

T.C.
NİĞDE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ
FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
EKONOMETRİK BİR ANALİZ

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan
İlker SERİNKAYA

2008-NİĞDE

T.C.
NİĞDE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ
FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
EKONOMETRİK BİR ANALİZ

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan
İlker SERİNKAYA

Danışman
Doç. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU

2008-NİĞDE

Onay ve Kabul Sayfası

Doç. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU danışmanlığında İlker SERİNKAYA tarafından hazırlanan “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Ekonometrik Bir Analiz” adlı bu çalışma jürimiz tarafından Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Tarih: / /

JÜRİ:

Danışman : Doç. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU

Üye :

Üye :

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulu’nun / / tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Tarih: / /

Doç. Dr. Selen DOĞAN

Enstitü Müdürü

ÖZET

Kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisinin tespit edilmesinin amaçlandığı bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yönetim kavramı ve boyutları üzerinde detaylı bilgiler verilmektedir. Öncelikle kurumsal yönetim kavramına ilişkin farklı tanımlamalar ele alınmakta ve bu tanımlamaların benzer ve farklı yönleri ele alınmaktadır. Sonrasında, kurumsal yönetim anlayışının teorik ve tarihsel gelişiminden bahsedilmektedir. Bunu takiben, kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinin nedenleri ve söz konusu anlayışın önemine değinilmektedir. Birinci bölümün son kısmında ise, kurumsal yönetimin amaç ve faydaları ile temel ilkelerine değinilmektedir.

Çalışma ikinci bölümü kurumsal yönetim sistemleri ve Türkiye’de ve Dünya’da kurumsal yönetim uygulamaları ile ilişkilidir. Bu bağlamda, öncelikle, Anglo-Sakson ve Kıta Avrupa’sı kurumsal yönetim sistemlerinden bahsedilmektedir. Bu bölümde ayrıca Weimer ve Pape (1999)’nin kurumsal yönetim sistemleri sınıflandırmasına da değinilmektedir. İkinci bölümün ilerleyen kısımlarında ise, ABD, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamaları hakkında bilgiler sunulmaktadır. İkinci bölümün sonunda, Türkiye’deki kurumsal yönetim uygulamaları ve bu yöndeki çalışmalara değinilmektedir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisi, 2006 yılı itibariyle hisse senetleri İMKB’de işlem gören üretim firmalarının oluşturduğu bir örneklem dahilinde incelenmektedir. Söz konusu örneklem, kurumsal yönetim uygulamaları ile ilişkili değişkenlerden oluşan bir çoklu regresyon modeli ile analiz edilmektedir. Bölümün sonunda, elde edilen ampirik bulgular ışığında genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

ABSTRACT

The aim of this study is to determine the effect of corporate governance practices on firm value and is comprised of three parts. In the first part of the study, the concept *corporate governance* and its dimensions are discussed. Especially, various definitions about corporate governance concept are considered and similarities and differences of these definitions are discussed. Then, theoretical and historical evolution of corporate governance is presented. Following this, underlying reasons of evolution and importance of corporate governance concept are discussed. Finally, basic aims of corporate governance practices and their benefits are presented.

The second part of the study is related with corporate governance systems in Turkey and in the world. Within this scope, firstly Anglo-Saxon and European Corporate Governance Systems are discussed. Besides, Weimer and Pape (1999)'s well-known classification about governance systems is considered at length. Also, corporate governance practices in developed countries like USA, England, Germany, France and Japan are considered. In the final section of the second part of the study, corporate governance practices in Turkey are discussed.

In the third (final) part of the study, the effect of corporate governance practices on firm value is analyzed via a multiple regression model using a sample of ISE-listed manufacturing firms in the fiscal year of 2006. In the final section of the third part of the study, in the light of empirical findings, some recommendations about corporate governance practices are presented.

ÖNSÖZ

Kurumsal yönetim uygulamalarının İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaların piyasa değerleri üzerindeki etkisinin tespit edilmesinin amaçlandığı bu çalışmanın yapılmasında büyük katkıları bulunan ve bu konuda yardımlarını ve desteklerini esirgemeyen Değerli Hocam Sn. Doç. Dr. Famil ŞAMILOĞLU'na teşekkürlerimi sunarım.

Saygılarımla...

İlker SERİNKAYA

Mayıs/2008

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLolar ve ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
KISALTMALAR LİSTESİ	ix
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI ve BOYUTLARI

1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI	3
1.2. KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ GELİŞİMİ	6
1.2.1. Kurumsal Yönetimin Teorik Gelişimi	7
1.2.1.1. Mülkiyet Kapitalizmi	7
1.2.1.2. İdari Kapitalizm	9
1.2.1.3. Hissedar Kapitalizmi	9
1.2.1.4. Paydaş (Çıkar Grubu) Kapitalizmi	10
1.2.2. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi	11
1.3. KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ GELİŞMESİNİN NEDENLERİ	12
1.3.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hız Kazanması	13
1.3.2. Hisse Senedi Sahiplik Oranlarının Artması	13
1.3.3. Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Şiddetlenmesi	14
1.3.4. Özel Sektörün Rolünün Giderek Artması	14

1.3.5. Uluslararası Ekonomik Bağımlılığın Artması	16
1.3.6. Ortaklıkların İçinde Bulundukları Rekabet Ortamının Şartlarının Değişmesi	16
1.4. KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ ÖNEMİ	17
1.5. KURUMSAL YÖNETİMİN AMAÇLARI ve FAYDALARI	19
1.6. KURUMSAL YÖNETİMİN TEMEL İLKELERİ	20
1.6.1. Şeffaflık İlkesi	21
1.6.2. Hesap Verebilirlik İlkesi	22
1.6.3. Sorumluluk İlkesi	23
1.6.4. Adil Yönetim İlkesi	25

II. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ, DÜNYA'DA ve TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

2.1. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ	29
2.1.1. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi	30
2.1.2. Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemi	32
2.1.3. Weimer ve Pape (1999)'ye Göre Kurumsal Yönetim Sistemleri	35
2.2. DÜNYA'DA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI	41
2.2.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları	42
2.2.2. İngiltere'de Kurumsal Yönetim Uygulamaları	45
2.2.3. Almanya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları	48
2.2.4. Fransa'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları	49
2.2.5. Japonya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları	49

2.3. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI	50
2.3.1. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kurumsal Yönetim İlkeleri	52
2.3.1.1. Pay Sahipleri (Hissedarlar)	52
2.3.1.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	54
2.3.1.3. Menfaat Sahipleri	56
2.3.1.4. Yönetim Kurulu	57
2.3.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın Kurumsal Yönetim İle İlgili Çalışması	59
2.3.3. Churaev (2003)’in Kurumsal Yönetim İle İlgili Çalışması	62
2.3.4. Gürbüz ve Ergincan (2004)’in Kurumsal Yönetim İle İlgili Çalışması	64

III. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN TESPİT EDİLMESİNE YÖNELİK EKONOMETRİK BİR ANALİZ

3.1. GİRİŞ	68
3.2. LİTERATÜR TARAMASI	69
3.3. YÖNTEM	71
3.3.1. Bağımlı Değişken	71
3.3.2. Bağımsız Değişkenler	71
3.3.3. Model	77
3.3.4. Analiz Sonuçları	78
3.4. AMPİRİK BULGULARIN DEĞERLENDİRİLMESİ	79

SONUÇ	81
KAYNAKÇA	83
ÖZGEÇMİŞ	90

TABLolar ve ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa
Tablo 2.1.: Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulandıkları Ülkeler	36
Tablo 2.2.: Kurumsal Yönetim Unsurları ve Sistemleri Arasındaki İlişkiler	37
Tablo 3.1.: Veri Seti	73
Tablo 3.2.: PD/DD Modeli Özet Sonuçları	78
Tablo 3.3.: Katsayılar	78

KISALTMALAR LİSTESİ

A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
ASX	: Australian Stock Exchange
CEO	: Chief Executive Officer
ECE	: Economic Commission for Europe
ISE	: İstanbul Stock Exchange
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	: New York Stock Exchange
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

GİRİŞ

Küreselleşme ve gerek iş hayatını gerekse de gündelik yaşamı oldukça etkileyen teknolojik gelişmeler ülkeler arasındaki fiziki sınırların kalkmasına neden olmuş ve adeta küçülen dünyada sermaye dolaşımı giderek artmaya başlamıştır. Firmanın faaliyetleri için sürekli olarak sermaye sağlanması gerektiğinden ve genellikle de, söz konusu sermayenin ülke içindeki kaynaklardan etkin bir biçimde sağlanamamasından dolayı, firmalar ülke dışındaki sermaye kaynaklarına yönelmeye başlamışlardır. Dış kaynaklı sermaye çekebilme yeteneği ise, söz konusu ülkenin kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğine ve sermaye sağlayanların (yatırımcıların) haklarının ne ölçüde korunabileceği ile yakından ilişkilidir. Yatırımcıların haklarını etkin bir biçimde koruyacak yasal düzenlemelerin olmaması durumunda; yatırımcı yatırım yapmaktan vazgeçecek ve yatırım yapsa dahi nispeten yüksek bir risk primi talep edecektir. Bu durum, sermaye maliyetini doğrudan olumsuz yönde etkileyeceğinden, söz konusu ülkelerde faaliyet gösteren firmaların rekabet şansları da ortadan kalkacaktır. Sermaye maliyetinin artmasının bir diğer olumsuz etkisi de, firmaların piyasa değerlerini azaltarak, sermaye piyasasının işlerliğini azaltmasıdır. Bu açılarından bakıldığında, kurumsal yönetim uygulamaları gerek ekonomik etkinlik, gerekse de firmaların ve genel ekonominin büyümesi açısından hayati önem taşımaktadır.

Bu çalışmada, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, kurumsal yönetim kavramı hakkında detaylı bilgi verilmektedir. Burada, öncelikle, kurumsal yönetim kavramı tanımlanmış, kavramın tarihsel ve teorik gelişimine değinilmektedir. Sonrasında, kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinin nedenleri üzerinde durularak; kurumsal yönetim anlayışının önemine, amaçlarına ve faydalarına değinilmektedir. Birinci bölümün sonunda ise, kurumsal yönetimin temel ilkeleri olan şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adil yönetim ilkeleri üzerinde durulmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, Dünya'daki ve özellikle Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalara dikkat çekilerek, bu uygulamaların içeriklerine ve amaçlarına

vurgu yapılmaktadır. Bu bağlamda, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın hazırlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkeleri temel alınmaktadır.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde ise, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisi, oluşturulan bir çoklu regresyon modeli ile analiz edilmektedir. Bu bağlamda, hisse senetleri İMKB'de işlem gören toplam 211 adet firmanın 2006 yılındaki finansal verilerini kapsayan bir örneklemden faydalanılmaktadır. Bu bölümün sonunda, uygulamanın ampirik ve teorik sonuçları sunulmaktadır.

I. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI ve BOYUTLARI

1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Kurumsal yönetim (corporate governance), özellikle 1990'lı yıllardan sonra popülaritesini artıran ve gerek akademisyenlerce, gerekse de (işadamları, yöneticiler, profesyoneller, stratejistler ve uzmanlar gibi) konuyla ilgilenen diğer bireylerce oldukça fazla tartışılan bir kavram haline gelmiştir. Türkiye’de ise, özellikle 2001 krizinden sonra üzerinde daha fazla durulmaya başlanan söz konusu kavramın, Türkçe’de “kurumsal yönetişim” ya da “şirket yönetişimi” olarak da kullanılabildiği görülmektedir. Ancak, 2003 yılının temmuz ayında Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni açıklaması nedeniyle, kavramın “kurumsal yönetim” olarak kullanılması daha doğru olacaktır.

Dünya üzerinde pek çok farklı kurum ve konunun uzmanı, söz konusu kavrama yönelik çok sayıda farklı tanımlamalar geliştirmişlerdir. Bu farklılıkların temel nedenini, kurumsal yönetim kavramının başta hissedarlar, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve çalışanlar olmak üzere potansiyel yatırımcılar ve derecelendirme kuruluşları gibi çok fazla sayıda çıkar grubunu (stakeholders) dolaylı ya da dolaysız olarak ilgilendirmesi olarak açıklamak mümkündür (Öztürk ve Demirgüneş, 2005: 119). Çünkü, kurumsal yönetim anlayışı, firmaların yönetiminde ve faaliyetlerinde değer yaratma, kar elde etme ve elde edilen karları hissedarlara dağıtma amacını taşıyan geleneksel yapıların yanında, hissedarların ve diğer tüm çıkar gruplarının haklarının korunmasını ve bu noktada söz konusu menfaat grupları arasındaki ilişkilerin yapısının düzenlenmesini amaçlayan bir anlayıştır.

Kurumsal yönetimi, en basit şekliyle, firma ile yatırımcı arasında güven oluşturarak, her iki tarafında yatırımlarının karşılığını almasını sağlayan bir mekanizma (Schleifer

ve Vishny, 1997: 737) olarak tanımlamak mümkündür. Burada, kurumsal yönetim uygulamalarına iktisadi bir bakış açısı ile yaklaşılmakta olup, söz konusu uygulamalardan sağlanan fayda ön plana çıkmaktadır. Kurumsal yönetim kavramını elde edilen fayda kapsamında ele alan bir diğer tanımlamaya göre ise, kurumsal yönetimi; genellikle kendi menfaatlerini ön planda tutan firma yöneticilerinin, bu tür yaklaşımlardan kaçınarak, firmanın sahipleri, yani hissedarlar için firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk eden hem kurumsal, hem de piyasa temelli mekanizmalar kümesidir (Dennis ve McConnell, 2003: 1).

Dar bir perspektiften bakıldığında, kurumsal yönetimi sadece yönetim kurulunun, üst düzey yöneticilerin ve hissedarların rollerini ve yürütmüş (ve yürütmekte) oldukları faaliyetleri açıklayan düzenlemeler bütünü olarak ele almak mümkündür. Bu bağlamda, kurumsal yönetim firmaların yönetildiği ve kontrol edildiği bir süreç olup, firmanın faaliyetlerinin yönetilmesi, kontrol altında tutulması ve yönlendirilmesi gibi çok sayıda işlevi içine almaktadır (Australian National Audit Office Better Practice Guide, 1999). Bahsi geçen kurumsal yönetim süreci, firmanın amaçları doğrultusunda hedefe ne şekilde ulaşılacağıyla ve performansın ne şekilde optimize edileceğiyle ilgilenmektedir (Australian Stock Exchange (ASX) Corporate Governance Council, 2003). Bu süreçte, firmalar kendilerine daha kolay kaynak (sermaye) sağlayabilecekler ve faaliyetlerini daha etkin bir biçimde sürdürebileceklerdir. Bunun sonucunda da, uzun dönemde hisse senetlerinin piyasa değeri artacak ve hem firma yöneticilerinin hem de hissedarlarının menfaatleri maksimize edilebilecektir (Gregory ve Lillien, 2000: 11).

Yine bu bağlamda, kurumsal yönetim, firmanın öncelikle hissedarlarının çıkarlarını gözeterek yönetilmesini ifade etmektedir. Bu noktada, sorumluluk büyük ölçüde yönetim kurulundadır. Bu durum, genellikle, hissedar sayısı çok fazla olan, hisse senetleri menkul kıymetler borsasında işlem gören firmaların çoğunlukta olduğu, varlıklarını yabancı kaynaktan çok, özsermaye ile finanse eden ve özellikle Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve İngiltere’de uygulanan Anglo-Sakson kurumsal yönetim sisteminde yaygındır. Bu sistemin dışında kalan Almanya ve Japonya gibi ülkelerde faaliyet gösteren firmalarda ise, varlıklar genellikle yabancı kaynaklar ile

finanse edilmektedir. Bu gibi ülkelerde ise, firmaların yönetim kurullarında bankaların temsilcileri ve çalışanları temsil eden sendika mensupları yer almaktadır (Darman, 2004).

Kurumsal yönetim hakkında belirli ve geniş kitlelerce kabul görmüş bir çerçeve oluşturmaya yönelik en önemli çalışma, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD-Organization for Economic Cooperation and Development) ve Dünya Bankası tarafından yürütülmüş olup, 1999 yılında ilk kurumsal yönetim prensipleri yayınlanmıştır (Yıldırım, 2007: 1). Dünya genelinde bu konuda yapılan çalışmaların bu prensipler temel alınarak yapıldığı görülmektedir. OECD, kurumsal yönetimi, geniş anlamda, firmaların yönetildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlamaktadır (OECD, 1999). Dar anlamda kurumsal yönetim ise, firmanın yöneliminin ve performansının belirlenmesinde birincil taraflar arasındaki ilişkileri ifade etmektedir. Monks ve Minov (2001), bir girişimi, “farklı tarafların sermaye, uzmanlık ve emek ile katkıda bulunmak suretiyle, her bir tarafın azami fayda sağlaması için tesis edilmiş bir mekanizma” olarak tanımlamaktadır. Bu bağımsız varlık, geniş kapsamda ele alındığında bir çok kurumsal paydaş, katılımcı ya da bileşenle ilişki halindedir. İlişkili taraflar; hissedarlar, yöneticiler, çalışanlar, müşteriler, kreditorler, tedarik kaynakları, piyasa aracıları, denetçiler, düzenleyiciler ve devlet gibi taraflardan oluşmaktadır. Bunlardan hissedarlar ve yöneticiler birincil kurumsal paydaş ya da katılımcı olarak nitelendirilmektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları birincil taraflar başta olmak üzere, firma veya girişimin ilgili taraflarla olan ilişkilerinin yönetimini ifade etmektedir (Mazıbaş, 2005: 29).

Dünya Bankası ise, kurumsal yönetimi; “bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylelikle ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde de ortaklarına değer yaratmasına olanak sağlayan her türlü kanun, yönetmelik ve uygulamalar” olarak tanımlamaktadır (World Bank, 1999: 8).

Türkiye’de yapılan tanımlamalara bakıldığında da, benzer vurguların yapıldığını görmek mümkündür. Şehirli (1999), kurumsal yönetim kavramını, anonim ortaklıkların yönetilmesinde, kar dağıtım amacını taşıyan geleneksel yapıların

yanında, hissedarlar dahil tüm çıkar gruplarının haklarının korunmasının ve bu çerçevede söz konusu çıkar grupları arasındaki ilişkilerin kurallarının düzenlenmesini hedefleyen bir kavram olarak tanımlamaktadır (Şehirli, 1999: 8).

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından hazırlanan raporda ise, kurumsal yönetim oldukça geniş bir bakış açısıyla ele alınmış ve modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi olarak tanımlanmıştır (TÜSİAD, 2002: 9). Ülgen ve Mirze (2004) ise, söz konusu kavramı yönetsel açıdan ele alarak, “firmanın stratejik yönetimi ile sorumlu üst kademe yönetimin, bu görev ve sorumluluklarını yerine getirirken, firma üzerinde kendini belirli nedenlerle hak sahibi olarak gören hissedarlar, çalışanlar, tedarik kaynakları, müşteriler ve diğer toplumsal kurumlarla olan ilişkiler bütünü olarak tanımlamaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004: 423).

Kurumsal yönetim firmaların (organizasyonların) şeffaf ve dürüst olarak yönetilmesinin sağlanmasıdır. Bu nedenle de, tüm yönetim kademelerinin bu amaç doğrultusunda yapılandırılması gerekmektedir. Kurumsal yönetim olgusunun, yönetim kalitesi açısından en ideal ortamın elde edilmesine odaklanmasından dolayı, firma ile ilişkili çıkar gruplarının tamamının ortak sorumluluk bilinci altında hareket etmeleri gerekmektedir.

Yukarıdaki tanımlamalar ışığında özetlemek gerekirse, kurumsal yönetim kavramını, dar anlamda, firma yöneticileri ile hissedarlar arasındaki ilişkiler bütünü; geniş anlamda ise, firma yöneticileri ile hissedarlar, kredi verenler, çalışanlar, müşteriler, tedarik kaynakları, rakipler ve diğer kurumlar gibi çıkar grupları arasındaki ilişkilerin kanunlara, yönetmeliklere, tüzüklere ve ekonomik uygulamalara göre tanımlanması veya belirlenmesi olarak ifade etmek mümkündür.

1.2. KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ GELİŞİMİ

Başlangıçta geleneklere bağlı aile işletmeleri olarak kurulan firmalar günümüzde büyük ve çok ortaklı iş yapıları haline gelmişlerdir. Bu geçiş sürecinde firmalarda mülkiyet, sermaye ve yönetim yapısında değişimler meydana gelmiştir. Bu durum kurumsal yönetim uygulamalarını da yakından etkilemiştir ve kurumsal yönetim

adeta bir evrim geçirmiştir. Yukarıda da belirtildiği üzere, kurumsal yönetim hissedarlar ve ilgili diğer çıkar grupları arasındaki ilişkilerin kurallarını belirlemekte olup, bunlar belirlenirken finans, ekonomi, hukuk, muhasebe, işletme ve örgütsel davranış gibi çeşitli disiplinler temel alınmaktadır.

Teorik açıdan ele alındığında, kurumsal yönetimin gelişimini endüstriyel kapitalizmin ekonomik gelişimi ile ilişkilendirmek mümkündür. Bu noktada, firmalar açısından kurumsal yönetimde meydana gelen değişim, ekonomik gelişme sürecinde meydana gelen süreçle ilişkilendirilebilir. Söz konusu süreç; (1) mülkiyet kapitalizmi, (2) firma sahipliği ile profesyonel yönetimin birbirinden tamamen ayrıldığı idari kapitalizm, (3) hissedar kapitalizmi ve (4) çıkar grubu (ya da paydaş) kapitalizmi olarak dört başlık altında ele alınabilmektedir (Çolpan, 2006; 50).

Diğer taraftan, kurumsal yönetimin gelişimini tarihsel açıdan ele almak da mümkündür. Bu çalışmada, öncelikle kurumsal yönetimin teorik gelişimi az önce bahsi geçen süreç kapsamında verilmekte; sonrasında ise, kurumsal yönetimin tarihsel gelişimine değinilmektedir.

1.2.1. Kurumsal Yönetimin Teorik Gelişimi

Kurumsal yönetimin teorik gelişimini, sırasıyla, (1) mülkiyet kapitalizmi, (2) firma sahipliği ile profesyonel yönetimin birbirinden tamamen ayrıldığı idari kapitalizm, (3) hissedar kapitalizmi ve (4) çıkar grubu (ya da paydaş) kapitalizmi altında ele almak mümkündür.

1.2.1.1. Mülkiyet Kapitalizmi

Kurumsal yönetimin en temel biçimi olan mülkiyet kapitalizminde, firmayı kontrol etme gücü, hisse senetlerini ellerinde tutan bir veya birkaç kişidedir. Bu durumu mutlak sahiplik olarak da ifade etmek mümkündür. Mülkiyet kapitalizminde firma sahibi firmayı hem yönetmekte hem de denetlemekte olup, firmada kuvvetler birliği ilkesi geçerlidir.

Mülkiyet kapitalizminin hüküm sürdüğü firmalarda firma sahiplerinin ve yöneticilerinin yüklenecekleri sorumlulukların hukuki çerçevesi yeterince kesin

belirtilmemiştir. Firma öncelikle firma sahiplerinin kararları doğrultusunda yönetilmekte, yöneticiler ise, geri planda kalmaktadır. Ayrıca, yöneticiler yalnızca firma sahiplerine hesap vermekte; buna karşın firma sahiplerinin herhangi bir hesap verme yükümlülükleri bulunmamaktadır (Aktan, 2006: 9).

Çolpan (2006: 50)' a göre; mülkiyet kapitalizminin kurumsal yönetimin temelini teşkil etmesinin iki nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; bir çok firmanın ticari hayatının, sahiplerinin yönetimi altında küçük işletmeler olarak başlamasıdır. İkinci neden ise, bu işletmelerin, özellikle ülkelerin sanayileşme süreçlerinin ilk safhalarında önemli roller üstlenmeleridir.

Mülkiyet kapitalizmini de kendi içinde aile kapitalizmi ve girişimci kapitalizmi olarak sınıflandırmak mümkündür. Aile kapitalizminde sahiplik ve yönetim bir kişi veya aile üyelerinde toplanmaktadır. Sahiplik açısından bakıldığında ise, aile üyeleri firmanın tamamına ya da en azından çoğunluk hisselerine sahip olabilmektedirler. Ancak, aile kapitalizmi kapsamında, aile firmalarının temel ayırım noktası çoğunluk hisselerinin sahip olunmasından çok, yönetim fonksiyonlarının yürütülme biçimi ve bu konudaki yetkilerin aile bireylerinde toplanıp toplanmadığı ile ilişkilidir. Bu tür aile firmalarında; akrabalara ayrıcalık tanınması, özsermaye ile büyümeye odaklanma, aile bireyleri ile firma çıkarlarının çatışması, yetki ve sorumluluk belirsizliği, merkezi örgüt yapısının hüküm sürmesi, otoritenin ailede toplanması, yönetsel ve örgütsel yeteneklerin nesillere aktarılamaması olumsuz nitelikler olarak göze çarpmaktadır (Kök, 2005; 42-44).

Girişimci kapitalizminde ise, aile üyeleri, firmanın mülkiyetine ve kontrolüne sahip olmalarına karşın, aile kapitalizminden farklı olarak yönetim konusunda üst düzey yöneticilerin yeteneklerinden yararlanmaktadırlar. Bu tür firmalarda ortaklar, firmayı üst düzey yöneticilerle birlikte yönetmektedirler. Ancak, bu bağlamdaki temel sorun, profesyonel yöneticilerin çalıştıkları firmanın çıkarlarını tam anlamıyla gözetebilmelerine imkan sağlayacak olumlu motivelerin sağlanmaması ya da eksik sağlanmasıdır. Bu sorunun çözümünde, çeşitli ücretlendirme ve teşvik planlarını uygulamaya koyarak, ailenin ve profesyonel yöneticilerin çıkarlarının bir potada eritilmesi yoluna gidilebilmektedir (Çolpan, 2006: 51).

1.2.1.2. İdari Kapitalizm

Mülkiyet kapitalizminden farklı olarak, idari kapitalizmde firmanın hisseleri hiçbir kişi ve kurumun kontrolünde değildir. Bu tür kapitalizmin hüküm sürdüğü firmalarda, üst düzey yöneticiler yönetsel yetenek ve tecrübelerinden dolayı çalıştırılmaktadırlar.

İdari kapitalizmin ortaya çıkmasının pasif ve aktif olmak üzere iki temel nedeni bulunmaktadır. Pasif neden; hissedarlardan hiçbirinin bireysel olarak bütün faaliyetlerin üstesinden gelecek yeterli sermaye miktarına sahip olmamasıdır. İşte bu nedenle, bu tür firmalarda yönetim fonksiyonu, mülkiyetten bağımsız hale gelmiştir. Aktif neden ise, yöneticiler ile hissedarlar ve diğer çıkar grupları (paydaşlar) arasındaki *bilgi asimetrisinden (information asymmetry)* kaynaklanmaktadır.

Ölçek yoğun endüstrilerin bilgi yoğun hale gelmeye başlamasıyla birlikte, finansman fonksiyonunun kesintisiz şekilde işlemesi için teknik uzmanlık temel gereklilik haline gelmiştir. Bu nedenle firmalar; üretim, yönetim ve pazarlama bilgilerini etkin bir biçimde biriktirmeye başlamışlardır. Bu bilgi birikimi harici paydaşlara ve özellikle hissedarlara aktarılamaz bir hale gelmiş ve bu nedenle de bilgi asimetrisi oluşmuştur. Sonuç itibariyle, bu bilgi asimetrisi karar mekanizmasının yöneticilere geçmesine neden olmuştur (Çolpan, 2006: 52).

İdari kapitalizmden kaynaklanan en önemli sorun, sorun yöneticilerin denetlenmemesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Yeterli düzeyde denetlenmeyen yöneticiler, bilgi asimetrisinden yararlanarak firmanın olanaklarını kendi çıkarları doğrultusunda kullanabilmektedirler (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 13). Bu durum genellikle *acente* ya da *temsil maliyeti (agency cost)* olarak da ifade edilmektedir. Acente maliyetini, en yalın biçimiyle, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışması olarak tanımlamak mümkündür (Ross vd., 2003: 14).

1.2.1.3. Hissedar Kapitalizmi

Hissedar kapitalizminin temel mantığı; her bir firmanın kendi hissedarları tarafından sahiplenilmesi ve kontrol edilmesi gerektiği şeklindedir. Ancak, büyük ölçekli

firmaların kontrol altında tutulabilmeleri çok güçtür. Bunun temel nedenlerinden biri, hissedar kapitalizminde de idari kapitalizmde olduğu gibi bilgi asimetrisinin bulunmasıdır (Çolpan, 2006: 54). Bu nedenle, hissedar kapitalizminde *şeffaflık* (*transparency*) ve *sorumluluk* (*responsibility*) gibi kavramlar oldukça önemlidir. Yöneticilerin, hissedarlara firmaya ilişkin bilgileri doğru bir biçimde ulaştırılmaları şeklinde bir sorumlulukları bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, firma bilgilerinin şeffaf hale getirilmesi gerekmektedir (Monks ve Minow, 2001: 299).

Hissedar kapitalizminin temel problemi hissedarlar açısından, uygulamada, yönetimin faaliyetlerini denetleme ve kontrol etmede zorlukların bulunmasıdır.

Hissedarlar, firmanın şeffaf olması ve stratejik bilgilerin bilinmesiyle yönetimi kontrol edebilmektedirler. Buna karşın, söz konusu bilgilerin bilinmesi firmanın finansal ve stratejik pozisyonlarını zor duruma düşürebilmekte ve firmaya değer katacak bilgilerin açıklanması, başka firmaların da bunu kopyalamasıyla firmanın uzun dönemdeki karlılığı azalabilmektedir. Ayrıca, firmaya değer katacak, rekabet üstünlüğü sağlayacak bilgilerin hissedarlara ve yönetim kuruluna açıklanması her zaman doğru olmayabilir. Bu durumun varlığı, bilgi asimetrisi yaratacağından hissedarların yönetimi denetlemesi ve kontrol altına alması hem teoride hem de pratikte mümkün olamayabilmektedir (Çolpan, 2006: 55).

1.2.1.4. Paydaş (Çıkar Grubu) Kapitalizmi

Hissedar kapitalizmine karşı bir eleştiri olarak ortaya çıkan paydaş kapitalizminde firmanın paydaşları (çıkar grupları); firmanın faaliyetleri ile doğrudan veya dolaylı ilişkiler içerisinde olan, firmanın faaliyetlerinden pozitif veya negatif dışsallık elde eden kişi ve/veya kurumlardır (Aktan, 2006: 3). Paydaş kapitalizmine göre firma, sadece hissedarların mülkiyetinde olan bir varlık değil, aksine firma ile ilişkili tüm çıkar gruplarının üzerinde hak iddia ettikleri bir nevi sosyal varlıktır.

1980’li yılların başında ortaya çıkan paydaş kapitalizminin birçok değişik versiyonu bulunmasına karşın, bunların temelinde aynı fikirler yatmaktadır. Bu fikirlerin temel mantığı ise; firmaların yalnızca hissedarların değil, aynı zamanda diğer paydaş gruplarının, özellikle de firma çalışanlarının çıkarlarını maksimize etmeye

çalışmamaları halinde, söz konusu firmaların toplum nezdinde sahip oldukları sosyal ekonomik ve diğer ayrıcalıklarını haklı gösteremeyecekleri düşüncesidir. Ayrıca, firmalar, diğer paydaş gruplarına rağmen yalnızca hissedarlarının çıkarları için var oldukları sürece de başarılı olamayacaklar, ve hatta bu nedenle hissedarlarının ekonomik çıkarlarına da zarar verebileceklerdir. Bunun nedeni ise, firmaların tamamen sosyal bir çevre içinde bulunmasından kaynaklanmaktadır. Toplumdaki bütün şahıs veya gruplara ekonomik ve sosyal açıdan yararlı olamaması halinde, firmanın sosyal meşruiyeti azalacaktır. Sonuçta, menfaat sahibi teorisine göre firmalar, ancak paydaşlarının tamamının refahını maksimize etmeyi amaçlamaları halinde, hissedarların refahlarını da maksimize edebileceklerdir.

Paydaş kapitalizmi, özellikle Avrupa’da ve Japonya’da çok kabul görmektedir. Buna karşın, söz konusu kapitalizm türünün önemli bir zayıf noktası da mevcuttur. Bu teori, bir anlamda firma ile ilişkili tüm paydaş gruplarının refahını maksimize etmek gerektiğini iddia etmektedir. Ancak, elbette ki her bir paydaş grubunun refahını maksimize etmek kolay değildir. Çünkü, her bir paydaş grubunun farklı çıkarlarının olması her zaman söz konusudur ve bunlar da çoğu zaman çelişmektedir.

1.2.2. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Kurumsal yönetim, 1990’lı yıllarda ortaya çıkan ve birçok ulusal ve uluslararası kurum ve kuruluş tarafından geniş kabul gören bir yönetim felsefesidir. Başta özellikle, Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının oldukça gelişmiş olduğu ülkelerde kurumsal yatırımcılara verilen önemin giderek artması, kurumsal yönetim kavramının doğmasına ve hızla gelişmesine önemli katkılarda bulunmuştur. Özellikle 1980’li yıllardan itibaren, firma yönetimi ile ilişkili suistimallerin giderek artmasıyla birlikte, 1990’lı yılların başlarından itibaren kurumsal yatırımcılar, öncü bir grup kurumsal yönetim ilkeleri hazırlama sürecine girmiştir. Bu noktada, kurumsal yatırımcılar, firmalar ile daha yakın ilişkiler kurarak, firma yönetimindeki etkinliklerini artırmaya başlamışlardır. Özellikle Anglo-Sakson ülkelerde kurumsal yatırımcıların fon toplanması bağlamındaki önem derecelerine ve piyasalar üzerindeki egemenliklerinin daha fazla olmasına bağlı olarak, kurumsal yönetim kavramının da ilk olarak bu ülkelerde ortaya çıkması oldukça doğaldır.

Söz konusu gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların hakim pozisyonda olmaları, sürekli olarak portföylerinin değerini artırmak istemeleri, daha fazla hakka sahip olma ve bunları kullanma istekleri, kurumsal yönetim kavramını adeta bir gereklilik haline getirmiştir. Bireysel yatırımcılara oranla daha bilinçli, daha organize ve daha etkili olan kurumsal yatırımcılar, kurumsal yönetim kavramının dünyadaki öneminin artmasında da önemli rol oynamışlardır (Pashı, 2004: 14).

Kurumsal yönetim uygulamalarının şekillenmesinde, o ülkede geçerli olan sermaye piyasası düzenlemeleri, şirketler hukuku, muhasebe ve denetim standartları, iflas hukuku, yasal yaptırımlar ile satın alma ve birleşmelerin yoğunluğu önemli rol oynamaktadır. Dünya çapında pek çok ülkede kurumsal yönetim uygulamalarının bir an önce işlevsellik kazandırılmasına yönelik çalışmalara hız verilmiştir. Bununla birlikte, kurumsal yönetim ihtiyacının daha önceden ortaya çıktığı gelişmiş ülkelerde ise, mevcut düzenlemeler sürekli olarak gözden geçirilmekte ve varsa eksiklikleri giderilmeye çalışılmaktadır. 2002 yılında ABD’de çıkarılan Sarbanes-Oxley Kanunu ve bu kanun çerçevesinde SEC ve borsalar tarafından yapılan düzenlemeler buna örnek olarak gösterilebilir. ABD’de faaliyet gösteren firmalar, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama açısından önemli mesafeler kat ederek, uluslararası karşılaştırmada ilk defa İngiltere ve Kanada’da faaliyet gösteren firmaların önüne geçmişlerdir. Benzer şekilde, kurumsal yönetim ilkeleri Almanya’da da yasal bir zorunluluk haline getirilmiştir. Japonya ise, şirketler hukuku tamamen revize edilmiş ve yeni şekliyle uygulamaya konulmuştur. Benzer olarak, Rusya kurumsal yönetim ilkelerini kamuya açıklamıştır. Bunlara ilaveten, Yunanistan dahil pek çok Avrupa Birliği ülkesi kurumsal yönetim düzenlemeleri yayınlamış; Brezilya, Güney Kore ve Güney Afrika gibi gelişmekte olan ülkeler de kurumsal yönetim ilkelerini belirlemeye başlamışlardır (Küüksözen ve Küçükkocaoglu, 2005: 83).

1.3. KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ GELİŞMESİNİN NEDENLERİ

Kurumsal yönetim anlayışındaki gelişmelerin nedenlerinden başlıcalarını (1) uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması, (2) hisse senedi sahiplik oranlarının artması, (3) sermaye piyasaları arasındaki rekabetin şiddetlenmesi, (4) özel sektörün rolünün giderek artması, (5) uluslararası ekonomik bağımlılığın

artması ve (6) ortaklıkların içinde bulundukları rekabet ortamının şartlarının değişmesi olarak sıralamak mümkündür. Söz konusu unsurlar aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır.

1.3.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hız Kazanması

Çok uluslu firmalar faaliyet gösterdikleri ülkelerde gerçekleştirdikleri ortaklıklar veya birleşmeler neticesinde söz konusu ülkelerin ekonomilerinde önemli konumlar elde etmektedirler. Bu tür ekonomik yapılanmaların artması, ülkeler arası farklılıkların azaltılması yönündeki baskıların ön plana çıkmasına neden olmaktadır. Bununla birlikte, gerek yasama ve gerekse yürütme gücüne sahip kurumların ve bireylerin güçlerini, rekabet ortamına zarar verecek şekilde kullanmalarını engelleyecek düzenlemelerin hızla yayılması yönünde ciddi baskılar yapıldığı da gözlemlenebilmektedir (Kayacan, 2005: 1).

Dünya ekonomisinde yaşanan baş döndürücü gelişmelerin sağladığı likidite ile uluslararası fon hareketleri hız kazanmış, piyasalara fon arz eden kuruluşlar alternatif ve yüksek getirili yatırım araçlarına yönelmişlerdir. Söz konusu yönelimlere bağlı olarak, yatırım yapılan ülkelerdeki yönetim anlayışlarında gözlemlenen farklılıklar, uluslararası fonların zarar görmesine neden olmuştur (Demirbaş ve Uyar, 2006: 36). Bunun sonucunda, ülkeler arasındaki uygulama farklılıklarını azaltmak için bir takım genel kuralların ve ilkelerin belirlenmesi yoluna gidilmiştir.

1.3.2. Hisse Senedi Sahiplik Oranlarının Artması

Günümüzde, gelişmiş ekonomilerde hisse senedi sahiplik oranları da hızlı bir biçimde artmaktadır. Hatta bu ülkelerde, büyük firmaların mülkiyet haklarının tabana önemli ölçüde yayılmış olduğu da görülmektedir. Örneğin; Amerika Birleşik Devletleri'nde emeklilik fonları yoluyla her iki kişiden birinin dolaylı olarak hisse senedi sahibi olduğu tahmin edilmektedir. Bunun sonucunda, halka açık firmaların şeffaf bir yönetim sergilemeleri daha da önem kazanmakta olup, yatırımcıların korunması amacıyla sermaye piyasalarını düzenlemekle sorumlu olan kuruluşların, kurumsal yönetim düzenlemelerini ivedilikle uygulamaya başladıkları görülmektedir (Demirbaş ve Uyar, 2006: 36).

1.3.3. Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Şiddetlenmesi

Ekonomik büyüme arzusu ve yerli yatırımcıların bunu finanse edecek yeterli kaynaklara sahip olmaması, hükümetleri yabancı yatırımcıları ülkelerine çekmeye yöneltecek uygulamalara sevk etmektedir. Yatırımcılar açısından ele alındığında, kar elde etmek kadar, haklarının korunması da oldukça önemlidir. Yatırımcılara, karla birlikte haklarının korunması noktasında güvence verebilecek sermaye piyasaları, önemli rekabet avantajları sağlayacaklardır. Bu bağlamda yapılan düzenlemeler ülke itibarının artmasına da neden olmaktadır.

1.3.4. Özel Sektörün Rolünün Giderek Artması

Tüzel kişilik ve sınırlı sorumluluk ilkelerinin sağladığı imkanlarla anonim ortaklıklar ilk ortaya çıktıklarından itibaren, ekonomik ve sosyal hayatı etkileyen, büyük imkanlar yaratan, büyük başarılar yanında aynı derece büyük skandal ve yıkıntılara da yol açan kuruluşlar olmuşlardır.

Anonim ortaklıkların bu sistem içindeki görev ve işlevlerini şu şekilde özetlemek mümkündür: Anonim ortaklıklar, öncelikle, kendi başlarına ataletle mahkum ve üretime elverişli olmayan küçük tasarrufları toplayarak büyük sermayelerin oluşmasına ve bunların üretim alanlarına aktarılmasına elverişli kuruluşlardır. Küçük sermayeyi bir araya toplama ve toplum ekonomisi emrine verme işini, anonim ortaklıklar kuruluşları sırasında yapabildikleri gibi, kuruluşlarından sonra hisse senedi satışları ve sermaye piyasası yolu ile de yapabilmektedirler. Bu sayede, kişisel sermayelerle girişilemeyecek büyük girişimler anonim ortaklıklar aracılığıyla kolaylıkla gerçekleştirilebilmektedir.

Serbest rekabete dayanan ekonomi düzeninde, büyük sermayeli girişimler, üretim giderlerini düşürmek suretiyle piyasaya benzerlerine oranla daha ucuz ve daha iyi nitelikte mal sunmaya ve böylece sürümünü artırmaya gayret ederek, sonuçta tüketicilere de yararlı olmaktadır.

Ayrıca, büyük sermayeli ortaklıklar ülkenin doğal kaynaklarını daha kolaylıkla işleyerek bunları değerlendirebilmekte, yeni iş alanları açarak gerek kişisel, gerekse

de ulusal gelirin yükselmesine yol açmaktadırlar. Son olarak ise, anonim ortaklıklar, büyük girişimlerin küçük tasarruf sahiplerinin kaynaklarıyla oluşmasını sağladıklarından, kazancın da sadece sınırlı bir grup tarafından değil, geniş halk kitleleri tarafından paylaşılmasını mümkün kılmaktadırlar (Şehirli, 2003: 12).

Anonim ortaklıklar, ekonomik faaliyetler içerisinde önemi gittikçe artan ve refah düzeyini artıran lokomotifler konumundadırlar. Bu ortaklıklardan, iş imkanları yaratmaları, gelir sağlayarak vergi vermeleri ve mal ve hizmet piyasaları oluşturmaları beklenmektedir. Toplum özel kuruluşlara kendisi adına tasarruflarını değerlendirmesi ve bir takım yatırımlar yapmaları konularında da güvenmektedir.

Başarılı bir kurumsal yönetim anlayışı özel sektörü, dolayısıyla anonim ortaklıkların da performansını etkilemekte ve bunların sonucunda da iktisadi kalkınmayı sağlamaktadır. Tüm dünyada özel sektöre güvenin artmasıyla birlikte, kurumsal yönetimin kalitesinin kanunlara uygunluğunun ve kamu güveninin oluşturulması giderek daha önemli hale gelmektedir. Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları, sadece kaynakların boşa harcanmamasını sağlayan iyi bir düzenleyici olarak değil, aynı zamanda bir çok ülkede talep edilen finansal şeffaflığın, ortaklıkların kontrol edilebilirliğinin ve yatırımcıların korunmasının da garantisi olarak görülmektedir. Bu nedenle gerek kamu sektörü gerekse özel sektör, yatırımcıların güvenini koruyabilmek amacıyla daha yüksek kamuyu aydınlatma standartları kadar, başarılı kurumsal yönetim anlayışının şartlarını da oluşturmak ve geliştirmek durumundadır. Şeffaflığın ve kontrol edilebilirliğin geliştirilmesi, hükümet ve düzenleyici otoriteler ile kamuya ait diğer ortaklıkların kilit noktalardaki yöneticilerinden, özel sektör yönetim kurulu üyelerine, denetçilerine, finansal kurumlardaki üst düzey yöneticiler ve idareye kadar ekonominin her kesimini ilgilendirdiğinden, bu uğraş içindeki en can alıcı noktalardır.

Bu açılardan bakıldığında, ekonomide özel sektörün rolünün giderek artmasının, aynı zamanda kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesi açısından da önemli bir unsur olduğunu belirtmek mümkündür.

1.3.5. Uluslararası Ekonomik Bağımlılığın Artması

Modern ekonomiler açısından ikinci önemli gelişme, finans sektörü de dahil olmak üzere, her alanda ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağımlılık düzeylerindeki artıştır. Günümüzde, yatırımcılar hisse senedi yatırımı yaparken sadece kendi ülkelerinin ortaklıkları ile sınırlı kalmamakta, dünyanın her köşesindeki yatırım araçları ile de ilgilenmektedirler. Bu durumun gelişen piyasalara etkisi ise, verimliliğin, yatırımların, gelirin ve ihracatın artması ile finans piyasalarının derinleşmesi, gelişen piyasalara uluslararası sermaye akışının hızlanması olmaktadır. Diğer taraftan, artan uluslararası ekonomik bağımlılık geliştirmekte olan piyasaların uluslararası fon kaynakları ve portföy yatırımları ile piyasalardaki dalgalanmalara karşı hassaslaşmasına sebep olmaktadır. Dolayısıyla, anonim ortaklıklar, uzun vadeli ve yatırımının karşılığını almak konusunda sabırlı olan sermayeyi kendilerine çekebilmek için güvenilir ve genel kabul görmüş kurumsal yönetim düzenlemeleri yapmak durumundadırlar. Ayrıca, yatırımcılar denizaşırı ülke ortaklıklarına uzun vadeli yatırım yapabilmek için güven unsurunu ön planda tutmakta, yatırım yapmadan önce geçerli kuralları anlamak istemektedirler. Tüm dünyada yatırım yapmak için aranan güveni, başarılı kurumsal yönetim sistemi oluşturulmasına ve oluşturulan kurumsal yönetim sisteminin korunmasına yönelik temel prensiplerin belirlendiği uluslararası bir anlaşma sağlayabilmektedir. Sonuç olarak, ülke ekonomilerin birbirleri ile böylesine bağlı olduğu bir dünyada kurumsal yönetim anlayışı, ortaklıklar ve ülkelerin ihtiyaç duydukları uluslararası sermayeye ulaşmalarını ve dünya bazında kaynakların etkin kullanılmasını sağlamaktadır (Şehirli, 2003: 14).

1.3.6. Ortaklıkların İçinde Bulundukları Rekabet Ortamının Şartlarının Değişmesi

Günümüzde, anonim ortaklıklar, geleneksel yapılarından uzaklaşarak, hızlı büyüyen ve yüksek başarı düzeyini yakalayan, yatırımcıların ilgisini çekebilen patent ve marka gibi maddi olmayan duran varlıklara bağlı olarak faaliyet gösteren girişimler halini almışlardır. Aynı zamanda işçiler, iş ortakları ve diğer iştirakçiler ile çok daha esnek sözleşmeler altında çalışmaktadırlar. Söz konusu esnekliğe ve çoğulculuğa

olan ihtiyaç, kurumsal yönetimin genel kabul görmüş standartları ile de örtüşmektedir. Üretim metotlarının ve organizasyon yapısının sürekli değişim halinde olması nedeniyle, ortaklıklar kurumsal yönetim olgusu çerçevesinde başarı unsuru ve amacına yönelmek durumundadırlar (şehirli, 2003: 15).

1.4. KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIşININ ÖNEMİ

Gerek kamunun aydınlatılması ve muhasebe alanındaki gelişmeler gerekse ortaklıkların ve yatırımcıların çabaları ile kurumsal yönetim konusunda olumlu adımlar atılmışsa da, son yıllarda gözlemlenen asıl gelişim süreci bu konunun hukukçuların, düzenleyici otoritelerin, finans uzmanlarının ilgilendikleri bir konu olmaktan çıkıp her gün gazete sayfalarında yer alan, üniversitelerde ders olarak okutulan, toplumun herkesimin ilgilendiği bir konu haline gelmesi ile olmuştur. O halde üzerinde durulması gereken hususlardan bir tanesi de neden kurumsal yönetimin bu kadar önem verilip sıkça tartışılan bir konu haline geldiğidir.

Kurumsal yönetim kapsamında ilgilenilen meseleler hakkında son dönemlerde oluşmuş bu ilginin sebebi, gelişmiş ya da modern ekonomiler olarak tabir edilen ülkelerin ekonomilerinde yaşanan, son derece önemli, temel gelişmeler ile dolaylı olarak bağlantılıdır. Bu gelişmeler firma yönetimi ile ilişkili soruların temel yapısını değiştirmemekle birlikte, kurumsal yönetim meselesini çok farklı alanlara taşıyarak, modern ekonomilerde ve toplumun tamamında çok daha önemli olmasını sağlamışlardır.

Sermayedarlar girişimciye sermaye sağladıktan ve kontrolü girişimciye devrettikten sonra, gelecekteki nakit akımlarını kaynak sahiplerine aktarmaları için zorunlulukları kalmamaktadır. şirketin varlıkları üzerindeki kontrol, yöneticinin elinde olduğu için, yönetici nakit akımlarına el koyabilmekte veya maaştan ayrı gelir ve yüksek ücret temin edebilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 6). Özellikle performans ile doğru orantılı olmayan yüksek ücretler ödendiği ve teşvik primlerinin kısa dönemli olduğu durumlarda, firma sahiplerinin üst düzey yöneticilerin cretlendirmeleri ile ilgili büyük bir söz hakkının olması gerekmektedir. Yatırımcıların, cret politikasını belirlemede büyük etkileri olan, ancak firmanın faaliyetlerini yeterince sağlıklı

yönetemeyen yöneticilerin atanmasında hemen hemen hiç rolü olmadığından, bu gereklilik ancak bu şirketlerin kurumsal yönetime daha fazla ve direk katılımları ile karşılanabilmektedir (Dimsdale ve Prevezer: 1994: 117). Çünkü, eğer yatırımcılar bu gibi olumsuzluklardan korunamıyorlar ve firmayı kontrol edemiyorlar ise, yatırım yapmama yolunu seçebileceklerdir. Bu durum, firmalar açısından dış kaynaklı finansmanı olanaksız kılabilecektir. Kurumsal yönetim uygulamalarının işlerlik kazandırılması bu tür olumsuz durumların da önünü kesecektir. Yatırımcıların (ya da hissedarların) haklarına ilişkin düzenlemelerin mahkemeler tarafından iyi uygulanması halinde, yatırımcılar firmalara finansman sağlamaya daha istekli olacaklardır.

Dünya genelinde yaşanan iflaslar ve dolandırıcılık faaliyetleri de dikkate alındığında anonim ortaklıklarda ortaya çıkabilecek herhangi bir olumsuzluk başta tüm çalışanlar, yöneticiler ve hissedarlar olmak üzere firmanın ilişkili olduğu tüm paydaşları yakından etkilemektedir. Bu açıdan bakıldığında, başarılı kurumsal yönetim uygulamaları sadece kaynakların boşa harcanmamasını sağlayan bir denetim mekanizması olarak değil, aynı zamanda bir çok ülkede hem kamusal, hem de özel boyutta şeffaflığın, ortakların denetlenebilirliğinin ve çıkar gruplarının haklarının teminatı olmaktadır (Tuzcu, 2004: 26-27).

Kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliği, başta dış kaynaklı olmak üzere tüm sermaye sahiplerinin mevcut sisteme güven duymasına yardımcı olmaktadır. Bu nedenle, kurumsal yönetim konusunun son yıllarda giderek daha da önemli hale gelmesi kaçınılmaz bir olgudur. Ayrıca yaşanan rekabet, şirketlerin yaşamsal faaliyetlerini sürdürebilmeleri için ilişki içinde olduğu tüm kesimlerle yakın bir iletişim kurması gerekliliğini doğurmaktadır. Bu ilişki ve iletişimi sağlıklı bir şekilde sürdürebilmenin yolu olarak kurumsal yönetim anlayışının etkinlik kazandırılmasından geçmektedir.

Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları; yöneticilerin, firmanın ve hissedarların çıkarlarına yönelik hedef ve amaçların belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Bunun sonucunda, yöneticilerin performansı artmakta, denetim kolaylaşmakta, firmanın kaynaklarının verimli bir biçimde kullanılması teşvik edilmektedir.

Nihayetinde ise, firmaya duyulan güven artmakta ve borçlanma ve özsermaye maliyetinin düşmesine bağlı olarak, firmanın sermaye maliyeti de azalmaktadır. Sermaye maliyetinin azalması ise, likiditenin artmasına ve finansal sıkıntıların daha kolay atlatılmasına neden olmaktadır. Ayrıca, bu tür firmalar sermaye piyasalarından da dışlanmamaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamalarını ülke açısından değerlendirecek olursak, söz konusu uygulamaların ülke imajının yükseltilmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, yabancı sermayenin çekilmesi, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artırılması, ekonomik krizlerin daha az zararlarla atlatılması, kaynakların daha etkin bir biçimde dağıtılması ve refahın artırılması gibi avantajları bulunmaktadır (Coşkun vd., 2005: 398).

1.5. KURUMSAL YÖNETİMİN AMAÇLARI ve FAYDALARI

Kurumsal yönetim, basit bir biçimde ifade etmek gerekirse, kamu kuruluşları, hissedarlar, müşteriler, çalışanlar ve kreditorler nezdinde, firmaların mümkün olduğu ölçüde doğru bilgi vermesi ve şeffaf davranması amacını gütmektedir (Halıcı, 2003: 3). Daha kapsamlı olarak ifade etmek gerekirse, kurumsal yönetim uygulamalarının modern firmaların ortaya çıkarmış oldukları sahiplik ve kontrolün ayrıştığı gerçeği ve bu ayrışmanın oluşturduğu yöneticiler, yatırımcılar, kreditorler arasındaki çıkar farklılaşması ve bilgi asimetrisi sonucunda oluşan ortak hareket edebilme problemini ve bu problemin oluşturduğu maliyetleri (işlem ve bilgi maliyetleri) azaltmayı amaçladığı görülmektedir (Kıyılar ve Belen, 2006: 91).

Globalleşme ile artan rekabet şirketlerin büyüme hedeflerini gerçekleştirmede ulusal ve uluslararası yatırımcılardan sağlanacak finansman kaynaklarının önemini artırmış ve uluslararası finansal kaynaklardan pay kapma yarışını hızlandırmıştır. Bu açıdan bakıldığında, kurumsal yönetim anlayışı uygun finansman kaynakları sağlamanın yanı sıra, şirketlere aşağıda belirtilen önemli faydaları da sağlamaktadır (Bakırhan, 2005):

- ✓ Düşük sermaye maliyeti,

- ✓ Finansman imkanlarının ve likiditenin artması,
- ✓ Krizlere dayanıklılık,
- ✓ Rekabet avantajı,
- ✓ Firma imajının artması,
- ✓ Firma değerin artması
- ✓ Yüksek getiri,
- ✓ Sermaye piyasalarına katılım,
- ✓ Kalıcı, istikrarlı, uluslararası sermaye akımlarının ve kurumsal yatırımcıların çekilmesi,
- ✓ Doğru yatırım ve birleşme kararları alabilme,
- ✓ Başarılı risk yönetimi,
- ✓ Şirkete duyulan güvenin artması,
- ✓ Uzun vadeli tasarruf sağlama ve
- ✓ Zamanında doğru ve eksiksiz bilgiye ulaşabilme.

Yatırımcılara olan faydaları; sermaye kazancı, kar payından yararlanabilme, hakların korunması, şirket yönetimine katılabilme olanağı olarak ifade edilebilir.

1.6. KURUMSAL YÖNETİMİN TEMEL İLKELERİ

Kurumsal yönetimin temel amacı; firma ile hissedar ve paydaş gruplarının karşılıklı haklarının ve yükümlülüklerinin belirlenmesi ve yatırımcı güveninin sağlanmasıdır. Bu amaç doğrultusunda, kurumsal yönetim uygulamaları bir takım ilkeler üzerine oturtulmuştur.

Kurumsal yönetimin temel ilkelerini (1) şeffaflık ilkesi, (2) hesap verebilirlik ilkesi, (3) sorumluluk ilkesi ve (4) adil yönetim ilkesi olarak ele almak mümkündür. Söz konusu ilkeler aşağıda açıklanmaktadır.

1.6.1. Şeffaflık İlkesi

Şeffaflık kavramını; firmanın finansal performansı, yönetimi ve hissedarlık yapısı hakkında yeterli, doğru, kıyaslanabilir bilginin zamanlı bir şekilde açıklanması olarak tanımlamak mümkündür (TÜSİAD, 2002: 35). Diğer bir tanıma göre ise, şeffaflık; kredilerin yatırımcılarca kullanımı, kredi kullananların kredibilitesi, hükümetlerin kamu hizmetlerini sunumu (eğitim, sağlık, para, maliye politikaları) ve uluslararası kuruluşların faaliyetleri hakkında doğru, eş zamanlı, güvenilir ekonomik, sosyal ve politik bilginin akışının sağlanmasıdır (Vishwanath ve Kaufmann, 1999).

Şeffaf yönetim, firmaya sermaye çekmenin, daha da önemlisi yatırımcının, kendini güvende hissetmesinin olmazsa olmazlarından. Çünkü yatırımcılar, firmaları gerçek anlamda inceleyebilme, gerçek piyasa değerini anlayabilme, performanslarını karşılaştırabilme ve kendisi açısından en doğru yatırım kararını verebilme olanağını bu ilkenin hayata geçirilmesiyle bulabilmektedirler (Paslı, 2004: 54). Olaya daha geniş bir perspektiften bakılacak olursa, finansal açıdan yeterince aydınlatılmayan bir toplumun tasarruflarının sermaye piyasası dışına yöneleceği bir gerçektir. Ülke kalkınmasıyla sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi arasında yakın ilişki bulunduğu; kamunun ve özellikle küçük yatırımcıların aydınlatılması daha da önemli olmaktadır (Taner ve Akkaya, 2004: 34).

Şeffaflık ilkesi kapsamında kamuoyuna açıklanacak bilgilerin aşağıdaki özellikleri taşıması gerekmektedir (Aktan, 2006: 16):

- ✓ Bilgi açık ve anlaşılır olmalıdır,
- ✓ Açıklanan bilgi doğru olmalıdır,
- ✓ Bilginin tam bir tarafsızlık içerisinde sunulması ve bu bilgileri kullanacakları yanıltmaması gerekir,
- ✓ Bilgi eksiksiz olarak sunulmalıdır,
- ✓ Bilgi kullanıcıları tarafından analizler yapmaya olanak sağlayacak özelliklere sahip olmalıdır,
- ✓ Bilgi düşük maliyetle sunulmalıdır,

- ✓ Bilgiye erişim kolay olmalıdır ve
- ✓ Bilgiye zamanında erişim olanağı olmalıdır.

Şeffaflık ilkesi kapsamında, hangi bilgilerin kamuoyuna açıklanacağı, açıklamanın zamanlaması ve açıklamanın kimin tarafından yapılacağı da önem taşımaktadır (Koçel, 2003: 468). İlk olarak firmaların kamuya açıklayacakları bilgilerin iç ve dış denetimden geçmiş finansal ve faaliyet sonuçlarını içeren bilgiler olması gerekmektedir. Bu bilgilerin içerisine firmanın hedefleri, etik kuralları, sermaye yapısı, oy hakları, yönetim kurulu üyeleri hakkında bilgiler, üst düzey yöneticiler ve aldıkları ücretler vb. konular dahil edilmelidir. Ayrıca, firmada kamunun aydınlatılmasından sorumlu birimlerin veya kişilerin bulunması da son derece önemlidir. Bu birimler veya kişiler açıklayacakları bilgilerin iç ve dış paydaş gruplarına eşit şekilde ulaştırılmasına dikkat etmelidir. Açıklanacak bilgilerin firmanın aleyhine sonuçlar doğurabilecek olsa dahi, zamanında açıklanması ve bundan önce kötüye kullanılmasının önlenmesi de üzerinde durulması gereken bir diğer husustur (SPK, 2005: 28).

1.6.2. Hesap Verebilirlik İlkesi

Şeffaflık ilkesi ile yakından ilişkili olan hesap verebilirlik ilkesi; yönetim işlevinin ve sorumluluklarının açıklanması, hissedar ve yöneticilerin taleplerinin sıraya konulmasının güvence altına alınması ve nesnel kararlar alındığının yönetim kurulları tarafından izlenmesidir (Millstein, 2000: 3). Hesap verebilirlik, aynı zamanda, alınan kararların doğruluğunu kanıtlama ve söz konusu kararların sorumluluğunu kabullenme gerekliliğini de işaret etmektedir (Tuzcu, 2004: 35). TÜSİAD, söz konusu ilkeyi; firmanın yönetilmesine ilişkin kural ve sorumlulukların açık bir biçimde tanımlanması, yönetim ile hissedar çıkarları arasındaki paralelliğin yönetim kurulu tarafından gözetilmesi olarak tanımlanmaktadır (TÜSİAD, 2002: 36).

Yöneticilerle, firmanın ve dolayısıyla da hissedarların çıkarlarının her zaman paralel olmaması hesap verebilirlik ilkesinin belirlenmesini zorunlu kılmıştır. Bu durum, daha önce de belirtildiği üzere, acente maliyetlerinin bir yansımasıdır. Yönetimde olan kişilerin görev ve sorumluluklarının açık bir biçimde düzenlenmesi,

hissedarlarla olan ilişkilerin belirli kurallara ve önceliklere bağlanması ve bununla birlikte bu sistemin de sıkı bir biçimde denetlenmesi gerekmektedir (Millstein, 1998; 20). Yöneticilerin görev ve sorumluluklarında göstermiş oldukları performans, firmanın finansal performansının belirleyicisi durumundadır. Yöneticilerin aldıkları kararlarda bağımsız olmaları, firmanın gerçek değerine ulaşmasının ve sadece belirli bir grubun çıkarları doğrultusunda faaliyetlerde bulunmamasının ön şartıdır.

Kurumsal yönetim uygulamalarında firma yönetiminin (yöneticilerinin) hissedarlara ve tüm paydaş gruplarına karşı hesap verme sorumluluğu bulunmaktadır. Buna karşın, hissedarların haklarının bireysel olarak korunması ve bunların bireysel olarak bilgilendirilmesi yerine, hesap verme sorumluluğunun belirli kurallara bağlanması daha rasyonel bir yaklaşım olacaktır (Aktan, 2006; 16).

1.6.3. Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk, doğruları teşvik eden, buna karşın yanlışları cezalandıran bir kontrol mekanizması işlevi görmektedir. Yönetim kademelerinin temel sorumluluğu ise, kurumun hedeflerini sağlıklı bir biçimde tespit etmek ve bunları uygulamaya geçirmektir. Sorumluluk ilkesinin amacı; firmanın faaliyetlerinin kanunlara ve toplumsal değerleri yansıtan düzenlemelere uygunluğunu güvence altına almaktır (Millstein, 2000: 3).

Bir firmanın en önemli stratejik organı olan *yönetim kurulu (board of directors)*; uzun vadede hissedarlarına sürekli kazanç sağlamak amacıyla, üst düzey karar alma, yürütme ve temsil mercii olarak firmayı aktif bir biçimde yönlendirme görevini üstlenmektedir. Bu doğrultuda, yönetim kurulu, firmayı temsil ve idare etmektedir. Buna ilaveten, yönetim kurulu; firmanın müşterilerine, çalışanlarına, tedarikçilerine ve toplumdaki diğer paydaş gruplarına karşı da sorumluluk sahibidir (TÜSİAD, 2002: 15). Sorumluluk ilkesinin amacı; yönetim kurulunun ortaklık üzerinde etkin gözetim uygulaması ve hissedarların sorumluluk taşımasının sağlanmasıdır. Sorumluluk ilkesi, en geniş anlamıyla, firma faaliyetlerinin ilgili mevzuata, toplumsal ve etik değerlere uygunluğunun sağlanmasıdır.

Sorumluluk ilkesine göre (Şehirli, 1999: 44-45):

- Yönetim kurulu üyeleri, ortaklık hakkındaki tüm bilgilere ulaşmış olarak, görevleri gereği gereken dikkati gösterirken iyi niyetli davranıp, aynı zamanda ortakların tamamının çıkarlarını korumayı amaçlayan bir bakış açısına sahip olmalıdırlar.
- Yönetim kurulu, diğer paydaş gruplarının çıkarlarını gözetmek ve ortaklığın faaliyet alanlarına ilişkin geçerli mevzuata uyum sağlamakla sorumludur.
- Yönetim kurulu, temel gözetim fonksiyonlarını kapsayan hususları yerine getirmelidir. Bu hususlar aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:
 - ✓ Ortaklık stratejisini faaliyete ilişkin büyük planları, risk politikasını, yıllık bütçeleri ve iş planlarını gözden geçirmek, performans hedeflerini koymak, uygulamaları ve ortaklık performansını izlemek ve büyük tutardaki harcamaları, kazançları ve kayıpları belirlemek,
 - ✓ Önemli üst düzey yöneticileri seçmek, ücretlendirmek, denetlemek ve gerekli olduğunda değiştirmek, görev süresi dolanların yerine yeni atamalar yapmak,
 - ✓ Üst düzey yöneticilerin ücret politikalarını gözden geçirmek ve buna ilişkin planların pay sahiplerinin çıkarlarıyla uyumlu olmasını sağlamak,
 - ✓ Anonim ortaklığının yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasındaki ortaklık varlıklarının istismarı ve üçüncü kişilerle yapılan işlemlerin kötüye kullanılması gibi konulardaki çıkar çatışmalarını izlemek ve kontrol altına almak,
 - ✓ Şirketin, bağımsız denetimin gözetimi de dahil olmak üzere, finansal raporlama ve hesaplar arasındaki uygunluğu sağlamak. Özellikle risk, finansal kontrol ve mevzuata uygunluğun takibini sağlayacak sistemleri oluşturmak,
 - ✓ Yönetim uygulamalarının ne şekilde yürütüldüğü ve hangi değişikliklere ihtiyaç gösterdiği hususlarını göz önünde bulundurarak etkinliğin kontrolünü yapmak,

- ✓ Açıklama (kamu aydınlatma) ve haberleşme sürecinin gözetimini yapmak.
- Yönetim kurulunun yapısının ve işleyişinin, ortaklığın etkin gözetimini yapabilme gücünü ve pay sahiplerine karşı sorumluluğunu artırıcı şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. Bu hususlar aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:
 - ✓ Yönetim kurulları potansiyel çıkar çatışmalarının olduğu faaliyetlerde bağımsız olarak karar alma yetkisi olan yeterli sayıda yönetim kurulu üyesi tayin etme hususunu göz önünde bulundurmalıdır. Yönetim kurulunun denetim, atama ve ücretlendirme gibi belli başlı sorumlulukları bağımsız karar alma gücünü gerektirir.
 - ✓ Yönetim kurulu üyeleri üstlendikleri görev ve sorumluluklar için yeterli zaman ayırmak zorundadır.
- Yönetim kurulu üyeleri üzerlerine düşen görev ve sorumlulukları yerine getirebilmek için bilgiyi doğru ve zamanında almış olmalıdırlar.

1.6.4. Adil Yönetim İlkesi

Adil yönetim ilkesi, firmanın geleceği ile ilgili olarak, tüm tarafların fikirlerinin dengeli olarak değerlendirilmesi ile ilişkilidir. Bu ilke, firma yönetiminin aldığı kararlarda yalnızca mülkiyet hakkı bulunan hissedarları değil, aynı zamanda firmanın uzun dönemde karlılığını ve varlığını sürdürmesine yardımcı olacak tüm tarafları dikkate alması anlamına gelmektedir (Tuzcu, 2004: 36).

Adil yönetim ilkesine göre; aynı tipten hissedarlara eşit muamele yapılmalı, her tipte, bütün hissedarlar aynı oy hakkına sahip olmalıdırlar. Oy hakkındaki her türlü değişiklik hissedarın oylamasına sunulmalıdır. Ayrıca genel hissedarlar toplantısının işlem ve yöntemleri, bütün hissedarların adil muamele görmelerini sağlamalıdır. Öte yandan, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, maddi bir çıkar doğurucu veya firmayı etkileyen işlemlerinin tamamı kamuya açıklamalıdırlar.

Adil yönetim ilkesi, her şeyden önce hissedarların belirli bazı haklarının kabulü anlamına gelmektedir. Bu hakları çeşitli ana başlıklar altında toplamak mümkündür (Aktan, 2006; 17):

- Temel Ortaklık Hakları
 - ✓ Genel kurullara katılım ve oy kullanma,
 - ✓ Azınlık haklarını kullanma,
 - ✓ Kar payı alma,
 - ✓ Ortaklık hakkında düzenli ve zamanında bilgi alma,
 - ✓ Hissedar bilgilerinin sağlıklı olarak tutulması ve
 - ✓ Hisselerin herhangi bir sınırlama olmaksızın devri.
- Temel Yatırımcı Hakları
 - ✓ Zamanında ve düzenli olarak firma hakkında açıklayıcı bilgi elde etme,
 - ✓ Genel kurul toplantılarına etkin katılma ve oy kullanma,
 - ✓ Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde etkinlik (birikimli oy gibi),
 - ✓ Firmanın karlarından pay alma ve
 - ✓ Firmanın yapısına ilişkin kararlara katılma ve yeterli biçimde bilgilendirilme.
- Bilgi Alma Hakkı
 - ✓ Kamuyu aydınlatmanın bilgilendirme politikası çerçevesinde yapılması,
 - ✓ Hissedarlar arasında ayırım yapılmaması,
 - ✓ Hisse senedi değerini etkileyen bilginin kamuya açıklanması ve
 - ✓ Açıklamaların zamanında, doğru, anlaşılabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde kamunun kullanımına sunulması.

Bu ilkeler ile birlikte Kurumsal Yönetim Merkezi (Corporate Governance Center) tarafından “ABD Halka Açık Firmalar İçin 21. Yüzyıl Yönetim İlkeleri (21st Century Governance Principles for U.S. Public Companies)” isimli raporda firmalar için 10 adet yönetim ilkesi belirlenmiştir. Bu ilkelerle kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi amaçlanmakta olup, söz konusu ilkeler aşağıdaki şekildedir (Demirbaş ve Uyar, 2006: 24):

Etkileşim (Interaction): Yönetim kurulu, denetim komitesi, yönetim, iç denetçiler ve bağımsız denetçiler arasında etkili bir iletişim sağlanmalıdır.

Yönetim Kurulunun Amacı (Board Purpose): Yönetim kurulu, hissedarların haklarını gereği gibi korumak amacıyla kurulun görevlerini en iyi şekilde anlamalıdır. Kurul üçüncü taraf yatırımcıların haklarını da göz önünde bulundurmalıdır.

Yönetim Kurulunun Sorumluluğu (Board Responsibility): Yönetim kurulu firmanın faaliyetlerinin güvenilir bir biçimde yerine getirilmesinde başta hissedarlar olmak üzere tüm ilgili kesimlere karşı sorumluluk sahibidir. Ayrıca, yönetim kurulunun temel sorumluluk alanı, firmanın icra direktörünün (CEO-Chief Executive Officer) denetlenmesi, firmanın stratejilerinin izlenmesi ve değerlendirilmesidir.

Bağımsızlık (Independence): Bağımsızlık herhangi bir yöneticinin firma ile veya yönetim kademeleri ile mesleki veya kişisel bir bağının bulunmamasını ifade etmektedir.

Uzmanlık (Expertise): Yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin firmanın faaliyette bulunduğu sektör ve firma faaliyetleri konusunda yönetsel uzmanlığa sahip olmalarını ifade etmektedir.

Toplantı ve Bilgi (Meeting and Information): Yönetim kurulu belirli aralıklarla toplanmalıdır. Ayrıca, yönetim kurulu görevlerini yerine getirecek personel bilgiye ulaşabilmelidir.

Liderlik (Leadership): Yönetim kurulu makamı ile icra direktörünün (CEO) rolleri birbirinden ayrılmalıdır.

Kamuyu Aydınlatma (Disclosure): Firmanın finansal tabloları yönetim tarafından zamanında ve şeffaf bir biçimde kamuoyuna açıklanmalıdır.

Komiteler(Committee): Başta denetim komitesi olmak üzere yönetim kuruluna bağlı tüm komiteler bağımsız üyelerden oluşmalıdır.

İç Denetim (Internal Audit): Firmaların tamamının etkin, sürekli olarak çalışan ve doğrudan komiteye raporlama yapan bir iç denetim fonksiyonuna sahip olması gerekmektedir.

II. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ, DÜNYA'DA ve TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

2.1. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ

Ülke sınırları varlıklarını fiziksel olarak sürdürseler de, dünyanın giderek küçüldüğü herkes tarafından bilinmektedir. Buna bağlı olarak, her seviyeden devletin uluslararası finans kuruluşları ile işbirliği içerisine girdikleri ve sermaye akışını hızlandırmak amacıyla çok sayıda uluslararası örgütün kurulmakta olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra, söz konusu örgütler arasındaki ilişkileri düzenleyerek, sermayedarların haklarını maksimum düzeyde korumayı amaçlayan kurumsal yönetim sistemlerinin de çeşitliliği artmakta ve bunların kapsama alanları giderek genişlemektedir.

Konuya ilişkin çalışmalar incelendiğinde, kurumsal yönetim sistemlerine ilişkin farklı sınıflandırmaların yapılmış olduğu görülmektedir. Örneğin; **Paslı (2004)**'ya göre kurumsal yönetim sistemlerini Anglo-Sakson Sistemi ve Kıta Avrupa'sı Sistemi olarak iki farklı biçimde ele almak mümkündür. **Weimer ve Pape (1999)**'nin yapmış olduğu daha geniş perspektifli bir sınıflandırmaya göre ise, kurumsal yönetim sistemleri; (1) Anglo-Sakson, (2) Alman, (3) Latin ve (4) Japon sistemleri olmak üzere dört grupta ele alınabilmektedir (**Weimer ve Pape, 1999, s. 155**).

Bu çalışmada; kurumsal yönetim sistemlerinin sınıflandırılmasında özellikle **Paslı (2004)** tarafından yapılan temel sınıflandırma dikkate alınmaktadır. Bunun temel nedeni, özellikle küreselleşme ve artan yabancı sermaye yatırımları sayesinde kurumsal yönetim sistemleri noktasında ülkeler arasındaki farklılıkların giderek azalmasıdır. Çalışmanın bu bölümünde, sırasıyla, Anglo-Sakson ve Kıta Avrupa'sı

kurumsal yönetim sistemleri hakkında detaylı bilgiler verilmekte, sonrasında ise, **Weimer ve Pape (1999)**'nin yapmış olduğu sınıflandırmadan bahsedilmektedir.

2.1.1. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi

Dünya'da kurumsal yönetim sistemlerinden ilki, sermaye piyasalarının nispeten gelişmiş olduğu Amerika ve İngiltere'de şekillenen Anglo-Sakson Sistemi'dir. Bu sistem; kurumsal yönetimde hissedar temelli bir bakış açısını benimsemekte ve yönetimin hissedarların amaçlarına ve çıkarlarına hizmet etmesi gerektiğini savunmaktadır (**Tuzcu, 2005: 2**). Anglo-Sakson sistemin şekillenmesinde piyasalar önemli roller üstlenmekte ve yöneticiler aldıkları kararlarda piyasanın baskısını hissetmektedirler. Bu nedenle, söz konusu model yoğun rekabet ortamının ve piyasa şartlarının, firmanın yöneticilerini hissedar çıkarları doğrultusunda hareket etmeye zorlayacağı varsayımına dayanmaktadır (**Mirze ve Ülgen: 2004: 435**).

Firma üst yönetimi ile hissedarlar arasındaki ilişkilere dayalı olan Anglo-Sakson sistemde, yönetim kurulları hissedarların temsilcileridirler ve firmanın üst yönetim tarafından hissedarların talep ve beklentileri doğrultusunda yönetilip yönetilmediğini denetlemekle sorumludurlar. Söz konusu sistemde karlılık hissedarların en önemli beklentisi olarak kabul edildiği için, yönetimin temel amacı hisse başına karı maksimize etmektir (**Tuzcu, 2005: 3**).

Anglo Sakson sisteminde hissedarlar tarafından oluşturulan genel kurul, yönetim kurulu üyelerini seçmektedir. Yönetim kurulu, aynı zamanda, yönetim ve denetim fonksiyonlarını kendi bünyesinde toplamaktadır. Bu kurula bağlı bir denetim komitesi bulunmakla birlikte; firmanın faaliyetleri düzenli aralıklarla firma dışında, firma ile sözleşmeli olan ve genel kurulda belirlenen bağımsız bir denetçi tarafından kontrol edilmektedir. Bu denetim fonksiyonunun görevi mali tabloları inceleyerek firmanın faaliyetleri hakkında hissedarlara bilgi vermektir (**Griffin, 1996: 221**).

Mülkiyet yapısı kavramı ile ifade edilmek istenen; finansal kaynak sağlayanların kimler oldukları ve koydukları sermaye paylarının büyüklükleridir (**Gönenç, 2004: 158**). Anglo-Sakson sistemde temelde hissedarların firmayı finanse ettikleri görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, bu sistemde mülkiyet yapısı hissedar ağırlıklı

olmaktadır. Söz konusu ağırlık, etkin bir sermaye piyasası kontrolünü de beraberinde getirmektedir. Piyasaya hakim güçler aracılığıyla gerçekleşen bu kontrol temelde beş faktöre dayanmaktadır. Bunlardan birincisi; piyasada oluşan fiyatlarla yönetim performansının özleştirildiği bir sistemde, yöneticiler arasındaki şiddetli rekabetin de etkisiyle, mevcut yöneticilerin konumlarını koruyabilmek amacıyla görevlerini en iyi şekilde yerine getirme çabalarıdır. Kontrolün ikinci yolu ise, firmanın kontrolünün dış güçler veya içerideki azınlık tarafından ele geçirilmesine yönelik çabalarlardır. Çünkü yapılacak çağrı yoluyla, hissedarlara ortaklığın hisse senetlerinin o günkü piyasa fiyatlarının üstündeki bir fiyattan alım teklifi yapılabilir. Ancak, teklif edilen bu fiyat da, aslında firma etkin bir biçimde yönetilmese idi, oluşması gereken (ve muhtemelen gelecekte oluşacak) fiyattan daha düşük olmaktadır. Piyasa güçleri sayesinde yönetimin bu şekilde el değiştirmesi, ancak derin bir sermaye piyasasına sahip ülkelerde görülebilecek bir durumdur. Üçüncü yol; yöneticilerin firmanın piyasalardan kaynak toplamak için katlanacağı maliyeti en aza indirme yolunda gösterdikleri çabalarlardır. Bu durumda da sermaye piyasalarının, yönetsel performansı kısıtlayıcı bir rol oynadıkları aşıkardır. Firmanın yönetimindekilere karşılıksız hisse senedi verilmesi, belli bir fiyattan hisse senedi satın alma hakkı tanıma veya performansa dayalı ikramiye verme gibi ücretlendirme politikaları da, yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkar farklılaşmasını (çatışmasını) azaltmak hususunda kullanılabilecek dördüncü piyasa mekanizmasıdır. Firmanın sattığı ürünler veya sağladığı hizmetlerle ilgili tüketici taleplerinin karşılanmasına yönelik ticari gereklilik, yönetsel faaliyetleri etkileyen diğer bir piyasa unsurudur. Sonuçta; Anglo-Sakson sistem, özellikle sermaye piyasası eksenli yani firma dışından kaynaklanan bir denetim mekanizmasına sahip olduğu için, denetim mekanizması açısından “dışsal” veya “piyasa temelli” sistem olarak adlandırılmaktadır.

Buna ek olarak, Anglo-Sakson sistemde sermaye piyasalarına yönelik olarak merkezi otorite tarafından ortaya konulan ayrıntılı kurallar, genellikle kamuyu aydınlatmaya yöneliktir. Bu açıdan bakıldığında, Anglo-Sakson sisteminin “kamuyu aydınlatma temelli sistem” olarak da anılmasının nedeni budur (Pash, 2004: 44).

Anglo Sakson sisteminde anonim şirket, birçok sözleşmenin (hissedarlar arasında, hissedarlar ile yöneticiler arasında, hissedarlar ile denetçiler arasında gibi) bir araya gelmesi ve birbirleriyle bağlanması ile oluşan bir yapı olarak görülmektedir. Bu yapının merkezine de hissedarlar konulmakta ve firmanın amacı olarak hissedar değerinin maksimize edilmesi gösterilmektedir (Ireland, 1999: 1).

Anglo-Sakson sistemde kurumsal yönetim anlayışının bir gereği olarak pay sahipleri dışındaki paydaş gruplarının da çıkarlarının firma yönetiminde dikkate alınmasının gerekliliği belirtilmekte; ancak ortaklığın vazgeçilmez ve öncelikli hedef olarak hissedar değerinin en üst düzeye getirilmesi üzerine odaklanılmaktadır (Economic Commission for Europe-ECE, 2003: 110). Zaten, bu odak noktası, finansal yönetimin birincil amacı olan firma değerinin, diğer bir ifadeyle hissedar değerinin maksimizasyonu amacı (Ercan ve Ban, 2005: 11) ile de tam anlamıyla örtüşmektedir.

2.1.2. Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemi

Dünya'da oldukça yaygın olan diğer kurumsal yönetim sistemi ise, esas olarak bankaların hakimiyetinde olan ve denetimin bankalar tarafından yapıldığı Kıta Avrupa'sı Sistemi'dir.

Bu sistemde, kısa dönemde hissedarların tatminini hedefleyen fırsatçı firma uygulamalarının aksine, firmanın refahı için gerekli uzun dönemli stratejilerin hayata geçirilmesi daha büyük önem arz etmekte olup, hissedarlar kadar firma için uzun dönemde değer oluşturan diğer tüm paydaş gruplarının katkıları da dikkate alınmaktadır. Bu tarz bir yaklaşım, beraberinde firmaların kar elde etmenin yanı sıra, topluma karşı bir takım sosyal sorumlulukları yerine getirmeleri gerektiği görüşünü de desteklemektedir. Kıta Avrupa'sı sistemi, firmaların yalnızca kar amacıyla kurulduğu ve sadece hissedarlarına karşı ekonomik sorumluluğu bulunduğu görüşünü reddetmektedir (Tuzcu, 2005: 3).

Kıta Avrupa'sı sisteminde, genellikle, yürütme kurulu ve gözetim kurulu olarak adlandırılan ikili yönetim kurulu yapısı bulunmaktadır. İkili yönetim kurulu sisteminde yönetim ve denetim fonksiyonları bu kurullara paylaştırılmaktadır. Yürütmeden sorumlu yönetim kurulu üyelerinin performanslarının

değerlendirilmesinde, gözetim kurulu üyelerinin bağımsız değerlendirmelerde bulunmaları; yürütme kurulunun da kararlarını bağımsız bir şekilde vermesi oldukça önemlidir.

Kıta Avrupa'sı sisteminde, genel kurulda gözetim kurulu üyelerini, aynen Anglo-Sakson sistemde olduğu gibi, hissedarlar seçmektedirler. Gözetim kurulu üyeleri de yürütme kurulunun üyelerini ve onların ücretlerini belirlemektedir. Bu sistem de bir kişinin hem gözetim hem de yürütme kurulu üyesi olması kural olarak mümkün değildir. Firmanın faaliyetlerine ilişkin stratejik kararlar, yürütme kurulu tarafından verilmektedir. Bununla birlikte yürütme kurulu, gözetim kurulunu firmanın politikaları, performansı ve yönetim şekli konularında bilgilendirmek zorundadır. Yürütme kurulu, ortaklık üzerinde önemli bir etki ortaya çıkaracak olaylar ve kararları da hemen gözetim kuruluna bildirmektedir. Yürütme kurulunun faaliyetlerini kontrol eden gözetim kurulunun her bir üyesinin, firmanın işleyişi ile ilgili bilgileri öğrenme ve belgeleri inceleme hakkı bulunmaktadır.

Firmanın yönetim ve denetim fonksiyonlarının tam olarak birbirinden ayrıldığı Kıta Avrupa'sı sisteminde; yürütme kurulu, aldığı kararlarda gözetim kurulundan bağımsız olarak hareket etmektedir. Gözetim kurulunun firmanın yönetiminde aktif bir rolü bulunmamaktadır. Ancak, bazı temel kararlarda gözetim kurulunun onayının olması firmanın esas sözleşmesinde karara bağlanabilmektedir. Bununla birlikte, genel kurul gözetim kurulunun kontrol faaliyetlerinin bir destekleyicisi ve tamamlayıcısı olarak, kendi sorumluluğu altında ortaklığın hesaplarını inceleyecek bir denetçi de atayabilmektedir (Pashı, 2004: 40).

Kıta Avrupa'sı sisteminde, daha önceden de belirtildiği üzere, firmalar büyük bankalar tarafından finanse edilmektedir. Bu özellik itibariyle, Anglo-Sakson ve Kıta Avrupa'sı sistemleri birbirlerinden farklılık göstermektedir (Tuzcu, 2003: 50). Anglo-Sakson sistemdeki dağınık mülkiyet yapısına karşın hem Almanya hem de diğer Kıta Avrupa'sı sistemini uygulayan ülkelerde daha yoğunlaştırılmış ve toplu bir mülkiyet yapısı bulunmaktadır. Özellikle banka hâkimiyetinin görüldüğü Kıta Avrupa'sı sisteminde faaliyet gösteren anonim şirketlerde, hissedarlar daha yüksek oranlarda pay oranlarına sahiptirler. Bu açıdan bakıldıklarında, hissedarların firmanın

işleyişi hakkında daha fazla bilgiye sahip oldukları görülmektedir. Bu nedenle, Kıta Avrupa'sı sisteminde, bankaların da etkisi ile firmanın stratejik kararlarında daha uzun vadeli ve daha geniş kapsamlı bir düşünce kültürü hakim olmaktadır. Bu kültür, firma yöneticileri, hissedarlar, bankalar, müşteriler, üreticiler ve işçiler, diğer bir ifadeyle yönetim ile ilişkili tarafların tamamı tarafından paylaşılmaktadır. Çünkü firmanın yönetiminde söz sahibi olan aktörler, ortaklıkla uzun vadeli ve sabit bir ilişki içerisindeyler. Mülkiyet yapılarındaki bu farklılık, Anglo-Sakson ve Kıta Avrupa'sı sistemleri arasında başlı başına bir ayırım noktası olmasının yanı sıra esasında diğer farklılıkların da temelini oluşturmaktadır (Paslı, 2004: 41-42).

Kıta Avrupa'sı sisteminde firmanın denetimi, yine firma bünyesinde yer alan mekanizmalar tarafından yapılmaktadır. Bu süreçte iki önemli araç rol oynamakta olup; bunlar ikili yönetim kurulu yapısı ve bankalardır. İkili yönetim kurulu yapısında, denetim hem firmanın kendisi, hem de finansmanı sağlayan banka tarafından yapılmaktadır. Anglo-Sakson sistemin aksine, Kıta Avrupa'sı sisteminde anonim şirketler, finansman ihtiyaçlarını karşılamada, genellikle, banka kredilerini tercih etmektedirler. Bu kredilere karşılık bankalar, bazen söz konusu firmanın hisse senedini alarak pay sahibi (hissedar) olmakta; bazen de yalnızca firmanın alacaklısı konumunda kalmaktadırlar. Bu bağlamda, Kıta Avrupa'sı sisteminde mali konularda uzman olan bankalara büyük güven duyulmaktadır.

Sahip oldukları bilgi birikimleri sayesinde, firmalara olumlu katkılarda bulunan bankalar, dolaylı yoldan da olsa diğer hissedarların haklarının korunmasında ve firma yönetiminin etkin bir biçimde denetlenmesinde önemli görevler üstlenmektedirler. Buna karşın, sermaye piyasası mekanizmaları vasıtasıyla denetimin nispeten zayıf olduğu Kıta Avrupa'sı sistemine, denetim yapısının ortaklık işleyişi içerisine dâhil olan unsurlara dayanması nedeniyle içsel sistem de denilmektedir (Paslı, 2004: 45).

Kıta Avrupa'sı sisteminde hissedar sözleşmeleri, çeşitli mülkiyet yapıları ve imtiyaz yoluyla sahip olunan hisse senedi sayısı ile orantısız olarak; kontrol gücünün ele geçirilmesi ihtimali daha fazla bulunmaktadır. Çünkü hissedarlar nispeten az sayıdadır ve birbirleriyle ilişki kurmaları nispeten kolay olmaktadır. Ayrıca, bu sistemde çok sıkı kamuyu aydınlatma rejiminin bulunmaması nedeniyle, bu tür

orantısız kontrol araçlarının kamuya duyurulması zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu da firma yönetiminin güçlü bir dış baskı altında kalmamasına, azınlıkta kalan yönetimden uzak hissedarların sınırlı bilgiye sahip olmalarına, dolayısıyla haklarının muhafazası bakımından Anglo-Sakson sisteme nazaran daha güçsüz konumda bulunmalarına neden olmaktadır (Paslı, 2004: 46).

Kıta Avrupa'sı sisteminde anonim şirket, sadece hissedarların maddi çıkarlarına odaklanarak, hissedar değerini ön planda tutarak değil; aynı zamanda da işçiler, alacaklılar, üreticiler, müşteriler ve kamu kuruluşları gibi diğer paydaş gruplarının çıkarları doğrultusunda faaliyette bulunan bir kurum olarak ele alınmaktadır. Anonim şirketler, diğer bütün ortaklık türleri gibi kar elde edip, bu karı ortakları arasında paylaşmak amacıyla kurulurlar. Ancak, Kıta Avrupa'sı sistemindeki firmaların ve bu firmalardan özellikle büyük ve halka açık olanlarının, sosyal beklentileri de tatmin etme gibi bir misyon yüklendikleri görülmektedir. Burada, firma yönetiminin hedefi, firmanın tüzel kişiliğinin değerini uzun vadede ve istikrarlı bir biçimde artırmaktır. Firmanın değeri ve bu noktada yöneticilerin başarılı olup olmadıkları ise, ilgili tüm grupların talep ve beklentilerinin, firma tarafından yerine getirebilme yeteneğine göre belirlenmektedir. Bu sistem içerisinde öncelik hissedarların olsa da, diğer paydaş gruplarının tatmin edilmesi de ayrıca önem taşımaktadır (Berlin Group, 2000: 6).

2.1.3. Weimer ve Pape (1999)'ye Göre Kurumsal Yönetim Sistemleri

Weimer ve Pape (1999)'nin kurumsal yönetim sistemlerine yönelik sınıflandırması, diğer sınıflandırmalarla karşılaştırıldığında, daha tanımlayıcı ve gerçek uygulamalarla daha fazla örtüştüğü görülmektedir. Daha önceden de belirtildiği üzere; Weimer ve Pape (1999)'ye göre kurumsal yönetim sistemleri; (1) Anglo-Sakson, (2) Alman, (3) Latin ve (4) Japon sistemleri olmak üzere dört grupta ele alınabilmektedir. Söz konusu kurumsal yönetim sistemleri ve bu sistemleri uygulayan bazı ülkeler Tablo 2.1.'de sunulmaktadır (Öztürk ve Demirgüneş: 2005: 121).

Tablo 2.1.: Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulandıkları Ülkeler

KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMİ	SİSTEMİN UYGULANDIĞI ÜLKELER
ANGLO-SAKSON	✓ ABD ✓ İngiltere ✓ Kanada ✓ Avustralya
ALMAN	✓ Almanya ✓ Hollanda ✓ İsveç ✓ İsviçre ✓ Avusturya ✓ Danimarka ✓ Norveç ✓ Finlandiya
LATİN	✓ Fransa ✓ İspanya ✓ İtalya ✓ Belçika
JAPON	✓ Japonya

Weimer ve Pape (1999), uygulanmakta olan kurumsal yönetim sistemlerinde ortak olan dokuz unsur tespit etmişler ve ele aldıkları dört farklı sistemi bu çerçevede değerlendirmişlerdir. Söz konusu unsurlar; (1) piyasanın yönelimi, (2) firma kavramı, (3) yönetim kurulunun yapısı, (4) yönetim kararları üzerinde etkili olan önemli çıkar grupları, (5) menkul kıymet borsalarının ekonomi içerisindeki önemi, (6) işletmeleri kontrol eden dışsal bir mekanizmanın varlığı/yokluğu ve etkinliği, (7) sahiplik yoğunluğu, (8) performansa dayalı ödüllendirme düzeyi ve (9) ekonomik ilişkilerin süresi olarak sıralanmaktadır. Tablo 2.2.’de söz konusu unsurlar Anglo-Sakson, Alman, Latin ve Japon kurumsal yönetim sistemleri ile ilişkilendirilmektedir (Weimer ve Pape, 1999, s. 152–154).

Kurumsal yönetim sistemleri, piyasa yönelimli ve ağ yönelimli sistemler olmak üzere iki biçimde sınıflandırmak mümkündür. Piyasa yönelimli sistemde; hissedarlar yönetsel karar alma süreçlerinde etkin rol oynamakta olup, bunun bir sonucu olarak da kurumsal kontrole olanak sağlayan dışsal bir kontrol mekanizması oluşmaktadır.

Tablo 2.2.: Kurumsal Yönetim Unsurları ve Sistemleri Arasındaki İlişkiler

UNSUR	ANGLO-SAKSON SİSTEMİ	ALMAN SİSTEMİ	LATİN SİSTEMİ	JAPON SİSTEMİ
<i>Yönelim</i>	Piyasa Yönelimli	Ağ Yönelimli	Ağ Yönelimli	Ağ Yönelimli
<i>Firma Kavramı</i>	Aracı Firma	Kurumsal Firma	Kurumsal Firma	Kurumsal Firma
<i>Yönetim Kurulunun Yapısı</i>	Tek Fonksiyonlu	İki Fonksiyonlu	İki Fonksiyonlu	Tek Fonksiyonlu
<i>Önemli Çıkar Grupları</i>	Hissedarlar	Bankalar, Çalışanlar	Holdingler, Kamu, Aileler	Yerel Bankalar, Çalışanlar
<i>Menkul Kıymet Borsalarının Önem Derecesi</i>	Yüksek	Orta Seviye/Yüksek	Orta Seviye	Yüksek
<i>Kontrol Mekanizmasının Etkinliği</i>	Etkin	Etkin Değil	Etkin Değil	Etkin Değil
<i>Sahiplik Yoğunluğu</i>	Düşük	Orta Seviye/Yüksek	Yüksek	Düşük/Orta Seviye
<i>Performansa Dayalı Ödüllendirme Sistemi</i>	Yüksek	Düşük	Orta Seviye	Düşük
<i>Ekonomik İlişkilerin Süresi</i>	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli

Kaynak: ÖZTÜRK, M. B., K. DEMİRGÜNEŞ (2005), “Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entellektüel Sermaye”, Ramazan AKTAŞ, *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim*: 118-132, Ankara, TOBB Üniversitesi.

Ağ yönelimli kurumsal yönetim sisteminde ise, etkinliğin küçük bir grupta toplanması nedeniyle, kurumsal yönetim uygulamalarını kontrol edecek dışsal bir kontrol mekanizmasının varlığı söz konusu olmamaktadır. Bu sistemde güç, birbirleriyle iletişim halindeki hissedarlardan ve sürekli olarak bilgi alışverişinde bulunan yöneticilerden meydana gelen bir grupta toplanmakta olup, katılımcılar birbirleri ile belirli bir ağ dâhilinde ilişki kurmaktadır.

Piyasa yönelimli sistemde hissedarlar, birleşerek çıkar sağlamaya yönelik bir yapılanmaya gitmemekte olup, önceden belirlenmiş davranış şekillerine bağlı kalmayıp bireysel çıkarları çerçevesinde hareket etmektedirler. Hissedarların yönetsel karar alma süreçleri üzerindeki etkileri, belirli çıkar yapılanmaları çerçevesinde hareket eden ve bir gruba dâhil olan ağ yönelimli sistemlerdeki

hissedarlara oranla daha fazla olmaktadır. Piyasa yönelimli sistemlerde, yatırımcılar firma yöneticilerinin önemli bir fonksiyon üstlendiklerinin farkındadırlar. Bu sebeple de yöneticileri hissedar değeri yaratan unsurlar (value-drivers) olarak görmektedirler. Piyasa yönelimli kurumsal yönetim sisteminde, hissedarların etkin bir kontrol mekanizması görevi üstlenmeleri, firma ile ilgili bütün bilgilere eşit bir biçimde ulaşabilme hakkına sahip olmalarından ve bu hakkın yasalar çerçevesinde desteklenmesinden kaynaklanmaktadır (Grenfield ve Strickon, 1996). Anglo-Sakson kurumsal yönetim sistemi piyasa yönelimli bir sistem iken, diğer sistemler ağ yönelimlidir (Öztürk ve Demirgüneş: 2005: 121).

Firma kavramına yönelik geniş kabul gören bir tanımlama yapmak, yönetim literatürünün önemli problemlerinden birisini oluşturmaktadır. Weimer ve Pape (1999), firma kavramını iki farklı biçimde ele almaktadır. Bunlardan birisi, hissedarların etkili olduğu aracı firma (instrumental firm) diğeri ise, kurumsal firma (institutional firm)'dır. Aracı firma, hissedar değeri yaratılmasında kullanılan bir araç olarak ön plana çıkmaktadır. Kurumsal firma ise; hissedarlardan, kurumsal yöneticilerden, çalışanlardan, tedarikçilerden, müşterilerden ve kredi verenlerden meydana gelen bir yapı olarak firmanın varlığını sürdürebilmesi için çaba gösteren özerk bir ekonomik birim olarak tanımlanmaktadır (Moerland, 1995: 19). Kurumsal firmada çıkar gruplarının temel beklentisi olan firmanın sürekliliğinin sağlanması konusunun ön plana çıkmaktadır. Bu sebeple daha az risk alınması, mevcut yapıların ve süreçlerin istikrarına ve devamlılığına önem verilip, değişim ve yenileştirme süreçlerine daha az önem verilmesi yeni bilgilerin yaratılması bağlamında başarısızlıkların yaşanmasına sebep olabilmektedir. Alman, Latin ve Japon kurumsal yönetim sistemlerinde kurumsal firma ön planda iken, Anglo-Sakson sistemde aracı firma ön plandadır.

Kurumsal yönetim sistemlerinde yönetim kurulları genellikle tek fonksiyonlu ve iki fonksiyonlu olarak sınıflandırılabilir (Weimer ve Pape, 1999: 152–166). Tek fonksiyonlu yönetim kurulu; yetkilerin tamamını kendisinde toplayarak yönetimin bütün fonksiyonlarını yerine getirmekte, işletme içindeki profesyonel yöneticiler ile işletme dışındaki hissedarlar arasında bir ayrıma gitmemektedir. İki fonksiyonlu

yönetim kurulunda ise, bir yönetim kurulu, bir de denetim kurulu bulunmaktadır. Denetim kurulunun yönetim kurulunun faaliyetlerini izleme, yönetim kurulu üyelerini atama ve görevden alma yetkisi bulunmaktadır. Denetim kurulunun üyeleri kreditorler, ticari birliklerin ve sendikaların temsilcileri ile hissedar temsilcilerinden oluşmaktadır. Denetim kurulunun atanması hissedarlar tarafından yapılmaktadır. Burada, bireysel yatırımcıların denetim kurulu üyelerinin atanmasındaki etkileri kredi verenlere göre daha az olmaktadır. Anglo-Sakson kurumsal yönetim sisteminde yönetim kurulu yalnızca yönetim fonksiyonunu yerine getirirken, Alman sisteminde hem yönetim hem de denetim fonksiyonlarını bir arada yürütmektedir. Latin sisteminde ise, genellikle tek fonksiyonlu yapı rağbet görmekte iken, Japon sisteminde yönetim kurulunun yanında vekil yöneticilerden meydana gelen bir kurul daha faaliyet göstermektedir. Ancak, temel yapı itibariyle, Japon sistemi de tek fonksiyonlu olarak sınıflanmaktadır.

Kurumsal yönetim konusu ile ilgili olarak, yönetim kurulu sistemi çerçevesinde ifade edilenler önemli çıkar grupları içinde geçerli olmaktadır. Bireysel yatırımcılar, kreditorler, tedarikçiler ya da yatırım firmaları kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen çıkar grupları olarak ele alınabilmektedir. Hissedarlar, Anglo-Sakson sisteminde en önemli çıkar grubu olarak göze çarparken; diğer sistemlerde daha geri planda kalmaktadırlar. Alman, Latin ve Japon sistemlerinde en önemli çıkar grupları; bankalar, holdingler, devlet, finansal yatırım kuruluşları, çalışanlar gibi belirli bir amaç doğrultusunda bir araya gelmiş topluluklardır.

Weimer ve Pape (1999), ulusal ekonomide borsaların önem derecesini kurumsal yönetim sistemlerinin tanımlanmasına ve karşılaştırılmasına etki eden önemli bir faktör olarak ele almaktadır. Ulusal borsaların kurumsal yönetim üzerindeki etkisi ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir.

Menkul kıymet borsaları, Anglo-Sakson ve Japon sistemlerinde önemli roller üstlenirken, Alman ve Latin sistemlerinde daha az önemli olmaktadır. Firmanın faaliyetlerini kontrol eden dışsal bir kontrol mekanizmasının varlığı ya da yokluğu kurumsal yönetim sisteminin yapısına bağlı olmaktadır. **Weimer ve Pape (1999)**'nin kurumsal yönetim sistemleri ve unsurları arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmasında

bu tür bir kontrol mekanizması yalnızca Anglo-Sakson ülkelerindeki kurumsal yönetim sistemlerinde mevcut iken, Latin Ülkeleri, Almanya ve Japonya'daki sistemlerde mevcut değildir. Kurumsal yönetim faaliyetlerini kontrol eden bu tür mekanizmalar; firmaların hissedar değeri yaratma amaçlı kurumsal yapılanmalar olarak görüldüğü, en önemli çıkar grubunu bireysel hissedarların oluşturduğu, menkul kıymet borsalarının ekonomik sistem içerisindeki öneminin büyük olduğu ülkelerde yapılanmıştır.

Kurumsal yönetim faaliyetlerine yönelik kontrol mekanizması Anglo-Sakson sisteminde etkin bir biçimde faaliyet gösterirken; Alman, Latin ve Japon sistemlerinde kontrol mekanizması etkin bir biçimde faaliyet göstermemektedir. Sahiplik yoğunluğu, **Weimer ve Pape (1999)**'nin açıklamaları ışığında, sistemin yönelimine, firma kavramına yönelik olarak yapılan farklı algılamalara ve önemli çıkar gruplarının niteliklerine bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Bireysel yatırımcıların ön plana çıktığı piyasa yönelimli sistemlerde firma, hissedar değeri yaratma aracı olarak görülmekte ve sahiplik yoğunluğu nispeten düşük seviyede olmaktadır. Kontrol, yaygın bir biçimde olup, çok sayıda hissedara bağlıdır. Ağ yönelimli sistemlerde ise, yoğunlaşma daha az sayıdaki grup çerçevesinde şekillenmektedir. Çeşitlendirilmiş ve nispeten yoğunlaşmamış sahipliklerin kurumsal yönetim üzerindeki etkisi daha az olmaktadır.

Weimer ve Pape (1999)'nin kurumsal yönetim konusundaki çalışmasında, yöneticilerin performansı ve ödüllendirilmesi ile kurumsal yönetim sistemleri arasındaki ilişki, piyasa yönelimli sistemlerde yüksek; ağ yönelimli sistemlerde ise düşük olarak nitelendirmektedir. Anglo-Sakson kurumsal yönetim sisteminde performansa dayalı ödüllendirme sistemleri yoğun bir biçimde kullanılmakta iken, Latin sisteminde daha az kullanılmaktadır. Alman ve Japon sistemlerinde ise, performansa dayalı ödüllendirme sistemleri fazla ilgi görmemektedir.

Weimer ve Pape (1999)'nin çalışmasında ekonomik ilişkiler, kısa vadeli ve uzun vadeli ekonomik ilişkiler olarak ele alınmaktadır. **Gelauff ve Den Broeder (1996)** piyasa yönelimli sistemin sermayeye, işgücüne, mal ve hizmetlere yönelik piyasaların değişen koşullara adaptasyon sürecini hızlandırdığını, böylelikle de uzun

vadeli ve istikrarlı ilişkilerin kurulamadığını savunmaktadır. Bu durum, **Weimer ve Pape (1999)**'nin çalışmalarında da savunulmakta olup, ABD, İngiltere, Kanada ve Avustralya piyasalarının yukarıda belirtilen yapılanmalar göstermeleri bu görüşü desteklemektedir. Benzer şekilde, sürekli bir değişim içerisinde olan piyasaların ve buna bağlı olarak da ekonomik ilişkiler, belirgin bir yönetim miyopisine yol açabilmektedir. Bu miyopi, firmanın uzun vadeli bakış açısı yerine kısa vadeli bir bakış açısı altında yönetildiğine işaret etmektedir. Buna göre, uzun vadeli ekonomik ilişkilere odaklanan Latin ve Japon kurumsal yönetim sistemleri, ağ yönelimli sistemlerin temel karakteristiklerinin ve kurumsal olarak nitelendirilen firmaların birer yansımalarıdır.

2.2. DÜNYA'DA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

Günümüzde kurumsal yönetim uygulamalarının en etkin biçimde uygulandığı ülkeler başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere İngiltere, Fransa, Almanya, Hollanda, Japonya ve Asya ülkeleridir. Bununla birlikte, dünyanın birçok farklı bölgesinde kurumsal yönetimin uygulanmasına yönelik çabalar da sürmektedir. Doğu Avrupa ülkeleri, Balkan ülkeleri ve Asya ülkelerinin bir kısmı (Malezya, Singapur ve Pakistan gibi) kurumsal yönetim uygulamalarına uyum sağlamaya çalışmaktadır. Arjantin, Meksika, Şili ve bazı Latin Amerika ülkeleri kurumsal yönetim uygulamalarına uyum sürecinde başarısızdır. Orta Doğu'da bulunan Arap ülkeleri, Afrika ve Orta Asya ülkeleri ise, kurumsal yönetim uygulamalarıyla henüz ilgilenmemektedir (**Ghizoni, 2003: 7**).

Dünyada 100'ün üzerinde farklı kurumsal yönetim düzenlemesi olup, bu düzenlemelere her geçen gün yenileri eklenmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarının çeşitlilik göstermesi, dünya üzerindeki her ülkenin uygulayabileceği standart bir kurumsal yönetim sisteminin mevcut olmadığına işaret etmektedir. Her ülkedeki kurumsal yönetim uygulamaları ve sistemi de söz konusu ülkenin yönetim biçimine, kültürel yapısına, hukuksal altyapısına, firma yapılanmalarına ve insan faktörüne bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Bir ülkenin kurumsal yönetim düzeyini, ülkenin içinde bulunduğu genel şartlar, finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve şirketlerin uygulamaları belirlemektedir (**Öztürk ve Demirgüneş: 2005:**

120). Ülke ile ilgili şartlar; ekonomik durum ve finansal ortam, rekabetin yoğunluğu, bankacılık sistemi ve mülkiyet haklarının gelişmişliği gibi faktörlerden oluşmaktadır. Finansal piyasalarla ilgili faktörler de; piyasaya ilişkin düzenlemeler, piyasa likiditesi, gelişmiş bir yatırımcı topluluğunun varlığı ile muhasebe standartları başta olmak üzere uluslararası standartların uygulanma düzeyinden oluşmaktadır. Firma uygulamalarında öne çıkan konular ise; finansal ve finansal olmayan bilgilerin kamuya açıklanması, pay sahiplerinin (hissedarların) eşitliği, yönetim kurullarının uygulamaları, yönetim kurullarının bağımsızlığı ve bunlara sağlanan maddi çıkarlar, sermaye yapısı, halka açıklık oranları, hisse senetlerinin likiditesi, şirket ile ilgili kesimlerin (çıkart gruplarının) alınan kararlara katılım düzeyi, şirketin çevreye olan duyarlılığı ve sosyal sorumluluk düzeyi olmaktadır. Farklı kurumsal yönetim uygulamalarının her birinin kendi içerisinde avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde yukarıda bahsi geçen kurumsal yönetim sistemleri ışığında, bir takım ülkelerde kurumsal yönetim alanında yapılmış uygulamalardan bahsedilmektedir. Bu ülkeler, sırasıyla, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya'dır.

2.2.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Amerika Birleşik Devletleri'nin ekonomik başarısının temelinde özel teşebbüs ruhu ve rekabetçilik unsurları yatmaktadır. Ayrıca, ABD'de halka açık şirket kültürü ve bu şirketlerin finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasaları aracılığıyla gidermesi çok yaygın olarak görülmekte olup, özellikle anonim şirketlerin tamamına yakın kısmı halka açıktır ve Sermaye Piyasası Komisyonu (SEC)'nin denetim ve gözetimine tabidir. Kuruluşundan bu yana New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE-New York Stock Exchange)'nda toplam 2.257 adet; 2006 itibarıyla düzenli bir borsa statüsüne kavuşmuş olan NASDAQ'da (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) da ise toplam 3.130 adet şirket alım satımına konu olmuştur. Bu rakamlar ABD'de hisse senedi kültürünün ne kadar yaygın olduğunu göstermektedir (Kayacan, 2006; 80).

ABD’de kurumsal yönetim alanında yapılan baslıca düzenlemeler Treadway Raporu, Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu Raporu, Blue Ribbon Komitesi Önerileri, Sarbanes Oxley Yasası’dır. Bunlardan başka ABD’de kurumsal yönetime ilişkin yapılan çalışmalar tarih sırasına göre aşağıda sıralanmıştır (Metiner, 2006: 21):

- ✓ Varlık Yöneticisi Profesyonel Davranış Kuralları - Kasım 2004 (Asset Manager Code of Professional Conduct - November 2004)
- ✓ New York Menkul Kıymetler Borsası En Son Kurumsal Yönetim Kuralları - 3 Kasım 2003 (Final NYSE Corporate Governance Rules - 3 November 2003)
- ✓ Güvenin Yeniden Kazanılması MCI Inc.’in Geleceği için Kurumsal Yönetim Hakkında Breeden Raporu – Ağustos 2003 (Restoring Trust - The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc. - August 2003)
- ✓ Kamu Güveni ve Özel Teşebbüsler Komisyonu Tespit ve Önerileri: İkinci Bölüm Kurumsal Yönetim - 9 Temmuz 2003 (Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance - 9 Temmuz 2003)
- ✓ New York Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Hesap Verebilirlik ve Kote Olma Standartları Komisyonu’nun yayınladığı Kurumsal Yönetim Kuralları Teklifleri – 1 Ağustos 2002 (Corporate Governance Rule Proposal - 1 August 2002, NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee)
- ✓ Kamu Politikalarının Geliştirilmesi Amacıyla Kurulan Üst Düzey Yöneticiler Birliği’nin (Business Roundtable) Kurumsal Yönetim İlkeleri – Mayıs 2002 (Principles of Corporate Governance - May 2002)
- ✓ Kaliforniya Kamu Çalışanları Emeklilik Sistemi tarafından oluşturulan komisyonun “Denetim Komiteleri’nin Etkinliğinin Geliştirilmesi” hakkındaki raporu - 1998 (Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Improving the Effectiveness of Audit Committees)

- ✓ Kamu Politikalarının Geliştirilmesi Amacıyla Kurulan Üst Düzey Yöneticiler Birliği'nin Kurumsal Yönetime İlişkin Beyanatı - 1997 (Statement on Corporate Governance, Business Roundtable - 1997)

Özellikle ABD tarihinin on iki en büyük iflasından yedisinin sadece 2002 yılında yaşanmasının sonucunda, yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenleri büyük ölçüde sarsılmıştır. ABD'de yatırımcılar açısından oluşan bu olumsuz ortamı iyileştirmek ve sermaye piyasasına olan güveni artırmak amacıyla çalışmalar başlatılmıştır. Senatör Sarbanes-Oxley tarafından hazırlanan yasa 30 Temmuz 2002'de kabul edilmiş ve Sarbanes-Oxley yasası olarak yayımlanmıştır. Sarbanes-Oxley yasası finansal fiyaskolarda etken olarak kurumsal yönetimle ilgili dört temel başarısızlık sebebine ilişkin önemli düzenlemeler getirmiştir. Önemli düzenlemelere ve sorumluklara konu edilen temel başarısızlık öğeleri; (1) tepe yönetimdeki kültür ve yönetim anlayışı, (2) genel müdür, (3) yönetim kurulu, (4) İç denetim ve kontroller şeklinde sıralanabilir (Kayacan, 2006: 81).

Yeni kanun Menkul Kıymet ve Döviz Komisyonu (Securities and Exchange Commission)'na kayıtlı tüm firmaları kapsamaktadır. Kanun'da özetle (Erdönmez, 2003: 44):

- ✓ Üst düzey yöneticilerin ve mali birimlerdeki yöneticilerin firmanın mali tablolarının doğru ve SEC'teki verilerle uyumlu olduğunu teyit etmesini zorunlu kılmaktadır.
- ✓ Firmaların iç yönetimini etkileyen çok çeşitli hükümler içermektedir. Buna göre:
 - Birim yöneticilerine ve üst düzey yöneticilere belli durumlar dışında bireysel kredi verilmesi yasaklanmakta,
 - Yönetim kurulunu denetleyen komiteye özel sorumluluk ve yetkiler yüklenmekte ve
 - Firmanın hatalı uygulamalarını otoritelerin dikkatine sunan yetkililere güvence sağlanmaktadır.

- ✓ SEC'i yeni bilgilendirme standartları oluşturmaya yönlendirmektedir. Bu kuralların/standartların (1) bilanço dışı işlemler (2) pro-forma mali bilginin (genel kabul görmüş muhasebe standartlarıyla uyumlu olmayan mali bilgi) sunumu (3) iç kontrol ve (4) etik kuralları içermesi öngörülmüştür.
- ✓ Yeni muhasebe düzenlemeleri getirmiştir. Bu çerçevede;
 - Firmanın mali tablolarında denetçilerin belirttiği tüm maddi düzeltmeler gösterilmelidir.
 - Denetçi komitesinin dış denetçileri seçmesi ve denetimi gerçekleştirmesi sırasında özel denetim yetkisini kullanması zorunlu kılınmıştır.
 - Firmanın hesaplarını denetleyen muhasebe şirketi Amerikan kökenli olmasa bile, yeni kurulan kamu kurumu niteliğinde muhasebe gözetim kuruluna kayıt yaptırmak ve onun denetimine tabi olmak zorundadır.
- ✓ Mali tabloların doğru olmaması, menkul değerlerde sahtekarlık yapılmasına, yargının engellenmesine, firmanın açığını ortaya çıkaran yetkililere karşı yapılan müdahalelere ciddi cezalar ve yaptırımlar öngörmektedir.

New York Borsası Sarbanes-Oxley Kanununun çıkarılmasından sonra Ağustos 2002'de New York Borsası'na kote olan firmalar için kurumsal yönetimi iyileştirmeye yönelik prensipler yayınlamıştır.

2.2.2. İngiltere'de Kurumsal Yönetim Uygulamaları

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

için gerekli unsurlar üzerinde pek çok tavsiye sunmaktadır. En iyi uygulama kodlarını ve onlara ait tavsiyeleri içeren Cadbury Raporu Londra Hisse Senetler Borsası listeleme kurallarına dâhil edilmiştir. Cadbury Komitesi tarafından oluşturulan öneriler dünya çapında kabul edilen bir model haline gelmiştir. OECD, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni belirlerken bu önerileri dikkate almıştır.

Cadbury Komitesi'nden sonra İngiltere'de kurumsal yönetime ilişkin yapılan çalışmalar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Metiner, 2006: 22):

- ✓ İyi Yönetim Good Governance: Gönüllü Yardım Kuruluşları İçin Kurumsal Yönetim Kodu Haziran 2005 (Governance for the Voluntary and Community Sector June 2005).
- ✓ RSM Robson Rhodes ve Londra Menkul Kıymetler Borsası İşbirliği ile yayınlanan Kurumsal Yönetim: Uygulama Rehberi - 24 Ağustos 2004 (Corporate Governance: A Practical Guide - 24 August 2004).
- ✓ Finansal Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim Bütünleşik Kodu - 23 Temmuz 2003 (The Combined Code on Corporate Governance - 23 July 2003).
- ✓ Finansal Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Denetim Komiteleri - Bütünleşik Rehber - Ocak 2003 (Audit Committees- Combined Code Guidance (The Smith Report) January 2003).
- ✓ Ticaret ve Sanayi Departmanı tarafından yayınlanan Higgs Raporu: İcracı Olmayan Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü ve Etkinliğine İlişkin İnceleme - Ocak 2003 (The Higgs Report: Review Of The Role And Effectiveness of Non Executive Directors - January 2003).
- ✓ İngiliz Sigortacılar Birliği, Yatırım Fonu Şirketleri Birliği, Ulusal Emeklilik Fonları Birliği ve Yatırım Yönetimi Birliği'nin işbirliği ile yayınlanan, Kurumsal Hissedarlar ve Vekillerinin Sorumlulukları Hakkındaki İlkeler - 21 Ekim 2002 (The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles 21 October 2002).

- ✓ Hermes Pensions Management Limited adlı şirket tarafından yayınlanan Hermes İlkeleri 21 Ekim 2002 (The Hermes Principles 21 October 2002).
- ✓ Kredi ve Yatırım Fonları Birliği tarafından yayınlanan En İyi Uygulama Kodu - Ocak 2001 (Code of Good Practice - January 2001).
- ✓ Kurumsal Yönetim Komitesi tarafından yayınlanan Bütünleşik Kod: İyi Yönetim İlkeleri ve En İyi Uygulama Kodu - Mayıs 2000 (The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice May 2000).
- ✓ İç Kontrol Bütünleşik Kod ile İlgili Yönetim Kurulu için Rehber - Eylül 1999 (Internal Control: Guidance for Directors on Combined Code (Trunbull Report) September 1999).
- ✓ Ulusal Emeklilik Fonları Birliği, Londra Menkul Kıymetler Borsası, İngiliz Sanayi Konfederasyonu, Yönetim Kurulu Üyeleri Enstitüsü, Muhasebe Organlarının Danışma Komitesi ve İngiliz Sigortacılar Birliği tarafından yayınlanan Hampel Raporu - Ocak 1998 (Hampel Report (Final) January 1998).
- ✓ İngiliz Sanayi Konfederasyonu tarafından yayınlanan Yönetim Kurulu Üyeleri Ücretleri hakkındaki Greenbury Raporu - 15 Temmuz 1995 (Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration) 15 July 1995).
- ✓ İçsel Çalışma Grubu tarafından yayınlanan İçsel Kontrol ve Finansal Raporlama isimli çalışma Rutterman Raporu - 1994 (Rutterman Report (Internal Control and Financial Reporting) - 1994).
- ✓ Finansal Raporlama Konseyi, Londra Menkul Kıymetler Borsası ve Muhasebeciler Meslek Mensupları tarafından yayınlanan Cadbury Raporu - 1 Aralık 1992 (Cadbury Report (The Financial Aspect of Corporate Governance) 1 December 1992).

2.2.3. Almanya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Almanya’da savaş sonrasında uzun vadeli sorumlulukların ve güvenin ön planda olduğu, sanayi firmaları ve bankalar arasında ilişkilere dayalı sözleşmelerin yapıldığı ve bankaların şirket yönetim kurullarında içsel hissedar olarak koltuk sahibi olduğu bir sistem geliştirilmiştir. Alman sistemi katılımcılar arasında bir konsensüs oluşturarak ortak karar almayı amaçlamaktadır. Sanayi firmalarının denetim kurullarında bankaların temsilci bulundurulmasıyla kurumsal yönetimin içsel kontrolü gerçekleştirilmiştir (Deeg, 2001: 21).

Almanya da kurumsal yönetimin gelinmesine dönük bazı çalışmalar aşağıda sunulmuştur (Metiner, 2006: 25):

- ✓ Alman Kurumsal Yönetim Kodu’na İlişkin Değişiklikler - 2 Temmuz 2005 (Amendment to the German Corporate Governance Code - 2 June 2005).
- ✓ Varlık Yönetim Şirketlerine İlişkin Kurumsal Yönetim Kodu - 27 Nisan 2005 (Corporate Governance Code for Asset Management Companies - 27 April 2005).
- ✓ Alman Kurumsal Yönetim Kodu’na İlişkin Değişiklikler - 21 Mayıs 2003 (Amendment to the German Corporate Governance Code - 21 May 2003).
- ✓ Alman Kurumsal Yönetim Kodu - 26 Şubat 2002 (The German Corporate Governance Code - 26 February 2002).
- ✓ Baums Komisyonu Raporu - 10 Haziran 2001 (Baums Commission Report (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance) - 10 July 2001).
- ✓ Kurumsal Yönetim Kodu - Haziran 2000 (German Code Of Corporate Governance - 6 June 2000).
- ✓ Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Kuralları - Ocak 2000 (Corporate Governance Rules for German Quoted Companies - January 2000).
- ✓ DSW Tavsiyeleri - Haziran 1998 (DSW Guidelines - June 1998).

2.2.4. Fransa’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Fransa’da kurumsal yönetime ilişkin iki tane en iyi uygulama kodu yayınlanmıştır. Bunlar 1995 yılında yayınlanan 1. Vienot Raporu ve 1999 yılında yayınlanan 2. Vienot Raporu’dur. En iyi uygulama kodlarının yanında başka düzenlemeler de yapılmıştır. Bunlardan bazıları aşağıdaki gibidir (Metiner, 2006: 26):

- ✓ L’Association Française de la Gestion Financière’nin Değişiklik Teklifleri - Mart 2004 (Recommandations sur le gouvernement d’entreprise March - 2004).
- ✓ Borsaya Kote şirketlerde Kurumsal Yönetim - Ekim 2003 (The Corporate Governance of Listed Corporations October 2003).
- ✓ Vienot Raporu II - Temmuz 1999 (Vienot II Report - July 1999).
- ✓ Kurumsal Yönetime İlişkin Tavsiyeler - 9 Haziran 1998 (Recommendations on Corporate Governance - 9 June 1998).
- ✓ Vienot Raporu I Haziran 1995 (Vienot Report - June 1995).

2.2.5. Japonya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Japonya’da kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerden bazıları aşağıdaki gibidir (Metiner, 2006: 27):

- ✓ Borsaya Kote Şirketler için Kurumsal Yönetim Kuralları - 16 Nisan 2004 (Principles of Corporate Governance for Listed Companies - 16 April 2004).
- ✓ Gözden Geçirilmiş Kurumsal Yönetim Kuralları - 26 Ekim 2001 (Revised Corporate Governance Principles - 26 October 2001).
- ✓ Emeklilik Fonları Kurumsal Yönetim Araştırması Komitesinin Oy Kullanma Haklarının Kullanımına İlişkin Tavsiye Raporu - Haziran 1998 (Report of the Pension Fund Corporate Governance Research Committee, Action Guidelines for Exercising Voting Rights - June 1998).

- ✓ Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne Japon Bakışı Açısı - 30 Ekim 1997 (Corporate Governance Principles: A Japanese View - 30 October 1997).
- ✓ Kurumsal Yönetim Hakkında Acil Tavsiyeler - 1997 (Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance - 1997).

2.3. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

Uluslararası alanda yapılan kurumsal uygulamaların Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarına doğrudan bir etki yapmadığı görülmektedir. Bunun temel nedeni; Türkiye'de şirket sahipliklerinin aile ve büyük grupların elinde olması, halka açık kısımların (dolayısıyla diğer pay sahiplerinin) çok düşük seviyelerde bulunmasıdır. Ayrıca, Türkiye'deki bankaların büyük gruplarla iç içe olmaları (Demirağ ve Serter, 2003), Türkiye'deki büyük grupların finansman ihtiyaçlarını karşılamaları için kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmelerini gerektirmemektedir (Göçenoğlu ve Girgin, 2005: 74). Öte yandan, Ararat ve Uğur (2003), Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda kurumsal yönetim ilkelerinin yabancı yatırım ihtiyacıyla doğru orantılı olarak gelişeceğini iddia etmektedir.

Bununla birlikte, Türk özel sektörünün aile şirketleri yapısında olması Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerine farklı bir kapı açmıştır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerdeki aile şirketlerinin yüklü miktarlarda sermaye birikimlerinin olması, kurumsal yönetim ilkelerinin yerleşmesi için, öncelikle aile şirketlerinin kurumsal yönetim kavramına uyum göstermeleri konusunda yoğunlaşmıştır (Yurtoğlu, 2003). Türkiye'de kurumsal yönetim ilkeleri özellikle aile şirketlerinin kurumsallaşması sürecinde etkin olarak tanıtılmaya çalışılmakta, bu yönde önemli bir araç olarak algılanmakta ve uygulanmaktadır (Alayoğlu, 2003).

Bu algılama süreci, uluslararası bir araştırma ile de desteklenmektedir. McKinsey danışmanlık şirketinin 2001 yılında yapmış olduğu "Gelişmekte Olan Piyasalar Yatırımcı Anketi" sonuçları, Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalara yatırım yapma kararı almakta kullanılan üç temel kriterin; (1) kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmakta olması, (2) şeffaf raporlamanın yapılması ve (3) aile yönetimi ile şirket yönetimi arasındaki farkın net olması olduğunu göstermiştir (Cuhruk ve

Özkan, 2004). Dolayısıyla, kurumsal yönetim zorunluluktan çok önemli bir iş stratejisi olarak algılanabilmektedir.

Sonuç olarak, Türkiye’deki sermaye birikiminin daha çok büyük gruplar ya da ailelerin elinde olması nedeniyle, kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye’de hayat geçirilmesi aile şirketlerinin artırımında ve özellikle profesyonelleşme sürecinde kurumsal yönetim ilkelerini araç olarak kullanmaları ile mümkün olacaktır.

Gelişmiş sermaye piyasalarıyla karşılaştırıldığında, Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmalarının henüz başlangıç aşamasında olduğu görülmektedir. Bu alanda ilk adımı Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurullarının Yapısı ve İşleyişi” adlı çalışmayla Aralık 2002 tarihinde atmıştır. Bu kurallar metni gönüllü esasına dayalı on beş ana maddeden oluşup yönetim kurullarının yapısını, sorumlulukları ve işleyiş konularına değinmiştir (Kayacan, 2006: 89).

Daha sonrasında, Sermaye Piyasası Kurulu “Kurumsal Yönetim İlkeleri” adlı çalışmasını Temmuz 2003 tarihinde yayınlamış ve Şubat 2005 tarihinde tekrar gözden geçirmiştir. Bununla birlikte SPK, şirketlere Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu’nu zorunluluk haline getirmiştir. Bu çalışmalara ek olarak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Yönetim Endeksi’ni ilan etmiş ve endekse girme şartlarını açıklamıştır.

Bunların yanı sıra, Türkiye’deki kurumsal yönetim çalışmalarına ilişkin olarak Churaev (2003) ile Gürbüz ve Ergincan (2004) gibi araştırmacılar tarafından yapılan çalışmalar da bulunmaktadır.

Türkiye’de kurumsal yönetim alanında yapılmış olan çalışmalara ilişkin olarak öncelikle SPK ve İMKB’nin kurumsal çalışmalarına, sonrasında ise, Churaev (2003) ile Gürbüz ve Ergincan (2004)’ın bireysel çalışmalarına değinilmektedir.

2.3.1. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kurumsal Yönetim İlkeleri

Sermaye Piyasası Kurulu’nun Kurumsal Yönetim İlkeleri dört ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar;

- ✓ Pay Sahipleri (Hissedarlar),
- ✓ Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık,
- ✓ Menfaat Sahipleri ve
- ✓ Yönetim Kurulu’dur.

2.3.1.1. Pay Sahipleri (Hissedarlar)

Ülkemizde pay sahiplerinin haklarını kullanmakta etkin olamadıkları, şirket yönetimi ile yeterli düzeyde iletişim ve etkileşim içinde bulunamadıkları tespit edilmiş ve Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin bu konulardaki eksiklikleri gidermesi amaçlanmıştır.

Bu amaçla;

Pay sahiplerinin bilgi alma hakkının kapsamı genişletilmiş; bu hakkın daha etkin hale getirilebilmesi amacıyla esas sözleşmeye hüküm konulması tavsiye edilmiş; buna göre, bilgi alma talebinin ancak ticari sır ve şirket menfaati gerekçe gösterilerek yönetim kurulunca reddedilebilmesi, soru sorma hakkının açıkça tanınması, özel denetçi atanma talebinin bireysel hak haline getirilmesi, genel kurul toplantı gündeminin internet ortamında gösterilmesi, yönetim ile pay sahibinin sürekli iletişim halinde olması, oy kullanma prosedürüne ilişkin bilginin önceden ilan edilmesi ve benzeri konular ele alınmış,

- ✓ Genel kurulun etkinliği artırılmış ve önemli kararların ancak genel kurulda alınması yönünde düzenleme yapılması tavsiye edilmiş,
- ✓ Oy hakkının etkinliği artırılmış, oy imtiyazının sınırlandırılmasına yönelik prensiplere yer verilmiş,

- ✓ Payın serbestçe dolaşımı önündeki engelleri giderici nitelikte prensipler belirlenmiş ve son olarak,
- ✓ Pay sahipliğine ilişkin kayıtların güvenli bir şekilde tutulması ve periyodik olarak güncellenmesinin sağlanması tavsiye edilmiştir.

Pay Sahipleri Birimi ve Bilgi Alma Hakkı

- ✓ Şirketlerin pay sahipleri ile olan ilişkilerinin, bu konuda kurulacak özel bir birim tarafından yürütülmesi öngörülmüştür.
- ✓ Tüm pay sahipleri eşit olarak bilgi alma hakkına ve belirli esaslar dahilinde kayıtları inceleme hakkına sahiptir. Bilgi alma hakkı ortadan kaldırılamaz veya sınırlanamaz.
- ✓ Genel kurul veya yönetim kurulu ancak ticari sırların muhafazası veya korunmaya değer bir şirket menfaatinin bulunması gerekçesi ile kayıtları inceleme talebini reddedebilir.

Oy Hakkı

- ✓ Üzerinde intifa hakkı bulunan paylarda oy hakkının pay sahibi tarafından kullanılması esası benimsenmiştir.
- ✓ Oy hakkında imtiyaz tanınmaması tavsiye edilmiş, tanınması durumunda ise adi paylar ile imtiyazlı paylar arasında oy gücü bakımından denge kurulmasını temin edecek tedbirler öngörülmüştür.
- ✓ Çıkar çatışması durumunda oy hakkında sınırlamalar getirilmesi önerilmektedir.

Eşit İşlem İlkesi

- ✓ Şirket azınlık ve yabancı pay sahiplerini de kapsayacak şekilde tüm pay sahiplerine eşit muamele edilmesini gözetir.

- ✓ Pay sahiplerinin, kendi haklı menfaatlerini koruma amacı olmaksızın, diğer pay sahiplerine zarar verme kastı ile hareketi, şirket tarafından hakkın kötüye kullanılması çerçevesinde değerlendirilebilir.

2.3.1.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

- ✓ Kamunun zamanında aydınlatılması, açıklanan bilgilerin eksiksiz, güvenilir, anlaşılabilir ve yorumlanabilir olması, açıklanan bilgilere kolay ve mümkün olan en düşük maliyetle erişimin sağlanması,
- ✓ Bu anlamda kamunun aydınlatılmasında teknolojinin sağladığı tüm imkanların (elektronik veri dağıtım kanalları, e-posta, wap gibi) kullanılması,
- ✓ Kamunun aydınlatılmasında yerli veya yabancı yatırımcı ayırımının yapılmaması önerilmektedir.

Şirketin Bilgilendirme Politikası ve Pay Sahiplerine Bilginin Sağlanması

- ✓ Şirketlerin kamuyu aydınlatmadan sorumlu çalışan ve yöneticiler belirlemesi,
- ✓ Şirketler “Bilgilendirme Politikası” oluşturarak bunları kamuya duyururlar. Bu politikanın içeriğini,
- ✓ Açıklanacak bilgilerin kapsamı,
- ✓ Faaliyetler, mali tabloların hazırlanmasında sorumluluğu bulunanlar, genel kurulda görüşülecek konular,
- ✓ Açıklama yöntem ve araçları,
- ✓ Halkla ilişkiler birimi kurulması oluşturmaktadır.

Şirket ile Pay Sahipleri ve Yönetim Kurulu Üyeleri Arasındaki İlişkiler

- ✓ Şirketin doğrudan veya dolaylı, belirli bir oranın üzerindeki pay sahiplerinin kamuya açıklanması önerilmiştir.

- ✓ Şirket ile pay sahipleri ve yönetim kurulu üyeleri arasındaki ilişkilerin (sayısal olarak bazı sınırları aşması halinde) kamuya açıklanmasına ilişkin detaylı ilkeler belirlenmiştir.

Periyodik Raporlar

- ✓ Periyodik raporlar ile kamuya duyurulacak bilgilerin kapsamı genişletilmiş, uluslararası standartlara göre mali tablo hazırlanması ilke olarak benimsenmiştir.
- ✓ Bağımsız denetim raporlarında belirtilen hususlara göre mali tabloların düzeltilmesi kabul edilmiştir.
- ✓ Şirketlerin faaliyet raporları ile kamuya açıklayacakları bilgiler bir standarda bağlanmış, içeriği genişletilmiş, bilgilerin işlevselliğine önem verilmiştir.
- ✓ Yıllık faaliyet raporunun, şirketin sorumlu yöneticileri tarafından imzalanması önerilmektedir.
- ✓ Şirketin iç kontrol sistemine ilişkin yönetim kurulu beyanı ve bağımsız denetim kuruluşunun raporunun yıllık faaliyet raporunda yer almalıdır.
- ✓ Şirketin sorumlu yöneticileri şirketin mali durumunu tam olarak yansıttığına ve şirketin mevzuata tam olarak uyduğuna dair bir beyanda bulunmalıdır.

Ücretlendirme

- ✓ Sarbanes-Oxley Act (2002)'ye paralel bir şekilde, ücretlendirme politikası ve yöneticilerin aldıkları ücretlerin ayrıntılı olarak kamuya duyurulması önerilmektedir.

Ticari Sır Kavramı

- ✓ Şeffaflık ve şirket menfaatlerinin korunması arasında denge sağlanması için “ticari sır” kavramı tanımlanmıştır.
- ✓ Ticari sır niteliğindeki bilgiler; mevcut durum itibarıyla veya potansiyel olarak ticari değeri olan, üçüncü şahıslar tarafından bilinmeyen, normal durumda

erişilmesi mümkün olmayan, bilgi sahibinin gizliliğini korumayı hedeflediği bilgilerdir.

2.3.1.3. Menfaat Sahipleri

Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası

- ✓ Şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları, menfaat sahiplerinin mevzuat ile düzenlenen veya henüz düzenlenmemiş haklarının garanti altına alınmasını sağlar.
- ✓ Menfaat sahipleri arasında çıkar çatışmaları ortaya çıktığında veya bir menfaat sahibinin birden fazla çıkar grubuna dahil olması durumunda, sahip olunan hakların korunması açısından mümkün olduğunca dengeli bir politika izlenir, her bir hakkın birbirinden bağımsız olarak korunması hedeflenir.

Şirket Yönetimine Katılımın Desteklenmesi

- ✓ Başta şirket çalışanları olmak üzere menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımını destekleyici mekanizma ve modeller geliştirilmesi,
- ✓ Yönetim kuruluna seçilmede olanak sağlanması, veya önemli kararlarda görüş alınması önerilmektedir.

Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler

Şirketlerin,

- ✓ Mal ve hizmetlerinin pazarlamasında ve satışında müşteri memnuniyetini sağlayıcı her türlü tedbiri alması,
- ✓ Ticari sır kapsamında, müşteri ve tedarikçiler ile ilgili bilgilerin gizliliğine özen göstermesi,
- ✓ Müşteriler ve tedarikçiler arasında haksız menfaatten uzak iyi ilişkiler kurulması ve taraflar arasında yapılan anlaşma koşullarına uyum sağlanması için gerekli önlemler alınması önerilmektedir.

Etik Kurallar ve Sosyal Sorumluluk

- ✓ Şirketin faaliyetleri, yönetim kurulu tarafından hazırlanan, genel kurulun bilgisine sunulan ve kamuya açıklanan etik kuralları çerçevesinde yürütülür. Oluşturulan etik kuralları ile ilgili uygulamalar kamuya açıklanır.
- ✓ Şirket, sosyal sorumluluklarına karşı duyarlı olur; çevreye, tüketiciye, kamu sağlığına ilişkin düzenlemeler ile etik kurallara uyar ve bu konulardaki politikalarını kamuya açıklar.

2.3.1.4. Yönetim Kurulu

Yönetim Kurulunun Fonksiyonları

Yönetim kurulunun fonksiyonlarını yerine getirirken;

- ✓ Genel kurulun da görüşünü alarak, şirketin, vizyonunu, misyonunu, kısa ve uzun vadeli stratejik hedeflerini oluşturması,
- ✓ Adil, hesap verebilir, sorumlu ve şeffaf olması,
- ✓ Her alanda uluslararası standartlara karşı duyarlı davranması ve uyum sağlamaya çalışması,
- ✓ Şirketin hedeflerine ulaşma derecesini, faaliyetlerini ve geçmiş performansını gözden geçirmesi, (uluslararası standartlar, risk yönetimi, komiteler vb.)
- ✓ Her konuda gecikmeden ve sorun ortaya çıkmadan önlem alması önerilmektedir.

Yönetim Kurulu Üyelerinin Görev ve Sorumlulukları

Yönetim kurulu üyelerinin görev ve sorumluluklarını;

- ✓ Akılcı, iyi niyet kuralları çerçevesinde ve en üst düzeyde, yerine getirmeleri,
- ✓ Yasalara, esas sözleşmeye, şirket içi düzenlemelere (bilgilendirme politikası, etik kurallar vb.) uymaları,

- ✓ Kurumsal yönetim ilkelerine özen göstermeleri,
- ✓ Şirketin malvarlığına zarar verici ve karı azaltıcı herhangi bir iş ve işlemde bulunmamaları,
- ✓ Şirket ile işlem yapmamaları ve rekabet etmemeleri,
- ✓ Yönetim kurulu üyesi şirket ile ilgili gizli ve/veya ticari sır niteliğindeki bilgileri kamuya açıklamamaları,
- ✓ Şirket işleri için yeterli zaman ayırmaları, mümkün olduğu kadar tam zamanlı çalışmaları ve şirket dışında ilke olarak görev almamaları, önerilmektedir.

Yönetim Kurulunun Oluşumu ve Seçimi

- ✓ Yönetim kurulunun en üst düzeyde etki ve etkinlik sağlayacak şekilde yapılanması,
- ✓ Yönetim kurulu başkanının ve icra başkanının ayrı kişiler olması,
- ✓ Yönetim kurulu üyelerinin en az üçte birinin bağımsız üyelere oluşması,
- ✓ Yönetim kurulunda icracı veya icracı olmayan üyelerin bulunması ve yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının icrada görevli olmayan üyelere oluşması önerilmektedir.

Yönetim Kuruluna Sağlanan Mali Haklar

- ✓ Yönetim kurulu üyelerine verilecek ücretin, ilke olarak, üyelik gereklerinin yerine getirilmesini, asgari olarak karşılayacak şekilde genel kurul tarafından belirlenmesi,
- ✓ Kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak, yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin ellerinde olan hisse senetlerinin ve şirketten sağladıkları tüm mali hakların yıllık faaliyet raporunda açıklanması,

- ✓ Ödüllendirmenin, gerçek performansı olabildiğince yansıtacak ve şirketin performans ve başarısı ile ilişkilendirilecek bir şekilde belirlenmesi, önerilmektedir.

Komitelerin Sayı Yapı ve Bağımsızlığı

- ✓ Komite başkanlarının icrada görevli olmayan ve bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmesi,
- ✓ Komitelerin en az iki üyeden oluşması; komitenin iki üyeden oluşması halinde her ikisinin, aksi durumda çoğunluğunun, doğrudan icra fonksiyonu üstlenmeyen yönetim kurulu üyelerinden oluşması,
- ✓ Komitelerin çalışma esaslarının ve çalışmalarının yazılı hale getirilmesi, önerilmektedir.

2.3.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Kurumsal Yönetim İle İlgili Çalışması

Türkiye’de kurumsal yönetim düzeyini sorgulayan, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesini ve bu ilkelerin şirketlerin performanslarına yansımalarına ilişkin en kapsamlı çalışma İMKB Araştırma Müdürlüğü tarafından yapılmıştır (Varış vd., 2001: 129-168). 1998-1999 dönemini araştıran ve aracı kurumların yanı sıra yaklaşık 275 adet borsa şirketini kapsayan çalışmada, öncelikle kurumsal yönetim ilkeleri konusunda genel bilgiler verilmiş, en yaygın referans niteliğindeki OECD kurumsal yönetim ilkeleri baz alınarak hazırlanan anketlerin değerlendirilmesi suretiyle İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile piyasa karakteristikleri, piyasa ve finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu çerçevede, uluslararası literatürde sıkça kullanılan piyasa değeri, volatilité, birikimli düzeltilmiş getiriler piyasa performansını ölçmek için kullanılırken; finansal performansın tespiti için borçlanma, kârlılık, likidite oranları kullanılmıştır. Yapılan anket ile amaçlananın Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlke ve Standartları’nın İMKB’de işlem gören şirketlerde ve İMKB üyesi kurumlarda uygulanma derecesini belirlemek ve bu ilkeleri uygulamanın şirket performanslarında etkisini irdelemek

olduğu vurgulanmıştır. Aşağıdaki bölümlerde söz konusu çalışmanın sonuçları özetlenmektedir:

- ✓ Ankete katılım %100’e ulaşmamakla birlikte genel görüşü yansıtacak yeterliliktedir.
- ✓ Anket değerlendirmesine alınan toplam 513 şirket ve aracı kuruluştan ankete katılan 358’inin %52 oranında kurumsal yönetim ilke ve standartlarına ilişkin çalışmaların farkında olduğu belirlenmiştir.
- ✓ Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu, aynı şirketler grubu bünyesindeki çeşitli şirketlerde de görev almaktadır.
- ✓ Yönetim kurulu yeleri ile başlıca ortaklar incelendiğinde, akrabalık ilişkileri dikkati çekmektedir. Bu durum, özellikle aracı kuruluşlarda yüksek düzeydedir.
- ✓ Türkiye’de yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar genelde performansa dayalı değildir.
- ✓ üst düzey yönetici atamalarında şirketlerin ağırlıklı hissedarları/sahipleri karar verici konumdadır.
- ✓ Borsada işlem gören şirketlerde kamuyu aydınlatma oldukça gelişmiş düzeydedir.
- ✓ şirketlerin tüm ortaklarla ilişkilerinde danışmanlık veya icracı rol üstlenen birimlerin oluşturulması henüz yaygınlaşmamıştır.
- ✓ Borsada işlem gören şirketlerde iç denetim birimi çoğunlukla oluşturulmamıştır. Aracı kuruluşlarda ise, mevzuatlarındaki zorunluluktan dolayı iç denetim daha yaygın şekilde uygulanabilmektedir.
- ✓ şirket çalışanlarına hissedarlık olanaklarının genişletilmesine yönelik girişimler ile bu yoldaki uygulamalar etkin olmayıp, yaygınlık kazanmamıştır.

- ✓ Sermaye artırımlarında yönetim kurulunca mevcut ortakların rüçhan hakkını kısıtlama yetkisi fazla kullanılmamaktadır.
- ✓ Borsa şirketleri ve üyelerinin yalnızca %17'sinde oy hakları arasında farklı gruplar yaratılmıştır.
- ✓ Şirketlerde çalışanlara yönelik vakıf veya sandık uygulaması yeterli yaygınlıkta değildir.
- ✓ Başkan (Chairman) ve Operasyonel Faaliyetlerden En Üst Düzeyde Sorumlu Kişi (CEO) ayrımı yerleşmemiştir. Bu konudaki uygulama örnekleri sınırlıdır.
- ✓ Yönetim kurulu üyeleri arasında yönetimden bağımsız nitelikte üye uygulaması bulunmamaktadır.
- ✓ Yönetim kurulu üyelerinin aynı zamanda şirkette başka görevleri de bulunduğundan, yönetimin etkinliği ve performans denetimi güçleşmektedir.
- ✓ Genel müdür pozisyonunda görev yapanlar profesyonellerden oluşmakta ve çoğunlukla tek şirkette görev almaktadırlar.
- ✓ Genel müdür pozisyonundakilerle yönetim kurulu üyeleri arasında akrabalık ilişkisi üyelerde daha yoğun iken, ihraççı şirketlerde düşük düzeyde bulunmaktadır. Yönetim kurulu üyeleri, şirketlerde istedikleri bilgilere ulaşabilme olanağına sahiptirler.
- ✓ Ortaklarla ilişkilerin yürütülmesinde özel bir birim oluşturulması yaygınlık kazanmamıştır.
- ✓ TTK gereğince atanan yasal denetçilerin etkinliği geliştirilmelidir.
- ✓ İmtiyazlı hisse uygulamasına Borsa şirketlerinde diğerlerine göre daha sık rastlanmaktadır.
- ✓ Yönetim kurulunca mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlama yetkisi sermaye artırımlarında fazla kullanılmamaktadır.

- ✓ İmalat sanayi ile mali sektör gruplarının her ikisinde de, yaklaşık olarak her 5 şirketten birinde şirket içi teftiş birimi bulunmaktadır.
- ✓ Yaklaşık her 10 şirketten birinde çalışanlara yönelik vakıf ve sandık uygulaması mevcuttur.
- ✓ Mali sektörde oy hakları arasında farklılık yaratılması ve imtiyazlı hisseler oluşturulması, imalat sanayine göre daha fazladır.
- ✓ Şirket yönetim ilke ve standartlarını görece daha fazla uygulayan şirketlerin gerek finansal, gerekse piyasa getirisi performansı daha az uygulayanlara göre daha yüksektir.

2.3.3. Churaev (2003)'in Kurumsal Yönetim İle İlgili Çalışması

Churaev (2003)' in çalışması İMKB-30 Endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemektedir. Çalışmada yapılan anket, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayımladığı “Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi”ni esas almış ve İMKB-30 Endeksine dahil 30 şirkete uygulanmıştır.

Churaev (2003)'in çalışmasında kurumsal yönetim derecelendirmesi (rating); hisse senedi performansı, şirketin mali yapısı, getiri performansı arasındaki ilişkileri incelemek için oluşturulmuştur. Finansal yapı için borç-özsermaye oranı, kârlılık performansı için ise net kâr marjı ve özsermaye kârlılığını kriter olarak seçilmiştir.

Histogram ve normal dağılım eğrisi karşılaştırılması, kurumsal yönetim endeksinin dağılımının sağa doğru eğik (skewed) olduğunu göstermektedir. Çok sayıda şirketin ortalamanın altında bulunmasına karşın; az sayıda şirketin, çok yüksek puanlara sahip olduğu görülmektedir. Sektörel farkların analiz üzerindeki etkisini kaldırmak amacıyla, özel düzenlemelere tabi olmaları ve farklı kamuyu aydınlatma (disclosure) özellikleri ve mali yapı nitelikleri nedeniyle bankalar, Churaev (2003)'in çalışmasında analize dahil edilmemiştir.

İncelenen şirketlerin piyasa performanslarının belirlenebilmesi için piyasa değerleri esas alınmıştır. Uluslararası literatürde en çok benimsenen kriter, aylık ortalamalara göre oluşturulmuş son 3 yıla ait birikimli düzeltilmiş getirilerdir. Araştırmada, 2000-2002 döneminde aylık ortalama düzeltilmiş getirileri içeren veriler kullanılmıştır. Farklı değişkenler arasındaki ilişki, korelasyon analiz aracılığıyla incelenmiştir. Araştırmada şirketler, kurumsal yönetim endeksi düzeyiyle ilişki olarak 5 ayrı gruba ayrılmıştır. Araştırmanın sıfır (kabul) hipotezi, farklı kurumsal yönetim düzeyindeki şirketlerinin getirileri arasında fark olmadığı önermesidir. Pearson korelasyonu, birikimli düzeltilmiş getiriler ile kurumsal yönetim derecesi (rating) arasındaki ilişkinin gücünü araştırmak/tahmin etmek amacıyla kullanılmıştır.

Kurumsal yönetim kalitesi artarken, birikimli düzeltilmiş getirinin standart sapması düşmekte, ortalaması artmaktadır. Kurumsal yönetim endeksindeki 10 puanlık artış, birikimli düzeltilmiş getiride 2,5 puan artışa neden olmaktadır. Churaev (2003)'in bulguları, kurumsal yönetim endeksindeki 10 puan artışın getirilerde 3 puanlık artışa yol açtığını vurgulamaktadır.

Churaev (2003)'e göre kurumsal yönetim kalitesi yükselirken, borsada işlem gören halka açıklık oranı artmaktadır. Bu çalışmada, borsada işlem gören halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin küçük yatırımcıya hitap edebilmek için kurumsal yönetime ağırlık verdiği görülmüştür. Churaev (2003)'in araştırması, ikinci büyük hissedarlığın kurumsal yönetimi geliştirdiği savını desteklemektedir. Bu araştırma, borç-öz sermaye oranının ve net kâr marjının gruplar arasında anlamlı ölçüde farklı olmadığını göstermiştir. Bununla birlikte, riski temsil eden standart sapma, kurumsal yönetim geliştikçe azalmaktadır.

Tek yönlü ANOVA (One-Way ANOVA) analizine göre gruplar arasındaki farklılıklar, düzeltilmiş getiri, halka açık şirketlerin hisse senetlerinin işlem görme yüzdesi ve özsermaye kârlılığı bakımından 0,10 olasılık düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur. Gruplar arasındaki birikimli düzeltilmiş getiri farklılıklarını farklı kurumsal yönetim düzeyleriyle ilişkilendiren Ki-Kare (Chi-Square) analizi de istatistiksel açıdan anlamlı sonuçlar vermektedir. Pearson Korelasyon analizi, kurumsal yönetim derecelendirmesi ile birikimli düzeltilmiş

getiriler arasında orta düzeyde, ancak istatistiksel açıdan anlamlı olan bir ilişkinin varlığını saptamıştır. Bununla birlikte, sektör farklılıklarının veri setini etkilemesi sebebiyle örneklemin küçük olması; araştırmanın sınırlamaları kapsamında değerlendirilmelidir. Churaev (2003), birikimli düzeltilmiş getiriler ile halka açık şirketlerin borsada işlem gören hisse senetlerinin oranı arasında da zayıf, ancak pozitif bir ilişkinin varlığını saptamış ve bunu Türkiye'nin Kıta Avrupa'sı yasal sistemini benimsemesi yoluyla açıklamıştır. Bununla birlikte, Churaev (2003), Kurumsal Yönetim Endeksi ile şirketlerin (halka) açıklığı arasında pozitif ilişki bulmuştur. Churaev (2003), halka açık şirketlerin borsada işlem gören hisse senetlerinin oranı ile şirketlerin kurumsal yönetim düzeyi arasındaki güçlü pozitif ilişkinin varlığını, daha üstün kurumsal yönetim uygulamaları olan şirketlerin hisse senetlerinin görece daha yaygın sahiplik yapısına sahip olmasıyla açıklamaktadır. Anılan çalışmada, şirketlerin finansal yapısı “borç/özsermaye oranı” ile incelenmiştir. Churaev (2003), görece daha gelişmiş kurumsal yönetim düzeyine sahip şirketlerin, kreditorlerde/alacaklılarda daha fazla güven uyandırdığı yorumunda bulunmaktadır. Başka bir deyişle, daha iyi yönetilen şirketler daha fazla borçlanma olanağına sahiptir. Ancak örneklemin küçük olması; kurumsal yönetimin, şirketlerin mali yapısı üzerindeki etkisi hakkında kesin yargıda bulunmaya izin vermemektedir. Churaev (2003), “özsermaye kârlılığı” ile Kurumsal Yönetim Endeksi arasında (%1 anlamlılık düzeyinde) istatistiksel açıdan orta düzeyde anlamlı bir ilişki bulmuştur. Regresyon ve korelasyon analizleri kurumsal yönetim, birikimli düzeltilmiş getiriler ve sermaye kârlılığı arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. Finansal kaldıraç ile kurumsal yönetim arasında bulunan pozitif ilişki ise, kurumsal yönetimin şirkete yatırımcı güveniyle itibar kazandırdığı hipotezini desteklemektedir.

2.3.4. Gürbüz ve Ergincan (2004)'ın Kurumsal Yönetim İle İlgili Çalışması

Çalışmada, İMKB-30 Endeksinin kapsamına giren şirketlerin esas sözleşmeleri SPK' nın hazırladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi'ne dayanarak oluşturulan kriterlere göre değerlendirilmiş ve bu bulgulardan hareket ederek Esas Sözleşme Endeksi oluşturulmuştur. Bu hukuki yaklaşımın yanı sıra, şirketin pay sahipleri arasındaki güç ilişkilerini ve şirketin dışarıdan gelen yatırımcılara açıklık derecesini

ölçmek üzere bir Ortaklık Endeksi geliştirilmiştir. Söz konusu endeksin oluşturulmasında, şirketin halka açıklık oranı, karşılıklı iştirak ilişkilerinin bulunması ve tek pay sahibinin şirketin yönetiminde baskın rol oynama derecesi dikkate alınmıştır. Bu iki alt endeksten yola çıkarak Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) hazırlanmıştır. Bunun için iki alt endeksin eşit ağırlıklı bir toplamı alınmıştır.

Esas Sözleşme Endeksi, Ortaklık Endeksi ve KYE, 0 ile 100 puan arasında değişebilmektedir.

Elde edilen kurumsal yönetim endeksleri, bir şirketin kurumsal yönetiminin borsa performansı, finansal yapısı, kârlılığı ve başka etkenlerle ilişkisinin araştırılmasında kullanılmıştır. Kurumsal yönetimin finansal yapının üzerindeki etkisini ortaya çıkarmak için “borç/toplam sermaye” oranı kullanılmış; kârlılık ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemek için ise “net kâr marjı”, “brüt kâr marjı” ve “özsermaye kârlılığı” gibi ölçülerden yararlanılmıştır.

Sektörel farkların analizin sonuçlarını etkilememeleri için, bankalar finansal yapı ve kârlılık analizinde dikkate alınmamıştır. Bunun başlıca sebebi, bankacılık sektöründe ileri düzeydeki kurumsal yönetim ilkelerinin zorunlu olarak uygulanması ve kamuyu aydınlatma gibi bir çok konuda finansal olmayan şirketlere göre bankaların farklı işleme tabi olmalarıdır. İki şirkete ait veriler yüksek derecede kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ve düşük performans göstergeleri ile güven aralığı sınırları dışında kaldığı için, bu şirketler analiz kapsamından çıkarılmıştır.

Çalışmada, şirketlerin borsa performansını ölçmek üzere, uluslararası literatürde en sık kullanılan ölçü olan birikimli düzeltilmiş getiri kullanılmıştır. Söz konusu endekslerin 2000-2002 yıllarına ait şirket borsa performansının ölçüsü olarak 3 yıllık (2000-2002) aylık bazda ortalama getirilerin toplamı olan CAR kullanılmıştır. Günlük ve aylık ortalama düzeltilmiş getiriler İMKB veri setinden yararlanılarak hesaplanmıştır. Burada Pearson korelasyon katsayısı değişkenler arasındaki ilişkinin düzeyini belirlemek için kullanılmıştır. Ayrıca, değişik düzeyde kurumsal yönetim ilkelerini kullanan şirket grupları arasında performans ve finansal yapı farklarını

ortaya çıkarmak için ki-kare (chi-square) ve varyans (ANOVA) analizleri de yapılmıştır.

KYE'ye göre araştırma kapsamına giren şirketler 5 gruba bölünmüştür. En ileri derecede kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketler 5'inci gruba girerken, en az düzeyde uygulayan şirketler de 1'inci grupta toplanmıştır. Buna göre, 1'inci ve 2'nci gruplar arasındaki KYE'deki 10 puanlık bir artış 2 puanlık ek getiri sağlamaktadır. 1'inci ve 5'inci gruplar arasındaki 20 puanlık artış ise 4 puan fazla getiri sağlamaktadır. 4'üncü grupta görünen düşük ortalama getirinin sektörel farklılıklardan kaynaklandığı tahmin edilmektedir. Korelasyon analizi sonuçlarına göre Kurumsal Yönetim Endeksi ile getiri arasında %38,5'luk bir korelasyon, Ortaklık Endeksi ile getiri arasında %35,5'luk bir korelasyon bulunmuştur.

Ayrıca, Esas Sözleşme Endeksi ile getiri arasında %28,3'lük bir korelasyon hesaplanmıştır. Diğerlerinden farklı olarak, bu analizde burada %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak doğrusal bir ilişkinin varlığı sonucuna ulaşılmamıştır. KYE ile getiri arasındaki regresyon analizine göre kübik regresyon denklemi istatistik olarak daha güvenilir olmakla birlikte (anlamlılık katsayısı doğrusal regresyon için = 0,069, kübik regresyon için = 0,011); modelin daha basit olması açısından doğrusal regresyon tercih edilmiştir.

Beş farklı grup için halka açıklık oranına bakıldığında, 3'üncü grubun ortalamasının %20, 5'inci grubun ortalamasının ise %41 olduğu tespit edilmiştir. En büyük ortağın payı 1'inci grupta %63, 5'inci grupta ise %37 olarak bulunmuştur. Şirketin daha iyi yönetilmesi açısından ikinci büyük hissedarın pay oranının da önemli olduğu ve ikinci büyük pay sahibinin hissesi ne kadar yüksek olursa, onun pazarlık gücünün de o kadar artacağı ve daha sağlıklı kararların alınmasının mümkün olacağı ileri sürülmektedir. Böylece, bu oranın 1'inci gruptaki ortalama %9'luk paydan 5'inci gruptaki %17'lik paya çıkması kurumsal yönetim açısından olumlu bir gösterge olmaktadır. Özsermaye Kârlılığı ile KYE arasındaki ilişki monotonik bir ilişki olmamasına karşın, kurumsal yönetim ilkelerini daha ileri derecede uygulayan şirketlerin özsermaye kârlılığının daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. KYE ile halka açıklık oranı arasındaki ilişki incelendiğinde, halka daha fazla açık olan

şirketlerin daha ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları sonucuna varılmıştır. 2002 yılına ait borç-özsermaye oranı ile kurumsal yönetim kalitesi arasında bir ilişki gözlemlenmektedir. Söz konusu iki değişken arasında pozitif bir ilişkinin bulunması, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere güven duygusu verdiğini ve bu şekilde şirketlerin dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı bulunduğunu ifade etmektedir. Böylece, kurumsal olarak daha iyi yönetilen şirketler hem borçlanarak, hem de yeni hisse senedi ihracı yaparak dış finansman kaynaklarına daha kolay bir şekilde ulaşabilmektedirler.

Özetle, kurumsal yönetim ilkelerini değişik düzeyde uygulayan şirket grupları arasında borsa performansı ölçüsü olarak kullanılan birikimli düzeltilmiş getirilerde farklılıklar tespit edilmiştir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yaklaşık 10 puanlık bir artışta yaklaşık 2 puanlık getiri artışı gözlemlenmiştir. Aynı zamanda, dış finansman ile kurumsal yönetim arasında doğrudan ve pozitif bir ilişki bulunduğundan, bu durum şirketlerin daha fazla yatırım yapma olanaklarının bulunduğunu ve finansman sıkıntısından dolayı kârlı projeleri kaçırmak durumunda kalmadıklarını ifade etmektedir. Oluşturulan Esas Sözleşme Endeksi ile performans arasında ilişki güçlü olmamakla birlikte, Ortaklık Endeksi ile performans ilişkisinin daha güçlü olduğu anlaşılmaktadır. Ancak bu iki endeksin eşit ağırlıklı bileşimi performansla daha güçlü ve istatistiksel olarak daha anlamlı bir ilişkinin varlığını göstermektedir. Bu durum, yalnızca bir yaklaşımın mevcut olan ilişkiyi açıklamakta yetersiz kaldığı şeklinde yorumlanabilir. İki yaklaşımı da içeren endeks ise, daha sağlam verileri elde etme olanağını sağlamaktadır. Dolayısıyla, kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarının, bu ilkeleri yeteri kadar uygulamayan şirketlere göre daha yüksek olduğu, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin özsermaye kârlılığının daha yüksek olduğu, yüksek halka açıklık oranlarına sahip şirketlerin ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere güven duygusu verdikleri ve bu şekilde dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı buldukları sonuçlarına ulaşılmıştır. Sonuçta, kurumsal olarak iyi yönetilen şirketler, borçlanmak ve dışarıdan öz sermaye derlemek suretiyle dış finansman kaynaklarından daha fazla yararlanma olanağına sahip olabilmektedirler.

III. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİNE YÖNELİK EKONOMETRİK BİR ANALİZ

3.1. GİRİŞ

Günümüz firmaları, kurumsal yönetim uygulamalarında etkinliği sağlamanın firma değerini ve dolayısıyla da hissedarların getirilerini pozitif yönde arttırdığının farkına varmış olup, stratejilerini bu yönde oluşturmaya çabalamaktadırlar. Bu nedenle, firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının yapısı (kalitesi), söz konusu firmanın finansal performansını önemli ölçüde etkileyen bir değişken olmaktadır.

Konuya ilişkin olarak yapılan çalışmalarda, kurumsal yönetim ilkelerini başarılı bir biçimde uygulayan firmaların hem hissedar değerlerinin, hem de karlılıklarının arttığı gözlemlenmektedir. Örneğin; **Gompers vd. (2003)** tarafından yapılan bir çalışmada; hissedarlarının haklarını etkili bir biçimde savunan firmaların yıllık getiri düzeylerinin, savunmayanlara oranla, ortalama %8,5 oranında daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Yine aynı çalışmada, daha demokratik yönetilen firmaların piyasa değerlerinin yanı sıra, karlılık ve satışlardaki büyüme oranlarının nispeten yüksek; sermaye harcamalarının ise nispeten düşük oldukları sonucuna da ulaşılmıştır.

Konuya tersinden bakıldığında, kurumsal yönetim uygulamalarının etkin olmadığı firmalarda karlılık oranlarının nispeten düşük, iflas riskliliğinin nispeten yüksek olduğu ve kar payı dağıtımlarının ya yapılmadığı ya da düzensiz bir biçimde yapıldığı sonucuna ulaşmak da mümkündür (**Kyereboah-Coleman ve Biekpe, 2004: 1**). Ayrıca, söz konusu firmaların finansal piyasalara girmekte zorlandıkları, buna bağlı olarak da sermaye maliyetlerinin nispeten yüksek oldukları da görülmektedir (**Claessens, 2003**). Bu açılarından bakıldığında, kurumsal yönetimde etkinliği

sağlayamayan firmaların finansal performanslarının düşük, riskliliklerinin fazla olmasına bağlı olarak, söz konusu firmaların faaliyet gösterdikleri ekonomilerin de makro ekonomik krizlerden etkilenme ihtimallerinin fazla olduğu görülmektedir (Donaldson, 2003).

Bu tez çalışmasının amacı kurumsal yönetim kavramı (ve uygulamaları) hakkında bilgi vermek ve hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmalardaki kurumsal yönetim uygulamalarının, söz konusu firmaların piyasa değerleri üzerindeki etkisinin, oluşturulan bir çoklu regresyon modeli ile incelenmesidir. Yükselen bir piyasa (emerging market) olan Türkiye'de kurumsal yönetim konulu çalışmaların henüz emekleme aşamasında olması çalışmanın önemini daha da artırmaktadır.

Amacı yukarıda belirtilen çalışmanın ilerleyen bölümlerinde, öncelikle, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkilerini ampirik yönde inceleyen çalışmalara ilişkin *Literatür Taraması* ve çalışmanın *Yöntemi* verilmektedir. *Yöntem* bölümünde regresyon modeli kapsamındaki bağımlı değişken ile bağımsız değişkenlere ait açıklamalar; modelin kendisi ve analiz sonuçları sunulmaktadır. Son olarak ise, çalışmanın *Sonuç ve Öneriler* bölümü yer almaktadır.

3.2. LİTERATÜR TARAMASI

Kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri değişkeni başta olmak üzere finansal performans üzerindeki etkilerini irdeleyen çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Bununla birlikte çalışmaların bir çoğunun özellikle gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarına odaklandıkları görülmektedir. Söz konusu çalışmalarda, kurumsal yönetim uygulamalarının etkin olmasının firmaların yarattıkları ekonomik katma değer miktarlarını ve karlılık oranlarını artırırken; riskliliklerini azalttığı sonucuna ulaşılmıştır (Bkz. Schleifer ve Vishny, (1997); John ve Senbet, (1998)).

Bu çalışmaların yanı sıra, kurumsal yönetim uygulamaları noktasında ülkeler arası farklılıkların incelendiği çalışmalar da bulunmaktadır. Örneğin; Mitton (2001) yapmış olduğu bir çalışmada 1997-1998 yıllarında ortaya çıkan Doğu Asya Krizi

döneminde Kore, Malezya, Endonezya, Filipinler ve Tayland'da faaliyet gösteren toplam 398 firmadan oluşan bir örnekleme ele almıştır. Çalışmanın sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının etkin bir biçimde yürütülmesinin firmaların finansal performansını olumlu yönde etkilediği ve söz konusu etkinliğin firma değerini artırdığı tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasındaki olası ilişkileri irdelenmek amacıyla yapılan çalışmaların çoğunluğunda finansal performans ölçütü olarak piyasa değerinin alındığı görülmekte iken; bu değişkenin yanı sıra karlılık, Tobin'in q oranı (yenileme değeri/defter değeri oranı) ve kar payı dağıtım oranları gibi değişkenlerin de kullanıldığı görülmektedir. **Brown ve Caylor (2004)**, 2.327 adet firmayı inceledikleri çalışmalarında, kurumsal yönetim uygulamalarının etkin olduğu firmalarda karlılığın ve hissedar değerinin (piyasa değerinin) nispeten fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Bunun yanı sıra, söz konusu firmaların kar payı dağıtım oranlarının da nispeten yüksek olduğu görülmekte olup; bu durum hissedar değerinin artmasına neden olmaktadır. Benzer bir çalışmada (**Gompers, Ishii ve Metrick, 2003**) elde edilen sonuçlara göre ise, hissedar haklarının nispeten sınırlı olduğu firmaların piyasa değerinin ve hisse senedi getirilerinin düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın, hissedar haklarının fazla olduğu, diğer bir ifadeyle hissedarların firma yönetimi üzerindeki etkinliğinin fazla olduğu firmalarda ise, firma değerinin, karlılığın ve satışların nispeten yüksek; sermaye harcamalarının ise düşük olduğu görülmektedir. **La Porta vd. (2002)** de aynı yönde bir bulguya ulaşmışlardır. Buna göre; hissedar haklarının daha fazla korunduğu firmaların piyasa değerleri nispeten yüksek olmaktadır.

Firma değeri yerine vekil değişken (proxy measure) olarak Tobin'in q oranının alındığı çalışmalarda da benzer bulgulara ulaşılmıştır. Örneğin; **Morck vd. (1988)**, **McConnell ve Servaes (1990)** ile **Hermalin ve Weisbach (1991)**'in çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının q oranı üzerindeki etkileri irdelenmiş olup; sonuçta söz konusu uygulamaların etkin olmasının q değerini olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de de konuya ilişkin bir takım ampirik çalışmaların yapılmış oldukları görülmektedir. Söz konusu çalışmaların en önemlilerinden olan **Churaev (2003)** ile **Gürbüz ve Ergincan (2004)**’ın çalışmalarına ikinci bölümün sonunda ayrıntılı bir biçimde değinilmiştir.

3.3. YÖNTEM

Kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisinin incelenmesinin amaçlandığı bu çalışmada, 2006 yılında hisse senetleri İMKB’de işlem gören üretim firmalarının konuya ilişkin finansal verilerinden faydalanılmaktadır. İlgili veriler, ilgili yıla ait yıllık bilânçolar, gelir tabloları ve bu tablolara ilişkin ayrıntılı dipnot açıklamalarından elde edilmiş olup, belirtilen mali tablolara www.imkb.gov.tr internet sitesinden ulaşılmıştır. Çalışmada bir bağımlı ve altı bağımsız olmak üzere toplam yedi adet değişken kullanılmış olup, bunlara ilişkin bilgiler aşağıda sunulmaktadır. Söz konusu dönemde hisse senetleri İMKB’de işlem gören üretim firması sayısı toplam 264’dür. Ancak, çalışmadaki gözlem sayısı (*N*) 211’dur. Bunun nedeni, bir takım değişkenleri hesaplanamayan ya da bu değişkenlere ilişkin bilgilerin mevcut olmadığı firmaların analize dahil edilmemesinden kaynaklanmaktadır.

3.3.1. Bağımlı Değişken

Çalışmada kullanılan bağımlı değişken *piyasa değeri/defter değeri* olup, PD/DD ile ifade edilmektedir. Bu değişken, yukarıda da belirtildiği üzere, konuya ilişkin ampirik çalışmalarda yaygın bir biçimde kullanılmaktadır. *PD/DD*, aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$PD/DD = \text{Özsermayenin Piyasa Değeri} / \text{Özsermayenin Defter Değeri}$$

3.3.2. Bağımsız Değişkenler

Çalışmada kullanılan toplam altı adet bağımsız değişkenden dört tanesi, kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkinin incelendiği ampirik çalışmalarda kullanılan *yönetim kurulu üye sayısı*, *genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı*, *kamu sahipliğinin olup olmadığı* ve *kurumsal*

yatırımcıların ellerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin toplam hisse senetleri içindeki payı değişkenleridir. Diğer iki bağımsız değişken ise, ampirik çalışmalarda sıklıkla karşılaşılan *büyüme* ve *kaldıraç oranı* değişkenleri olup, regresyon modeline kontrol değişkenleri olarak dâhil edilmişlerdir.

Yönetim kurulu üye sayısı, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı, kamu sahipliğinin olup olmadığı ve büyük hissedarların elinde bulundurdıkları hisselerin toplam hisseler içindeki payı, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisinin tespit edilmesinde kullanılan temel değişkenler olup, sırasıyla, *YÖNKUR*, *GENMÜD*, *KAMU* ve *KURYAT* ile ifade edilmektedir. Bu değişkenlerden *GENMÜD* ve *KAMU* değişkenleri kukla değişkenler (dummy variables) olup; genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olması ve firmanın bir kamu kuruluşu olması durumunda 1; aksi takdirde, yani genel müdürün bağımsız ve firmanın kamu kuruluşu olmaması durumunda ise 0 olarak alınmaktadır.

Büyüme değişkeni, firmanın satışlarında ilgili dönemde meydana gelen artış (ya da azalış) ile ilişkili olup, büyümenin firma değeri üzerindeki olası etkisinin incelenmesi amacıyla modele dahil edilmiştir. Bu değişken *BÜYÜME* ile ifade edilmekte olup, aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$BÜYÜME = (Satışlar_t - Satışlar_{t-1}) / Satışlar_{t-1}$$

Yabancı kaynak kullanımının firma üzerindeki etkisi kaldıraç oranı ile incelenmekte olup, *KAL* ile ifade edilen bu oran aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$KAL = Borç\ Toplamı / Aktif\ Toplamı$$

Tablo 3.1.'de çalışmada kullanılan veri seti (bağımlı değişken ile bağımsız değişkenlerin rakamsal değerleri) verilmektedir.

Tablo 3.1.: Veri Seti

FİRMA	PD/DD	YÖNKUR	GENMÜD	KAMU	KURYAT	BÜYÜME _{Sats}	KAL
ABANA	0,789	3	0	0	99,000	9,476	14,150
ACIBD	6,797	5	1	0	48,130	46,256	59,123
ADANA	3,519	7	0	0	57,000	10,189	5,726
ADEL	1,401	11	0	0	77,400	20,032	26,728
AEFES	2,951	13	0	0	54,900	60,184	49,138
AFYON	3,124	5	1	0	78,500	-2,386	16,643
AKALT	0,395	6	0	0	58,000	12,296	42,880
AKCNS	2,061	8	0	0	79,000	39,140	13,645
AKENR	0,650	6	1	0	43,700	7,865	32,583
AKIPD	0,771	7	1	0	80,000	22,982	49,709
AKSA	0,595	6	1	0	58,000	21,114	34,252
AKSUE	1,114	6	0	0	18,600	50,814	31,489
ALARK	1,143	9	1	0	75,000	11,389	45,444
ALCAR	1,069	6	0	0	85,000	9,787	24,947
ALCTL	2,864	5	0	0	65,000	-13,182	77,434
ALKA	0,628	9	0	0	70,000	22,204	26,408
ALKIM	1,061	9	1	0	52,000	18,382	22,938
ALTIN	0,907	9	1	0	79,920	21,082	63,785
ALYAG	2,360	5	1	0	27,000	22,198	62,148
ANACM	1,339	9	0	0	79,000	27,370	43,023
ARAT	3,385	7	0	0	77,000	57,276	10,645
ARCLK	1,588	9	1	0	61,000	36,367	66,457
ARENA	1,588	4	1	0	58,000	27,773	56,317
ARSAN	0,395	3	0	0	39,000	51,816	39,670
ASELS	1,693	7	0	1	84,000	28,823	68,686
ASLAN	2,450	5	0	0	97,000	55,238	31,248
ASUZU	1,199	11	0	0	70,000	0,625	34,759
ATEKS	0,492	5	0	0	36,000	-0,490	38,016
AYCES	1,275	7	0	0	82,000	16,757	13,007
AYEN	1,334	3	0	0	85,000	65,024	61,666
AYGAZ	0,731	7	1	0	75,000	-37,941	44,372
BAGFS	0,938	7	1	0	35,490	9,251	45,154
BAKAB	1,024	5	0	0	75,820	15,846	32,613
BANVT	1,362	5	1	0	59,930	11,430	53,834
BEKO	2,696	5	0	0	67,650	-17,733	51,064
BERDN	3,130	3	1	0	46,880	-2,218	84,316
BFREN	11,073	5	0	0	84,490	-4,680	54,433
BISAS	2,998	3	2	0	46,230	-0,862	46,326
BOLUC	1,668	7	0	1	51,000	23,379	53,021
BOSSA	0,778	5	0	0	51,860	32,704	25,030
BOYNR	5,147	9	1	0	69,900	15,842	75,434
BRISA	1,623	9	0	0	87,260	19,946	23,785
BRMEN	0,888	5	0	0	14,490	18,898	67,668
BRSAN	1,365	8	0	0	81,340	29,827	49,582
BSHEV	3,075	8	0	0	95,080	19,370	55,476
BSOKE	0,952	9	0	0	74,680	16,960	13,186
BTCIM	1,407	9	0	0	23,270	22,136	20,264

BUCIM	3,997	9	0	0	27,670	15,705	18,294
BURCE	1,470	3	0	0	53,450	5,481	59,927
BURVA	1,111	4	0	0	55,000	-4,768	44,696
BYSAN	7,745	3	0	0	60,640	5,826	27,615
CBSBO	2,360	4	0	0	50,530	-6,900	29,648
CELHA	1,561	6	0	0	62,440	9,037	41,665
CEMTS	1,073	7	0	0	57,950	-0,591	31,649
CEYLN	3,147	3	0	0	50,400	29,448	67,892
CIMSA	1,571	8	0	0	64,980	41,528	27,957
CLEBI	2,925	7	0	0	63,000	7,794	60,710
CMBTN	1,095	5	0	0	84,680	32,532	36,686
CMENT	0,701	9	0	0	96,980	59,297	45,602
CYTAS	1,617	5	0	0	62,550	9,165	18,446
DARDL	2,980	3	1	0	51,820	-2,131	17,946
DENCM	0,929	7	0	0	53,250	15,536	30,959
DENTA	0,862	7	0	0	79,600	28,524	34,348
DERIM	1,778	3	1	0	65,510	68,408	55,573
DEVA	2,863	5	0	0	40,290	-20,978	34,871
DGZTE	1,219	7	1	0	74,820	7,821	21,893
DITAS	1,094	6	0	0	50,930	10,877	29,388
DMSAS	0,497	5	0	0	48,050	17,861	41,952
DOBUR	1,505	8	0	0	80,720	10,062	27,884
DOGUB	1,613	7	0	1	80,500	-29,778	27,511
DOHOL	0,987	11	1	0	65,520	22,939	47,260
DOKTS	1,458	6	1	0	65,100	11,230	35,879
DURDO	3,120	3	0	0	52,473	41,050	36,978
DYHOL	3,828	9	0	0	69,570	27,313	55,989
DYOBY	3,578	7	1	0	69,630	8,260	53,648
ECILC	0,829	6	1	0	77,260	16,821	29,274
ECYAP	1,006	8	0	0	68,020	13,831	51,136
EDIP	1,635	6	0	0	46,010	-6,167	43,264
EGEEN	1,235	7	0	0	63,800	11,904	40,813
EGGUB	0,494	5	0	0	58,960	6,025	26,034
EGPRO	2,463	7	1	0	97,460	23,145	60,046
EGSER	2,298	5	0	0	73,080	23,460	66,293
EMKEL	1,260	7	1	0	29,100	0,426	64,365
EMNIS	1,207	5	1	0	80,220	42,977	52,966
ENKAI	3,005	8	1	0	61,960	43,141	57,625
EPLAS	5,630	5	1	0	15,000	7,252	58,489
ERBOS	0,881	7	0	0	5,276	28,731	55,005
EREGL	0,813	9	1	1	52,360	17,670	36,335
ERSU	1,321	5	0	0	43,590	57,975	26,756
ESCOM	0,966	3	1	0	63,390	-26,817	29,943
ESEMS	0,980	4	0	0	81,820	34,659	31,023
FENIS	0,861	5	1	0	84,900	41,536	66,305
FMIZP	10,727	6	0	0	90,400	-16,083	56,987
FRIGO	1,253	4	0	0	69,000	23,461	64,745
FROTO	2,452	10	1	0	82,080	7,627	42,237
FVORI	0,375	5	0	0	67,830	11,677	62,864
GEDIZ	0,890	8	0	0	28,560	15,648	30,655

GENTS	1,017	5	1	0	31,750	23,832	12,163
GEREL	0,910	5	1	0	35,300	18,571	22,755
GOLDS	0,845	7	1	0	38,290	36,712	53,712
GOLTS	1,554	6	0	0	32,160	6,819	15,435
GOODY	1,043	10	1	0	74,600	19,488	42,963
GSDHO	0,703	9	1	0	17,000	-5,455	42,365
GUBRF	1,184	7	1	1	83,850	16,167	66,343
HEKTS	0,927	6	0	1	57,610	6,960	20,550
HURGZ	2,218	8	1	0	60,000	8,066	27,500
HZNDR	1,806	6	1	0	52,000	41,959	65,125
IDAS	0,809	7	1	0	42,000	15,443	53,339
IHEVA	0,970	5	1	0	39,000	-1,530	45,473
IHLAS	0,438	4	0	0	45,000	-38,831	39,280
ITEM	0,852	9	1	0	49,000	20,873	82,209
IPMAT	2,309	5	1	0	39,000	17,654	26,370
ISAMB	4,071	4	1	0	36,000	14,434	23,645
IZMDC	1,851	7	0	0	61,000	80,464	33,239
IZOCM	2,560	5	1	0	53,000	19,594	24,761
KAPLM	1,475	5	0	0	76,000	15,213	26,201
KARSN	1,587	7	1	0	72,000	9,531	67,224
KARTN	1,591	14	1	0	63,000	14,361	10,463
KCHOL	1,367	13	0	0	55,000	18,948	79,644
KENT	5,091	8	1	0	99,360	31,643	34,550
KERTV	2,645	6	1	0	72,860	35,008	19,846
KIPA	6,948	9	0	0	5,560	62,445	56,326
KLBM0	1,546	5	0	0	64,840	-9,890	81,326
KLMSN	1,712	6	0	0	63,710	30,132	59,868
KNFRT	2,088	5	0	0	59,100	67,280	70,164
KONYA	1,322	10	0	0	65,000	19,496	13,040
KORDS	1,138	6	1	0	84,000	20,154	42,773
KOZAD	4,392	5	0	0	54,000	17,065	26,489
KRDMDTO	0,667	7	1	0	31,560	42,928	43,526
KRSTL	0,626	5	1	0	49,000	-20,372	48,879
KRTEK	0,497	7	1	0	26,000	19,728	37,899
KUTPO	0,689	8	0	0	58,000	7,605	35,106
LINK	2,000	5	1	0	84,000	-27,281	41,365
LUKSK	1,397	7	0	0	67,230	24,164	38,156
MAALT	3,904	5	1	0	66,760	-17,177	13,411
MAKTK	0,496	5	0	0	28,170	45,450	82,186
MEGES	14,479	7	1	0	75,460	1,550	89,208
MEMSA	0,209	4	1	0	76,300	-24,143	63,443
MERKO	1,278	4	0	0	44,970	64,473	78,881
MIGRS	3,496	9	0	0	51,060	59,148	66,918
MIPAZ	3,079	6	0	0	65,000	-11,546	36,563
MMART	1,272	5	0	0	25,000	-13,287	32,548
MNDRS	0,413	5	1	0	47,000	16,976	28,958
MRDIN	2,433	7	0	0	56,000	20,644	10,134
MRSHL	1,512	6	1	0	87,000	50,559	28,257
MTEKS	2,160	4	1	0	40,000	-2,542	64,946
MUTLU	0,967	7	1	0	75,000	23,992	38,232

MZHL	1,320	5	0	0	64,800	7,493	32,154
NERGS	6,356	8	0	0	17,000	22,742	29,874
NETAS	1,163	6	0	0	68,000	-19,842	30,401
NTHOL	4,416	11	1	0	36,500	32,154	49,808
NTTUR	1,198	5	0	0	25,220	21,365	46,944
NUHCM	2,236	11	0	0	58,000	44,671	28,404
OKANT	0,465	5	0	0	52,000	15,879	58,526
OLMKS	0,839	6	1	0	87,000	17,301	14,674
OTKAR	2,704	7	1	0	69,000	18,873	47,507
OYSAC	2,747	6	0	0	73,000	16,381	11,872
PARSN	0,789	5	0	0	83,000	17,452	31,116
PENG	2,159	7	0	0	53,000	13,921	44,125
PETKM	0,716	6	1	1	92,740	65,322	20,713
PETUN	0,642	5	1	0	49,000	12,929	24,083
PIMAS	1,784	5	0	0	87,300	27,897	63,269
PINSU	0,845	7	0	0	68,600	10,856	20,747
PKENT	1,593	3	0	0	59,000	-8,775	54,730
PNSUT	0,817	7	0	0	64,000	11,206	31,383
POLYL	0,000	7	1	0	67,000	18,654	97,752
PRKAB	1,324	8	1	0	83,700	55,654	55,318
PRKTE	2,531	5	0	0	71,000	44,587	33,671
PRTAS	0,356	4	0	0	60,000	-15,847	54,337
PTOFS	0,816	9	1	0	84,000	15,745	61,078
SAHOL	1,457	9	1	0	22,000	16,198	42,654
SANKO	1,206	5	0	0	68,600	7,166	54,365
SARKY	0,968	9	1	0	16,490	8,978	61,093
SASA	0,522	6	1	0	88,000	-14,214	33,804
SELGD	0,684	4	1	0	14,300	2,440	36,710
SERVE	1,200	4	1	0	34,000	10,774	26,682
SIFAS	0,000	7	1	0	68,500	7,817	32,215
SISE	0,899	9	1	0	66,100	24,313	37,184
SKPLC	1,505	3	0	0	68,700	2,065	71,411
SKTAS	0,387	7	1	0	51,000	1,077	37,086
SNPAM	0,814	7	1	0	50,000	12,922	5,096
SODA	1,054	9	0	0	64,400	23,906	29,998
SONME	0,870	8	0	0	72,000	-10,283	15,647
TATKS	3,014	7	1	0	63,000	28,109	12,365
TBORG	3,650	4	1	0	95,600	-2,345	25,654
TCELL	2,830	7	0	0	73,000	12,090	32,574
TEKTU	2,810	4	1	0	70,000	-24,055	22,976
THYAO	0,663	7	1	1	75,170	29,135	64,999
TIRE	1,862	9	1	0	42,000	27,514	54,075
TOASO	2,407	8	0	0	75,400	20,087	57,914
TRCAS	1,298	7	1	0	54,000	-51,331	45,654
TRKCM	1,167	9	0	0	68,420	21,887	34,984
TRNSK	0,200	4	0	0	12,030	21,254	73,995
TUDDF	2,479	5	0	0	66,520	35,592	71,390
TUKAS	0,930	7	0	1	72,000	9,710	66,920
TUMTK	0,879	3	1	0	89,370	-31,300	56,321
TUPRS	1,751	7	1	1	51,000	35,422	50,121

UCAK	1,038	7	0	0	58,750	-6,234	22,959
UKIM	3,594	3	0	0	61,940	0,162	15,365
ULKER	1,700	6	0	0	74,000	38,193	43,394
UNYEC	1,748	7	0	1	92,940	33,226	23,099
USAK	1,184	5	0	1	47,260	32,654	72,103
UZEL	1,456	5	1	0	85,000	25,574	60,932
VAKKO	2,149	5	1	0	78,180	18,580	40,875
VANET	1,276	7	1	0	22,770	7,522	22,069
VESTL	0,516	7	0	0	51,590	18,680	73,175
VKING	1,493	7	0	0	67,470	21,559	76,754
YATAS	0,656	4	0	0	51,860	20,807	62,212
YAZIC	1,369	6	0	0	46,520	16,491	62,192
YUNSA	0,837	5	0	0	73,070	18,257	48,231
ZOREN	1,200	5	0	0	70,950	81,934	63,921

3.3.3. Model

Çalışmada, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişki çoklu regresyon modeli ile analiz edilmektedir. Model aşağıdaki şekildedir:

$$PD/DD_i = \alpha_i + \beta_{i1}YÖNKUR_i + \beta_{i2}GENMÜD_i + \beta_{i3}KAMU_i + \beta_{i4}KURYAT_i + \beta_{i5}BÜYÜME_i + \beta_{i6}KAL_i + \varepsilon_i$$

Burada;

PD/DD_i = i firmasının piyasa değeri/defter değeri oranı,

$YÖNKUR_i$ = i firmasının yönetim kurulundaki toplam üye sayısı,

$GENMÜD_i$ = i firmasının genel müdürünün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığı,

$KAMU_i$ = i firmasının sahipliğinin kamuda olup olmadığı,

$KURYAT_i$ = i firmasında kurumsal yatırımcıların ellerinde bulundurdıkları hisse senetlerinin toplam hisse senetleri içindeki payı,

$BÜYÜME_i$ = i firmasının satışlarında meydana gelen büyüme oranı,

KAL_i = i firmasının kaldıraç oranı,

β_{i1-6} = değişkenlerin tahmin edilen beta katsayıları ve

ε_i = hata terimi'dir.

3.3.4. Analiz Sonuçları

Bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkiler, yukarıda belirtilen regresyon modeli ile analiz edilmiş olup, sonuçlar Tablo 3.2. ve Tablo 3.3.'de verilmektedir.

Tablo 3.2.: PD/DD Modeli Özet Sonuçları

<i>Model</i>	<i>R²</i>	<i>Adj. R²</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>	<i>D-W</i>	<i>N</i>
<i>PD/DD_i</i>	0,425	0,356	21,083	0,000 ^a	1,824	211

a. Açıklayıcı değişkenler: (*sabit*), *YÖNKUR*, *GENMÜD*, *KAMU*, *KURYAT*, *BÜYÜME*, *KAL*.
Bağımlı değişken: *PD/DD*

Tablo 3.3.: Katsayılar

<i>Model PD/DD_i</i>	<i>Standartlaştırılmamış Katsayılar</i>		<i>Standartlaştırılmış Katsayılar</i>	<i>t</i>	<i>Sig.</i>
	<i>β</i>	<i>Std. Hata</i>	<i>β</i>		
<i>Sabit</i>	-0,70			-1,363	0,176
<i>YÖNKUR</i>	0,000	0,051	0,290	2,970	0,004*
<i>GENMÜD</i>	0,000	0,000	-0,141	-1,703	0,092**
<i>KAMU</i>	-1,47E	0,000	-0,016	-0,150	0,881
<i>KURYAT</i>	0,005	0,000	0,365	4,919	0,551
<i>BÜYÜME</i>	0,013	0,003	0,079	1,155	0,000*
<i>KAL</i>	0,174	0,006	0,548	2,031	0,265

* %1 anlamlılık düzeyindeki ilişkileri göstermektedir.

** %10 anlamlılık düzeyindeki ilişkileri göstermektedir.

$$PD/DD_i = \alpha_i + \beta_{11}YÖNKUR_i + \beta_{12}GENMÜD_i + \beta_{13}KAMU_i + \beta_{14}KURYAT_i + \beta_{15}BÜYÜME_i + \beta_{16}KAL_i + \varepsilon_i$$

Regresyon analizi sonucunda, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkende meydana gelen değişimi açıklama oranının (*Adj. R²*) %35,6 olduğu görülmektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenlerden *YÖNKUR*, *GENMÜD* ve *BÜYÜME* değişkenlerinin *PD/DD*'yi istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilediği görülmektedir. Bu değişkenlerden *YÖNKUR* ve *BÜYÜME*, piyasa değeri/defter değeri oranını istatistiksel olarak pozitif yönde (sırasıyla $\beta_{YÖNKUR} = 0,290$ ve $p_{YÖNKUR} = 0,004$; $\beta_{BÜYÜME} = 0,079$ ve $p_{BÜYÜME} = 0,000$) etkilemekte iken;

GENMÜD, piyasa değeri/defter değeri oranını negatif yönde ($\beta_{GENMÜD} = -0,141$ ve $p_{GENMÜD} = 0,092$) etkilemektedir. Daha açık bir ifadeyle, belirtilen dönem içerisindeki veriler ve oluşturulan model baz alındığında, Türkiye’de faaliyet gösteren üretim firmalarının piyasa değeri/defter değeri oranları, yönetim kurullarındaki üye sayısının ve büyümenin (satışlardaki büyüme) artmasından pozitif; genel müdürlerin aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmalarından da negatif yönde etkilenmektedir.

Analize dahil edilen diğer değişkenlerin (*KAMU*, *KURYAT* ve *KAL*) ise, piyasa değeri/defter değeri oranlarını istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilemediği görülmektedir.

3.4. AMPİRİK BULGULARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisinin incelenmesinin amaçlandığı ve bu amaç doğrultusunda 2006 yılında hisse senetleri İMKB’de işlem gören üretim firmalarından oluşan bir örnekleme ait verilerin kullanıldığı çalışma sonucunda, yönetim kurulu üye sayısı ile firmanın satışlarının büyümesinin, firmanın piyasa değeri/defter değeri oranını pozitif yönde etkilediği; buna karşın, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının ise, söz konusu oranı negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Oluşturulan regresyon modelinde kullanılan kamu sahipliği, kurumsal yatırımcıların payı ve kaldıraç ile ilgili değişkenlerin ise, firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yönetim kurulundaki üye sayısının fazla olması, aynı zamanda finansal denetimin etkinliğine işaret etmektedir. Bu durumda, firma daha etkin bir biçimde denetlenebilmekte ve hissedar hakları daha sağlıklı bir biçimde korunabilmektedir. Çalışmada, söz konusu değişkenin firma değerini olumlu yönde etkilediğine dair ampirik bulgu literatür tarafından da desteklenmektedir. Firma değerini olumlu yönde etkileyen diğer değişken ise büyümedir. Bu durumu, ölçek ekonomileri (economies of scale) ile açıklamak mümkündür. Buna göre; büyüme, fiyat belirleme

ve piyasada baskın olma gibi bir takım rekabet avantajlarını da beraberinde getirmekte ve buna bağılı olarak da firma değeri artmaktadır.

Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olup olmadığına ilişkin değişken, literatürde *CEO duality* olarak adlandırılmaktadır. Bu kavram, firmanın CEO (Chief Executive Officer)'sunun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi (ve hatta başkanı) olmasını ifade etmektedir. Buna göre, CEO duality olması durumunda finansal performansın daha yüksek olması beklenmektedir.

Çalışmada kurumsal yatırımcılara ilişkin değişkenin firma değerini istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Söz konusu değişkenin çalışmaya dahil edilmesinin nedeni; söz konusu yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerinin, toplam hisse senetleri içindeki payının yüksek olmasının, denetim etkinliği ile ilişkilendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Teorik olarak, kurumsal yatırımcıların yoğunluğu finansal denetimi daha etkin kılmaktadır. Bunun sonucunda da, kurumsal yatırımcıların yoğun olduğu firmaların piyasa değerleri nispeten yüksek olmaktadır.

Çalışmanın sonuçlarına göre, firma değeri üzerinde istatistiksel olarak etkili olmayan bir diğer değişken ise kaldıraç oranıdır. Kaldıraç oranının piyasa değeri üzerinde etkisine yönelik teorik açıklamalar farklılıklar gösterebilmektedir. Bir görüşe göre; borçlanmanın fazla olması, firmanın kredi verenler tarafından etkin bir biçimde denetlenmesine neden olacağından, finansal performansı olumlu yönde etkilemektedir. Buna karşın, bir diğer görüşe göre ise, borçlanma risk düzeyini artırmakta ve bu durumda da olası karlı yatırımların ertelenmesi ya da terk edilmesi durumu ile karşı karşıya kalılabilmektedir. Bu da, firma değerini olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

SONUÇ

Kurumsal yönetim bir firmanın finansal sermayeyi çekmesine, verimli çalışmasına ve böylece uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer oluşturmaya imkan sağlayan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir. Kurumsal yönetimi, bir amaca ulaşabilmek için oluşturulan herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlemesi için gerekli olan kurallar ve şirket uygulamaları olarak da tanımlamak mümkündür. Kurumsal yönetim firmanın nasıl etkin bir biçimde yönetileceği ve kontrol edileceğine dair kurallar bütünüdür.

Firma yöneticileri, hissedarlardan topluma kadar tüm paydaş gruplarının çıkarlarını tatmin etme problemi ile karşı karşıyadır. Bu problem kurumsal yönetim problemi ya da ortak hareket edebilme problemi olarak ifade edilmektedir. Söz konusu problemin çözümüne yönelik çalışmalar kurumsal yönetim mekanizmaları olarak adlandırılmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmekte olduğu ülkelerde kurumsal yönetim probleminin çözümüne yönelik sermaye sahipliği (mülkiyet) mekanizması öne çıkmaktadır. Kurumsal yönetim probleminin çözümünde sermaye sahipliği (mülkiyet) yapısının yanında, firmanın faaliyetlerini gözden geçirecek ve önemli kararların alınmasında büyük etkiye sahip olan güç odakları bulunmaktadır. Bu güç odakları firmanın faaliyetlerini ve yöneticilerin aldıkları kararları denetleyebilmekte ve firmanın geleceğine yönelik stratejileri belirleyebilmektedir.

Bu çalışmanın amacı; kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkisini tespit etmektir. Çalışmada hisse senetleri İMKB’de işlem gören üretim firmalarından oluşan bir örneklem kullanılmıştır. Sonuç itibarıyla; söz konusu firmalarda yönetim kurulu üye sayısı ile firmanın satışlarının büyümesinin, firmanın piyasa değeri/defter değeri oranını pozitif yönde etkilediği; buna karşın, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının ise, söz konusu oranı negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir. Çalışmada kullanılan kamu sahipliği, kurumsal yatırımcıların payı ve kaldıraç ile ilgili değişkenlerin ise, firma değeri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de kurumsal yönetimin geliştirilmesi için bir takım önerilerde bulunmak mümkündür. Buna göre;

- ✓ Firmalar, hissedarlarını ve paydaş gruplarını göz ardı etmeyerek, kurumsal yönetim felsefesini etkin bir biçimde uygulamalıdır.
- ✓ Devletin yatırımcıların mülkiyet haklarını koruyacak etkin bir hukuki alt yapı oluşturması gerekmektedir. Aksi takdirde, yatırımcılar kendilerini güvende hissetmeyeceklerinden, sürekli olarak yönetimde yer alma isteği içerisinde olacaklar ve firmalar profesyonel yöneticiler tarafından yönetilemeyecektir.
- ✓ Etkin bir kurumsal yönetim ve sermaye piyasası için sağlıklı bir bankacılık sektörünün bulunması gerekmektedir. Firmalara finansman sağlayan bankacılık sektörünün kötü yönetilmesi halinde, reel sektörün sık sık krizlerle karşı karşıya kalması muhtemeldir.
- ✓ Firmaların zor durum ve iflas durumlarında piyasadan çekilebilmelerine kolaylık sağlayacak hukuki alt yapı mevcut olmalıdır. Bu durum, icra ve iflas hukukunun tüm paydaş gruplarını koruyacak şekilde düzenlenmesi gerektirmektedir. Kurumsal yönetimden istenilen sonuçların alınması için, hukuki yaptırımların etkin biçimde uygulayacak bir yargı sisteminin tesis edilmesi gerekmektedir.
- ✓ Zor durumda olan firmaların iflastan önce yerli ve yabancı firmalarla birleşmesi ve satın alınmasını düzenleyen yasal çerçevenin bir an önce kurulması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- AKTAN, Coşkun Can (2006), “Kurumsal Yönetim”, *Kurumsal Şirket Yönetimi*, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- ALAYOĞLU, Nihat (2003), *Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma*, MUSİAD Yayınları, No. 42.
- ARARAT, M., M. UĞUR (2003), “Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations”, *Corporate Governance*, Vol. 3 (1): 58-75.
- AUSTRALIAN NATIONAL AUDIT OFFICE (1999), *Corporate Governance in Commonwealth Authorities and Companies*, Australia.
- AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE CORPORATE GOVERNANCE COUNCIL (2003). *Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations*, Australia.
- BAKIRHAN, Cafer (2005), “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denizbank Uygulamaları”, Türkiye Bankalar Birliği Konferansı.
- BERLIN GROUP (2000), “German Code of Corporate Governance, *Berlin Initiative Group German Code of Corporate Governance*.
- BROWN, L. D., M. L. CLAYLOR (2004), “Corporate Governance and Firm Performance”, Georgia State University, *Working Paper*.
- CHURAEV, Kamil (2003), “The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies”, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul.
- CLAESSENS, S., S. DJANKOR, J. FAN, L. H. P. LANG (2003), “Disentangling the Inventive and Entrenchment Effects of Large Shareholders”, *The Journal of Finance*, 57 (6): 2741-2771.

- COŞKUN, M., S. ERDEM, N. YÖRÜK (2005), “Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi”, Ramazan AKTAŞ, *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim*: 394-406, Ankara, TOBB Üniversitesi.
- CUHRUK, H., A. ÖZKAN (2004), “Equity Research Turkey Special Report”, *Equity*, Vol. 9: 3-15.
- ÇOLPAN, Aslı M. (2006), “Kapitalizmin Evrimi ve Kurumsal Yönetim Teorileri”, *Kurumsal Şirket Yönetimi*, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- DARMAN, Güler Manisalı, “Kurumsal Yönetimin Uluslararası Finansal Piyasalar ve Kurumsal Yatırımcılar Açısından Önemi ve Etkisi”, www.marmara.edu.tr, 21 Mayıs 2004.
- DEEG, R. van Dyck (2001), “Institutional Change and the Uses and Limits on Path Dependency: the Case of German Finance”, *Max Planck Institute for Social Sciences Publications*.
- DEMİRAĞ, İ., M. SERTER (2003), “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, *Corporate Governance*, Vol. 11 (1): 40-51.
- DEMİRBAŞ, M., S. UYAR (2006), *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi*, İstanbul, Güncel Yayıncılık.
- DENNIS, D. K., J. J. McCONNELL (2003), “International Corporate Governance”, European Corporate Governance Institute, Paris.
- DIMSDALE, N. H., M. PREVEZER (1994), *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- ECONOMIC COMMISSION FOR EUROPE (2003), “Corporate Governance in the ECE Region”, *Economic Survey of Europe*, 102-122.
- ERCAN, M. K., Ü. BAN (2005), *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Ankara, Gazi Kitabevi.

- ERDEM, M. S., M. COŞKUN, N. YÖRÜK (2005), “Türk Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Bankaların Finansal Performansı Üzerine Etkilerinin Ölçülmesi”, Ramazan AKTAŞ, *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim*: 172-186, Ankara, TOBB Üniversitesi.
- ERDÖNMEZ, Ataman (2003), “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Sektörde Yeniden Yapılanma”, *Bankacılar Dergisi*, 47: 38-56.
- GHIZONI, Federico (2003), “The Role of Corporate Governance in Foreign Investment Flow to Turkey”, *Koç University Corporate Governance Conference*, İstanbul.
- GOMPERS, P., L. ISHII, A. METRICK (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.
- GÖCENOĞLU, C., K. Z. GİRĞİN (2005), “Kurumsal Yönetimin Türkiye’deki Sosyal Sorumluluk Uygulamalarına Olan Etkileri”, Ramazan AKTAŞ, *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim*: 72-79, Ankara, TOBB Üniversitesi.
- GÖNENÇ, Halit (2004), “Sermaye Sahipliği Yapısı, Yatırımcıların Korunması ve Firma Değeri: Türkiye, ABD ve Japonya Karşılaştırması”, *VII. Ulusal Finans Sempozyumu*, İstanbul.
- GREENFIELD, S., A. STRICKON (1996), *Entrepreneurship and Social Change*, Lanham, University Press of America.
- GREGORY, H. J., J. R. LILLIEN (2000), *Corporate Governance and the Role of Board of Directors*, New York, Egon Zehnder International.
- GRIFFIN, Stephen (1996), *Company Law Fundamental Principles*, 2nd Edition, London, Financial Times Pitman Publishing.

- GÜRBÜZ, O. A., Y. ERGİNCAN (2004), *Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, İstanbul, Literatür Yayıncılık.
- HERMALIN, B. E., M. S. WEISBACH (1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance”, *Financial Management*: 101-112.
- IRELAND, Paddy (1999), “Company Law and the Myth of Shareholder Ownership”, *Modern Law Review*, Vol. 9 (1): 51-64.
- JOHN, K., L. W. SENBET (1998), “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance*, 22: 371-403.
- KAYACAN, Murat (2005), “Anonim Şirketlerin Sosyal Sorumlulukları ve Etik Değerleri”, *I. Uluslararası Muhasebe Denetimi Sempozyumu*, Antalya, İstanbul Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası.
- KAYACAN, Murat (2006), “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finans Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler”, *Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu*, İzmir SMMMO: 73-96.
- KIYILAR, M., M. BELEN (2006), “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finans Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler”, *Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu*, Girne, İzmir Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası: 73-96.
- KOÇEL, Tamer (2003), *İşletme Yöneticiliği*, İstanbul, Beta Yayınevi.
- KÖK, Sabahat Bayrak (2005), “Aile Şirketlerinde Yeniden Yapılanma Eğilimi ve Kurumsallaşma İhtiyacı”, Ramazan AKTAŞ, *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim*: 41-54, Ankara, TOBB Üniversitesi.

- KÜÇÜKSÖZEN, C., G. KÜÇÜKKOCAOĞLU (2005), “Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal Bilginin Rolü”, *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 16: 81-103.
- KYEREBOAH-COLEMAN, A., N. BIEKPE (2004), “The Relationship between Board Size, Board Composition, CEO Duality and Firm Performance: Experience from Ghana”, *Working Paper*.
- LA PORTA, R., A. SHLEIFER, R. VISHNY (2002), “Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Finance*, 57: 1147-1170.
- MAZIBAŞ, Murat (2005), “Operasyonel Risk İle Kurumsal Yönetimin Kesişim Alanı”, Ramazan AKTAŞ, *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim*: 25-40, Ankara, TOBB Üniversitesi.
- McCONNELL, J., H. SERVAES (1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, 27: 595-612.
- METİNER, Bülent (2006), “Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulunun Yapılanması”, *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- MILLSTEIN, Ira (1998), “Corporate-Governance Improving Competitiveness and Access to Global Capital Markets”, *OECD Working Paper*.
- MILLSTEIN, Ira (2000), “Corporate Governance: The Role of the Market Forces”, *OECD Working Paper*.
- MITTON, Todd (2001), “A Cross-Firm Analysis of Corporate Governance on East-Asian Crisis”, *Journal of Financial Economics*, May: 5-50.
- MOERLAND, Robert (1995), “Alternative Disciplinary Mechanisms in Different Corporate Systems”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 26.

- MONKS, R., N. MINOV (2001), *Corporate Governance*, Oxford, Blackwell Publishing.
- MORCK, R., A. SHLEIFER, R. VISHNY (1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (1998), *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (2001), *Principles of Corporate Governance-Annotations*, Paris.
- ÖZTÜRK, M. B., K. DEMİRGÜNEŞ (2005), “Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entellektüel Sermaye”, Ramazan AKTAŞ, *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim*: 118-132, Ankara, TOBB Üniversitesi.
- ÖZTÜRK, M. B., Ü. BAN (2003), “Entellektüel Sermayenin Firma Değeri Üzerindeki Etkisi,” *Asomedy Dergisi*, Nisan.
- PASLI, Ali (2004), *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, İstanbul, Beta Yayınları.
- ROSS, S. A., R. W. WESTERFIELD, J. D. BRADFORD (2003), *Fundamentals of Corporate Finance*, 6th Edition, New York, McGraw-Hill Irwin Publications.
- SCHLEIFER, A., R. VISHNY (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52 (2): 737-783.
- SERMAYE PİYASASI KURULU (2005), *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Ankara.
- SHLEIFER, A., R. VISHNY (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- ŞEHİRLİ, Kübra (1999), “Kurumsal Yönetim”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara.

- ŞEHİRLİ, Kübra (2003), "Kurumsal Yönetim", Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, İstanbul.
- TANER, B., G. C. AKKAYA (2004), *Sermaye Piyasası: Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler*, İzmir, Birleşik Matbaacılık.
- TUZCU, Arcan (2003), "Halka Açık Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı", *Doktora Tezi*, İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- TUZCU, Arcan (2004), "Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği", Ankara, Turhan Kitabevi.
- TUZCU, Arcan (2005), "İMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı", Ramazan AKTAŞ, *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim: 1-14*, Ankara, TOBB Üniversitesi.
- TÜRK SANAYİCİ ve İŞADAMLARI DERNEĞİ (2002), *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*, İstanbul.
- ÜLGEN, H., K. MİRZE (2004), *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, İstanbul, Literatür Yayıncılık.
- VISHWANATH, T., D. KAUFMAN (1999), "Towards Transparency in Finance and Governance", *The World Bank Working Paper*.
- WEIMER, J., J. PAPE (1999), "A Taxonomy of Systems of Corporate Governance", *Corporate Governance*, Vol. 7 (2): 152-166.
- YILDIRIM, Murat (2007), "Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri", *Doktora Tezi*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- YURTOĞLU, Burçin (2003), "Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey", *Corporate Governance and Control*, Vol. 1 (1): 84-91.

ÖZGEÇMİŞ

İlker SERİNKAYA

1982 yılında Tarsus'ta doğan İlker SERİNKAYA, ilk ve orta öğrenimini İstanbul'da, lisans eğitimini ise 2000-2004 yılları arasında Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nde tamamlamıştır. 2005 yılında Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde İşletme A.B.D. Muhasebe-Finansman Bilim Dalı'nda yüksek lisans eğitimine başlayan SERİNKAYA, 16.11.2006 tarihinden bu yana Abdi İbrahim İlaç San.ve Tic. A.Ş.'de Tıbbi Satış Mümessili olarak çalışmakta olup; söz konusu şirkette hizmet içi eğitim kapsamında “iletişim becerileri”, “innovasyon” ve “sunum teknikleri” gibi konularda seminerler almıştır.

Bağlı bulunduğu enstitüde, Doç. Dr. Famil ŞAMILOĞLU danışmanlığında “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Ekonometrik Bir Analiz” isimli yüksek lisans tez çalışmasını yürüten İlker SERİNKAYA, ileri düzeyde (upper intermediate) İngilizce bilmektedir.