkileyen mali tabloların ve finansal hareketlerin açıklanmasının, ve bağımsız denetimin nasıl ve ne şekilde olacağını düzenlemektedir.

Menfaat sahibi, şirketin faaliyetleri ile ilgisi olan ve hedeflerine ulaşmasında katkı sağlayan herhangi bir kimse, kuruluş veya çıkar grubu olarak tanımlanmaktadır (Spk, 2005). Bu doğrultuda bu başlık altında yalnızca işletmede pay sahibi olan menfaat sahiplerinin değil, aynı zamanda işletmenin çalışanlarına ve topluma karşı olan sorumlulukları da düzenlenmiştir.

Yönetim kurulu başlığı altında ise yönetim kurulunun temel fonksiyonları, faaliyet esasları, sorumlulukları, yönetim kurulunu oluşturan üyelerin nitelikleri ve

bu üyelerin seçimi, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar ve yönetim kurulu içerisinde oluşturulacak komitelerin nitelikleri düzenlenmiştir.

SPK'nın kurumsal yönetim ile ilgili 2013 tarihli tebliğinin düzenlenmesindeki amaç ise tebliğin ilk sayfasında; "Halka açık ortaklıkların uyacakları kurumsal yönetim ilkeleri, ilişkili taraf işlemleri, önemli nitelikteki işlemlerinin belirlenmesi ve ayrılma hakkının kullanımı, imtiyazlı paylar, örtülü kazanç aktarımı yasağı ile ihraççıların yöneticileri tarafından ilgili sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirilen alım satım işlemleri neticesinde elde edilen net kazançların ihraççıya iadesine ilişkin usul ve esasları belirlemektir" şeklinde açıklanmıştır (Spk, 2013; s. 1).

2.3.2. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun Yaptığı Düzenlemeler

11 Kasım 2006 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan "Bankaların Kurumsal Yönetimlerine İlişkin Yönetmelik" Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından hazırlanıp yayınlanan ve bankalar özelinde olan Türkiye'deki ilk uygulamadır. Bu yönetmelikte bankalar açısından kurumsal yönetim; bankanın yönetim kurulunun ve üst yönetiminin bankayı öngörülen hedefler, bankacılık kanununa ve bankacılık kanununa göre çıkarılan diğer düzenlemelere, mevzuatlara ve bankacılık etik kurallarına uygun tüm çıkar, hisse ve mevduat sahiplerini koruyarak yönetmesi olarak tanımlanmıştır (Güçlü, 2010).

BDDK'nun bu yönetmelikte yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri şu şekildedir (BDDK, 2006):

- 1- Bankaların içerisinde uygun kurumsal değerler ve stratejik amaçlar belirlenmelidir.
- 2- Banka içerisinde görev yetki ve sorumlulukları açıkça belirlenerek uygulamaya konulmalıdır.
- 3- Yönetim kuruluna seçilen üyeler, üstlendikleri görevin sorumluluğunun bilincinde ve bu görevin ihtiyaç duyduğu yetkinlikte olmalı, aynı zamanda bankanın faaliyetlerini bağımsız bir şekilde değerlendirebilmelidir.
- 4- Üst düzey yönetimde görev alan yöneticilerin, bu görevlerini yerine getirebilecek yeteneklere sahip ve bu görevlerin getirdiği sorumluluğun bilincinde olmalıdır.

- 5- Banka iç kontrol müfettişlerinin ve bağımsız denetim kuruluşuna bağlı denetçilerin çalışmalarından verimli bir şekilde faydalanılmalıdır.
- 6- Ücret politikaları bankanın etik değerleri, iç dengeleri ve hedefleri doğrultusunda uyumlu bir şekilde düzenlenmelidir.
- 7- Kurumsal yönetimde şeffaflık sağlanmalıdır.

2.3.3. Borsa İstanbul

Borsa İstanbul (BİST) bünyesinde kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan işletmelerin dahil edildiği bir endeks (XKURY) 2007 yılından itibaren uygulamaya konulmuştur. Bu endeksin amacı, gözaltı pazarı ve C listesi haricinde işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 puan, ve ana başlıkların her birinden en az 6.5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir (BİST, 2008).

2.3.4. Yeni Türk Ticaret Kanunu

Yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) uzun süren çalışmaların ardından 2012 yılının Temmuz ayından itibaren yürürlüğe girmiştir. Yeni TTK ile özellikle halka açık şirketlere getirilen kurumsal yönetim düzenlemeleri şu şekildedir(Ersoy, 2012):

- Profesyonel yönetime geçilmesi,
- Yönetim kurulu üyelerinin görevleri sırasında hatalarından oluşacak zararlara karşı sigorta yapılması,
- Riskin erken saptanması komitesinin kurulması,
- Tüm sermaye şirketleri için bağımsız denetim yaptırmak zorunlu tutulmuş ve 1 Mart 2013 tarihine kadar denetçi atanması zorunlu tutulmuştur. Yeni TTK'da denetçilerin seçimi ve bu denetçilerle ilgili pek çok düzenleme bulunmaktadır.

3. KURUMSAL YÖNETİMİN HİSSE SENEDİ PERFORMANSINA ETKİLERİ

3.1. Hisse Senedi Tanımı ve Hisse Senedi Getirisi

Hisse senedi, şirketlerde sahiplik hakkını temsil eden ve payları belirleyen bir menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır. Hisse senetlerini ellerinde bulunduran yatırımcıların bu sahiplik ile elde ettikleri haklar şu şekilde sıralanabilirler (Ceylan ve Korkmaz, 2008):

- Genel kurulda oy kullanma hakkı,
- İşletme yönetimine katılma hakkı,
- İşletmenin faaliyetlerinden dolayı elde ettiği gelirlerden pay alma hakkı,
- İşletmenin piyasaya süreceği yeni hisse senetlerinden öncelikli satın alma hakkı,
- İşletmenin tasfiye edilmesi durumunda ortaya çıkacak varlıktan pay alma hakkı,
- İşletmenin faaliyetleri hakkında bilgi edinme hakkı.

Kurumsal yönetim uygulamalarına da bakıldığında düzenlediği alanların yatırımcıların haklarının önemli bir bölümünü koruduğu karşımıza çıkmaktadır. Yatırımcıların bir işletmenin hisse senetlerine yatırım yaparak faaliyetlerine kaynak sağlaması sonucunda bu hakların sağlanması yanı sıra asıl ana hedefi bu yatırımdan sağlayacağı getiridir.

3.1.1. Hisse Senedi Fiyatları

Nominal Fiyat:

Hisse senedinin çıkarılışı aşamasında üzerinde yazılı olan fiyattır. Şirketin yönetimi tarafından muhasebe kayıtlarını tutabilmek ve sermaye miktarını belirlemek amacı ile piyasaya sürülen hisseler verilen değerdir.

İhraç(Emisyon) Fiyatı:

İşletme tarafından hisselerin halka arz sürecinde hisse senedine verilen fiyattır. Hisse senetleri genelde nominal değerleri üzerinden ihraç edilmesine rağmen

piyasa değeri yüksek olan firmalar hisselerin nominal değerinin üzerinde bir ihraç fiyatı belirleyebilirler.

Piyasa Fiyatı:

Hisse senedinin, borsadaki arz ve talep doğrultusunda oluşan fiyatıdır. İşletmenin mali durumunda bir değişiklik olmaması durumunda dahi piyasa fiyatı farklı koşullardan etkilenerek değişiklik gösterebilir.

3.1.2. Hisse Senedi Getirisi

Hisse senedi getirisi temettü (kar payı) getirisi ve sermaye getirisi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Temettü gelirleri, işletmenin faaliyetleri sonucunda elde edilen gelirlerin finansal yıl sonunda hisse senedi sahiplerine dağıtılmasıdır. Sermaye getirisi ise yatırım yapılan hisse senedinin fiyatında zaman içerisinde meydana gelen artıştan dolayı ortaya çıkan gelirdir (Spk, 2010).

Derinliği olmayan piyasalarda hisse senetlerinde ani ve spekülâtif hareketler sıklıkla görülebilmekte ve hisse getirileri bu hareketlerden etkilenebilmektedir. Bu spekülâtif hareketlerin etkileri genellikle kısa vadeli olarak gözlemlenmekle birlikte kimi durumlarda piyasadan da katılım görülmesi ile birlikte daha uzun süreli etkileri gözlemlenebilmektedir. Hall ve Rieck'in(1998) yaptığı ve Eugene Fama'nın (1970) Etkin Pazar Hipotez'ini temel aldıkları çalışmalarında, bu tip kısa vadeli hareketlerin piyasa tarafından kısa sürede katılım göreceğini öne sürmüşlerdir. Hisse getirilerini etkileyen diğer faktörleri Ege ve Bayrakdaroğlu (2009); işletmenin finansal oranları, işletmenin borçlanma seviyesi, enflasyon ve faiz oranlarında beklenen değişimler, işletmenin faaliyetleri sonucu elde edilen gelirler, ekonomik büyüme, ve daha mikro ölçekte olan tüketici güven endeksi, para arzı, bütçe dengesi şeklinde sıralamışlardır.

Hisse senedi getirisine etki eden faktörlerden birisi olarak özellikle 1990'lı yılların başından itibaren üst düzey yöneticilerin denetlenmesi ve işletmelerin hissedarlarına karşı sorumluluğa sahip olması da hisse senedi getirisini etkileyen faktörlerden sayılmaya başlamıştır. Bu dönemde büyük şirket yöneticilerinin yatırımcıların menfaatlerini gözetmek yerine kendi menfaatlerine uygun olarak şirketleri yönetmesi sonucunda hisse sahiplerinin gelirlerinde önemli kayıplar yaşanmıştır. Bunun sonucunda medyanın da etkisi ile, yönetim kurullarının hissedar çıkarlarını gözetmek için şirket faaliyetlerini denetleme ve gözleme yetkisinin

artmaya başladığı gözlenmiştir (Millstein ve MacAvoy, 1998).

3.2. Kurumsal Yönetim ve Hisse Performansı

Kurumsal yönetim düzenlemeleri hayata geçirildiğinden beri, bu düzenlemelerin firmaların performanslarına ve hisse senetlerine olan etkisi ile ilgili literatür giderek genişlemektedir. Bu etkinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı sonuçları olduğu çeşitli çalışmalar ile ortaya konulmuştur. Firma düzeyinde iyi kurumsal yönetim uygulamalarının ve şeffaflığın olmadığı ekonomilerde, hisse fiyatını belirleyen faktörler daha verimsiz bir şekilde çalışmaktadırlar ve bu sebeple fiyatlarda daha büyük oranlarda dalgalanmalar gözlemlenebilmektedir (Muğaloğlu ve Erdağ, 2013).

Katı kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin başarısız olma riskini azaltması ile birlikte yatırımcılarında bu uygulamaları uygulayan işletmelere olan bakışları daha olumlu bir hal almıştır. Agrawal vd.'nin (1996) çalışmasında ortaya koyduğu üzere, Amerika'daki yatırımcılar daha iyi yönetilen şirketlerin hisselerine %11 ile %16 arasında daha fazla ödemeyi göze almaktadır. Klapper ve Love'ın (2003) gelişmiş ülkelerde yaptıkları çalışmada, daha iyi kurumsal yönetimin daha iyi işletme performansı ve pazar değerlemesi ile bağlantısı olduğunu ortaya koymuşlardır. Aynı çalışmada iyi yönetilen ve yatırımcılarını koruyacak uygulamaları hayata geçiren işletmelerin, kötü kurumsal yönetim çevresinin olduğu ekonomilerden daha fazla fayda sağlayacağı ortaya konulmuştur.

Brown ve Caylor (2004) 2327 firmanın faaliyet performansını, değerlemelerini ve hissedar ödemelerini incelediklerinde, daha iyi yönetilen şirketlerin daha karlı, daha değerli ve hissedarlarına daha fazla ödeme yaptığı sonucuna varmıştır.

Özellikle gelişmiş toplumlarda kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansı ve hisse senedi fiyatlarına etkisi gelişmekte olan toplumlara göre daha az olabilmektedir. Bunun sebeplerinden birisi, gelişmiş toplumlarda kurumsal yönetim uygulamalarının zorunlu olmadığı durumlarda bile yatırımcıyı koruyan ve haklarını gözeten hukuksal düzenlemelerin yürürlükte olmasıdır. Bir diğeri ise, gelişmiş ülkelerdeki şirketlerin daha önceki yıllardan süre gelen gelişmiş kurumsal

kültürlerinden ve yaşanan şirket skandallarından dolayı daha şeffaf bir yapıya sahip olmayı kamuya karşı bir sorumluluk olarak görmesidir. Black'in (2001) çalışmasında bulunduğu sonuçlar bu görüşü destekler niteliktedir. Birleşik Devletler'de bulunan firmaların karşılaştırılması sonucunda yönetim davranışlarının pazar değerine etkisinin çok düşük olduğunu, bunun sebebinin ise işletmeler arasındaki yönetim farklarının çok düşük olması olduğu ortaya konmuştur(Black, 2001).

Adjaoud'un (2013) Toronto Borsası'na kote olan ve 2002 – 2005 yılları arasında özsermaye getirisi %10 üzerinde olan şirketleri incelediği çalışmasında, benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Yüksek öz sermaye getirisinin istatistiksel ve dikkat çekecek şekilde firma büyüklüğü ve pazar riski ile alakalı olduğu, kurumsal yönetimin ise dikkat çekici bir etkisinin olmadığı ve kurumsal yönetimin işletmenin hisse karlılığına etkisinde küçük bir rolü olduğu sonucuna varmıştır(Adjaoud, 2013).

Güçlü hissedar haklarının daha yüksek getiri performansına neden olduğunu hesaplarken Bhagat ve Bolton'a (2008) göre 3 farklı yöntem kullanılabilir. Birinci yöntemde sonuçlar örnek-zaman özelinde hesaplandığında, 2000'li yıllarda güçlü hissedar haklarına sahip şirketler yüksek getiri oranları sergilememiştir. Core vd. (2005) ise, bu yıllarda güçlü hissedar hakları olan şirketlerin zayıf hissedar haklarına sahip şirketlere göre kayda değer yükseklikte bir hisse getiri oranı olmadığını ortaya koymuştur. İkinci olarak risk ölçüleme yönteminde kurumsal yönetim faktörünün bazı gözlemlenemeyen risklerle bağıntısı bulunması sebebiyle doğru olarak ölçülemeyebilir. Üçüncü yöntemde ise, kurumsal yönetim ve performans arasındaki nedensellik bağıntısına içsel nedenlerden dolayı şüphe ile yaklaşılmaktadır.

Ne var ki bu etkinin varlığı gelişmekte olan ülkelerde dahi yer yer gözlemlenememektedir. Bunun sebeplerinden birisi olarak bu ülkelerdeki yatırımcıların getiri hassasiyeti ile hareket ederek gereğinden fazla risk alması ve hissedar olarak bazı haklarını göz ardı ederek getirisini maksimize etmeyi ilk planda tutması sayılabilir. Bir diğer sebep olarak ise, bu ülkelerde var olan kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemelerin ve uygulamaların teoride ve uygulamada zorunlu olmasına rağmen pratikte şirketlerin belirli bir baskın sermaye grubu tarafından küçük hissedarların hakları ve çıkarları gözetilmeden yönetilmesi ve bu küçük hissedarlarında büyük sermaye grubunun yönetimini sorgulamaması sayılabilir.

4. KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ HİSSE PERFORMANSINA ETKİSİ: BORSA İSTANBUL ÜRETİM SEKTÖRÜ ÜZERİNDE BİR UYGULAMA

Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin işleyişlerini ve denetlenme süreçlerini belirli bir düzene oturttuğu reddedilemez bir gerçektir. Bunun yanı sıra literatürde kurumsal yönetimin işletmelerin finansal performanslarına ve hisse senedi fiyatlarına da bir katkısı olduğu tartışılmaktadır. Bir bakış açısına göre kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirisine direkt olarak bir katkısı olmamakla birlikte, işletmenin yönetim ve denetim faaliyetlerini düzenlediği için şirket performansına dolaylı yoldan katkı sunmaktadır. Diğer bir bakış açısına göre ise, kurumsal yönetim uygulamalarını iyi bir şekilde hayata geçirmiş olan işletmelerin yatırımcıların gözünde güvenilirliği artacağından sermayeye olan ulaşımı kolaylaşacak ve bu da hisse fiyatlarına olumlu şekilde yansımaya olacaktır. Araştırmamız, literatürde fikir birliği sağlanamamış olan bu konunun üzerine yoğunlaşmakta, Türkiye’de bu etkinin şirketler üzerinde nasıl bir etkisi olduğuna dair verilerin incelenmesini içermektedir.

4.1. Araştırma Sorusu

Bu çalışma ile Borsa İstanbul’a kote olmuş, üretim yapan işletmelerin hisse performanslarına, bu kurumsal yönetim düzenlemelerine uyum için yaptıkları şirket içi uygulamaların katkı sağlayıp sağlamadığının saptanması amaçlanmıştır.

4.2. Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı kurumsal yönetim uygulamalarının, Borsa İstanbul’a kote olan ve üretim faaliyeti içinde bulunan işletmelerin 2007-2012 yılları arasındaki faaliyet raporları incelenerek hisse getirisine anlamlı bir etkisinin olup olmadığını panel veri analizi tekniğini kullanarak açıklamaktır.

4.3. Veriler ve Açıklamaları

Araştırmada kullanılan veriler 2007-2012 yılları arasındaki finansal dönemleri kapsamaktadır. 2007 finansal yılından başlamak üzere sırasıyla 2008, 2009, 2010, 2011 ve 2012 finansal yılları sonundaki faaliyet raporları incelenmiştir. Araştırmada kullanılacak şirketler seçilirken üretim sektöründe faaliyet göstermesi ve Borsa İstanbul'a kote olması baz alınan kriterler olarak kabul edilmiştir. Araştırmaya başlanırken toplam 144 işletmenin araştırmaya dahil edilmesi planlanmış fakat bildirimlerinde eksiklikler bulunması, belirli dönemlerde endeksten çıkarılmaları gibi nedenler ile araştırma 129 şirket ile tamamlanmıştır.

Şirketlerin verileri, Kamuoyu Aydınlatma Platform'una (KAP) ait www.kap.gov.tr yapılan şirket bildirimleri ve Borsa İstanbul'a (BİST) ait www.borsaistanbul.com web sitesinde bulunan geçmiş yıllara ait yıl sonu hisse senedi kapanış fiyatları incelenerek elde edilmiştir.

Araştırmada kullanılmak üzere toplanan veriler şirketlerin yıl sonu hisse senedi kapanış fiyatlarını, net gelirlerini, halka açıklık oranlarını, halka açıklık sürelerini, üretim faaliyetinde buldukları yıl sayılarını, yabancı ortak oranlarını, yönetim kurulu büyüklüğünü, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulunda görev alıp almamasını, kamu sahipliği olup olmamasını ve şirketlerin toplam aktiflerini, özkaynaklarını, dönen varlıklarını ve maddi duran varlıklarını içermektedir. Kullanılacak verilerin seçiminde daha önceden yapılmış olan çalışmalarda (Millstein ve MacAvoy, 1998; Enriques ve Volpin, 2007; Adjaoud, 2013) kullanılan verilere benzer veriler seçilmiştir, Aynı zamanda finansal verilerden yola çıkılarak varlıkların getirisi ile sermayenin getirisi de araştırmada kullanılmak üzere hesaplanılmıştır.

Hisse Senedi Fiyatı

Hisse senetleri şirketlerde sahiplik hakkını belirleyen bir menkul kıymettir. Hisse senedi fiyatlarının firmanın toplam hisse senedi miktarı ile çarpılması ile şirketin piyasa değeri elde edilmektedir. Hisse senetlerinin fiyatlarının belirlenmesinde pek çok faktör rol almaktadır. Yaşanan şirket iflaslarının ve yatırımcıların güven kaybının ardından, günümüzde hisse fiyatlarını etkileyen tek faktörün finansal rakamlar ve oranlar olmadığı bir gerçektir.

Yukarıda da bahsedildiği üzere, literatürde kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin hisse fiyatlarının oluşmasında anlamlı bir etkisinin olup olmamasına dair pek çok farklı ülkede çalışmalar yapılmıştır.

Bu çalışmada 129 firmanın 2007-2012 yılları arasındaki yıl sonu hisse kapanış fiyatları incelenerek, bu fiyatların değişiminde kurumsal yönetim uygulamalarının düzenlediği konuların rol aldığına dair bir kanıt aranmıştır.

Halka Açıklık Oranı

Bir işletmenin halka açılması farklı şekillerde tanımlanmakla birlikte bunlardan birisi büyüme aşamasında veya büyüme potansiyeli olan işletmelerin, yatırımlarını finanse etmek amacıyla sahiplik haklarının bir bölümünün sermaye piyasasında yatırımcılara satılması olarak tanımlanmaktadır (Jain ve Kini, 1999). Kimi durumlarda halka açılmak, şirketin satışı için ilk aşama olarak da ifade edilmektedir (Zingales, 1995).

Araştırmaya dahil edilen 129 şirketin verilerinde halka açıklık oranı ortalama %35 olarak belirlenmiştir. Şirketlerin halka açıklık oranlarının standart sapması ise %20.31 olarak belirlenmiştir.

Halka Açıklık Süresi

Halka açıklık süresi işletmenin borsaya açıldıktan sonra geçen süre olarak açıklanmaktadır. Araştırmamızda halka açıklık süresini bir değişken olarak kabul etmemizin sebebi, işletmenin borsaya kote olduğu süre ile hisse hareketleri arasında bir bağıntı olduğunun düşünülmesidir.

Araştırmaya dahil edilen 129 şirketin verilerinde halka açıklık süresi ortalama 16,35 yıl olarak belirlenmiştir. Şirketlerin halka açıklık sürelerinin standart sapması ise 5,903 yıl olarak belirlenmiştir.

Faaliyet Süresi

Faaliyet süresi, işletmelerin ticari faaliyetlerine başladıkları yıldan günümüze kadar(eğer ticari faaliyet devam ediyorsa) geçen süre olarak tanımlanmaktadır. Araştırmada faaliyet süresini bir değişken olarak almamızın sebebi, kurulum

aşamasını tamamlamış firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili düzenlemeleri yapmaya daha fazla kaynak ayırabilecek olmalarıdır.

Araştırmaya dahil edilen 129 şirketin verilerinde işletmelerin ortalama faaliyet süresi 37,2 yıl olarak belirlenmiştir. Şirketlerin faaliyet sürelerinin standart sapması ise 12,5 yıl olarak belirlenmiştir.

Yabancı Ortak Oranları

Yabancı yatırım, bir firmanın yerleşik bulunduğu ülkenin dışındaki bir firmaya sahiplik haklarının bir bölümünü elde etmek için yaptığı yatırım olarak tanımlanmaktadır (Wright ve Rowthorn, 1998). Yerel bir firmanın yabancı bir ortak ile sağlayabileceği faydalar; üretimdeki teknolojik iyileşmeler, çalışanların eğitimlerinde iyileşme ve firmanın üretim alanların olabilecek genişleme olarak sayılabilir (Aitken, Hanson ve Harrison, 1997).

Yabancı ortakların sermayedeki paylarının araştırmaya dahil edilmesindeki sebep, başka bir ekonomik kültürde olan bir şirketin yapacağı yatırımın firmanın kurumsal yönetim uygulamalarına anlamlı bir katkısının mümkün olmasıdır.

Araştırmaya dahil edilen 129 şirketin verilerinde işletmelerin ortalama yabancı ortak oranı %13.54 olarak belirlenmiştir. Şirketlerde bulunan yabancı ortaklık oranlarının standart sapması ise %26,86 olarak belirlenmiştir.

Yönetim Kurulu Büyüklüğü

Kurumsal yönetim uygulamalarının odak noktalarından birisi olması, pek çok kurumsal yönetim raporunda kurulun bağımsızlığına vurgu yapılması ve işletmenin işleyişinden önemli rolü olması sebebi ile yönetim kurulu büyüklüğü araştırmada dikkate alınan veriler arasına dahil edilmiştir. Aynı zamanda yönetim kurulunun büyüklüğü, şirket yönetiminde temsil oranını artıracığından kurumsal yönetim açısından oldukça önemli bir noktadadır.

Araştırmaya dahil edilen 129 şirketin verilerinde işletmelerin yönetim kurulları ortalama olarak 6.75 kişiden oluşmaktadır. Şirketlerde yönetim kurulu büyüklüklerinin standart sapması ise 2.1 olarak belirlenmiştir.

Yönetici İkiliği

Yönetici ikiliği, işletmelerde genel müdür ile yönetim kurulu başkanının aynı kişi olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Yöneticiliği ikiliği aynı zamanda genel müdürün yönetimdeki gücünü arttırmakta, yönetim kurulunun ise denetleme faaliyetlerini kısıtlamaktadır. Bunun sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının önemle üzerinde durduğu yönetim kurulunun bağımsızlığı ilkesine zarar gelmektedir. Yaşanan pek çok şirket skandalında şirket yöneticilerinin iyi denetlenememesi sonucu hisselerde çok büyük kayıplar yaşanmış ve işletmeler iflas noktasına gelmişlerdir.

Kamu Sahipliği

İşletmenin sahiplik yapısında kamu varlığının olup olmamasının şirketin faaliyetlerine ve hedeflerine doğrudan etki edebilme ihtimali vardır. Yukarıda da bahsedildiği üzere, kamu sahipliği bulunan bir işletmenin ana amacı kimi durumlarda hissedarların çıkarlarını en üst düzeye çıkarmaktan kayarak devlet politikalarına katkı sağlamaya kayabilir. Bu durumun hisse getirisine olumsuz bir yansıma yaratabileceği düşünülerek çalışmaya dahil edilen veriler arasına eklenmiştir.

Finansal Veriler

Hisse senetlerinin fiyatlarının oluşumunu ve hisse senetlerinin yatırımcılara sağlayacağı getirileri belirleyen en önemli faktörler şüphesiz ki işletmenin finansal rakamlarıdır. Çalışmada, hisse senedi fiyatlarının ve getirilerinin değişimini incelerken işletmelerin net gelirleri, toplam aktifleri, özkaynakları, dönen varlıkları ve maddi duran varlıkları da dikkate alınmıştır.

Araştırmaya aynı zamanda bu verilerden yola çıkılarak aktif karlılığı ve sermaye getirisi de dahil edilmiştir. 129 şirketin aktif karlılık ortalaması 0,0311 yani %3,11, standart sapması ise 0,1281 yani %12,81 olarak belirlenmiştir. Sermaye getirisi hesaplamasında ise ortalama 0,0167 yani %1,67, standart sapma ise 0,4282 yani %42,82 olarak belirlenmiştir.

Kullanılan değişkenlerin tümünün ortalamalarının ve standart sapmalarının yer aldığı Tablo 2 aőaęıda yer almaktadır:

	Ortalama	Standart Sapma
Toplam Aktifler	872.266.349	1.958.182.968
Özkaynaklar	437.523.995	895.928.756
Dönen Varlıklar	427.536.078	1.039.449.043
Maddi Duran Varlıklar	351.370.252	1.527.393.869
Varlıkların Getirisi	0,031	0,128
Sermayenin Getirisi	0,017	0,428
Halka Açıklık Oranı	0,35	0,203
Halka Açıklık Süresi	16,35	5,903
Faaliyet Süresi	37,2	12,5
Yabancı Ortak Oranları	13,54	26,86
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	6,75	2,098
En Büyük Hissedar Oranı	0,52	0,211
Yönetici İkiliği	0,41	0,49
Kamu Sahipliği	0,073	0,259

Tablo 2: Değişkenlere İlişkin Özet Veriler

4.4. Araştırmada Kullanılan Yöntem

Yapılan çalışmada toplanan veriler panel veri analizi ile incelenmiştir. Bu analizin kullanımı mikroekonomik ve makroekonomik literatürde giderek artan bir şekilde ilerlemektedir.

Panel veri yöntemi, ülkelerin, şirketlerin, hanehalklarının temsil edici bir gözlem grubu oluşturularak yapılan gözlemlerin belirli bir zaman aralığı içinde bir araya getirilmesi olarak tanımlanabilir (Kök ve Şimşek, 2013).

Zaman serisi ve kesit verilerin bir havuzda toplanmasının en önemli faydası, birbirinden farklı özellikte olmasına rağmen arasında bağıntı olan değişkenlerin ekonomik ilişkilerinin tanımlanmasına yardımcı olmasıdır (Hausman ve Taylor, 1981). Panel veri analizinin önemli bir avantajıda, gözlemlenemeyen kesitler arası farklılıklar kontrol edilirken bile araştırmacıların tutarlı tahminler yapabilmesine olanak sağlamasıdır (Ahn, Lee ve Schmidt, 2013).

Hisse getirisinin hesaplandığı ve panel veri analizi kullanılan pek çok çalışmadan birkaçı (Martin ve Puthenpurackal, 2009; Hjalmarsson, 2010; Korkmaz ve Karaca, 2013; Cuny, Mule, Mukras ve Oginda, 2013) ‘dır.

4.4.1. Araştırma Modelleri

Bu çalışmada, kullanılan değişkenler arasındaki ilişki panel veri analizi tekniği kullanılarak analiz edilmiştir. Araştırma sorusuna yanıt verecek şekilde geliştirilen modeller aşağıdaki şekildedir:

Model 1

$$R_{it} = C_{it} + \beta HAO_{it} + \alpha HAS_{it} + \mu FS_{it} + \tau YOO_{it} + \lambda YKB_{it} + \gamma YI_{it} + \eta KS_{it} + \rho BH_{it} + \epsilon TA_{it} + \phi \ddot{ÖZK}_{it} + \mu CA_{it} + \eta DV_{it} + \kappa ROA_{it} + E_{it}$$

Model 2

$$R_{it} = C_{it} + \beta HAO_{it} + \alpha HAS_{it} + \mu FS_{it} + \tau YOO_{it} + \lambda YKB_{it} + \gamma YI_{it} + \eta KS_{it} + \rho BH_{it} + \epsilon TA_{it} + \phi \ddot{ÖZK}_{it} + \mu CA_{it} + \eta DV_{it} + \kappa ROE_{it} + E_{it}$$

Bu formüllerde;

R_{it} = i firmasının, t zamandaki hisse getirisi,

C_{it} = sabit terim

HAO_{it} = i firmasının, t zamandaki halka açıklık oranı,

HAS_{it} = i firmasının, t zamandaki halka açıklık süresi,

FS_{it} = i firmasının, t zamandaki faaliyet süresi,

YOO_{it} = i firmasının, t zamandaki yabancı ortak oranı,

YKB_{it} = i firmasının, t zamandaki yönetim kurulu büyüklüğü,

YI_{it} = Genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanı ise 1 değil ise 0 değerini alan kukla değişken,

KS_{it} = Kamu sahipliği olan durumlarda 1, olmayan durumlarda ise 0 değerini alan kukla değişken,

BH_{it} = i firmasının, t zamandaki en büyük hissedarın payı,

TA_{it} = i firmasının, t zamandaki toplam aktiflerinin doğal logaritması,

$ÖZK_{it}$ = i firmasının, t zamandaki özkaynaklar/toplam aktifler oranı,

CA_{it} = i firmasının, t zamandaki cari aktiflerinin toplam varlıklara oranı,

DV_{it} = i firmasının, t zamandaki maddi duran varlıkların toplam varlıklara oranı,

ROA_{it} = i firmasının, t zamandaki varlık getirisi,

ROE_{it} = i firmasının, t zamandaki sermaye getirisi'dir.

E_{it} = hata terimini ifade etmektedir.

4.4.2. Analiz Sonuçları:

Kullanılan değişkenler arasındaki bağıntı sonuçları, Tablo 3'de korelasyon tablosu olarak gösterilmiştir.

Korelasyon sonuçlarına göre, bağımlı değişken olan hisse getirisi ile bağımsız değişkenler arasında ya hiç doğrusal bağıntı bulunmamakta, ya da aralarında çok düşük düzeyde doğrusal bağıntı bulunmaktadır.

	Hisse Getiri	En Büyük Hissedar	Yönetici İkiligi	Halka Açıklık Oranı	Halka Açıklık Süresi(Yıl)	Yönetim Kurulu Büyüklüğü	Yabancı Ortak Oranı	Kamu Sahipliği	Faaliyet Süresi	Özkaynak Oranı	Sabit Varlıklar	Toplam Aktifler	Şirket Büyüklüğü	Sermaye Getirisi	Varlıkların Getirisi
Hisse Getiri	1	0.0085	-0.0500	-0.0142	-0.0131	-0.0005	-0.0339	-0.0352	0.0445	-0.0368	0.0301	0.0162	-0.0269	0.0927	0.0148
En Büyük Hissedar	0.0085	1	-0.1025	-0.4333	0.2808	-0.0538	0.3329	0.0368	0.1956	0.0835	0.0299	0.0302	0.1273	0.0324	0.0884
Yönetici İkiligi	-0.0500	-0.1025	1	0.1019	0.0611	0.0807	0.0052	-0.0055	0.0952	0.0255	-0.0737	0.1062	-0.0035	0.0271	-0.0682
Halka Açıklık Oranı	-0.0142	-0.4333	0.1019	1	0.1428	-0.1224	-0.3138	0.0951	-0.2036	-0.0707	0.0148	-0.0568	-0.2055	-0.0938	-0.1126
Halka Açıklık Süresi(Yıl)	0.0131	0.2808	0.0611	-0.1428	1	0.0707	0.1354	0.2120	0.4681	0.0378	0.0790	-0.0093	0.1476	0.0684	0.1059
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	0.0005	0.0538	0.0807	0.1224	0.0707	1	0.0763	0.0094	0.1916	0.2011	0.0128	-0.0068	0.5164	0.1215	0.2479
Yabancı Ortak Oranı	0.0339	0.3329	0.0052	-0.3138	0.1354	0.0763	1	-0.0799	0.0903	0.0427	-0.0545	0.1663	0.2092	0.0064	0.0496
Kamu Sahipliği	-0.0352	0.0368	-0.0055	0.0951	0.2120	0.0094	-0.0799	1	0.0832	0.0733	0.1593	-0.0735	0.0938	0.0465	0.0610
Faaliyet Süresi	0.0445	0.1956	0.0952	-0.2036	0.4681	0.1916	0.0903	0.0832	1	0.0797	-0.0658	-0.0765	0.2909	0.1021	0.1808
Özkaynak Oranı	-0.0368	0.0835	0.0255	-0.0707	0.0378	0.2011	0.0427	0.0733	0.0797	1	0.0078	-0.0957	0.1067	0.0735	0.3230
Sabit Varlıklar	0.0301	0.0299	-0.0737	0.0148	0.0790	0.0128	-0.0545	0.1593	-0.0658	0.0078	1	-0.4633	0.0762	-0.1217	-0.1205
Toplam Aktifler	0.0162	0.0302	0.1062	-0.0568	-0.0093	-0.0068	0.1663	-0.0735	-0.0765	-0.0957	-0.4633	1	-0.1680	0.0924	0.1266
Şirket Büyüklüğü	-0.0269	0.1273	-0.0035	-0.2055	0.1476	0.5164	0.2092	0.0938	0.2909	0.1067	0.0762	-0.1680	1	0.1553	0.2475
Sermaye Getirisi	0.0927	0.0324	0.0271	-0.0938	0.0684	0.1215	0.0064	0.0465	0.1021	0.0735	-0.1217	0.0924	0.1553	1	0.3438
Varlıkların Getirisi	0.0148	0.0884	-0.0682	-0.1126	0.1059	0.2479	0.0496	0.0610	0.1808	0.3230	-0.1205	0.1266	0.2475	0.3438	1

Tablo 3: Korelasyon Tablosu

Kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler, yukarıda belirtilen 2 model kullanılarak panel veri analizi ile analiz edilmiş olup, bu analizin sonuçları Tablo 4 ve Tablo 5’deverilmektedir.

Bağımlı Değişken Hisse Getirisi

Değişken	Katsayı	t-istatistik
En Büyük Hissedar	-0.898	-1.029
Yönetici İkiliği	-0.046	-0.388
Halka Açıklık Oranı	0.098	0.165
Halka Açıklık Süresi(Yıl)	-0.027	-0.145
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	0.018	0.401
Yabancı Ortak Oranı	0.003	0.458
Kamu Sahipliği	0.123	0.410
Faaliyet Süresi (Yıl)	0.114	1.007
Özkaynak Oranı	0.346**	2.183
Duran Varlıklar	0.272	1.557
Toplam Aktifler	-1.255	-1.142
Şirket Büyüklüğü	0.546	0.950
Varlıkların Getirisi	-0.743*	-1.773
C	11.52	1.579

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 4: Model 1 Regresyon Sonuçları

Bağımlı Değişken Hisse Getirisi

Değişken	Katsayı	t-istatistik
En Büyük Hissedar	-1.006	-1.176
Yönetici İkiliği	-0.098	-0.815
Halka Açıklık Oranı	0.124	0.204
Halka Açıklık Süresi (Yıl)	-0.030	-0.162
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	0.018	0.379
Yabancı Ortak Oranı	0.003	0.403
Kamu Sahipliği	0.087	0.277
Faaliyet Süresi (Yıl)	0.094	0.922
Özkaynak Oranı	0.262**	1.965
Duran Varlıklar	0.282*	1.757
Toplam Aktifler	-1.189	-1.157
Şirket Büyüklüğü	-0.662*	-1.764
Sermaye Getirisi	0.330***	2.701
C	10.82	1.621

***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 5: Model 2 Regresyon Sonuçları

4.5. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Çalışmaya konu olan değişkenlerin hisse getirisi üzerine etkileri açısından literatürde yapılan kimi çalışmalarla benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Araştırmamızda hisse getirisine etkisi açısından ele aldığımız değişkenler halka açıklık oranı, halka açıklık süresi, faaliyet süresi, yabancı ortak oranları, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetici ikiliği, kamu sahipliğinin varlığı, en büyük hissedar oranı ve aynı zamanda işletmelerin bilançolarından alınmış finansal kalemlerdir. Bağımlı değişken olan hisse getirisi iki ayrı modelde, varlıkların getirisi ve sermaye getirisi dahil edilerek incelenmiştir.

Öncelikle bağımlı değişkenimiz olan hisse getirisine etkisi olan bağımsız değişkenlerimizi inceleyecek olursak:

Varlıkların getirisinin dahil edildiği birinci modelimizin bulgularına göre, şirket büyüklüğünün hisse getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Shafana, Rimziya ve Jariya'nın (2013), çalışmasında da firma büyüklüğünün beklenen hisse getirisi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Sermaye getirisinin dahil edildiği ikinci modelimizde ise, şirket büyüklüğünün hisse getirisi üzerinde istatistiki olarak %10 anlamlılık düzeyinde etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna benzer bir sonuç Drew, Naughton ve Veeraraghavan'ın (2003) Şangay Borsası'na kote olan işletmeleri inceledikleri çalışmasında firma büyüklüğünün hisse senedi getirisine az da olsa etkisinin olduğu şeklinde ortaya çıkmıştır. Horasan'ın (2010) İMKB'de işlem gören 118 firma üzerinde yaptığı çalışmada, küçük ve orta ölçekli firmalarda firma büyüklüğünün hisse getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu sonucuna, büyük ölçekli işletmelerde ise anlamlı bir etkisinin gözlemlenemediği sonucuna varmıştır. Bu etkinin sebeplerinden birisi, küçük ölçekli firmaların hisse getirilerinin büyük ölçekli firma getirilerine oranla daha yüksek olacağına dair beklentidir. Bauman, Conover ve Miller'ın (2001) 1986-1996 dönemini kapsayan çalışmasında bu etki, küçük firmaların büyük firmalara göre daha yüksek getiri sağladığı şeklinde ortaya çıkmıştır.

Her iki modelimize de ayrı ayrı dahil edilen varlıkların getirisi ve sermayenin getirisi değişkenlerinin hisse getirisi üzerinde farklı etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Birinci modelimizde varlıkların getirisinin hisse getirisi üzerinde

istatistiki olarak %10 anlamlılık düzeyinde etkisinin olduğu bulgularına ulaşılmıştır. İkinci modelimizde kullanılan sermaye getirisinin ise hisse getirisi üzerinde istatistiki olarak %1 anlamlılık düzeyinde etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Analiz sonucu sonucunda bağımlı değişkenimiz olan hisse getirisine istatistiki anlamlılık düzeyinde etki etmediği sonucuna varılan kurumsal yönetim ile ilgili bağımsız değişkenlerimiz ve açıklamaları şu şekildedir:

Varlıkların getirisinin dahil edildiği birinci modelimizin sonuçlarında, en büyük hissedar oranının hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. Bununla aynı doğrultuda olan sonuçlar ikinci modelimizden elde edilen bulgularda da gözlemlenmiştir. Sermaye getirisinin dahil edildiği ikinci modelimizin sonuçlarında, en büyük hissedar oranının hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

Kukla değişkenimiz olan genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının (yönetici ikiliği), birinci modelimizin sonuçlarına göre, hisse senedi getirisine istatistiksel olarak anlamlı düzeyde bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. İkinci modelimizin sonuçlarında da birinci modele paralel olarak, yönetici ikiliğinin hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Halka açıklık oranının, birinci modelimizin sonuçlarına göre hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. İkinci modelimizin sonuçlarını incelediğimiz zaman, halka açıklık oranının birinci modelimizdeki sonuçlara benzer şekilde, hisse senedi getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

Halka açıklık süresinin, birinci modelimizin sonuçlarına göre hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. ikinci modelimizin sonuçlarına göre de, halka açıklık oranının hisse senedi etkisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yönetim kurulu büyüklüğünün, birinci modelimizin sonuçlarından elde edilen bulgulara göre, hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. İkinci modelimizin sonuçlarından elde edilen

bulgular da yönetim kurulu büyüklüğünün hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

Birinci modelimizin sonuçlarına göre yabancı ortak oranının, hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. Buna paralel olarak, ikinci modelimizin bulgularına göre de yabancı ortak oranının hisse senedi getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

Bir diğer kukla değişkenimiz olan kamu sahipliğinin olup olmasının, birinci modelimizin sonuçlarına göre hisse senedi getirisine istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi yoktur. Aynı değişkenimizin, ikinci modelin bulgularına göre de hisse getirisi üzerinde anlamlı bir etkisi gözlemlenmemiştir.

Birinci modelimizin sonuçlarına göre, işletmelerin faaliyet sürelerini gösteren bağımsız değişkenimizin hisse getirisine istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı bulgularına ulaşılmıştır. İkinci modelimizde de faaliyet süresinin hisse senedi getirisine istatistiksel olarak anlamlı düzeyde bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Değişkenlerin bir diğer bölümünü oluşturan firmaya özgü finansal değişkenlerimizin bazılarının her iki modelde de hisse getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı düzeyde etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Varlıkların getirisinin dahil edildiği birinci modelimizin sonuçlarına göre, özkaynak oranının hisse getirisi üzerinde istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde ve pozitif bir etkisinin olduğu bulgularına ulaşılmıştır. Bu etki pozitif yönlü olmakla birlikte, yatırımcıların işletmenin özkaynaklarının sermaye getirisinin dahil edildiği ikinci modelimizde ise, birinci modelimizde bulunan sonuçlara benzer şekilde özkaynak oranının hisse getirisi üzerinde istatistiksel olarak %5 anlamlılık düzeyinde ve pozitif etkisinin olduğu bulgularına ulaşılmıştır. Benzer sonuçlar, Thomsen ve Rose'un (2004) Kopenhag borsasına kote olan işletmeleri incelediği ve 1996-1999 yıllarını kapsayan çalışmasında, özkaynak oranının hisse performansı üzerinde kayda değer bir etkisinin var olduğu sonucuna varmıştır. Aynı zamanda, özkaynak oranında yaşanan bir değişim, firmanın kaynak bulma kapasitesine, sermayenin maliyetine, yatırım kararlarına ve hissedarların getirilerine etki edecektir (Cai ve Zhang, 2011).

Aydemir, Ögel ve Demirtaş'ın (2012) Borsa İstanbul'a kote olan 73 imalat işletmesinin 1990-2009 yılları arasındaki verilerini inceledikleri çalışmada, özkaynak oranının hisse senedi getirisi üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu belirlemişlerdir.

Varlıkların getirisinin dahil edildiği birinci modelimizin sonuçlarına göre, duran varlıkların hisse getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı düzeyde bir etkisinin olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Sermaye getirisinin dahil edildiği ikinci modelimizin sonuçlarına göre ise, birinci modelimizden farklı olarak duran varlıkların hisse getirisi üzerinde %10 istatistiksel anlamlılık düzeyinde etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Birinci modelimizin sonuçlarına göre, toplam aktiflerin hisse getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. İkinci modelimizin sonuçlarına göre de toplam aktiflerin hisse getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlenmiştir.

Literatürde yapılan ve analiz sonuçlarımızla benzerlik gösteren kimi çalışmalar bulunmaktadır. Örneğin, Black'in 2001 yılında yaptığı çalışmada işletmelerin yöneticilerinin yönetim biçimlerinin şirketin piyasa değeri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı bunun sebebi olarak ise şirketlerin yönetimleri arasında büyük farklılıklar olmaması gösterilmiştir. Araştırmamıza dahil edilen kurumsal yönetim ile ilgili değişkenlerin, hisse getirisi üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı sonucu adı geçen çalışma ile benzer bulgular içermektedir.

Adjaoud'un (2013) yılında yaptığı çalışmada elde ettiği sonuçlara benzer sonuçlar bu çalışmada da gözlemlenmiştir. Adjaoud'un çalışmada elde edilen bulgular işletmenin hisse karlılığı üzerinde kurumsal yönetim uygulamalarının anlamlı bir etkisi olmadığı, bu etkinin daha çok işletmenin faaliyet gösterdiği pazarın riski ve şirketin büyüklüğü ile ilgili olduğu yönündedir. Yaptığımız bu çalışmaya dahil edilen kurumsal yönetim uygulamalarının kapsadığı ve kurumsal yönetim göstergesi olarak kabul edilen değişkenlerinde hisse getirilerine anlamlı bir düzeyde etkisinin olmadığı saptanmıştır.

Sonuç ve Öneriler:

Dünya ekonomisi bugün var olan liberal ve kapitalist sistemin temellerini atıldığı günlerden günümüze kadar krizler ile sendelemeye, ardından gelen olumlu haberler ile yaralarını sarmaya sonrasında geçen birkaç yılın ardından tekrar yaşanan krizler ile boğuşmaya alışmıştır. Yüz yıllar içerisinde ekonomik krizlerin ortaya çıkmasında değişen en büyük fark, küreselleşmenin etkisi ile birkaç şirketin iflasının dünya ekonomik sisteminde bir domino etkisi yaratarak yıkımın başlangıcını yaratabilecek seviyeye gelmiş olmasıdır. Bu kadar iç içe geçmiş finans ve ekonomi piyasalarında ülkelerin kaderlerini kötü yönetilen devasa şirketlerin ellerinden kurtarması gerekliliği kaçınılmaz bir şekilde baş göstermiştir. Kurumsal yönetim düzenlemeleri tam bu noktada hem ülkelerin, hem de yatırımcıların imdadına yetişmiştir.

Finans piyasalarının gelişip, dünyada sermayenin önündeki engellerin neredeyse tamamen kalkacak seviyeye geldiği 2000'lerde yaşanan şirket skandalları hem şirketlerin yatırımlarına fon bulduğu, hem de tasarruf sahiplerinin mevduatlarını değerlendirdiği sermaye piyasalarını adeta bir güven bunalımına sokmuştur. 2000'li yılların başında yaşanan şirket skandalları yatırımcıları 300 milyar dolara yakın zarara uğratmıştır. O dönemde yaşanan bu skandalların kaçınılmaz sonuçlarının olacağı tahmin edilebilir gerçeklerdi. Özellikle 1990'lı yıllarda İngiltere'de başlayan kurumsal yönetim akımları, 2000'lerde yaşanan bu skandallar ile birlikte dünyaya hızla yayılmaya başlamıştır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının kabul edilmesinde ve belirli noktaları temel almasında OECD'nin yayınladığı kurumsal yönetim ilkelerinin önemli bir rol oynadığı yadsınamaz bir gerçektir. İlkelerin yayınlanmasının ardından pek çok ülke bu ilkeleri baz alan düzenlemeler yapmış ve ülke içinde yer alan şirketlerin yönetimlerine belirli yönetim standartlarına uyma zorunlulukları getirmiştir.

Uygulamaya konan düzenlemelerin pek çok ülkenin finans piyasalarına da çeşitli yönlerden etkisinin olacağı ihtimali üzerinde durulmuş, bu ilkelere yüksek düzeyde uyum sağlayan şirketlerin yatırımcıların gözünde daha değerli bir konuma geleceği beklentisi oluşmuştur. Kurumsal yönetim uygulamalarının işletmeler üzerine olan etkileri literatürde pek çok farklı açıdan ele alınmıştır. Sermaye piyasalarına olan etkisi üzerine de literatürde yapılmış pek çok çalışma

bulunmaktadır. Bu çalışmalar genel olarak kurumsal yönetimin hissedarların haklarına, hisse performansına ve yatırım tercihlerine olan etkisi üzerine yoğunlaşmıştır.

Bu çalışmada, Türkiye’de yapılan kurumsal yönetim düzenlemelerinin Borsa İstanbul’a kote olan ve üretim yapan işletmelerin hisse getirilerine anlamlı bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma bulgularına göre, işletmelerin uygulamaya koyduğu kurumsal yönetim düzenlemelerinin hisse getirisi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır. Literatürde bu konuda hem bulgularımıza benzer hem de karşıt görüşte bulgulara ulaşılmış çalışmalar bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye’de hisse getirisi üzerine anlamlı bir etkisinin olmamasının sebeplerinden birisi olarak, ülkemizdeki yatırımcıların finansal okuryazarlık düzeylerinin düşük seviyede olması gösterilebilir. Finansal okuryazarlık, kişilerin finansal kararlar alırken yapacakları yatırımlar ile ilgili yeterli bilgiye sahip olarak doğru tercihler yapmasına verilen isimdir. Türkiye’de yatırımcıların bir hisse senedine yatırım yaparken yatırım tercihlerini işletmenin yönetim yapısına, yönetiminin işleyişine, işletmenin yatırımcılarını faaliyetleri konusunda ne kadar bilgilendirdiğine, yatırım yapılan hisse senedi ile yönetimde ne gibi haklar elde edildiğine göre değil daha çok günlük verileri inceleyerek ve piyasa hareketlerini yorumlayarak yaptığı olumsuz bir gerçektir. Dünya’da pek çok ülke finansal okuryazarlığın önemini kavramış olup, toplumdaki bilgi düzeyini arttırmak için yapılan çalışmaları desteklemektedirler. Türkiye’de, finansal piyasadaki yatırımcıların, hatta toplumdaki bireylerin, finansal okuryazarlık düzeylerini arttıracak çalışmaların yapılması ile birlikte kurumsal yönetim uygulamalarına sermaye piyasalarında verilen önem artacak, şirketler bu kurumsal yönetim düzenlemelerini daha sıkı bir şekilde uygulamak zorunda kalacaktır.

Bir diğer sebep olarak ise, Türkiye’de kurumsal yönetim düzenlemelerinin uygulamaya konmasının üzerinden henüz çok da uzun sayılamayacak bir sürenin geçmesi gösterilebilir. Kurumsal yönetim kavramının gelişmiş ekonomilerde ortaya çıkması ve bu konuda çeşitli düzenlemeler yapılması 2000’li yılların öncesine dayanmaktadır. Gelişmiş ekonomilerde kurumsal yönetim uygulamalarının olmadığı yıllarda dahi var olan düzenlemeler yatırımcıların pek çok hakkını korumakta ve

şirketlerin belirli bir düzen içinde işlemlerini sağlamaktaydı. Türkiye’de ise devlet tarafından yapılan ilk düzenleme 2004 yılında ortaya çıkmıştır ve şirketlerin adaptasyon süreci hala devam etmektedir. Bu adaptasyon sürecini hızlandırmaya işletmelere verilecek eğitimler, işletmelere kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmeleri için yapılacak motive edici uygulamalar katkı sağlayabilirler.

Başka bir sebep olarak ise, Türkiye’deki yatırımcıların yatırım yaptıkları işletmelerin yönetimlerinde yer almak yerine, hakim ortağın bulunduğu bir şirkete yatırım yaparak yönetim faaliyetlerinde yer almamayı tercih etmesi gösterilebilir. Yatırımcılar şirketlerin yönetim süreçlerinden daha çok finansal verileri ve gelirleri ile ilgilendikleri için yatırım kararlarında ve hisse getirilerinde kurumsal yönetim uygulamalarının rol oynamaması tahmin edilebilecek bir gerçektir. Fakat kimi durumlarda da yatırımcılar şirketlerin yönetim faaliyetlerine katılsa dahi bir söz haklarının veya yönetime bir katkılarının olmayacağını düşünmektedirler. Bu gibi durumların üstesinden gelinebilmesi için, yönetim kurullarındaki bağımsız üyelerin bir kısmı bu küçük hissedarlar tarafından seçilerek yönetim kuruluna dahil edilebilirler. Böylece hem küçük hissedarların yönetim sürecine katılması teşvik edilmiş, hem de bağımsızlıkları konusunda soru işaretleri bulunan yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin de en azından bir seçim sürecinden geçmeleri sağlanarak bağımsızlıkları üzerindeki perde kaldırılabilir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının gerekliliği diğer ülkeler gibi Türkiye için de su götürmez bir gerçektir. Bu uygulamaların Türkiye’de daha da yaygınlaşarak sağlıklı bir şekilde işler duruma gelmesi ile yatırımcıların kararlarında finansal veriler gibi etkin bir rol oynayacağı önemli bir gerçektir. Bu doğrultuda atılacak adımlar ile hisse getirisine etki edecek düzeyde kurumsal yönetim uygulamalarının oluşması ülke ekonomisi ve finansal piyasalar açısından önemli bir gerekliliktir.

Kaynakça

- Abu-Tapanjeh, A. M. (2009). Corporate governance from the Islamic perspective: A comparative analysis with OECD principles. *Critical Perspectives on Accounting*(20), 556-567.
- Adjaoud, F. (2013). Corporate Governance and Performance: The Weakest Link? *Journal of International Finance & Economics*, 13(4), 153-161.
- Agrawal, R., Findley, S., Greene, S., Huang, K., Jeddy, A., Lewis, W. W., & Petry, M. (1996). Why the US leads and why it matters. *The McKinsey Quarterly*(3), 39-50.
- Ahn, S. C., Lee, Y. H., & Schmidt, P. (2013). Panel Date Models with Multiple Time-Varying Individual Effects. *Journal of Econometrics*, 174, 1-14.
- Aitken, B., Hanson, G. H., & Harrison, A. E. (1997). Spillovers, Foreign Investment and, Export Behavior. *Journal of International Economics*, 43, 103-132.
- Aktan, C. C. (2006). *Kurumsal Şirket Yönetimi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Arı, M. (2008). Kurumsal Yönetim ve Finansal Raporlamanın Güvenirliliği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 3(2), 43-68.
- Aydemir, O., Ögel, S., & Demirtaş, G. (2012). Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü. *Yönetim ve Ekonomi*, 19(2), 277-288.
- Aysan, M. A. (2007). *Kurumsal Yönetim ve Risk*. İstanbul.
- Aysan, M. A. (2007). Muhasebe ve Kurumsal Yönetim. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 17-24.
- Bauman, S. W., Conover, M. C., & Miller, R. E. (2001). The Performance of Growth Stocks and Value Stocks in Pacific Basin. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 4(2), 95-114.
- BDDK. (2006). *Mevzuat*. 2013 tarihinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu: http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/mevzuat/bankacilik_kanununa_iliskin_duzenlemeler/1682kurumsalyonetimyonetmeligiislenmishali.pdf adresinden alındı
- Berger, A. N., & Patti, E. B. (2006). Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1065-1102.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*(14), 257-273.
- BİST. (2008). *Kurumsal Yönetim Endeksi*. 2013 tarihinde Borsa İstanbul: <http://borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> adresinden alındı

- Black, B. (2001). *The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms*. Stanford Law School.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 85, 66-101.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Guedhami, O. (2005). Postprivatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection. *Journal of Financial Economics*, 76, 369-399.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. *Financial Economics and Accounting*.
- Brudney, V. (1985). Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of contract. *Columbia Law Review*, 1403-1444.
- Cai, J., & Zhang, Z. (2011). Leverage Change, Debt Overhang, and Stock Prices. *Journal of Corporate Finance*, 17, 391-402.
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Chakroun, R. (2013). Family Control, Board of Directors' Independence and Extent of Voluntary Disclosure in the Annual Reports; Case of Tunisian Companies. *Journal of Business Studies Quarterly*, 5(1), 22-42.
- Chen, V. Z., Li, J., & Saphiro, D. M. (2011). Are OECD-prescribed "good corporate governance practices" really good in an emerging economy? *Asia Pacific Journal of Management*(28), 115-138.
- Claessens, S., & Fan, J. P. (2002). Corporate Governance in Asia: A Survey. *International Review of Finance*, 71-103.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*(58), 81-112.
- Commission, E. (2005). *Sme Definition: European Commission*. 2013 tarihinde European Commission: <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/sme-definition/> adresinden alındı
- Canyon, M., & Sadler, G. (2010). Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 296-312.
- Cuny, C. J., Martin, G. S., & Puthenpurackal, J. J. (2009). Stock Options and Total Payout. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 391-410.
- Çatıkkaş, Ö. (2013). *Eğitim: Kamu Gözetimi Kurumu*. 2014 tarihinde Kamu Gözetimi Kurumu: <http://www.kgk.gov.tr/contents/files/pdf/egitim/marmara/KurumsalYonetim.pdf> adresinden alındı

- Demirbas, M., & Uyar, S. (2006). *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi*. İstanbul.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 95(6), 1155-1177.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*. Ankara: Siyasal Yayınevi.
- Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2006). Foreign and Domestic Ownership, Business Groups and Firm Performance: Evidence From a Large Emerging Market. *Strategic Management Journal*, 27(7), 637-657.
- Drew, M. E., Naughton, T., & Veeraraghavan, M. (2003). Firm Size, Book-to-Market Equity and Security Returns: Evidence from the Shanghai Stock Exchange. *Australian Journal of Management*, 28(2), 119-139.
- Ege, İ., & Bayrakdaroğlu, A. (2009). İmkb Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(10), 139-158.
- Enriques, L., & Volpin, P. (2007). Corporate Governance Reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 117-140.
- Ersoy, İ. (2012). Yeni Türk Ticaret Kanununda Kurumsal Yönetim ve Denetim. *Türkiye İç Denetim Enstitüsü*, (s. 1-26).
- European Commission. (2013, 12). *The EU Single Market*. 2013 tarihinde European Commission: http://ec.europa.eu/internal_market/company/index_en.htm adresinden alındı
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fellan, E. (2004). *Building an EU Securities Market*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Fettahoğlu, A., & Okuyan, H. A. (2009). İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB'de Bir Uygulama. *Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*. Eskişehir.
- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). Ceo Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Governance, C. o. (1998). *Final Report*. London: Gee Publishing.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 351-379.
- Güçlü, H. (2010). *Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi*. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
- Güncel- Yayınlar ve Raporlar. (2012, Ocak 16). 2013 tarihinde Yeni TTK: www.yenittk.com adresinden alındı

- Hall, P. L., & Rieck, R. (1998). The Effect of Positive Corporate Social Actions on Shareholder Wealth. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(2), 83-89.
- Hausman, J. A., & Taylor, W. E. (1981). Panel Data and Unobservable Individual Effects. *Econometrica*, 49(6), 1377-1399.
- Hjalmarsson, E. (2010). Predicting Global Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 49-80.
- Horasan, M. (2009). Firma Büyüklüğünün Hisse Getirilerine Etkisi. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 23(1), 327-339.
- Huse, M. (2005). Accountability and Creating Accountability: a Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance. *British Journal of Management*, 65-79.
- Internal Market Directorate General. (2002). *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and Its Member States*. European Commission.
- Jain, B. A., & Kini, O. (1999). The Life Cycle of Initial Public Offering Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(9), 1281-1307.
- Javorcik, B. S. (2004). Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In search of Spillovers Through Backward Linkage. *The American Economic Review*, 94(3), 605-627.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-306.
- Kamar, E. (2006). Beyond Competition for Incorporations. *Georgetown Law Journal*, 94(6), 1725-1770.
- Karaibrahimoğlu, Y. Z. (2013). Is corporate governance a determinant of auditor choice? Evidence from Turkey. *Ege Academic Review*, 13(2), 273-284.
- Kim, B. (2003). Sarbanes-Oxley Act. *Harvard Journal of Legislation*, 235-252.
- Kitov, I. O. (2009). *What is the Best Firm Size to Invest?* Munich: Quantitative Financial Papers.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 195, 1-26.
- Kolk, A. (2008). Sustainability, Accountability and Corporate Governance: Exploring Multinationals' Reporting Practices. *Business Strategy and the Environment*, 1-15.
- Korkmaz, Ö., & Karaca, S. S. (2013). Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği. *Ege Akademik Bakış*, 13(2), 169-179.

- Kök, R., & Şimşek, N. (2013). *Dosyalar*. 2013 tarihinde Dokuz Eylül Üniversitesi: <http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> adresinden alındı
- Kumar, K. B., Rajan, R. G., & Zingales, L. (2001). *What Determines Firm Size?* Yale School of Management's Economics Research Network.
- Kurt, M., & Kayacan, M. (2005). Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: "Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin İçerik Analizi". *Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi*, (s. 23-43). Ankara.
- Laux, V. (2008). Board Independence and CEO Turnover. *Journal of Economic Research*, 46(1), 137-171.
- Loderer, C., & Waelchli, U. (2011). *Firm Age and Governance*.
- McKinsey&Company. (2002). *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*. McKinsey Yayınları.
- Millstein, I. M. (1999). *Weil*. 2014 tarihinde Weil Web Sitesi: <http://www.weil.com/news/pubdetail.aspx?pub=3231> adresinden alındı
- Millstein, I. M., & MacAvoy, P. W. (1998). The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation. *Columbia Law Review*, 98, 1283-1323.
- Muğaloğlu, Y. I., & Erdağ, E. (2013). Corporate Governance, Transparency and Stock Return Volatility: Empirical Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Journal of Applied Economics and Business Research*, 3(4), 207-221.
- Mule, R. K., Mukras, M. S., & Oginda, M. N. (2013). Ownership Concentration and Financial Performance of Listed Firms in Kenya: an Econometric Analysis Using Panel Data. *European Scientific Journal*, 9(28), 194-212.
- OECD. (2004). *Oecd Principles of Corporate Governance*. Paris: Oecd Publication.
- Pamukçu, F. (2011). Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 133-148.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*(58), 3-27.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis. *Strategic Management Journal*, 12, 155-160.
- Ribstein, L. E. (2002). Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *The Journal of Corporation Law*, 1-67.
- Ryan, H. J., & Wiggins, R. I. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring? *Journal of Financial Economics*, 73, 497-524.

- Shafana, M., Rimziya, A. F., & Jariya, A. I. (2013). Relationship between Stock Returns and Firm Size, and Book-to-Market Equity: Empirical Evidence from Selected Companies Listed on Milanka Price Index in Colombo Stock Exchange. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 4(2), 217-225.
- Shapiro, S. P. (2005). Agency Theory. *Annual Review of Sociology*, 31, s. 263-284.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Spk. (2005). *Kurumsal Yönetim İlkeleri*. 2013 tarihinde European Corporate Governance Institute: http://www.ecgi.org/codes/documents/kyy_tr.pdf adresinden alındı
- Spk. (2010). *Mevzuat: Spk*. Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: www.spk.gov.tr adresinden alınmıştır
- Spk. (2013, Ekim 14). *Tebliğler: Sermaye Piyasası Kurulu*. 2013 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/apps/teblig/displayteblig.aspx?id=454&ct=f&action=displayf> ile adresinden alındı
- Sun, P., & Zhang, Y. (2006). Is There Penalty For Crime? Corporate Scandal and Management Turnover in China. *EFA 2006 Zurich Meetings*, (s. 1-54). Zurich.
- Sun, Q., Tong, W. H., & Tong, J. (2002). How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(1), 1-27.
- Taşkın, F. D., Durak, M. G., & Aktaş, M. (2013). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkileri: BIST şirketleri Üzerinde Bir Uygulama. *Finans Sempozyumu*, (s. 1-11). Muğla.
- Thomsen, S., & Rose, C. (2004). Foundation Ownership and Financial Performance: Do Companies Need Owners? *European Journal of Law and Economics*, 18, 343-364.
- TKYD. (2010). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Aile Şirketleri Yönetim Rehberi*. İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği.
- Westhead, P. (1995). Exporting and Non-Exporting Small Firms in Great Britain: A Matched Pairs Comparison. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 1(2), 6-36.
- Wright, R. K., & Rowthorn, R. (1998). Spoilt for Choice? Multinational Corporations and the Geography of International Production. *Oxford Review of Economics Policy*, 14(2), 74-92.

Yasuda, T. (2005). Firm Growth, Size, Age and Behavior in Japanese Manufacturing. *Small Business Economics*, 24, 1-15.

Zhang, I. X. (2005). *Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*. Joint Center.

Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic Studies*, 62, 425-448.