

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

KURUMSAL YÖNETİM VE İMKB 100
ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Yunus Emre AKDOĞAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Melek ACAR BOYACIOĞLU

KONYA-2009

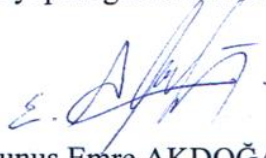


T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.


Yunus Emre AKDOĞAN



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU

Yunus Emre AKDOĞAN tarafından hazırlanan **Kurumsal Yönetim ve İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama** başlıklı bu çalışma 09.11.2009 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği/~~oyçokluğu~~ ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Raif PARLAKKAYA

Başkan

Yrd. Doç. Dr. Melek ACAR BOYACIOĞLU

Üye

Yrd. Doç. Dr. Veli AKEL

Üye

ÖZET

Kurumsal yönetim, şirketteki farklı katılımcıların hak ve sorumluluk paylaşımının açıkça belirtildiği, şirket faaliyetleri ile ilgili alınacak kararlarda uygulanacak kural ve prosedürlerin ayrıntılı bir şekilde açıklandığı yönetim ve kontrol sistemidir. Kurumsal yönetimde şirket ile ilişkili grupların hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesindeki temel amaç, yatırımcı güveninin tesis edilmesidir. Şirket ile ilgili karar verme yetkisini elinde bulunduranların suiistimal risklerini minimize eden iyi bir kurumsal yönetim sistemi, şirketin sermaye maliyetlerinin düşmesine ve dolayısıyla şirketin ekonomik faaliyetlerinin olumlu etkilemesine katkı sağlamaktadır. Ayrıca bu olumlu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla şirketin hisse senedi fiyatlarına yansması da beklenir.

Türkiye’de SPK, kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmek ve Türk sermaye piyasasını küresel piyasalara entegre etmek amacıyla, ilk olarak 1999 yılında yayımlanan daha sonra 2004 yılında yeniden gözden geçirilerek düzenlenen OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini referans alarak, 2003 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerini yayımlamış, 2005 yılında da bu ilkeleri gözden geçirerek son halini vermiştir.

Bu çalışmada, İMKB 100 Endeksinde yer alan şirketlerin, SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyleri ile finansal performansları arasında ilişki olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu çerçevede şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeylerine standart ve mukayese edilebilir bir nitelik kazandırmak amacıyla kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapılmıştır. Finansal performansa ilişkin göstergeler, muhasebe ve piyasa performansı olmak üzere iki başlık altında incelenmiştir. Analiz sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri ile muhasebe performansı göstergeleri (aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı) arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Piyasa performansına ilişkin değişkenler incelendiğinde ise kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ile Piyasa Değeri/Defter Değeri oranı ve Fiyat/Kazanç oranı arasında ilişki olmadığı, ancak kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ile Tobin Q oranı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin şartlı kabul edildiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, İMKB 100 Endeksi, Muhasebe Performansı, Piyasa Performansı

ABSTRACT

Corporate governance is a control and management system in which the regulations and procedures for the decisions about the company operations are explained in detail, and the rights and responsibility sharing of various shareholders are revealed clearly. The main purpose in determining the obligations and rights of groups related with company is to gain the confidence of investors. A good corporate governance system that minimizes abuse risks of those who have the rights to decide about company, decreases the capital cost of company and thereby affects economic activities of company positively. In addition, these results are expected to have a positive impact on stock prices under efficient market condition.

Capital Markets Board (CMB) published ‘Corporate Governance Principles’ in 2003 and revised and preformed in 2005 in Turkey based on OECD Corporate Governance Principles, which was first published in 1999 and then revised in 2004, in order to enhance corporate governance applications and integrate Turkish capital market into global markets.

In this dissertation, it is analyzed that whether the firms in Istanbul Stock Exchange (ISE) 100 Index have relation between their adaptation levels to corporate governance principles published by CMB and their financial performances. In this context, corporate governance adaptation rating has been done in order to provide standardization and comparability in the adaptation level of companies to corporate governance principles a standard and comparable quality. The indicators of financial performance are categorized into two parts as; accounting and market performance. As a result, it is found that there is a significant and positive relation between the application level of companies to corporate governance principles and the indicators of accounting performance (return on assets, equity profitability). When the variables of market performance are analyzed, no relation was found between adaptation level of corporate governance and market value/book value rate, and price earning ratio but the relation between adaptation level of corporate governance and Tobin’s Q, and stock returns are accepted contingently.

Key words: Corporate Governance, Corporate Governance Rating, ISE 100 Index, Accounting Performance, Market Performance

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK SAYFASI	i
YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU.....	ii
ÖZET	iii
ABSTRACT.....	iv
İÇİNDEKİLER	v
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
TABLolar LİSTESİ	x
GRAFİKLER LİSTESİ	xii
KISALTMALAR CETVELİ	xiii
GİRİŞ	1

1.BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM:

KAVRAM TARİHÇE VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI.....	3
1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ	5
1.3. TEMSİLCİ TEORİSİ (AGENCY THEORY).....	9
1.4. KURUMSAL YÖNETİM İLE İLGİLİ OLARAK YAPILAN YASAL DÜZENLEMELER	11
1.4.1. Cadbury Raporu	12
1.4.2. Sarbanes-Oxley Yasası	14
1.4.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	15
1.4.3.1. Şeffaflık (Transparency)	15
1.4.3.2. Adillik (Fairness).....	17
1.4.3.3. Hesap Verebilirlik (Accountability)	17
1.4.3.4. Sorumluluk (Responsibility)	18
1.5. KURUMSAL YÖNETİMİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	19
1.5.1. Yönetim Kurulu	20
1.5.2. Yönetici Ücret ve Teşvik Sistemleri	21
1.5.3. Yönetici İşgücü Piyasası.....	22
1.5.4. Yasal Sistem.....	22
1.5.5. Bankacılık Sistemi.....	23
1.5.6. İtibar Temsilcileri.....	24
1.6. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ: FARKLI İKİ YAKLAŞIM	25
1.6.1. Paydaş Grup Yaklaşımı (Stakeholder Approach)	25
1.6.2. Pay Sahipleri Yaklaşımı (Shareholder Approach)	29
1.6.3. Yaklaşımlar Arasındaki Farklılıklar	30
1.7. LİTERATÜR TARAMASI.....	32

2.BÖLÜM

TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM

2.1. TÜRKİYE’DEKİ MAKRO-EKONOMİK GELİŞMELERİN KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARINA ETKİSİ	36
2.2. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞI.....	39
2.2.1. Temel Pay Sahipliği Hakları	39
2.2.2. Mülkiyet Tescil Hakkı	40
2.2.3. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı.....	41
2.2.4. Genel Kurula Katılma ve Oy Hakkı	41
2.2.5. Kâr Payı Hakkı.....	42
2.2.6. Payların Devri	43
2.2.7. Sahiplik Yapıları	43
2.2.7.1.Piramit Yapılar	43
2.2.7.2.Çapraz Hissedarlık Yapısı	45
2.2.7.3.Sınırlı veya Çoklu Oy Hakkı.....	46
2.2.7.4.Sahiplik Yapıları Açısından Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Durumu Üzerine Bir Değerlendirme.....	47
2.2.8. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	48
2.2.9. Mali Tablo ve Raporların Açıklanması	51
2.2.10.Şirket Hedefleri.....	51
2.2.11.Öngörülebilir Maddi Risk Faktörleri	52
2.2.12.Pay Sahipleri ve Oy Kullanma Hakları.....	52
2.2.13.İlişkili Taraf İşlemleri	52
2.2.14.Çalışanlar ve Diğer Paydaşlar ile İlgili Konular	53
2.2.15.Denetim	53
2.2.16.İçerden Öğrenenlerin Ticareti.....	54
2.2.17.Menfaat Sahipleri.....	55
2.2.18.Yönetim Kurulu Yapısı	57
2.2.19.Yönetim Kurulunun Fonksiyonları	57
2.2.20.Yönetim Kurulunun Oluşumu	59
2.2.21.Yönetim Kurulunun İşleyişi	60
2.2.22.Yöneticiler	60
2.2.23.Ücretlendirme	61
2.3. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞINI GELİŞTİRMEYE YÖNELİK ÇALIŞMALAR	62
2.3.1. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi.....	62
2.3.2. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi	63
2.3.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği.....	64
2.3.4. Kurumsal Yönetim Anlayışının Türk Ticaret Kanunu Tasarısındaki Yansımaları	64

2.4. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM DÜZEYİNİ ÖLÇMEYE YÖNELİK ÇALIŞMALAR.....	66
2.4.1. Payları İMKB’de İşlem Gören ve Ulusal 100 Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarına İlişkin Değerlendirme.....	66
2.4.2. Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri	66
2.4.3. Payları İMKB’de İşlem Gören Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirmesi.....	68
2.4.4. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Düzeyinin Ölçülmesine İlişkin Bir Uygulama: İMKB-30 Endeksine Dahil Şirketlerde Kurumsal Yönetim.....	69
2.4.5. Türkiye’deki Sermaye Piyasalarının İtibarı ve İyi Kurumsal Yönetim	70
2.4.6. Türk Yönetim Kültürü ve Kurumsal Yönetim: Karşılaştırmalı Çalışma	70
2.4.7. İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma	71
2.4.8. Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri.....	72
2.4.9. Türk Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Bankaların Finansal Performansı Üzerine Etkilerinin Ölçülmesi	73
2.4.10. İMKB’de İşlem Gören Bankaların Kamuya Açıklama Yoğunlukları ve Yönetişim Özellikleri 2008.....	74

3.BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE UYUM DÜZEYİNİN ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: İMKB 100 ÖRNEĞİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	75
3.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ.....	75
3.3. ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER.....	76
3.4. ARAŞTIRMA KAPSAMINDA İMKB ULUSAL 100 ENDEKSİNE DAHİL ŞİRKETLERİN KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ.....	78
3.5. ANALİZ YÖNTEMİ	83
3.6. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ	84
3.7. ARAŞTIRMANIN BULGULARI	84
3.7.1. Muhasebe Performansına İlişkin Bulgular	85
3.7.1.1. Kurumsal Yönetim ve Aktif Kârlılık İlişkisi	85
3.7.1.2. Kurumsal Yönetim ve Özsermaye Kârlılığı İlişkisi.....	90
3.7.2. Piyasa Performansına İlişkin Bulgular	96
3.7.2.1. Kurumsal Yönetim ve Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) İlişkisi	96
3.7.2.2. Kurumsal Yönetim ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı İlişkisi	100
3.7.2.3. Kurumsal Yönetim ve Tobin Q Oranı İlişkisi	104
3.7.2.4. Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi	109
SONUÇ.....	115
KAYNAKÇA.....	119
EKLER	132
Ek 1: Türkiye’de Sermaye Piyasalarının ve Kurumsal Yönetimin Kilometre Taşları.....	132
Ek 2: Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar (14.05.2009 İtibariyle)	133
Ek 3: Araştırma Kapsamında İMKB Ulusal 100 Endeksinde Yer Alan Şirketler	134
Ek 4: Araştırma Kapsamında İncelenen Kurumsal Yönetim Uyum Kriterleri	135

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1:	Vekâlet İlişkileri	9
Şekil 1.2:	Modern Şirketleri Etkileyen İçsel ve Dışsal Faktörler	20
Şekil 1.3:	Şirketin Pay Sahipleri ve Paydaşları İle İlişkileri.....	26
Şekil 2.1:	Şirketlerde Piramit Yapılar.....	44

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1:	Bazı Ülkelerde Kurumsal Yönetim İle İlgili Olarak Yapılan Yasal Düzenlemeler.....	12
Tablo 1.2:	Sözleşmeye Dayalı ve Toplumsal Paydaşlar	27
Tablo 1.3:	Paydaşların Şirketten Beklentileri	28
Tablo 1.4:	Alternatif Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Özellikleri.....	30
Tablo 2.1:	Yıllara Göre Menkul Kıymet Stoklarının Dağılımı (%)	38
Tablo 3.1:	Araştırmada Kullanılan Değişkenler	77
Tablo 3.2:	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları ve Anlamları	80
Tablo 3.3:	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Sektörlere Göre Dağılımı.....	81
Tablo 3.4:	Kurumsal Yönetim ve Aktif Kârlılık Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları	86
Tablo 3.5:	Kurumsal Yönetim ve Aktif Kârlılık Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti	87
Tablo 3.6:	Kurumsal Yönetim ve Aktif Kârlılık Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar	89
Tablo 3.7:	Kurumsal Yönetim ve Özsermaye Kârlılığı Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları	91
Tablo 3.8:	Kurumsal Yönetim ve Özsermaye Kârlılığı Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti	92
Tablo 3.9:	Kurumsal Yönetim ve Özsermaye Kârlılığı Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar	95
Tablo 3.10:	Kurumsal Yönetim ve Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları	97
Tablo 3.11:	Kurumsal Yönetim ve Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti	98
Tablo 3.12:	Kurumsal Yönetim ve Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar	99
Tablo 3.13:	Kurumsal Yönetim ve PD/DD Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları	100
Tablo 3.14:	Kurumsal Yönetim ve PD/DD Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti	101
Tablo 3.15:	Kurumsal Yönetim ve PD/DD Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar	103
Tablo 3.16:	Kurumsal Yönetim ve Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları	105

Tablo 3.17: Kurumsal Yönetim ve Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti	106
Tablo 3.18: Kurumsal Yönetim ve Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar	108
Tablo 3.19: Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları	110
Tablo 3.20: Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti	111
Tablo 3.21: Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar	113

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1.1:	Yıllara Göre Kurumsal Yönetim ile İlgili Olarak Yayımlanan Yasa ve Yönetmeliklerin Sayısı.....	8
Grafik 2.1:	Türkiye’de Yıllara Göre Enflasyon Oranları.....	36
Grafik 3.1:	Ortalama Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Kriterlere Göre Dağılımı	82

KISALTMALAR CETVELİ

a.g.e.	:Adı Geçen Eser
a.g.m.	:Adı Geçen Makale
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
BCG	:The Boston Consulting Group
BİLTEN	: Bilgi Teknolojileri ve Elektronik Araştırma Enstitüsü
Bkz.	: Bakınız
CEO	: Chief Executive Officer
CFO	: Chief Financial Officer
Çev.	: Çeviren
ECGI	: European Corporate Governance Institute
ECIIA	: European Confederation of Institutes of Internal Auditing
Ed.	: Editör
IFC	: International Finance Corporation
IMF	: International Monetary Fund
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletme
md.	: Madde
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
OECD KYİ	: OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri
OECD	: Organization of Economic Cooperation and Development
S&P	: Standard and Poor's
s.	: Sayfa
SPK KYİ	: SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTKT	: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı
TÜBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırma Kurumu
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
vd.	: ve diğerleri

GİRİŞ

Sanayileşmiş ülkelerde yaygın olan ve en fazla önem taşıyan şirket türü, küçük tasarrufları toplayarak, büyük sermayelerin oluşması ve bunların üretim alanlarına aktarılmasına imkân tanıyan anonim şirkettir. Anonim şirket türünün ve sermaye piyasalarının gelişmesiyle birlikte klasik ortaklık yapıları terk edilmiş, bireyler sermayedar ve yatırımcı olarak şirkete katılmış, böylece şirketlerin aldığı kararlardan etkilenen çıkar gruplarının sayısı artmıştır.

Gerek anonim şirket türünün yaygınlaşması, gerekse demokratik sistemdeki çoğunluk anlayışından çoğulculuk anlayışına geçiş¹, işletme yönetiminde de, hiyerarşik yapıların yerine, çok sayıda tarafın var olduğu ve bu taraflar arasında karşılıklı yoğun etkileşimin bulunduğu yeni bir yönetim anlayışını ortaya çıkarmıştır.

Son yıllarda şirketlerin yönetiminde başarısızlık ve suiistimallerin gözlemlenmesi, gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizler, gelişmiş ekonomilerde özel sektörün artan rolü, küreselleşme ile ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağılılıklarının artması ve ortaklıkların içinde bulundukları yeni rekabet şartları kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olmuştur.

Kurumsal yönetim kavramı anonim şirketlerin yönetimi ile devletlerin yönetimi arasındaki benzerlikten² türetilmiş bir kavramdır. Buradan hareketle kurumsal yönetim; yöneticilerin verdiği kararlardan çıkarları etkilenebilecek olanların, yöneticileri kontrol ederek, onları hep doğru kararlar almaya sevk etmeye imkân tanıyan, keyfilikten uzak, kurallara dayalı “kurumsal” bir şirket yapısı oluşturma çabasıdır denilebilir.

¹ Çoğunlukçu demokrasi; oy çokluğuna, diğer bir deyişle sayı üstünlüğüne sahip olanlara söz hakkı tanıyan, azınlıkta olanlar ya da farklı düşünenler için demokrasinin işlemediği bir anlayış iken; çoğulcu demokrasi, çeşitli görüş ve eğilimde olanlara da yönetimde söz hakkı tanıyan bir anlayıştır.

² Bu benzerliği vurgulamak için İngilizce’de “corporate governance” kavramı kullanılmaktadır. Ancak Türkiye’de yapılan bazı çalışmalarda bu kavrama karşılık olarak “kurumsal yönetim”, bazı çalışmalarda da “kurumsal yönetişim” kavramı kullanılmaktadır. Kanaatimizce şirketi belli bir çıkar grubunun hegomenyasından kurtararak, şirketin sahiplerinin değil, “şirketin” ön planda olduğunu vurgulamak için İngilizce’de kullanılan “governance” kavramına yüklenilen anlamı, Türkçe’de “kurumsal” kavramı taşımaktadır. Gerek Türkiye’deki hukuki düzenlemelerde tercih edilmiş olması nedeniyle, gerekse yukarıda ifade edilen nedenle bu çalışmada “kurumsal yönetim” kavramı kullanılacaktır.

Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yönetim kavramı ve kurumsal yönetim anlayışının gelişim süreci incelenmekte ve bu sürecin hâkim teorik yaklaşımı olan temsilci problemi açıklanmaktadır. Daha sonra OECD'nin 1999 yılında yayımladığı ve birçok ülkenin kurumsal yönetim ilkelerinin geliştirilmesinde referans niteliği taşıyan ilkelere değinilmektedir. Buna ek olarak çeşitli ülkelerde uygulama alanı bulan farklı kurumsal yönetim sistemleri hakkında bilgi verilmekte, bölümün sonunda ise kurumsal yönetim mekanizmaları incelenerek literatür taramasına yer verilmektedir.

Çalışmanın ikinci bölümünde Türkiye'nin ekonomik durumu ve bunun kurumsal yönetim uygulamaları üzerine etkisi incelenmektedir. Ayrıca OECD'nin yayımladığı kurumsal yönetim ilkeleri referans alınarak, Türkiye'de kurumsal yönetim anlayışını geliştirmek için yapılan düzenlemeler tartışılmaktadır.

Üçüncü bölümde İMKB-100 Endeksine dahil olan şirketlerin SPK Kurumsal Yönetim İlkelerini (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu temel kriterleri kapsamında) uygulama düzeyleri ile şirketlerin muhasebe ve piyasa performansları arasında bir ilişkinin olup olmadığı araştırılmaktadır.

Sonuç bölümünde ise çalışma kapsamında ulaşılan bulguların genel bir değerlendirilmesi yapılmakta ve önerilerde bulunmaktadır.

1. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM:

KAVRAM TARİHÇE VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Kurumsal yönetim, şirketteki farklı katılımcıların hak ve sorumluluklarının paylaşımının açıkça belirtildiği, şirket işleri ile ilgili alınacak kararlarda uygulanacak kural ve prosedürlerin ayrıntılı bir şekilde açıklandığı yönetim ve kontrol sistemidir³. Şirketin yönünü ve performansını belirlemede etkin olan farklı katılımcılar arasındaki ilişkileri tanımlayan kurumsal yönetim⁴, bu katılımcılar arasındaki çıkar çatışmalarının uzlaştırılmasını ve bunun belirli ilke ve standartlara bağlanmasını ifade eder⁵.

Şirketin tepe yönetiminin görev ve sorumluluklarını yerine getirirken, kâr elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapılarının yanında, tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını da gözetten bir anlayıştır⁶.

Şirketin başarılı işleyişinden yararlanabildiği gibi, başarısızlığından ve kötü idaresinden de olumsuz yönde etkilenen ve zarar gören, şirketle doğrudan veya dolaylı ilgili olan tüm menfaat sahiplerinin haklarını korumayı ve şirket yönetiminin sorumluluk ve yükümlülüklerini ortaya koymayı amaçlayan bir yönetim felsefesidir⁷. Şirketin hedeflerinin belirlendiği bir yapıyı ortaya koyan kurumsal yönetim, bu hedeflere nasıl ulaşılacağı ve performansın nasıl denetleneceğinin yollarını çizerken⁸, şirket yönetimini, kişisel çıkarlarını sağlamak yerine şirketin değerini yükseltmek için çaba harcamaları konusunda özendirir⁹.

³ Clarke,T., **Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance**, Rutledge Publishing, First Edition, 2004, s. 1.

⁴ Monks, R.A.G., N. Minow, **Corporate Governance**, Blackwell Publishing, Third Edition, 2004.

⁵ Kıyılar, M., M. Belen, “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, <http://archive.ismmmo.org.tr>, s. 3. (Erişim Tarihi: 27.08.2007)

⁶ Şehirli, K., **Kurumsal Yönetim (Araştırma Raporu)**, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Sayı: 14-4/55-3, 1999, s. 1.

⁷ Altın, H. U., **Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim ve Türkiye Uygulaması**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006, s. 4.

⁸ OECD, **The OECD Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing, 2004, s. 9.

⁹ Luo, Y., “How Does Globalization Affect Corporate Governance and Accountability? A Perspective from MNEs”, **Journal of International Management**, Volume: 11, Issue: 1, March 2005, s. 19-41.

Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer çıkar grupları arasındaki bir dizi ilişkiyi kapsar. OECD kurumsal yönetimi, ekonomik verimliliği ve büyümeyi artırmanın, aynı zamanda yatırımcı güveninin kazanılmasının anahtar unsurlarından birisi olarak görmektedir¹⁰.

Cadbury Raporu'nda kurumsal yönetim, anonim şirketlerin yönetim ve kontrolüne ilişkin bir sistem olarak tanımlanmaktadır¹¹. Cadbury Raporu ile OECD'nin kurumsal yönetime bakış açılarındaki temel fark, Cadbury Raporu'nun pay sahipleri dışındaki işçi, alacaklı ve müşteriler gibi şirket ile ilişkili olan paydaşları temel bir unsur olarak ele almamasıdır¹².

Dünya Bankası'nın tanımına göre ise kurumsal yönetim; bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken, uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer kazandırmasına imkân tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir¹³.

Lou'ya göre kurumsal yönetim, hakların ve sorumlulukların, şirketin farklı katılımcıları arasında nasıl dağıldığını gösterir. Şirketin karşı karşıya olduğu sorunlara çözüm üretmek amacıyla çeşitli kurallar ve prosedürler ortaya koyar. Kurumsal yönetim, şirketin tüm paydaşlarının şirket ile ilgili bilgilere erişimini garanti eden bir sistemdir¹⁴.

Shleifer ve Vishny ise, şirketlere mali kaynak sağlayan kişilerin bu yatırımlarından belli bir getiri elde etmeleri hususunda kendilerini güvende hissetmelerini sağlayacak yolların tespitinin, kurumsal yönetimin kapsamını teşkil ettiğini belirtmektedirler¹⁵.

¹⁰ OECD (2004), s. 9.

¹¹ Cadbury, A., **The Report on The Financial Aspects of Corporate Governance**, 1992, s. 13.

¹² Paslı, A., **Kurumsal Yönetim**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002, s. 16.

¹³ Kahraman, C., **Kurumsal Yönetim Anlayışının Özel Sermayeli Bankaların Yapısı ve İşleyişi Üzerine Etkileri**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2008, s. 6.

¹⁴ Luo, a.g.m., s. 21.

¹⁵ Shleifer, A., R.W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", **The Journal of Finance**, Volume: 52, No: 2, June 1997, s. 737-783.

Yöneticileri ve hissedarları kadar çalışanlar ve kreditorler gibi paydaşları arasındaki ilişkileri yöneten kurallar ve uygulamalar olarak tanımlayan Jesover ve Kirkpatrick'e göre ise kurumsal yönetim; piyasa güvenini, finansal piyasaların bütünlüğünü ve ekonomik etkinliği destekleyerek büyümeye ve finansal istikrara katkıda bulunmaktadır¹⁶.

İyi bir kurumsal yönetim sistemi, kontrolü elinde bulunduran pay sahipleri ile azınlık hissedarlar, yöneticiler ile pay sahipleri ve pay sahipleri ile paydaşlar arasındaki çıkar çatışmalarının çözümünü kolaylaştıracaktır¹⁷. Ayrıca iyi bir kurumsal yönetim sisteminin şirketin tüm paydaşlarının şirket ile ilgili bilgilere erişimine imkân verirken¹⁸, sermaye maliyetlerini düşürerek şirketin ekonomik faaliyetlerini olumlu etkilemesi ve bu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla hisse senedi fiyatlarına yansımaları beklenir¹⁹.

1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ

18. yüzyıldan itibaren sanayileşmenin hızlı bir şekilde yaşanması, işletmeler açısından büyüme gereksinimini ve buna paralel olarak fon ihtiyacını hızla artırmıştır. Kaynak temin etmek amacıyla hisse senedi ihraç edebilecek nitelikteki şirket türü olan anonim şirketler, ilk kez İngiltere'de 1844 yılından itibaren faaliyet göstermeye başlamıştır. Anonim şirket modeline "sınırlı sorumluluk"²⁰ özelliği 1855 yılında eklenmiştir²¹. Buna ek olarak anonim şirketin, sahiplerinin kişiliğinden bağımsız bir tüzel kişiliğinin olması ve şirketin ömrünün sahiplerinin ömrü ile sınırlı olmaması (devamlılık ilkesi), dağınık durumda bulunan atıl ve üretime elverişli olmayan küçük tasarrufların, bir araya getirilerek yatımlara kanalize edilmesini kolaylaştırmıştır²².

¹⁶ Kirkpatrick, G., "The Revised OECD Principles of Corporate Governance Their Relevance to Non-OECD Countries", **Corporate Governance: An International Review**, Volume: 13, No: 2, March 2005, s. 127-136.

¹⁷ IFC, **The Russia Corporate Governance Manual**, Alpina Business Books, 2004, s. 15.

¹⁸ Luo, a.g.m., s. 21.

¹⁹ Gürbüz, A.O., Y. Ergincan, **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Literatür Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2004, s. 1.

²⁰ Sınırlı sorumluluk kavramı, anonim şirkette ortakların sorumluluğunun taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile sınırlı olduğunu ifade eder. İngiltere'de bu ilkenin geliştirildiği yasa gereği şirket unvanının sonuna "limited" ibaresini koymak gerekmektedir. Bu bakımdan İngiltere'deki limited şirketler Türkiye'deki anonim şirketlere karşılık gelmektedir (Seyidoğlu, H., **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, Güzem Can Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 1999, s. 19.).

²¹ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s. 16.

²² Paşlı, a.g.e., s. 4.

Ancak 1929 yılında başlayan ve 1930’lu yıllarda etkileri devam eden “ekonomik buhran” döneminde artan şirket başarısızlıkları ve başarısız olan birçok şirketin hileli işlemlere yönelmesi, anonim şirketlere olan güveni sarsmış, devletin bu alanda düzenleme ve denetleme yapmasını zorunlu kılmıştır. Öte yandan şirket iflasları, şirketlere yatırım yapanların ve kredi verenlerin korunması konusunu da gündeme getirmiş²³ ve bu gelişmeler kurumsal yönetim anlayışına duyulan ihtiyacı artırmıştır.

Şirket sahipliği ile yönetimin birbirinden ayrılmasını ele alan, kurumsal yönetimin gelişmesi ile ilgili en önemli araştırmayı, Berle ve Means 1932 yılında yayımlanan çalışmalarında ortaya koymuşlardır. Bu süreçte pay sahipleri, şirketin “sınırlı sorumluluk” özelliğinden dolayı, şirketin varlıklarını kontrol etme hakkını profesyonel yöneticilere bırakmış²⁴, bu da yönetsel haklar ile ekonomik hakların ayrılmasına neden olmuştur²⁵. Yönetim ve sahipliğin bu şekilde ayrıldığı şirketlerde, sermaye sahipliğinin giderek dağılık hale gelmesi, Berle ve Means’e göre şirketi, ekonomik faaliyetlerin merkezinde yer alan gerçek anlamda “anonim” ortaklık haline getirmiştir²⁶.

Şirketlerin halka açıklık oranı arttıkça, ortak sayısı da hızla artmıştır. Ancak bu hissedarların çoğu yönetsel haklarını ihmal ederek, sadece ekonomik haklarına odaklanmışlardır. Hisse senedinin sahiplik haklarının kullanımının zayıflamasına bağlı olarak şirketi yönetme gücü, bu güce sahip olan pay sahibi, yönetim ve yönetim kurulundan oluşan üçlü saç ayağından yönetime geçmeye başlamış ve şirket yöneticileri gittikçe pay sahiplerinden bağımsız hale gelmiştir²⁷.

1980’lerden itibaren devletin ekonomideki etkinliği nispeten azalmış, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ekonomilerde özelleştirme önemli konulardan biri haline gelmiştir. İngiltere’de başlayan özelleştirme akımı, Latin Amerika, Batı Avrupa ve Doğu Bloğu ülkelerinde etkili olmuştur. Özelleştirmelerde genellikle halka arz

²³ Ceylan, A., **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi, 7. Baskı, Bursa, 2001, s. 5.

²⁴ Monks and Minow, a.g.e., s. 111.

²⁵ Bir hisse senedi, sahibine yönetsel haklar (oy hakkı, şirket yönetimine katılma hakkı, bilgi edinme hakkı) ve ekonomik haklar (temettü hakkı, şirket tasfiyesinden pay alma hakkı ve rüçhan hakkı) sağlar.

²⁶ Clarke, T., “The Stakeholder Corporation: A Business Philosophy for the Information Age”, **Long Range Planning**, Volume: 31, Issue: 2, 1998, s. 182-194.

²⁷ Altan, O., **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 30 Endeks Şirketlerinin Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Değerlendirilmesi**, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, 2007, s. 9.

yöntemi kullanıldığı için menkul kıymet borsaları ve küçük yatırımcıların haklarının korunması önemli hale gelmiştir²⁸.

1980'lerden itibaren önemi artan bir başka konu da kurumsal yatırımcıların finansal sisteme yaptıkları katkıdır. Emeklilik fonları, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve diğer özel finans şirketlerinden oluşan kurumsal yatırımcılar, müşterilerinin sermayelerine bağlı olan oy hakkını kullanma gücü nedeniyle²⁹, şirket yönetimlerini daha yakından takip etmeye, gerekli gördüklerinde şirket yönetimini açıkça eleştirmeye ve şirket genel kurullarında şirket yönetiminin oluşması sürecinde etkili olmaya başlamışlardır³⁰. Şirketlere özsermaye ya da kredi olarak yapılan yatırımlarda kurumsal yatırımcıların ağırlığının artmasına bağlı olarak da kurumsal yönetime verilen önem artmıştır³¹.

1990'lı yıllara gelindiğinde pay sahiplerinin denetiminin etkisinden kurtulan yöneticilerin, şirketin yararından çok kendi yararlarına çalıştıkları görülmüştür. 1997 Asya krizinin tetiklediği şirket skandalları, Avrupa'da Parmalat, ABD'de Enron ve WorldCom skandalları ile zirveye çıkmıştır. ABD'deki şirket skandalları yöneticilerin şirket kârını manipüle ederek içini boşaltması nedeniyle, Avrupa'daki şirket skandalları ise, kontrolü elinde bulunduran büyük pay sahiplerinin bu gücü istismar etmesi nedeniyle olmuştur³². Temsilci problemi olarak ifade edilen bu durum ileride incelenecektir.

Yaşanan küresel krizlerin ve şirket skandallarının en önemli sebeplerinden birinin ülke ve şirketlerin kurumsal yönetim politikalarının yetersiz olmasından kaynaklandığı görüşüne dayalı olarak şirketler, kurumsal yönetim ilkelerini benimseyerek içselleştirme yoluna gitmiş, yasa koyucu ve düzenleyici kurumlar ise

²⁸ Menteş, A., **Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi**, Derin Yayınları, İstanbul, 2009, s. 58.

²⁹ Ramsay, I., G.P. Stapledon, "Corporate Governance and the New International Architecture", **International Financial Sector Reform: Standard Setting and Infrastructure Development**, Ed.: Goo, S. H., D. W. Arner and Z. Zhou, Kluwer Law International, London, 2002, s. 467.

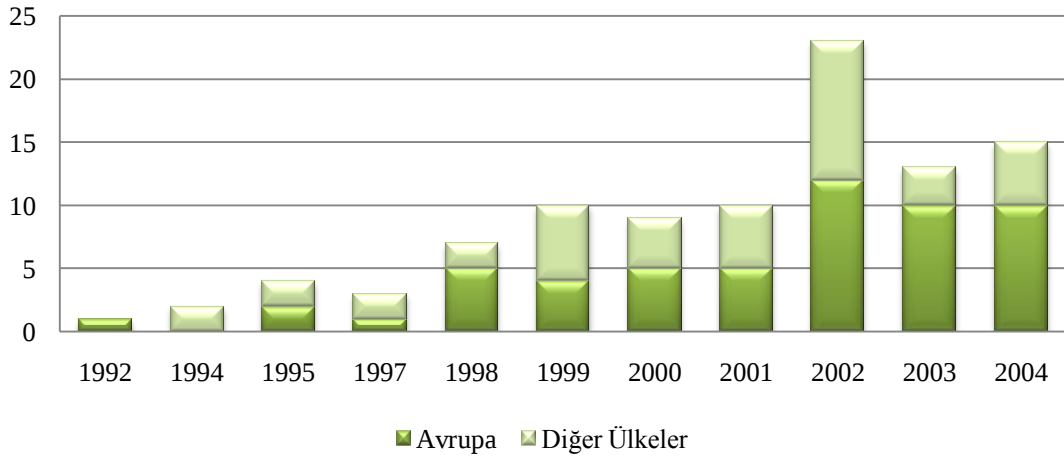
³⁰ Menteş, a.g.e., s. 59.

³¹ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s. 3.

³² Coffee, J.C. "A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ", **The Center for Law and Economic Studies**, Working Paper No: 274, 2005, s. 198-201.

buna benzer olayların tekrar yaşanmaması için kurumsal yönetim ile ilgili yasa ve düzenlemeleri hayata geçirmişlerdir³³.

Grafik 1.1: Yıllara Göre Kurumsal Yönetim ile İlgili Olarak Yayımlanan Yasa ve Yönetmeliklerin Sayısı



Kaynak: Becht, M., P. Bolton and A. Röell, **Corporate Governance and Control**, Ecgi, 2005, s. 2.

Grafik 1.1.'de görüldüğü gibi, 1997 Aysa Krizi sonrasında kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerin sayısı giderek artmaya başlamıştır. 2002 yılından itibaren kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemelerin sayısındaki artış ise, bu dönemde yoğun bir şekilde yaşanan şirket skandalları ile açıklanabilir. Bu çerçevede kurumsal yönetim ile ilgili olarak yapılan yasal düzenlemelerin en önemlileri ileride ayrıntılı olarak incelenmektedir.

Yaşanan krizler ve şirket skandallarının yanı sıra gelişmekte olan ülkelerin finans piyasaları ile gelişmiş ülkelerin finans piyasalarının her geçen gün biraz daha bir birine uyumlu ve bütünleşik hale gelmesi³⁴, küreselleşme sürecinde birçok gelişmekte olan ülkenin sermaye piyasalarının yabancı yatırımcılara açılması, bu ülkelere yatırım yapan yabancı sermayenin teşvik edilmesi ve daha iyi korunabilmesinin gerekliliği gibi nedenler kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını hızlandırmıştır³⁵.

³³ Menteş, a.g.e., s. 67.

³⁴ Yalçın, B., "Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Kurumsal Yatırımcılar", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 2005, s. 2.

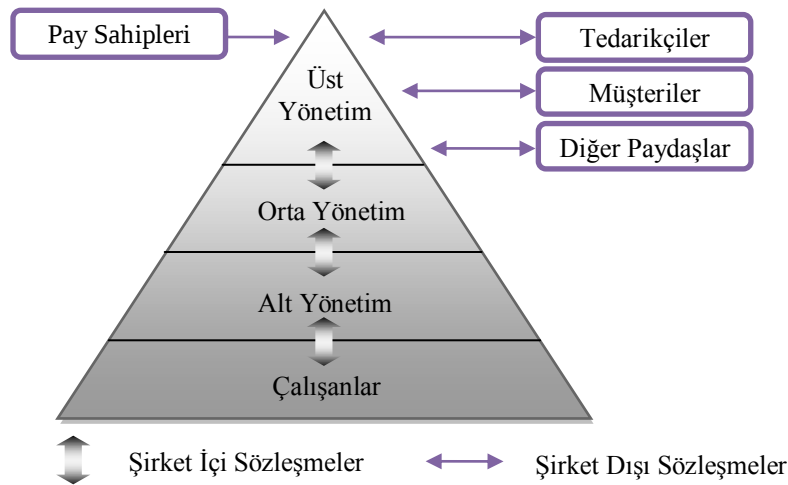
³⁵ Menteş, a.g.e., s. 62.

1.3. TEMSİLCİ TEORİSİ (AGENCY THEORY)

Kurumsal yönetim mekanizmalarının geliştirilmesindeki hâkim teorik yaklaşım temsilci teoridir³⁶. Bu teoriye göre temsil ilişkisi, bir ya da daha fazla sayıda pay sahibinin (principal-vekâlet veren kişi-müvekkil) oluşturduğu, pay sahipleri adına bazı hizmetleri gerçekleştirmek ve kararları alabilmek için bir temsilciyi ya da yöneticiyi (agent), bazı yetkilerle donatan bir sözleşmeden doğar.

Fama, firma sahipliği ile sermaye sahipliğinin birbiri ile karıştırılmaması gerektiğini vurgular. Fama'nın firma teorisine göre firmada her bir faktörün bir sahibi vardır. Buna göre firma, çıktılar oluşturmak amacıyla katılımcıların girdiler sağlamasını ve çıktıların hasılatlarının bu girdileri sağlayanlar arasında paylaşılmasını kapsayan bir sözleşmeler setidir³⁷. Bu bağlamda Şekil 1.1'de görüldüğü gibi temsilci teorisi, şirket ile pay sahipleri, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler gibi farklı kesimlerdeki paydaşlar arasındaki sözleşmelerden oluşmaktadır³⁸.

Şekil 1.1: Vekâlet İlişkileri



Kaynak: Ülgen ve Mirze, a.g.e., s. 429.

³⁶ Ertuna, B., A. Tükel, "Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri", **İMKB Dergisi**, Yıl:10, Sayı:40, Eylül 2008, s. 7-37.

³⁷ Fama, E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm", **The Journal of Political Economy**, Voume: 88, No: 2, 1980, s. 288-307.

³⁸ Ülgen, H., S. K. Mirze, **İşletmelerde Stratejik Yönetim**, Literatür Yayınları, 3. Baskı, İstanbul, 2006, s. 427.

Temsil ilişkisinin ortaya çıkmasının temel nedeni, sahiplik ve kontrolün ayrılması³⁹ ve bilgi asimetrisidir⁴⁰. Sahiplik ve kontrolün ayrıldığı, bir başka ifadeyle mülkiyet hakkı ve yönetsel karar alma yetkisinin farklı ellerde toplandığı şirketlerde hak sahibi olanlar hissedarlar, söz sahibi olanlar da yöneticilerdir⁴¹. Ancak şirketin kontrol haklarına sahip olan yöneticilerin, daima pay sahiplerinin çıkarları için çalışmama riskleri söz konusudur⁴². Şirketin yöneticilerinin pay sahiplerinin çıkarlarına zarar verebilecek kararlar alabilmeleri riskine karşı⁴³ pay sahipleri ile yöneticiler arasında, yöneticilerin fonlarla ne yapacağı ve kazançların nasıl paylaştırılacağı konularının açıkça belirtildiği bir sözleşme imzalanır. Ancak gelecekle ilgili olasılıkları öngörebilmenin imkânsız olması nedeniyle, tüm ihtimalleri içeren bir sözleşme yapmak mümkün değildir. Bu nedenle pay sahipleri ve yöneticiler, temsil ilişkisinin çerçevesini çizerken, öngörülemeyen kontrol haklarını da (residual control rights) tahsis etmek zorundadır⁴⁴.

İlke olarak kalan tüm kontrol haklarına sahip olmak şartıyla, hissedarların yöneticilere fonlarını devrettiği bir sözleşme düşünülebilir. Ancak beklenmeyen bir durumda ne yapılacağı, nasıl karar verileceği açmazı nedeniyle bu sistem tam olarak çalışmayacaktır⁴⁵. Bu durumda temsilci probleminin çözümü için pay sahipleri ile yöneticilerin çıkarları arasındaki farkın azaltılması gerekir. Bu da yöneticiler için uygun bir teşvik sistemi kurarak ya da yöneticilerin şirketin çıkarlarından ziyade kendi çıkarları için karar alma riskini sınırlandırabilecek bir denetim mekanizması kurarak gerçekleştirilebilir⁴⁶.

³⁹ Chae, J., S. K. and E. J. Lee, "How Corporate Governance Affects Payout Policy Under Agency Problems and External Financing Constraints", **Journal of Banking and Finance**, Volume: 33, Issue: 11, 2009, s. 2093-2101.

⁴⁰ Bilgi asimetrisi; ilişki içinde olan taraflardan birinin aralarındaki ilişkiye konu olan durum hakkında diğerinden daha fazla bilgi sahibi olmasıdır.

⁴¹ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?**, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, 2007, s. 3

⁴² Jensen, M. C., W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, Volume: 3, No: 4, October 1976, s. 305-360.

⁴³ Clarke, a.g.e., s. 4.

⁴⁴ Silanes, F. L., A. Shleifer and R. W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World", **The Journal of Finance**, Volume: 55 Issue: 1, 2002, s. 1-33.

⁴⁵ Shleifer and Vishny, a.g.m., s. 743.

⁴⁶ Clarke, a.g.e., s. 5.

⁴⁷ Jensen and Meckling, a.g.m., s. 310.

Temsilci problemi, yalnızca hissedarlar ile yöneticiler ya da yönetim düzeylerinde üst ve astlar arasındaki ilişkiler çerçevesinde değil, kontrolü elinde bulunduran çoğunluk pay sahipleri (hâkim hissedar) ile azınlık hissedarlar boyutunda da ele alınmaktadır. Özellikle pay sahibi yoğunluğunun yüksek olduğu piyasalarda hisse sahiplerinin hâkim pay sahibi konumunda olması durumunda temsilci problemi, egemenliği ve kontrolü elinde tutan hâkim pay sahibi ile azınlık hissedarlar arasındaki ilişkiden kaynaklanmaktadır⁴⁷.

Temsilci teorisi ile ilgili bir diğer husus da temsil maliyetleridir. Temsil maliyeti, vekâlet verenin yaptığı denetim giderinin, temsilcinin sözleşme maliyetlerinin ve temsilci ile vekâlet veren arasındaki görüş farklılıklarından⁴⁸ dolayı oluşan kayıpların toplamı olarak ifade edilebilir⁴⁹.

Temsilci problemi ile ilgili olarak kurumsal yönetimin konusunun büyük bir bölümünü, yöneticilerin karar alırken kullanacakları inisiyatiflerin sınırlarını belirlemek ve şirketi kendi çıkarına göre değil, tüm hissedarların çıkarlarına göre yönetip yönetmediklerini denetlemek oluşturur⁵⁰.

1.4. KURUMSAL YÖNETİM İLE İLGİLİ OLARAK YAPILAN YASAL DÜZENLEMELER

Şirketlerde mülkiyeti elinde bulunduran kişilerle şirketi yönetenlerin amaçlarının farklılık göstermesi, temsilci probleminin ortaya çıkmasına neden olmuş, buna bir de diğer paydaşların hakları ve çıkarları eklendiğinde problemin boyutu daha da genişlemiştir. Bütün bu çıkar çatışmalarını en aza indirebilmek için birçok ülkede ve çeşitli kurumlarca kurumsal yönetim ilkeleri geliştirilmiştir.

⁴⁷ Metiner, B., **Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulu Yapılanması**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006, s. 10.

⁴⁸ Burada görüş farklılığı vekâlet veren ile temsilcinin ya istekleri ya da risk tercihleri farklılaştığında ortaya çıkmaktadır (Einsenhart, K.M., "Agency Theory: An Assessment and Review", **Academy of Management Review**, Volume: 14, No: 1, 1989, s. 58.).

⁴⁹ Fama, E. F., M. C. Jensen., "Separation of Ownership and Control", **Journal of Law and Economics**, Volume: 25, 1983, s. 5.

⁵⁰ Clarke, a.g.e., s. 5.

Tablo 1.1: Bazı Ülkelerde Kurumsal Yönetim İle İlgili Olarak Yapılan Yasal Düzenlemeler

Ülke Adı	Düzenleme Adı	Yayın Yılı
ABD	Sarbanes-Oxley Kanunu	2002
ABD	Halka Açık Şirketler İçin Anahtar Kurumsal Yönetim İlkeleri	2008
İngiltere	Cadbury Raporu	1992
İngiltere	Kurumsal Yönetim: Uygulama Rehberi	2004
İngiltere	Birleşik Kurumsal Yönetim Kodu	2003
Almanya	Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Kuralları	2000
Almanya	German Code of Corporate Governance	2000
Rusya	Kurumsal Yönetim Kodu	2002
Japonya	Kurumsal Yönetim Kodu	2001
Belçika	Kurumsal Yönetim Kodu	2004
Portekiz	Kurumsal Yönetim Önerileri	1999

Kaynak: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, (Erişim Tarihi: 05.09.2009).

Tablo 1.1.'de bazı ülkelerde kurumsal yönetim ile ilgili olarak yapılan düzenleme ve kodlar yer almaktadır. Burada, önemli olduğu düşünülen Cadbury Raporu ve Sarbanes-Oxley Kanunu'na kısaca değinildikten sonra, birçok ülkenin kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinde referans niteliği taşıyan OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinden ayrıntılı olarak bahsedilecektir.

1.4.1. Cadbury Raporu

Kurumsal yönetim kavramı Avrupa'da ilk olarak İngiltere'de "kurumsal yönetimin mali görünümü" konusunu görüşmek üzere Sir Adrian Cadbury başkanlığında toplanan "The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance" adlı komite tarafından hazırlanan ve doktrinde "Cadbury Raporu" olarak anılan 1992 tarihli rapor ile gündeme gelmiştir. Raporda bu komitenin amacı, hem kurumsal yönetim standartlarını yükseltmek, hem de finansal raporlama ve denetimde yatırımcının güven düzeyini artırmak şeklinde ifade edilmiştir⁵¹.

Cadbury Raporu, yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu üyesi olmayan yönetici ve çeşitli komitelerin rollerini ayırmış, yönetim

⁵¹ Cadbury, a.g.e., s. 14.

kurulunun çalışma biçimine yönelik çeşitli değişiklikler tavsiye etmiş ve ayrıca bunları şirketlerin uymaları gereken standartlar olarak belirlemiştir.

Raporda yönetim kurulu başkanının kurumsal yönetim uygulamalarının güvencesi olduğu ve yönetim kurulu üyeleri ile hissedarların talepleri arasında bir denge kurması gerektiği vurgulanmıştır⁵². Ayrıca bağımsız yönetim kurulu üyelerinin gerek kurumsal yönetim standartlarının belirlenmesinde ve uygulanmasında, gerekse şirket stratejisinin tespitinde ve şirket kaynaklarının kullanımında özel bir önem taşıdığına değinilmiştir⁵³. Raporda yönetim kurulu başkanlığı görevine verilen özel önem gereği şirketin yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlüğü görevi aynı kişi tarafından yürütülmemesi gerektiği, aksi takdirde şirket içinde güç dengesinin bozulacağı belirtilmiştir. Bu bağlamda rapor, otorite ve gücün dengelendiği, sorumlulukların açık bir şekilde paylaşıldığı bir görev dağılımını tavsiye etmektedir⁵⁴.

Yıllık denetimi, kurumsal yönetimin en önemli unsurlarından biri olarak gören Cadbury Raporu, yönetimin sahiplikten ayrılmasının bir sonucu olarak yöneticilerin, yıllık rapor ve finansal tablolar kanalıyla, yaptıkları faaliyetleri pay sahiplerine raporlamaları gerekliliğine de değinmektedir. Bu çerçevede denetimin, bu raporlar üzerinde bağımsız ve objektif bir kontrol sağlayacağını vurgularken, “objektiflik” ve “geçerliliğin” nasıl sağlanacağını cevaplarını aramaktadır⁵⁵.

İngiltere’deki kurumsal yönetim sistemi yasal düzenlemelerden daha çok şirketlerin kendi oluşturdukları düzenlemelere ve piyasaya dayalı yaptırımlara bağlı olarak çalışmaktadır. Bu nedenle şirketler üzerinde kendi yönetim biçimlerini geliştirmeleri yönünde baskı kurulmasının daha uygun olacağı inancına dayan Cadbury Raporu’nda yer alan tavsiyelerin kanuni bir yaptırımı bulunmamaktadır⁵⁶. Cadbury Raporu İngiltere için olduğu kadar diğer ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamaları açısından da önemli bir örnektir⁵⁷.

⁵² Cadbury, a.g.e., s. 20.

⁵³ Cadbury, a.g.e., s. 21.

⁵⁴ Cadbury, a.g.e., s. 20.

⁵⁵ Cadbury, a.g.e., s. 35.

⁵⁶ Kahraman, a.g.e., s. 27.

⁵⁷ Bu Raporun Türkiye’de SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine model oluşturan düzenlemelerden biridir.

1.4.2. Sarbanes-Oxley Yasası

Sarbanes-Oxley Yasası, 2000’li yılların başında meydana gelen, özellikle de hisse senedi piyasasında yatırımcıların güvenini sarsan Enron ve WorldCom skandallarını takiben, şirketlerin finansal raporlamalarına ilişkin kontrolleri iyileştirmek amacıyla, ABD borsalarında işlem gören halka açık şirketlerin tamamını kapsayacak şekilde 2002 yılında yürürlüğe girmiştir⁵⁸. Sabanes-Oxley Yasası’nın temelinde yöneticilerin ve şirket çalışanlarının şirket ile ilişkili görevlerinde ilkeli hareket etmelerini sağlamak ve buna uygun davranmayanları cezalandırmak yatmaktadır⁵⁹. Amerikan menkul kıymetler piyasasında yer alan şirketler için yönetim, muhasebe, denetim ve raporlama gibi konularda önemli değişiklikler getiren bu yasanın⁶⁰, 1930’lardan sonra sermaye piyasalarında yapılan en önemli değişikliklerden biri olduğu söylenebilir⁶¹.

Sarbanes-Oxley Yasası şirketlerin CEO ve CFO’larının, periyodik raporlarının doğruluğunu, iç kontrol sistemlerinin etkin çalıştığını, sadece bağımsız üyelerden oluşmuş bir denetim komitesinin mevcudiyetini teyit etmelerini gerektirmektedir. Ayrıca bu yasa şirketlerin finansal raporlarına ilişkin iç kontrol sisteminin etkinliğinin bir dış denetçi tarafından tasdik edilmesini de zorunlu hale getirmektedir⁶². Bu çerçevede bağımsız denetim alanında yeni bir sistem tasarlanmış ve “Public Company Accounting Oversight Board” adlı gözetim ve denetim kurulu oluşturularak, ABD’de bağımsız denetim hizmeti verecek kuruluşların bu kurula kaydı zorunlu tutulmuştur⁶³.

Genel olarak Sarbanes-Oxley Yasası, kurumsal yönetim kurallarına somutluk kazandıran, muhasebe standartlarında hesap verebilirliği, mukayese edilebilirliği ve

⁵⁸ Harshbarger, S., G. U. Jois, “Looking Back and Looking Forward: Sarbanes-Oxley and The Future of Corporate Governance”, **Akron Law Review**, Volume: 40, 2007, s. 3.

⁵⁹ Kırlioğlu, H., N. Akyel, “Enron Sonrası Bağımsız Denetimde Yaşananlar”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 23, 2004, s. 28-34.

⁶⁰ Kamar, E., P. Karaca Mandic and E. Talley, “Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis”, **Journal of Law Economics and Organization**, Volume: 25, 2009, s. 107-133.

⁶¹ Deakin S., S. J. Konzelmann, “Learning from Enron”, **Corporate Governance: An International Review**, Volume: 12, No: 2, April 2004, s. 134-142.

⁶² Kamar vd., a.g.m., s. 1.

⁶³ Kırlioğlu, a.g.m., s. 29.

şeffaflığı artırmayı amaçlayan, bağımsız ve amaca uygun denetime odaklanan bir reform olarak nitelendirilmektedir⁶⁴.

1.4.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Çıkar çatışmalarını asgari düzeye indirebilmek için kurumsal yönetim ilkelerini geliştiren kurumların başında OECD gelmektedir. 1998 yılında bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi, hükümetler, diğer ilgili uluslararası örgütler ve özel sektör temsilcileri ile birlikte OECD'yi kurumsal yönetim standartlarını ve buna ilişkin çerçeve ilkeler dizisini geliştirmeye çağırmıştır⁶⁵. Yapılan çalışmalar sonucunda, “adillik”, “şeffaflık”, “hesap verebilirlik” ve “sorumluluk” olarak belirlenen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD Bakanlar Kurulu tarafından 1999 yılında onaylanmış olup⁶⁶, bu tarihten sonra dünya genelindeki karar alıcılar, yatırımcılar, şirketler ve diğer paydaşlar açısından temel yapı taşı olarak kabul görmüştür⁶⁷. Aşağıda söz konusu ilkeler hakkında ayrıntılı bilgi verilmektedir.

1.4.3.1. Şeffaflık (Transparency)

Yatırımcılar ve pay sahipleri, şirketin sevk ve idaresini değerlendirebilmek için, şirketin gerek finansal gerekse faaliyetlerine ilişkin durumu hakkında güvenilir, ayrıntılı ve mukayese edilebilir bilgiye gereksinim duyarlar⁶⁸. Piyasadaki bilgi eksikliği, erken uyarı sistemlerinin etkin olarak işlemlerini engellemesi ve dolayısıyla gerekli önlemlerin zamanında alınamaması nedeniyle, krizlerin ortaya çıkmasındaki önemli faktörlerden biri olarak gösterilmektedir⁶⁹. Bu bağlamda şeffaflık, piyasa

⁶⁴ Kahraman, a.g.e., s. 34.

⁶⁵ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s. 17.

⁶⁶ İlkeler, 2002 yılında OECD Bakanlar Kurulu bünyesindeki, OECD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından gözden geçirilmiştir. Gözden geçirme çalışmalarında, üye ülkelerin kurumsal yönetim uygulamalarında karşılaştıkları sorunlara ne şekilde çözüm getirdiklerine ilişkin bilgiler kullanılmıştır. Bu çalışmalar sonucunda OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri eksiklikleri giderilerek, 2004 yılında yeniden yayımlanmıştır.

⁶⁷ Özcan, S., **Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkelerinin Etkileri**, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2004, s. 15.

⁶⁸ Gregory, H. J., “The Globalisation of Corporate Governance”, **Director's Monthly**, 2001, s. 16, www.oecd.org, (Erişim Tarihi: 31.07.2007).

⁶⁹ Tuzcu, M. A., **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve İMKB-100 Örneği**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2003, s. 26.

katılımcılarına sadece gerekli olan bilgiyi sağlamakla kalmaz, aynı zamanda, bilginin anlamlı bir biçimde kullanılmasına da imkân tanır⁷⁰.

Şeffaflık, pay sahiplerinin ve sermaye piyasasında rol sahibi tüm aktörlerin, tam bilgilendirilmesini ve aydınlatılmasını hedefler. Ayrıca şeffaflık, şirketlerin rekabet güçlerini tehlikeye sokacak ticari sır niteliğindeki henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir ve düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulmasını sağlar⁷¹. Bir bilginin ticari sır niteliğinde olup olmadığını belirlemek için çoğu ülke “geçerlilik” ve “önem derecesi” kavramlarına başvurmaktadır. Buna göre geçerli ve önemli bilgi, ekonomik kararları etkileyebilecek niteliğe sahip olan bilgidir. Bu çerçevede şirketlerin, açıklama yapmanın yatırım kararıyla ilgili tam bilgilendirme ve yatırımcıyı yanlış yönlendirmekten kaçınmak açısından zorunlu olduğu durumlar hariç olmak üzere, ticari sır niteliğindeki bilgileri açıklamaları beklenmemektedir⁷².

Şirket faaliyetlerinde şeffaflığın artması, hisse senetleri fiyatlarının daha doğru belirlenmesini sağlayacaktır⁷³. Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ülkelerden elde edilen deneyim, kamuya açıklama yapmanın şirketlerin davranışlarını etkilemede ve yatırımcıları korumada etkili bir araç olduğunu göstermiştir. Etkin bir bilgi açıklama sistemi, sermayeyi çekmeye ve sermaye piyasalarında güveni korumaya yardımcı olurken, şirketlerin piyasa bazında denetiminin önemli bir dayanak noktasını oluşturmaktadır. Gerek kamuya yapılan açıklamaların yetersizliği, gerekse şeffaf olmayan uygulamalar, etik olmayan davranışlara ve piyasa güvenirliliği, şirket, hissedar ve ekonominin genelinin zarar görmesine neden olabilmektedir. Yetersiz ve muğlak bilgi, piyasaların işlemesine engel olabileceği gibi, sermayenin maliyetini yükseltebilmekte ve kaynakların yetersiz dağılımına yol açabilmektedir⁷⁴.

⁷⁰ Aktaş, R., “Muhasebe Standartları ve Yönetişim”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi Özel Sayısı: 1st International Accounting Conference on the Way to Convergence**, İstanbul, 3-5 Kasım 2004. s. 425-434, <http://raktas.etu.edu.tr/doc/muhasebestandartlariyonetisim.pdf>, (Erişim Tarihi: 17.02.2009).

⁷¹ SPK, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, 2005, s. 3, www.spk.gov.tr, (Erişim Tarihi: 31.7.2007).

⁷² OECD (2004), s. 37.

⁷³ Cadbury, a.g.e., s. 33.

⁷⁴ OECD (2004), s. 37.

1.4.3.2. Adillik (Fairness)

Adillik ilkesi, şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit ve adaletli davranmasını⁷⁵ ve yalnızca mülkiyet hakkı bulunan hissedarların haklarının değil, şirketin varlığını sürdürmesi için gerekli olan tüm menfaat sahiplerinin haklarının gözetilmesini ifade eder⁷⁶. Ayrıca kontrolü elinde bulunduran büyük pay sahiplerinin ya da yöneticilerin, şirket varlıklarını kötüye kullanması ihtimaline karşı, mülkiyet hakkı olmasına rağmen azınlık konumunda olan pay sahiplerinin haklarının korunmasını da içerir⁷⁷.

Kurumsal yönetimde adillik ilkesi, içerden öğrenenlerin ticaretinin (insider trading), kötüye kullanılan çıkar amaçlı muamelelerinin ve piyasalardaki fırsat eşitliğini bozucu eylemlerin yasaklanması⁷⁸, hissedar haklarının ihlali halinde tüm pay sahiplerine makul sınırlar içinde zararlarını telafi edebilme imkânının verilmesi, yatırımcıların aktif bir şekilde ortaklık yönetimine katılmalarını sağlayıcı düzenlemeler yapılması ile olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini hedefler⁷⁹. Diğer bir deyişle adillik, şeffaflık temelinde iyi yönetim ve denetimle menfaatlerin ideal noktada uyuşturulmasıdır.

1.4.3.3. Hesap Verebilirlik (Accountability)

Yönetim kurullarının etkin bir biçimde sorumluluklarını yerine getirmeleri için objektif ve bağımsız kararlar alabilmeleri gerekir. Aldıkları kararlarda bağımsız olmaları, şirketin gerçek değerine ulaşması ve sadece belirli bir grubun menfaatleri doğrultusunda faaliyetlerde bulunmamasının anahtarı niteliğindedir⁸⁰. Cadbury Raporu da benzer şekilde yönetim kurullarının, şirketin daha ileriye götürebilmek için faaliyetlerinde bağımsız olmalarını, ancak bu bağımsızlığın etkin bir hesap verebilirlik çerçevesi ile sınırlandırılması gerektiğini ifade eder⁸¹.

⁷⁵ SPK (2004), s. 3.

⁷⁶ Doğan, M., **Kurumsal Yönetim ve Türkiye Uygulaması**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2005, s. 64.

⁷⁷ Gregory, a.g.e., s. 16.

⁷⁸ Paslı, a.g.e., s. 53.

⁷⁹ SPK (2004), s. 3.

⁸⁰ Paslı, a.g.e., s. 55.

⁸¹ Cadbury, a.g.e., s. 1.

SPK' ya göre hesap verebilirlik ise, yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine, alınan kararların haklı sebebi ve adil temeli olduğuna ilişkin hesap verme zorunluluğunu ifade etmektedir⁸².

Hesap verebilirlik kavramı, belirli bir işin iki taraf arasında mutabık kalınmış kurallar ve standartlara göre yapılarak gerçeğe uygun ve adil bir şekilde raporlama zorunluluğu olarak açıklanabilir⁸³. Diğer bir ifadeyle hesap verebilirlik, karar veren ve faaliyette bulunan tüm kişilerin şirket adına verdikleri kararların ve yaptıkları faaliyetlerin sorumlusu olarak⁸⁴, bu karar ve faaliyetlerin şirket ve pay sahipleri açısından yerindeliğini kanıtlamaları esasına dayanmaktadır⁸⁵.

Hesap verebilirlik ilkesi, hem sorumluluk hem de şeffaflık ilkeleri ile birlikte pay sahiplerinin ve şirket faaliyetleri ile ilgili tüm kesimlerin, şirket yönetiminin aldığı kararları ve faaliyetleri sorgulamasını sağlar. Hesap verebilirliğin tam anlamıyla uygulanabilmesi için, finansal raporlamada şeffaflık ilkesinin stratejik karar üretme süreçlerinde de hayata geçirilmesi gerekir⁸⁶.

1.4.3.4. Sorumluluk (Responsibility)

Yönetim kurulu, şirket stratejilerine yol göstermenin yanı sıra, çıkar çatışmalarını engellemek ve şirkete yönelik rekabet halindeki talepleri dengeleyerek şirket performansını denetlemek, hissedarlar için yeterli kazancı elde etmek ve hissedarların menfaatlerine en uygun şekilde hareket etmekle yükümlüdür⁸⁷. Bu çerçevede sorumluluk, yönetimin şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini kapsamaktadır⁸⁸. Diğer bir deyişle, yetki verilen kişilerin sahip oldukları yetkileri

⁸² SPK (2004), s. 3.

⁸³ OECD, **Glossary of Key Terms in Evaluation and Results Based Management**, 2002, <http://www.oecd.org/dataoecd/11/34/39059671.pdf>, (Erişim Tarihi: 16.09.2009).

⁸⁴ Demirbaş, M., S. Uyar, **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi**, Güncel Akademi Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2006, s. 23.

⁸⁵ Paslı, a.g.e., s. 56.

⁸⁶ Suyolcu, O. A., **Yönetişim Mekanizmalarının Kurumsal Açıklamalar ve Finansal Raporlamalar Üzerindeki Etkileri**, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2006, s. 16.

⁸⁷ OECD (2004), s. 44.

⁸⁸ SPK (2004), s. 3.

kullanarak yaptıkları veya yapmaktan kaçındıkları faaliyetlerin sonuçlarından sorumlu tutulabilmelerini ifade eder⁸⁹.

Faaliyetlerini sürdürürken toplumun çoğunlukla yasalarda bulunmayan beklentileri ile de karşılaşan şirket yönetiminin sorumluluğu, sadece kanunları uygulamak ile sınırlı değildir⁹⁰. İşletme faaliyetlerindeki dışsallık⁹¹ nedeni ile şirketlerin sosyal sorumluluğu kavramı (corporate social responsibility) tam bu noktada ortaya çıkar. Toplumun bir parçası olan şirketi, ekonomik ve toplumsal çevresi ile ilgili olarak verdiği kararlardan ve bunların ortaya çıkaracağı sonuçlardan ayrı tutmak mümkün değildir⁹². Bu bağlamda sorumluluk kavramı, şirket ile toplum arasındaki karşılıklı ilişkileri geliştirmek ve toplumun beklentilerini karşılamak için şirket yönetimi tarafından üstlenilen faaliyetleri de kapsar⁹³.

Hesap verme sorumluluğu, şirket yönetiminin kararlarından öncelikle etkilenen şirket tüzel kişiliğine, dolayısıyla pay sahiplerine karşıdır⁹⁴ ve yetki kullananlara yaptığı faaliyetleri ve gerekçelerini açıklama imkânı verir⁹⁵. Sorumluluk ilkesi ise şirket yönetiminin, pay sahipleri kadar işçiler, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler ve devlet gibi diğer paydaşların menfaatlerini koruyarak ve isteklerini göz önüne tutarak işletmenin sosyal boyutunun göz ardı e

1.5. KURUMSAL YÖNETİMİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Kurumsal yönetime firma açısından bakıldığında, pay sahipleri ve paydaşların çıkarlarının dengelenmesi, firmanın değerinin maksimize edilmesi ve uzun dönemde bu değerın sürdürülebilmesi öne çıkar. Kurumsal yönetime kamu politikası açısından bakıldığında ise, paydaşların korunmasının, pay sahiplerinin, paydaşların ve toplumun çıkarları arasındaki farkın en aza indirilmesinin yasal düzenlemelerle sağlanması öne çıkmaktadır. Bu iki farklı bakış açısı, Şekil 1.2’de görüldüğü gibi firma faaliyet ve

⁸⁹ Doğan, a.g.e., s. 69.

⁹⁰ Witherell, B., “Corporate Governance and Responsibility: Foundations of Market Integrity”, **OECD Observer**, No: 234, October 2002, s. 9, www.oecdobserver.org, (Erişim tarihi: 31.07.2007).

⁹¹ Dışsallık kavramı, Knut Wicksell tarafından 1896’da ele alınmıştır. Dışsallık, bir ekonomik birimin faaliyeti dolayısıyla diğer ekonomik birim veya birimler üzerinde dolaylı olarak görülen olumlu veya olumsuz etkileri ifade eder. www.ekodialog.com, (Erişim Tarihi: 12.10.2009).

⁹² Ülgen ve Mirze, a.g.e., s. 455.

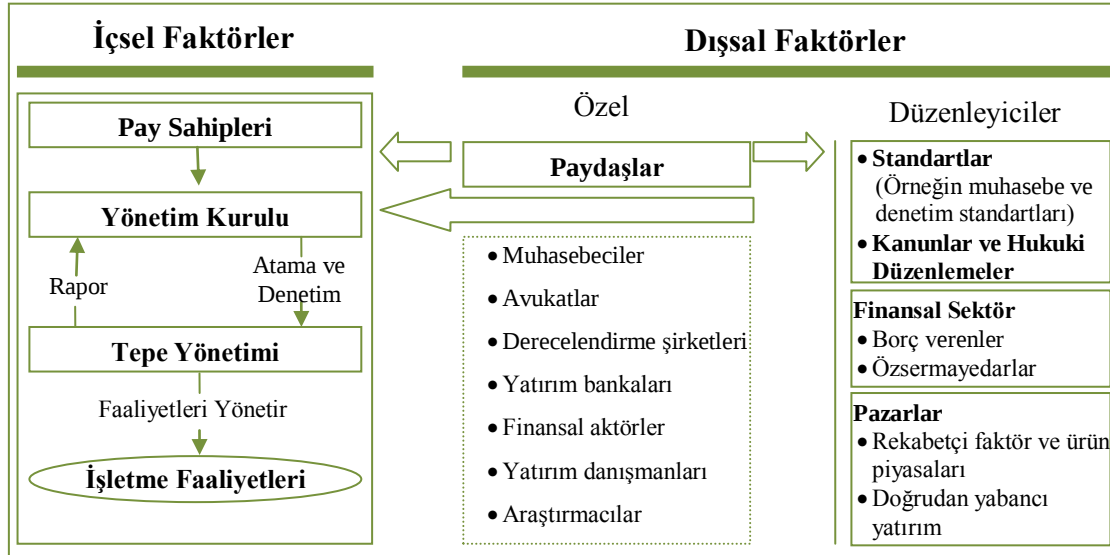
⁹³ Witherell, a.g.m., s. 9.

⁹⁴ Pash, a.g.e, s. 56-57.

⁹⁵ Doğan, a.g.e., s. 69.

performansını birlikte yönettiği, şirketteki kilit oyuncular arasındaki ilişkileri tanımlayan “içsel faktörler” ve özellikle yasal ortam ve piyasadan oluşan “dışsal faktörler” arasındaki etkileşimi gösteren kurumsal yönetim sistemini oluşturur⁹⁶.

Şekil 1.2: Modern Şirketleri Etkileyen İçsel ve Dışsal Faktörler



Kaynak: Iskander M. R., Chamlou, N., **Corporate Governance: A Framework For Implementation**, World Bank Group, Washington, 2002, s. 4.

1.5.1. Yönetim Kurulu

Anonim şirketler, doğası gereği çok ortaklı şirketlerdir. Bazen milyonlara varan pay sahibinin olduğu bu tür şirketlerde, bütün ortakların kolektif olarak şirketi yönetmeleri imkânsızdır. Dolayısıyla şirketi yönetmek için pay sahiplerini temsil eden bir kurula, yönetim kuruluna ihtiyaç vardır. Kurumsal yönetim sisteminin merkezinde yönetim kurulu vardır. Yönetim kurulu, uzun vadede hissedarlarına sürekli kazanç sağlamak amacıyla, üst düzey karar alma, yürütme ve temsil mercii olarak şirketi faal bir şekilde yönlendirir⁹⁷. Diğer bir ifade ile şirketle ilgili stratejilerin ve önemli kararların onay merciidir. Bu doğrultuda yönetim kurulu, şirketi idare ve temsil eder.

⁹⁶ Iskander and Chamlou, a.g.e., s. 3.

⁹⁷ TUSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, (Yayın No:2/336), Aralık 2002, s. 15.

Yönetim kurulunun görevi, onları seçen ve görevlendiren pay sahiplerinin beklentilerine uygun olarak şirketi yönetmektir. Her ne kadar yasal olarak yönetim kurulu, pay sahiplerinden ayrı bir tüzel kişiliği olan “şirkete” karşı sorumlu olsa da, pay sahiplerinin çıkarlarını gözetmediği takdirde görevde kalması mümkün değildir. Bununla birlikte yönetim kurulu, pay sahiplerinin beklentilerini karşılarken, şirketin, paydaşların ve yönetimde yer almayan pay sahiplerinin çıkarlarını da gözetmek zorundadır⁹⁸. Yönetim kurulu, performans hedeflerini belirleyerek bu doğrultuda kaydedilen aşamayı sürekli izlemeli ve icrayı denetlemelidir. Bu çerçevede, pay sahiplerinin menfaatlerinin emanet edileceği üst düzey yöneticilerin seçilmesi ve gerektiğinde yönetimin değiştirilmesi de yönetim kurulunun görevleri arasındadır⁹⁹. Bazı ülkelerde şirketin ilgili yasa ve düzenlemelere uyumunu sağlamakla da sorumludur¹⁰⁰.

Yönetim kurulu yapıları ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Örneğin Anglo-Sakson modelinde, pay sahiplerinin temsilcisi olarak “tek kademeli” yönetim kurulları görev yapmaktadır. Kıta Avrupası’nda ise işletmenin yönetim işlevini üstlenen *yönetim kurulunun* yanında, onların seçimini ve atamasını yapan, izleyen ve yönlendiren, genellikle işletme dışındaki bağımsız üyelerden oluşan bir *yönetim izleme/denetim kurulunun* (supervisory board) bulunduğu, “iki kademeli” bir yapı söz konusudur¹⁰¹.

1.5.2. Yönetici Ücret ve Teşvik Sistemleri

Yöneticilerin ücret ve teşvik sistemleri, pay sahiplerinin ve paydaşların çıkarlarına uygun olan faaliyet ve amaçlarla bağlantılı olabilirse üst yönetim kendi çıkarlarını da gerçekleştirmesini sağlayacak kararları kolaylıkla verebilecek ve böylece şirket pay sahipleri ve paydaşların çıkarlarına uygun yönetilecektir. Yıl sonu faaliyet sonuçlarını göre hesaplanacak teşvikler, verilecek yıllık ücret ve ikramiyeler, yöneticilerin kısa vadeli amaç ve faaliyetlere odaklanmasını temin ederken, hisse

⁹⁸ Ararat, M., “Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Genel Durum ve Yaşanılan Sorunlar (Şirketler Açısından)”, **Kurumsal Şirket Yönetimi (Corporate Governance) Konferansı**, TCMB, Ed.: A. Tarhan, Ankara, 14-18 Nisan 2003, s. 83.

⁹⁹ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?**, s. 9.

¹⁰⁰ Iskander and Chamlou, a.g.e., s. 4.

¹⁰¹ Ülgen ve Mirze, a.g.e., s. 431.

senetlerini, bugünkü fiyatlarla gelecekte satın alma hakkı veren hisse senedi opsiyonları, yöneticilerin şirketi daha uzun vadeli düşünerek yönetmelerini sağlayacaktır¹⁰².

1.5.3. Yönetici İşgücü Piyasası

Çalışanların zihinsel ve/veya bedensel emeklerini arz ettikleri ve işletmelerin de işgücü talebinde bulundukları iş gücü piyasasında, üst düzey yöneticiler de zihinsel emeklerini, bilgi ve tecrübelerini arz etmektedirler. Bu piyasada başarılı yöneticilere her zaman talep mevcutken, başarısız yöneticiler iş bulmakta zorluk çekmektedirler. Bu nedenle her yönetici başarılı olmak ve bu piyasada kendisi için oluşabilecek talebi artırmak ister¹⁰³.

Yönetici iş gücü piyasası, üst yönetimi faaliyet sonuçları açısından kontrol edebilen, pay sahipleri ve diğer paydaşların çıkarları ile uyumlu olan etkin bir yönetim mekanizmasıdır¹⁰⁴.

Bu noktada Fama, her yöneticinin üst ve ast yöneticileri denetleme görevi üstlendiğini savunur. Çünkü şirketin başarısı sadece bir yöneticinin performansına bağlı olmayıp üstlerinin ve astlarının performansı ile de ilgilidir. Bu açıdan yönetici işgücü piyasasının varlığı, yöneticilerin birbirlerini denetlemesinde önemli bir faktördür¹⁰⁵.

1.5.4. Yasal Sistem

Şirket ile ilişkili tarafların haklarının korunmasında gücünü yasalardan ve yasaların yaptırım gücünden alan¹⁰⁶ kurumsal yönetim mekanizması yasal çevredir. Bir ülkenin hukuki yapısı, o ülkede faaliyet gösteren şirketlerin faaliyet alanlarının sınırlarını çizmesi nedeniyle oldukça önemlidir. Yasalar ve uygulanabilirliği, hissedarların sahip olduğu hakları ve bu hakların korunmasını belirleyen en önemli etkenlerden biridir. Yatırımcılara sağlanan haklar, yöneticilerin şirket yatırımlarının

¹⁰² Ülgen ve Mirze, a.g.e., s. 433.

¹⁰³ Ülgen ve Mirze, a.g.e., s. 434.

¹⁰⁴ Ülgen ve Mirze, a.g.e., s. 434.

¹⁰⁵ Fama, E. F., a.g.m., s. 293.

¹⁰⁶ Menteş, a.g.e., s. 107.

getirilerini kendi çıkarları için kullanmalarını engellemek açısından önem arz etmektedir¹⁰⁷.

Anglo-Sakson hukuk sistemini uygulayan ülkeler yatırımcıları Kıta Avrupası hukuk sistemini uygulayan ülkelere göre daha iyi korumaktadır. Bu durum Anglo-Sakson hukuk sisteminde yargıçların ekonomide meydana gelen değişikliklere daha rahat uyum sağlamasına olanak vermesine bağlıdır. Kıta Avrupa'sı hukuk sisteminin en önemli zayıflığı ise yargıçların güçlerinin sadece mevcut yasalar ile sınırlı olmasıdır. Eğer bu sistemde yatırımcıların haklarına yönelik bir takım istismar ve benzeri girişimler yasalarda açıkça yer almıyorsa, yatırımcıların mağduriyetini gidermek oldukça zorlaşmaktadır¹⁰⁸.

1.5.5. Bankacılık Sistemi

Şirketi yönetenlerin davranışlarını disiplin altına alan bir diğer mekanizmada bankacılık sistemidir. Bankalar, düşük maliyetli kredi temin edebilmek için rekabet eden şirketlerden eksiksiz bilgi vermelerini ve sözleşme şartlarına uyumda hassasiyet göstermelerini talep ederler. Ancak kreditorleri koruyan yasaların zayıf ya da yetersiz olması bankacılık sisteminin şirket yöneticilerini disipline etme yeteneğini sınırlandırmaktadır¹⁰⁹.

Bankacılık sistemi ve şirketler kesiminin birbirine sıkı bir şekilde bağlı olması durumunda da şirketi yönetenlerin banka kaynaklarını kendi amaçları için tahsis etme riski söz konusu olacaktır. Bu riski minimize edebilmek için etkin bir kurumsal yönetim sisteminin, sermaye tedarikçilerinin sorumluluğuna ilişkin prensipleri de içermelidir. Bu durum özellikle şirketlerin kaynak ihtiyacını büyük oranda bankalardan temin ettiği gelişmekte olan ülkelerde son derece önemlidir¹¹⁰.

¹⁰⁷ Shleifer, A., F. L. Silanes and R. La Porta, "Corporate Ownership Around the World", **The Journal of Finance**, Volume: 54, No: 22, 1999, s. 471-517.

¹⁰⁸ La Porta, R., F. L. Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, "Law and Finance", **Journal of Political Economy**, Volume: 106, No: 6, December 1998, s. 1113-1155.

¹⁰⁹ Iskander and Chamlou, a.g.e., s. 5.

¹¹⁰ Iskander and Chamlou, a.g.e., s. 5.

1.5.6. İtibar Temsilcileri

İtibar temsilcileri (reputational agents) gelişmiş piyasalarda denetleme maliyetlerini azaltılmasında önemli bir rol oynar. İtibar temsilcilerinin içerisinde muhasebe ve denetim uzmanları, avukatlar, yatırımcılar ve analistler, kredi derecelendirme temsilcileri, çevreciler ve medya yer alır. Şirket performansına odaklanan itibar temsilcileri, şirket ilgili bilgilerin kamuya açıklanması, beşeri sermayenin geliştirilmesi, şirketlerin diğer paydaşların çıkarlarını tanıması için baskı kurabilir¹¹¹.

Genel olarak ifade edilirse içsel ve dışsal faktörlerin nitelikleri, piyasa yapılarına, yasal sistemlere, geleneklere, düzenlemelere, kültürel ve sosyal değerlere göre farklılık arz etmektedir. Bu şekilde farklı içsel ve dışsal faktör kombinasyonlarından oluşan, şirketlerin verimliliğine ve karlılığına etki eden kurumsal yönetim sistemleri, ülkeye ve sektöre göre değişiklik gösterebileceği gibi, aynı şirket için belirli bir zaman periyodunda da farklılık gösterebilir. İngiltere ve ABD’de yaygın olan Anglo-Sakson Modeli ve Almaya ve Japonya’da yaygın olan Kıta Avrupası Modeli gelişmiş ülkelerdeki önde gelen kurumsal yönetim sistemleri arasındadır¹¹². Bu kurumsal yönetim sistemleri ve özellikleri aşağıda ayrıntılı olarak incelenmektedir.

¹¹¹ Iskander and Chamlou, a.g.e., s. 6.

¹¹² Iskander and Chamlou, a.g.e., s. 6.

1.6. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ: FARKLI İKİ YAKLAŞIM

Sahiplik yoğunluğunun düşük ya da yüksek olduğu tüm şirketlerde yöneticiler, pay sahiplerinin ve paydaşların çatışan isteklerinin nasıl karşılanacağı veya bunları uzlaştırırken kimin çıkarlarının ve amaçlarının ön plana alınması gerektiği açmazı ile yüz yüzedir¹¹³. Bu problemin çözümüne ilişkin, gelişmiş piyasalardaki en önemli kurumsal yönetim sistemlerinden biri; sahipliğin yoğun olduğu Almanya ve Japonya’da yaygın olan, paydaşların beklentilerini ön plana alan ve Kıta Avrupası Modeli olarak da bilinen toplumsal beklentiler odaklı paydaş grup yaklaşımıdır¹¹⁴. Bir diğeri ise, sahipliğin dağınık olduğu ABD ve İngiltere’de yaygın olan, Anglo-Sakson Modeli diye de bilinen mülkiyet hakkı odaklı pay sahipleri yaklaşımıdır.

1.6.1. Paydaş Grup Yaklaşımı (Stakeholder Approach)

Bir şirketin başarısını etkileyen ya da şirketin başarısından etkilenen kişi ya da grup olarak tanımlanan¹¹⁵ paydaş yaklaşımının felsefi temelleri, *müştereklik* ve *ortaklık* düşüncesine dayanır. Pay sahiplerini de bir paydaş olarak gören bu yaklaşım¹¹⁶; şirketin amaçlarının yöneticiler, pay sahipleri, çalışanlar ve tedarikçiler gibi paydaşlarının çıkar çatışmalarının dengelenmesi ile oluşturulması gerektiğini savunur¹¹⁷.

¹¹³ Clarke, a.g.m., s. 182.

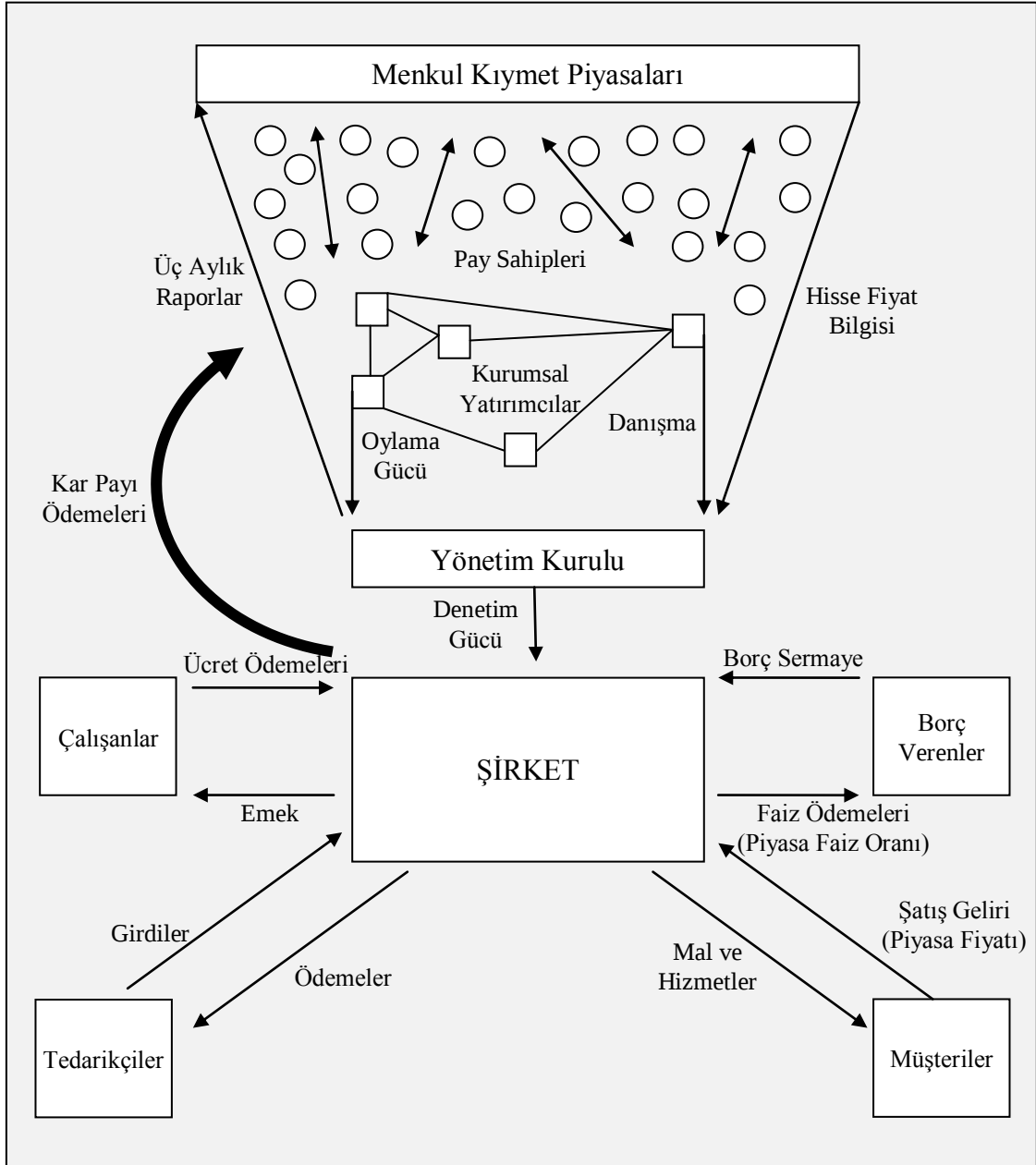
¹¹⁴ Gregory, a.g.e., s. 6.

¹¹⁵ Clement, R. W., “The Lessons from Stakeholder Theory for U.S. Business Leaders”, **Business Horizons**, Volume: 48, Issue: 3, May-June 2005, s. 255-264.

¹¹⁶ Freeman, R. E., A.C. Wicks and B. Parmar, “Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited”, **Organization Science**, Volume: 15, No: 3, May-June 2004, s. 364-369.

¹¹⁷ Clarke, a.g.m., s. 187.

Şekil 1.3: Şirketin Pay Sahipleri ve Paydaşları İle İlişkileri



Kaynak: Clarke, a.g.m., s. 184.

Şekil 1.3’de, şirketin pay sahipleri ve paydaşları ile olan ilişkileri gösterilmektedir. Buna göre her bir paydaş grubu, bir bedel karşılığında şirketin faaliyetlerini sürdürebilmesi için gerekli olan kaynakları tahsis eder. Örneğin, çalışanlar ücret karşılığında bedensel veya zihinsel emeğini, kreditorler faiz karşılığında şirketin ihtiyacı olan fonu şirkete tahsis ederler. Bu nedenle bu yaklaşıma

göre şirketin amacı pay sahiplerinin refah maksimizasyonunu sağlamak değil, yatırımların mal ve hizmetlere dönüştürülmesi sonucunda paydaşlar için değer ve refah oluşturmaktır¹¹⁸.

Charkham ise paydaşları, Tablo 1.2’de gösterildiği şekilde, sözleşmeye dayalı paydaşlar ve toplumsal paydaşlar olarak sınıflandırmıştır¹¹⁹. Bu tabloya göre şirketin sözleşmeye dayalı paydaşları; pay sahipleri, çalışanlar, müşteriler, distribütörler, tedarikçiler ve kreditorlerdir. Şirket ile ilişkileri herhangi bir sözleşmeye bağlı olmayan paydaşlar ise; tüketiciler, düzenleyici kurumlar, hükümet, baskı grupları, medya ve sivil toplum örgütleridir.

Tablo 1.2: Sözleşmeye Dayalı ve Toplumsal Paydaşlar

Sözleşmeye Dayalı Paydaşlar	Toplumsal Paydaşlar
Pay Sahipleri	Tüketiciler
Çalışanlar	Düzenleyici Kurumlar
Müşteriler	Hükümet
Distribütörler	Baskı Grupları
Tedarikçiler	Medya
Kreditorler	Sivil Toplum Örgütleri

Kaynak: Clarke, a.g.m., s. 187.

Tablo 1.3’de ise paydaşların firmadan beklentilerinin neler olduğu gösterilmektedir. Buna göre çalışanlar emeğinin tam karşılığı bir ücret ödenmesini ve iş güvenliğinin temin edilmesini, pay sahipleri şirketin hisselerinin değerinin artmasını ve şirketin temettü ödemesini, müşteriler şirketin kaliteli mal ve hizmet sunmasını kreditorler borçların zamanında ödenmesini; tedarikçiler ticari ilişkilerinin sürekli ve istikrarlı olmasını, hükümet şirketin yasalara uygun hareket etmesini, toplum ise şirketin sosyal sorumluluğunun bilincinde olmasını ve çevreye duyarlı olmasını bekler.

¹¹⁸ Clarke, a.g.m., s. 187.

¹¹⁹ Clarke, a.g.m., s. 187.

Tablo 1.3: Paydaşların Şirketten Beklentileri

Paydaşlar	Şirketten Beklentileri
Çalışanlar	Emeğinin karşılığını alma, iş güvenliği, eğitim
Pay Sahipleri	Hisse senetlerinin değerinin artması ve temettü ödemeleri
Müşteriler	Kalite, hizmet, güvenilir firma
Kreditörler	Ödeme gücü ve nakit oluşturma gücü yüksek şirket, menkul kıymetlerinin değerli olması
Tedarikçiler	Sürekli ve istikrarlı ticari ilişki
Hükümet	Yasalara uyma, tam bilgilendirme
Toplum	Topluma katkıda bulunma
Çevre	Çevreye duyarlı faaliyetler

Kaynak: Clarke, a.g.e., s. 188.

Paydaş grup yaklaşımı, Almanya ve Japonya’da yaygın olarak uygulanmaktadır. Bu ülkelerdeki şirketler, pay sahiplerinin daha istikrarlı ve çekirdek kadro niteliğinde olmasını isterler. Bu yaklaşımı uygulayan şirketlerin sahiplik yapısı incelendiğinde, hâkim pay sahiplerinin, aileler, bankalar ve diğer şirketler olduğu görülür¹²⁰. Özellikle büyük bankalar, şirketlerin paydaşları olarak oldukça etkilidir¹²¹.

Kıta Avrupası şirketleri, denetim kurulu ve yönetim kurulundan oluşan ikili bir yönetim sistemine sahiptir. Yasal olarak denetim kurulu, yönetim kurulunu gözetler, yönetim kuruluna başlıca şirket politikaları ile ilgili kararlarda tavsiyede bulunur. Yönetim kurulunu atama ve görevden alma yetkisine sahiptir. Ayrıca denetim kurulundaki pozisyonlarının yarısının işçi temsilcileri olması gerekmektedir.

Japon firmalarındaki yönetim kurulu yapısı ise yönetim kurulu, temsilci direktörler ofisi ve denetçiler ofisinden oluşur. Japon modelinde çalışanlar ve

¹²⁰ Heinrich, R. P., **Complementarities in Corporate Governance**, Springer, Berlin, 2002, s. 10.

¹²¹ Reaz, M., M. Hossain, “Corporate Governance around the World: An Investigation”, **The Journal of American Academy of Business**, Volume: 11, No:2, Cambridge, 2007, s. 171-172.

paydaşlar yönetsel kararlarda oldukça etkilidir¹²². Aoki'nin çalışması, Japon firmalarını yönetimin bütünleştirdiği ve hakemlik yaptığı, pay sahipleri grubunun ve çalışanlar grubunun bir koalisyonu olarak gösteren bir model ortaya koyar¹²³.

Temsilci problemi, bu yaklaşımda, pay sahipleri ile azınlık hissedarlar arasında daha yoğun¹²⁴ olduğu için, performansa dayalı teşvik çok yaygın değildir¹²⁵.

Paydaşlar arasındaki ekonomik ilişkiler genellikle istikrarlı ve uzun vadeli¹²⁶. Almanya'da büyük teşebbüslerin finansmanında banka kredileri, İngiltere ve ABD'dekine göre daha büyük bir paya sahiptir¹²⁷.

1.6.2. Pay Sahipleri Yaklaşımı (Shareholder Approach)

ABD, İngiltere ve diğer Anglo-Sakson ülkelerinde yaygın olan bu yaklaşım, şirketin sermayesini sağlayan ve riske giren pay sahiplerinin çıkarlarının ön plana alınması gerektiğini savunur¹²⁸. Bu görüşe göre paydaşlar sözleşmeye dayalı haklara sahip olduğu için, sözleşme çerçevesinde hakları ödenmektedir. Ayrıca yöneticilerin bütün paydaşlara karşı sorumlu olması halinde, yöneticilerin yaptığı hemen hemen bütün faaliyetler, bir paydaş grubunun menfaatine uygun olabileceğinden, bu paydaşlar yöneticiyi haklı çıkarabilir. Bu da yöneticilere geniş bir özgürlük sağlayacaktır. Uzun vadede pay sahiplerinin refah maksimizasyonuna odaklanılması, yöneticileri, yatırım sermayesini ekonomik alanda, en hızlı ve en verimli şekilde kullanmaya teşvik edecektir. Bu bağlamda pay sahiplerinin refah maksimizasyonunun hedeflenmesi, geniş ölçüde topluma ve diğer paydaşlara yarar sağlayacaktır¹²⁹.

¹²² Cernat, L., "The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental, or Still the Century of Diversity?", **Journal of European Public Policy**, 11:1, February 2004, s. 147–166.

¹²³ Aoki, M., "The Nature of The Japanese Firm as A Nexus of Employment and Financial Contracts: An Overview", **Journal of the Japanese and International Economies**, Volume: 3, Issue: 4, December 1989, s. 345-366.

¹²⁴ Heinrich, a.g.e., s. 10.

¹²⁵ Vilanova, L., "Neither Shareholder nor Stakeholder Management: What Happens When Firms are Run for their Short-term Salient Stakeholder?", **European Management Journal**, Volume: 25, No: 2, 2007, s. 146–162.

¹²⁶ Reaz ve Hossain, a.g.m., s. 171-172.

¹²⁷ Vitols, S., "Negotiated Shareholder Value: The German Version of an Anglo-American Practice", **Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB) Markets and Political Economy**, Working Paper No: SP 2, December 2003, s. 5.

¹²⁸ Ülgen ve Mirze, a.g.e., s. 424.

¹²⁹ Gregory, a.g.e., s. 6.

Pay sahipleri yaklaşımının yaygın olduğu ülkelerde çoğunlukla hisse senetlerini elinde bulunduranlar, yatırım fonları ya da bireyler olduğu için sahiplik yoğunluğu düşüktür. Özellikle ABD ve İngiltere, dağınmık sahiplik yapısının en önemli örnekleridir¹³⁰.

Anglo-Sakson yaklaşımında şirketler genellikle icracı ve icracı olmayan üyelerden oluşan bir yönetim kurulu tarafından yönetilir¹³¹. Bu yaklaşımda temsilci problemi, pay sahipleri ile yöneticiler arasında daha yoğundur. Bu nedenle performansa dayalı teşvik, yöneticilere yapılan ödemelerin önemli bir bölümünü oluşturur¹³². Dış kaynaklardan finansman teknikleri içerisinde ise tahvil ihracı oldukça büyük bir paya sahipken banka ile finansmanın payı düşüktür¹³³.

1.6.3. Yaklaşımlar Arasındaki Farklılıklar

Tablo 1.4'te yaklaşımlar arasındaki farklılıklar sınıflandırılmıştır. Bunlar temelde sahiplilik yoğunluğunun farklılığından kaynaklansa da, yasal ve kültürel faktörlerin ve piyasaların etkilerinin de göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Tablo 1.4: Alternatif Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Özellikleri

¹³⁰ Heinrich, a.g.e., s. 10.

¹³¹ Reaz ve Hossain, a.g.m., s. 170.

¹³² Reaz ve Hossain, a.g.m., s. 170.

¹³³ Heinrich, a.g.e., s. 10.

“Anglo-Sakson” / “Piyasa Merkezli” / “İşlem Bazlı” / “Dışsal Sistem”	“Japonya-Almanya” / “Banka Merkezli” / “İlişki Bazlı” / “İçsel Sistem”
A. FİRMA DÜZEYİNDE UYGUN GÖRÜLEN ENSTRÜMANLAR	
1. Dağınık hisse senedi sahipliği	Yoğun hisse senedi sahipliği
2. Firmalar arası çapraz hissedarlık düşük, firma sahipliğinde bankaların payı düşük	Büyük miktarda firmalar arası çapraz hissedarlık, firma sahipliğinde doğrudan ya da dolaylı büyük miktarda banka payı
3. Kurumsal kontrol için aktif bir piyasa	Kurumsal kontrol için piyasa önemli değil
4. Firma faaliyetlerinde banka katılımı düşük	Firma faaliyetlerine büyük ölçüde bankaların doğrudan ya da dolaylı katılımı, denetim, karar verme, yeniden yapılandırma
5. Yüksek yönetim teşvikleri (yönetimin piyasadaki ve firmadaki performansına bağlı ödeme)	Düşük yönetim teşvikleri
6. Firma borçlarında tahvillerin oranı yüksek	Firma borçlarında tahvillerin oranı düşük
B. YASAL DÜZEYDE UYGUN GÖRÜLEN ENSTRÜMANLAR	
1. Hisse senedi piyasasında kamuyu aydınlatma ve hesap verme gereklilikleri, azınlık pay sahiplerini koruma, büyük pay sahiplerinin faaliyetleri ile ilgili engeller	Sınırlı kamuyu aydınlatma ve hesap verme gereklilikleri, azınlık pay sahiplerini sınırlı koruma, büyük pay sahiplerinin faaliyetleri ile ilgili düşük engeller
2. Uygun kurallar çerçevesinde tahvil piyasasına aktif olarak karşı değil	Tahvil piyasasının boyutlarını sınırlandırmak için yasal engeller olabilir
3. İflas yasaları, firmayı kreditorlerden korumayı vurgulama eğilimindedir	İflas yasaları, kreditorlerin çıkarlarının korunmasını vurgulama eğilimindedir

Kaynak: Heinrich, a.g.e., s.12.

Sahipliğin dağınık olduğu ülkelerde, şirketlerin finansmanı açısından büyük öneme sahip olan finansal piyasaların teşvik edilmesi, piyasaların gelişmesini ve derinleşmesini sağlamıştır. Bu da hisselerin likiditesini artırırken sermaye maliyetini düşürmektedir. Yatırımcıya daha çok seçenek sunarak riski dağıtma imkânı vermesi, şeffaflığın yüksek olması ve azınlık haklarının korunması da bu sistemi çekici kılar. Bununla birlikte finansal piyasalara aşırı bağımlılık sebebiyle yöneticiler, uzun vade yerine kısa vadede sermayeyi geri ödeyen projelere odaklanmaktadır. Kontrol ve sahipliğin ayrılması, doğrudan yönetimi ve yönetimin denetlenme yönünü zayıflatırken, şirket performansını düşürebilir. Sonuç olarak bu sistemde güçlü yönetici, zayıf pay sahibi söz konusudur¹³⁴.

Yoğunlaşmış hisse sahipliğinde ise büyük pay sahiplerinin yönetimi doğrudan denetlemesi, firma performansını artırmaktadır. Ancak bu durum azınlık hissedarlara zarar verdiği için küçük yatırımcının sermaye koymasını ve derinleşmiş borsanın oluşmasını engellemektedir. Büyük sermaye gerektiren yatırımlarda dışarıdan

¹³⁴ Öcal, H., **Ortaklık Yapısı ve Kar Dağıtım Politikası Bakımından Kurumsal Yönetim**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2005, s. 6-18.

finansman tekniği olarak bankaların tercih edilmesi de olumsuz yönlerindendir. Bu sistemde ise yöneticiler ve azınlık hissedarlar zayıfken, büyük pay sahipleri oldukça güçlüdür¹³⁵.

Şirketler, ürün piyasalarında mal ve hizmet kalitesi, sermaye piyasalarında finansal kaynaklar için rekabet ederken, günümüzde artık artan oranda, kurumsal yönetim sistemleri üzerine de rekabet etmektedirler. Küresel piyasa baskıları, şirketler için sermaye maliyetini düşüren, yatırımcılar için ise riski azaltan¹³⁶ kurumsal yönetim uygulamalarının farklılıklarını giderek azaltmaktadır¹³⁷. Şirketin başarısı için şirket ile doğrudan ilgili olan paydaşlar ile ilişkilerin geliştirilmesinin gerekliliği, pay sahipleri sistemini, paydaş grup sistemine yaklaştırmak¹³⁸; işletmelerin küresel sermaye piyasasında daha düşük maliyetli finansal kaynaklar için rekabet etmesi de, paydaş grup sistemini pay sahipleri sistemine yaklaştırmaktadır¹³⁹. OECD, Dünya Bankası ve IMF gibi uluslararası kuruluşların kurumsal yönetim alanında standartlar oluşturma çabaları da iki modelin ortak noktada birleşmesini hızlandırmaktadır¹⁴⁰.

1.7. LİTERATÜR TARAMASI

Şirketlerin yönetiminde gözlemlenen başarısızlık ve suiistimallerin, yaşanan finansal krizlerde ya tetikleyici ya da derinleştirici rol oynaması nedeniyle, kurumsal yönetim son zamanlarda sıkça tartışılan bir konu haline gelmiştir. Yapılan araştırmalarda kurumsal yönetim ilkelerinin yetersiz düzeyde uygulanmasının bu krizlere yol açan önemli etkenlerden biri olduğu ortaya konulurken, kurumsal yönetim anlayışının başarılı bir şekilde uygulanmasının şirketlerin performansını olumlu yönde etkilediği ve bunun sonucunda da ekonomik kalkınmaya katkı sağladığı belirlenmiştir. Aşağıda kurumsal yönetim konusunda uluslararası literatürde yapılan belli başlı çalışmalar incelenmektedir. Türkiye’de yapılan kurumsal yönetim düzeyini ölçmeye yönelik çalışmalar ise ikinci bölümünde yer almaktadır.

¹³⁵ Öcal, a.g.e., s. 6-18.

¹³⁶ Monks and Minow, a.g.e., s. 297.

¹³⁷ Iskander and Chamlou, a.g.e., s. 6.

¹³⁸ Clarke, a.g.m., s. 188.

¹³⁹ Iskander and Chamlou, a.g.e., s. 6.

¹⁴⁰ Monks and Minow, a.g.e., s. 298.

La Porta vd. (1997)¹⁴¹ hukuk sistemlerinin sermaye piyasaları üzerindeki etkisini test etmişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre; yatırımcıyı koruma konusunda en zayıf hukuk sistemine sahip ülkelerin, en az gelişmiş sermaye piyasalarına, yatırımcıyı en fazla koruyan ülkelerin ise en gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olduğu belirlenmiştir.

Easterbrook (1996)¹⁴², a göre kurumsal yönetimde gözlemlenen farklılıklar hukuk sisteminden değil, piyasaların farklılığından kaynaklanmaktadır.

Renneboog (2000)¹⁴³, Brüksel Borsasında işlem gören şirketlerde kurumsal yönetimin nasıl uygulandığını araştırdığı çalışmasında, üst düzey yöneticilerin devir hızı ile hisse senedi getirileri ve muhasebe kârı ile hesaplanan düşük performans değerleri arasında güçlü bir ilişkinin olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Gompers, Ishii ve Metrick (2003)¹⁴⁴ 1990'lı yıllarda 1500 şirket için 24 farklı parametreye sahip bir “Kurumsal Yönetim Endeksi” oluşturmuşlardır. Kurumsal yönetim derecesi düşük olan şirketlerin hisse senetlerini satıp, yüksek olan şirket hisse senetlerini satın alan bir yatırım stratejisi ile %8,5 kadar normal üstü getiri elde edildiği sonucuna ulaşmışlardır. Buna ek olarak, kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin daha yüksek firma değeri, kâr ve büyüme oranına sahip olduklarını tespit etmişlerdir.

Chung, Wright ve Kedia (2003)¹⁴⁵ ise kurumsal yönetim yapısının, sermaye ve Ar-Ge yatırımlarının şirketlerin piyasa değerleri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada kurumsal yapı incelenirken, bu yapıyı temsil ettiği düşünülen “menkul kıymet analistleri”, “yönetim kurulu kompozisyonu” ve “kurumsal sahiplik yapısı” olmak üzere üç kurumsal yapı temsilcisi belirlenmiş ve bu çerçevede işletme yapılarının ve piyasa değerinin kurumsal yönetim yapısına göre değişip

¹⁴¹ La Porta, R. F. L. Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, **Journal of Finance**, Volume: 52, No: 3, 1997, s. 1131-1150.

¹⁴² Easterbrook, F. H., “International Corporate Differences: Market or Law”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Volume: 9, Issue: 4, 1996, s. 23-30.

¹⁴³ Renneboog, L., “Ownership, Managerial Control and The Governance of Companies Listed on The Brussels Stock Exchange”, **Journal of Banking and Finance**, Volume: 24, No: 12, 2000, s. 1959-1995.

¹⁴⁴ Gompers, P. A., J. L. Ishii and A. Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices”, **Quarterly Journal of Economics**, Volume: 118, No: 1, February 2003, s. 107-155.

¹⁴⁵ Chung, K. H., P. Wright and B. Kedia, “Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R&D Investments”, **Review of Financial Economics**, Volume: 12, Issue: 2, 2003, s. 161-172.

değişmediği araştırılmıştır. Araştırma sonuçları, şirketlerin sermaye ve Ar-Ge yatırımlarının piyasa değerlerinin şirketi izleyen analistler ve yönetim kurulu kompozisyonu için kritik öneme sahip olduğunu gösterirken, kurumsal sahiplik yapısının şirketlerin piyasa değerleri üzerinde fazla etkisinin olmadığını ortaya koymuştur.

Gugler ve Yurtoğlu (2003)¹⁴⁶ çalışmalarında temettü ödemelerinin önemli bir bilgilendirici unsur olduğunu savunarak, bu unsurun büyük ve küçük hissedarlar arasındaki çatışmanın boyutunu ortaya koyduğunu ileri sürmüşlerdir. Çalışmada veri olarak 1992-1998 yılları arasında Almanya’da gerçekleştirilen 736 adet farklı temettü açıklaması kullanılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre; en büyük paya sahip hissedarların temettü dağıtım oranını düşük tuttuğu, şirketteki ikinci en büyük paya sahip hissedarların ise bu oranı yükseltme eğilimi içinde olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Ayrıca piramit ve çapraz hissedarlık yapıları nedeniyle bir pay-bir oy ilkesinden sapmaların, büyük negatif servet etkisi ve düşük temettü dağıtım oranları ile ilgili olduğu tespit edilmiştir.

Lemmon ve Lins (2003)¹⁴⁷ ise sekiz Asya ülkesinden toplam 800 firma üzerinde mülkiyet yapısının şirket değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmanın sonucunda kriz dönemlerinde çoğunluk hisseleri elinde bulunduranların, şirkette azınlık konumunda olan yatırımcıların hisselerini elde etme dürtülerinin arttığı ve firmaların yatırım imkânlarının bundan negatif olarak etkilendiği bulgusuna ulaşmışlardır. Özellikle hissedarların şirkete koyduğu sermayeden oy hakkını ayıran sermaye yapılarının¹⁴⁸ söz konusu olduğu şirketlerde kümülatif borsa getirilerinin, diğer şirketlerle karşılaştırıldığında kriz dönemlerinde yaklaşık %12 oranında azaldığını tespit etmişlerdir.

¹⁴⁶ Gugler, K., B. Yurtoğlu, “Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany”, **European Economic Review**, Volume: 47, Issue: 4, August 2003, s. 731-758.

¹⁴⁷ Lemmon M. L., K.V. Lins, “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis”, **The Journal of Finance**, Volume: 58, No: 4, 2003, s. 1445-1468.

¹⁴⁸ Hissedarların şirkete koyduğu sermayeden oy hakkını ayıran sermaye yapıları piramit yapılar, çapraz sahiplik ve sınırlı ya da çoklu oy hakkı içeren imtiyazlı paylardır. Bu yapılar hakkında 2. Bölüm’de daha ayrıntılı bilgi verilmektedir.

Boubakri, Cosset ve Guedhami (2004)¹⁴⁹ Asya’da, özelleştirme sonrasında şirketlerin performans ve sahiplik yapısı değişikliklerini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda kamuya ait olan şirketlerin özelleştirme sonrasında kârlılık, etkinlik ve üretkenliğinin arttığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, performansta gözlenen yüksek değişimin temelde kurumsal yönetim düzeyi ve ekonomik çevre faktörlerine bağlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bauer, Guenster ve Otter (2004)¹⁵⁰ Avrupa’da yaptıkları araştırmada kurumsal yönetim ile firma değerini artırmak ya da daha yüksek getiri elde etmek arasında bir ilişkisi olup olmadığını analiz etmişlerdir. Deminor Kurumsal Yönetim Derecelendirme şirketi tarafından verilen notların kullanıldığı çalışmada net kâr marjı ve özsermaye kârlılığı ile kurumsal yönetim standartları arasında Gompers vd.(2003)’nin çalışmasının aksine negatif bir ilişki bulmuşlardır.

Şirketin sermaye yapısının güçlü hissedar haklarından nasıl etkilendiğini gösterdikleri çalışmalarında **Jiraporn ve Gleason (2006)**¹⁵¹ kaldıraç oranı ile hissedar hakları arasında ters yönlü bir ilişki bulmuşlar ve bu sonucun kaldırıcın temsil maliyetlerinin azaltılmasında etkili olacağı görüşü ile örtüştüğünü belirtmişlerdir.

Dittmar ve Mahrt-Smith (2007)¹⁵² iyi ve kötü yönetilen şirketlerde nakit akımı yönetimini karşılaştırarak kurumsal yönetimin firma değerini nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Araştırma sonucunda düşük düzeyde kurumsal yönetime sahip firmaların nakdi çok iyi kullanamamaları nedeniyle performansının düştüğü bulgusuna ulaşmışlardır.

¹⁴⁹ Boubakri, N., J. C. Cosset and O. Guedhami, “Privatization, Corporate Governance and Economic Environment: Firm-Level Evidence from Asia”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Volume: 12, Issue: 1, January 2004, s. 65– 90.

¹⁵⁰ Bauer, R., N. Guenster and R. Otten, “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance”, **Journal of Asset Management**, Volume: 5, No: 2, 2004, s. 91-104.

¹⁵¹ Jiraporn P., K.C. Gleason, “Capital Structure, Shareholder Rights and Corporate Governance”, **Journal of Financial Research**, Volume: 30, Issue: 1, 2007, s. 21-33.

¹⁵² Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings”, **Journal of Financial Economics**, Volume: 83, Issue: 3, March 2007, s. 599-634.

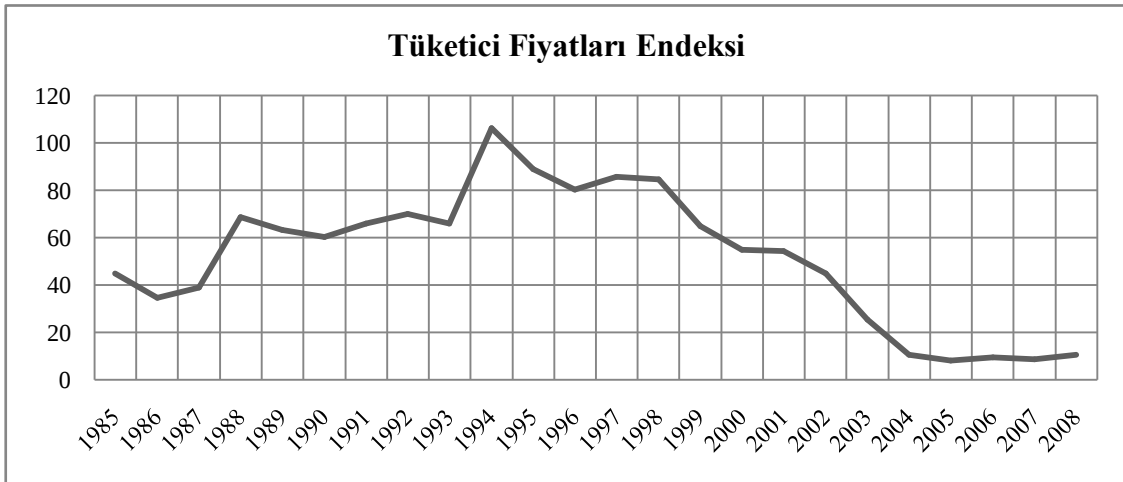
2. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM

2.1. TÜRKİYE'DEKİ MAKRO-EKONOMİK GELİŞMELERİN KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARINA ETKİSİ

Türkiye’de 1980’lere kadar devlet, ekonomide etkin bir rol oynamıştır. 1980’lerin başında ithal ikameci politikalar yerine, ekonomide devlet müdahalesini en aza indirecek¹⁵³, daha çok ihracata, özel kesime ve rekabete dayalı, yabancı sermayeyi teşvik eden, serbest piyasa koşullarına dönük politikalar uygulanmaya başlanmıştır¹⁵⁴. Grafik 2.1’de görüldüğü gibi son yıllara kadar enflasyon oranının genellikle %60’ın üzerinde seyretmesi¹⁵⁵, 1990’larda reel faiz oranlarının %30’un üzerine çıkması ve ortalama ekonomik büyümenin nispeten düşük olması, Türkiye’de faaliyette bulunan şirketler için ekonomik koşulları zorlaştırmıştır¹⁵⁶. Yüksek vergi oranları ile birlikte enflasyonist koşullar, şirketleri sermayelerinin erimesi riski ile yüz yüze bırakmıştır¹⁵⁷.

Grafik 2.1: Türkiye’de Yıllara Göre Enflasyon Oranları



Kaynak: <http://evds.tcmb.gov.tr>, (Erişim Tarihi: 13.08.2009).

¹⁵³ Şahin, H., **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 9. Baskı, Bursa, 2007, s. 193-194.

¹⁵⁴ Soydemir, S., S. Derin, “Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Kısa Tarihi”, **Standard**, Yıl: 48, Sayı: 564, Mayıs 2009, s. 25-33.

¹⁵⁵ OECD, **Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study**, OECD Publishing, 2006, s. 40.

¹⁵⁶ The Institute of International Finance, “Corporate Governance in Turkey-An Investor Perspective”, **Task Force Report**, April 2005, s. 6, www.iif.com, (Erişim Tarihi: 31.07.2009).

¹⁵⁷ OECD (2006), s. 40.

Yüksek enflasyon ve faiz oranlarının yol açtığı makro ekonomik istikrarsızlık, Türkiye’de finansal-endüstriyel grup şirketlerinin yaygınlaşmasına neden olmuştur. Şirket sahipleri, risklerini dağıtabilmek amacıyla işlerini ayrı ayrı şirketlerde organize etmiş, bu da hâkim şirket düzeyinde şirketler grubunun etkin yönetsel kontrolünün bir ya da birkaç pay sahibinin elinde yoğunlaşmasına neden olmuştur. Bunun sonucu olarak Türkiye’de çapraz hissedarlık, hâkim azınlık (controlling minority structure) ve imtiyazlı sahiplik gibi yapılar yaygınlaşmıştır. Ayrıca istikrarsız vergi yönetimi, şirketleri kârı gizlemek için kayıt dışı uygulamalara itmiştir¹⁵⁸.

2000-2001 yıllarına gelindiğinde Türkiye’de yaşanan ekonomik krizler bankacılıkta ve şirketler kesiminde ağır sermaye kayıplarına, iflaslara ve kredi temerrütlerine yol açmıştır. Bu problemleri çözebilmek amacıyla yapılan reformlara¹⁵⁹ ek olarak bankalar için de yeniden yapılanma programı uygulanmıştır. Etkin denetim uygulamaları hayata geçirilmiş, iç kontrol ve risk yönetimine ilişkin standartlar yükseltilmiştir. Ayrıca bankalar kanununda gelişmiş kurumsal yönetim standartlarını ve borç verme ile ilgili kısıtlamaları içeren reformlar Kasım 2005’te yürürlüğe girmiştir¹⁶⁰.

Yapılan reformlar sonucunda 2001 yılında %54 olan tüketici fiyat endeksi 2008 yılında %10,44’e düşmüş, 2001 yılında yaklaşık %7,5 olan GSYİH büyümesi her yıl ortalama olarak % 7,1 artmıştır. Günümüzde Türkiye ekonomisi OECD’nin en hızlı büyüyen ekonomileri arasındadır¹⁶¹.

¹⁵⁸ OECD (2006), s. 40.

¹⁵⁹ Bkz. Ek-1.

¹⁶⁰ OECD (2006), s. 40.

¹⁶¹ OECD (2006), s. 41.

Tablo 2.1: Yıllara Göre Menkul Kıymet Stoklarının Dağılımı (%)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Özel Sektör Menkul Kıymetleri	7,9	8,0	8,4	10,0	11,5	14,0	17,0	18,9
Hisse Senedi	7,9	8,0	8,4	10,0	11,5	13,9	16,8	18,7
Tahvil	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Finansman Bonosu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
VDMK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kamu Kesimi Menkul Kıymetleri	92,12	91,97	91,59	89,97	88,52	86,01	83,02	81,11
Devlet Tahvili	76,6	68,8	79,0	77,3	81,6	82,4	81,0	77,0
Hazine Bonosu	15,0	22,6	11,9	12,1	6,4	3,3	2,0	4,1
Özelleştirme Tahvili	0,5	0,7	0,8	0,6	0,5	0,3	0,0	0,0
TOPLAM	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Kaynak: www.spk.gov.tr, (Erişim Tarihi: 24.09.2009).

Tablo 2.1’de menkul kıymetlerin özel sektöre ve kamu kesimi arasındaki dağılımı verilmektedir. Buna göre 2001 yılında toplam menkul kıymetin yaklaşık %92’si kamu kesimine ait iken, yaklaşık % 8’i özel sektöre aittir. 2008 yılına gelindiğinde bu oran kamu kesimi için yaklaşık %81, özel sektör için ise yaklaşık %19 olarak gerçekleşmiştir. Devletin piyasadan yüksek reel faiz oranı ile borçlanması nedeniyle özel sektörün piyasadan borçlanabilme imkânı oldukça kısıtlanmıştır. Bu durumun zayıf makro ekonomik koşullar ile birlikte gerçekleşmesi, şirketler için dış sermayeye ulaşma maliyetini önemli ölçüde artırmıştır¹⁶². Bununla birlikte son yıllarda toplam içerisindeki kamu kesimi payının nispeten azaldığı görülmektedir.

Devlet tahvili, kamu kesimi menkul kıymetleri arasında en büyük paya sahiptir. Özel kesim menkul kıymetleri arasında ise en büyük pay hisse senetlerine aittir. 2001 yılında toplam menkul kıymetin %7,9’u hisse senedi iken, bu oran 2008 yılında %18,7’ye yükselmiştir. Bu artışta, olumlu makro ekonomik gelişmelerle birlikte Türkiye’de 2003 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi sonucunda piyasada güvenin tesis edilmesinin etkisi olabilir. Ayrıca menkul kıymetler arasında hisse senetlerinin payının artması, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının daha da önemli hale geldiğini göstermektedir.

¹⁶² OECD (2006), s. 40.

2.2. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞI

OECD'nin kurumsal yönetim ilkeleri ilk olarak 1999 yılında yayımlanmış, 2004 yılında da gözden geçirilerek yeniden düzenlenmiştir. SPK da, Türk sermaye piyasasını küresel finansal piyasalarla entegre etmek amacıyla kurumsal yönetim ilkelerini ilk olarak 2003 yılında yayımlamış, daha sonra OECD kurumsal yönetim ilkelerindeki revizyona paralel olarak 2005 yılında yeniden gözden geçirmiştir. Bağlayıcı olmamakla birlikte OECD kurumsal yönetim ilkeleri, birçok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de kurumsal yönetim ilkelerinin temel yapı taşı oluşturmaktadır¹⁶³. Bu nedenle çalışmanın bu kısmında OECD'nin belirlediği kurumsal yönetim ilkeleri ile genel bir çerçeve çizildikten sonra, Türkiye'de SPK'nın belirlediği kurumsal yönetim ilkeleri ve bu ilkelerin hayata geçirilmesine ilişkin yapılan çalışmalara yer verilecektir.

2.2.1. Temel Pay Sahipliği Hakları

Bir şirkette mülkiyet hakkına sahip olmak, beraberinde genel kurul toplantılarına katılarak şirketin yönetimini etkileme hakkı kazandırır. Ancak şirketin tüm faaliyetlerinin genel kurul kararları ile sürdürülmesi mümkün olmadığından, şirket stratejisi ve faaliyetleri ile ilgili karar alma ve uygulama sorumluluğu, yönetim kurulunun ve yönetim kurulu tarafından seçilen tepe yönetiminin elinde toplanmıştır. Bu nedenle OECD, çizdiği kurumsal yönetim çerçevesi ile hem sahiplik haklarını korumayı hem de bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmayı amaçlamaktadır. Diğer bir deyişle OECD ilkeleri; payların devri, bilgi alma ve inceleme, genel kurula katılma, oy kullanma ve şirket kârından pay alma hakları gibi temel pay sahipliği hakları ve temel sahiplik fonksiyonlarına odaklanmaktadır¹⁶⁴. Ayrıca OECD ilkeleri, hissedarların sahip oldukları pay ile orantısız bir şekilde şirket kontrolünü elde etmesine imkân tanıyan sermaye yapılarının (hâkim azınlık yapılarının) açıklanmasını da istemektedir¹⁶⁵. Bu ilkeler çerçevesinde Türkiye'de temel sahiplik haklarının kullanımına ilişkin uygulamaların durumu ve hâkim azınlık yapıları aşağıda incelenmektedir.

¹⁶³ Mallin, C.A., **Corporate Governance**, Oxford University Press, 2. Edition, 2007, s. 33.

¹⁶⁴ OECD KYİ II-A.

¹⁶⁵ OECD KYİ II-D.

2.2.2. Mülkiyet Tescil Hakkı

OECD ilkelerine göre mülkiyet haklarının korunması temel hissedarlık hakları arasında sayılmaktadır¹⁶⁶. Bu çerçevede payları İMKB’de işlem gören şirketler menkul kıymetlerini Merkezi Kayıt Kuruluşu’nda (MKK) tescil ettirerek, kaydileştirmek zorundadır. MKK’nın iki ana fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlardan ilki; Türkiye’de ihraç edilmiş kaydi sermaye piyasası araçları için merkezi saklama kurumu faaliyetlerini yürütmektir. MKK’nun ikinci işlevi ise; tüzel kişiliği bulunan Yatırımcıları Koruma Fonu¹⁶⁷,’nu temsil ve idare etmektir¹⁶⁸.

Kaydileştirme mevzuatının MKK’na yüklediği ve Türkiye’de kurumsal yönetime doğrudan katkı sağlayabilecek önemli hususlar;

- Payların devrinin TTK 417. maddesi çerçevesinde ortaklıklar tarafından pay defterine kaydında, ilgilerin başvurusuna gerek kalmaksızın, MKK nezdinde ihraççılar itibariyle tutulan kayıtların esas alınacağına hükme bağlanması,
- Bir anonim ortaklığın halka açık ya da kapalı tüm paylarının ve bu paylara ilişkin haklarının hak sahibi bazında MKK tarafından izlenmesi,
- Bedelli, bedelsiz sermaye artırımları ve temettü ödemelerinde ortakların en hızlı, ucuz ve doğru şekilde mülkiyet haklarını kullanabilmeleri,
- Ortakların paylarını anında ve kolay bir şekilde başka kişi ve kuruluşlara devredebilmeleri,
- Genel kurula katılımların sağlanması amacıyla, ortaklar listesinin ve blokaj listesinin anlık olarak ilgili anonim ortaklığa MKK tarafından en güncel haliyle sağlanması,
- Genel kurul blokajının kolaylıkla yapılması,

¹⁶⁶ OECD KYİ II-A.1.

¹⁶⁷ Yatırımcıları Koruma Fonu, SPKn’na 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun’un 23. maddesi ile eklenen 46/A maddesi ile tüzel kişiliği haiz olarak kurulmuştur. Fon, özellikle küçük yatırımcıların aracı kuruluşların mali durumlarının bozulması nedeniyle zarara uğramalarının önlenmesi, bu piyasadaki yatırımcıların aracı kuruluşlardan kaynaklanan risklere karşı korunması ve bu sayede sermaye piyasalarına olan güvenin artırılması amacıyla kurulmuştur. Fon, SPKn’nun, Fon’un temsil ve idaresi ile görevlendirdiği Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.’nin 21.10.2001 tarihinde kurulması ile faaliyete geçmiştir. www.spk.gov.tr, (Erişim Tarihi: 30.09.2009).

¹⁶⁸ <http://www.mkk.com.tr>, (Erişim Tarihi: 10.09.2008).

- Anonim oraklığın ortaklarına ilişkin olarak MKK tarafından sürekli bilgilendirilebilmesi¹⁶⁹ olarak sayılabilir.

MKK'nın sadece bir kayıt kuruluşu olmanın ötesinde bir kurumsal yönetim platformu olarak yapılandırılmasının Türkiye'de sermaye piyasasının sosyal ve ekonomik yararlarını artıracığı, hem yurtiçi hem de özellikle yurtdışı yatırımcılar için yatırım yapılabilirlik kriterlerine sahip olmasını kolaylaştıracağı ve şirketlerin ortalama sermaye maliyetlerini düşürmesi suretiyle finansman olanaklarının ve likiditenin artmasını sağlayacağı düşünülmektedir¹⁷⁰.

2.2.3. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı

Pay sahipliği, yatırımcısına zamanında ve düzenli olarak şirket hakkında açıklayıcı bilgi elde etme hakkı sağlamaktadır¹⁷¹. Bu durumu göz önünde bulunduran SPK Kurumsal Yönetim ilkeleri, pay sahipliği haklarının sağlıklı olarak kullanılabilmesi için gerekli olan tüm bilgilerin pay sahiplerinin kullanımına sunulması gerekliliğine değinmiştir¹⁷². Ayrıca bilgi alma hakkının aynı zamanda yönetim kurulu ve denetçilerin bilgi verme yükümlülüğünü ifade ettiğini vurgulamıştır¹⁷³. SPK ilkelerindeki düzenlemelere ek olarak TTK Tasarısı da bilgi alma ve inceleme hakları üzerinde mevcut sisteme göre daha güvenceli bir düzen öngörmekte¹⁷⁴, pay sahiplerinin tam ve dürüst bilgi almasını sağlamaya dönük hükümler içermektedir¹⁷⁵.

2.2.4. Genel Kurula Katılma ve Oy Hakkı

Genel kurul, şirket işlerine ilişkin kararların alındığı, diğer bir ifade ile pay sahipliği haklarının kullanıldığı bir organdır¹⁷⁶. Bu nedenle pay sahipleri genel kurul toplantısına şahsen veya vekâleten katılma ve genel kurulda oy kullanma haklarına

¹⁶⁹ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s. 87.

¹⁷⁰ Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s. 88.

¹⁷¹ OECD KYİ II-A.3.

¹⁷² SPK KYİ, Bölüm I, Madde 2.1.1.

¹⁷³ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 2.1.4.

¹⁷⁴ Türk Ticaret Kanunu Tasarısı (TTKT), Dönemi ve Yasama Yılı: 23/2, Esas Numarası: 1/324, Madde 437, (<http://www2.tbmm.gov.tr/d23/1/1-0324.pdf>, Erişim Tarihi: 11.02.2009).

¹⁷⁵ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları**, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, 2007, s. 12.

¹⁷⁶ TTKT, Madde Gerekçeleri, Madde 407.

sahip olmalıdır¹⁷⁷. SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine göre bu haklarını tam olarak kullanabilmesi için, tüm pay sahiplerinin genel kurul toplantı tarihi, yeri ve gündemi ile ilgili olarak bilgilendirilmesi gerekmektedir¹⁷⁸. Genel kurula katılacak pay sahiplerinin davet usulü, içeriği ve zamanlaması hazırlık yapmasına imkân tanıyacak şekilde olmalı ve gündem maddeleri hakkında yeterince bilgilendirilmelidir¹⁷⁹.

Ayrıca pay sahiplerinin, yönetsel nitelikteki pay sahipliği haklarının büyük bir bölümünü, oy hakkı vasıtasıyla elde etmesi nedeniyle¹⁸⁰ tüm pay sahiplerinin mülkiyet haklarının kullanımı kolaylaştırılmalıdır¹⁸¹. Bu nedenle SPK, ilkelerde oy hakkının esas sözleşme ile kaldırılamayacağını ve özüne dokunulamayacağını belirtmiş ve oy hakkının kullanılmasını zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılması gerektiğini ifade etmiştir¹⁸². Pay sahibi, genel kurula bizzat katılarak oy hakkını kullanabileceği gibi bir temsilci aracılığıyla da bu hakkını kullanabilir¹⁸³. Üstelik bu temsilcinin pay sahibi olmasını gerektiren bir yükümlülüğün söz konusu olamayacağı hem SPK ilkelerinde¹⁸⁴, hem de TTK Tasarısında¹⁸⁵ düzenlenmiştir. Ayrıca Tasarıya göre pay sahibi, bireysel temsil yolunu ya da kitlesel temsil¹⁸⁶ yöntemlerinden birini tercih edebilecektir¹⁸⁷. Tasarı, elektronik ortamda genel kurul ve yönetim kurulu toplantılarına ve on-line oy kullanmaya da imkân tanımaktadır¹⁸⁸.

2.2.5. Kâr Payı Hakkı

Kurumsal yönetim çerçevesi, kâr payı dağıtımı ile ilgili olarak aynı grupta yer alan paylara eşit davranılmasını gerektirir¹⁸⁹. Buna ek olarak şirketler belirli ve tutarlı bir kâr dağıtım politikası geliştirmeli ve bunu kamuya açıklamalıdır¹⁹⁰. Ancak,

¹⁷⁷ OECD KYİ II-C

¹⁷⁸ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 3.1.

¹⁷⁹ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 3.2.

¹⁸⁰ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları**, s. 13.

¹⁸¹ OECD KYİ II-F.

¹⁸² SPK KYİ, Bölüm I, Madde 4.1.

¹⁸³ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 4.6.

¹⁸⁴ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 4.6.1.

¹⁸⁵ TTKT Madde 425.

¹⁸⁶ Kitlesel temsil, belirli koşulları taşıyan bir organın veya kurumun, genel kurulda birden çok pay sahibinin menfaatini temsil etmesidir.

¹⁸⁷ TTKT Madde 428-429.

¹⁸⁸ TTKT Madde 1524-1528.

¹⁸⁹ OECD, **Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study-Annexes**, OECD Publishing, 2006.

¹⁹⁰ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 6.2.

yönetim kurulu, kârın kısmen veya tamamen dağıtılmamasını teklif ederse, bunun gerekçelerini ve dağıtılmayan kârın ne şekilde kullanılacağına ilişkin bilgiyi faaliyet raporunda, izahnamede ve sirkülerde açıklaması gerekir¹⁹¹. Bununla birlikte şirketin uzun süre kâr dağıtmaması ya da şirketin finansal durumunun uzun süre kâr dağıtmamasını gerektirdiği hallerde, TTK Tasarısı, azınlık pay sahiplerine şirketin feshini dava etme hakkı tanımaktadır¹⁹².

2.2.6. Payların Devri

SPK, payların devrini zorlaştıran düzenlemelerden kaçınılmasını ve ana sözleşmede bu tür düzenlemelere yer verilmemesini öngörmektedir¹⁹³. Halen yürürlükte olan TTK'na göre ana sözleşmeye konulan bir hüküm ile payların belirli kriterleri taşıyan kimselere devredilmesi şeklinde bir sınırlandırma getirilebilir ve hatta böyle bir kritere dahi gerek olmadan devir işlemi yönetim kurulunun onayına bırakılabilir¹⁹⁴. Ancak TTK Tasarısında bu durum ayrıntılı olarak ele alınmış¹⁹⁵ ve devrin sınırlandırılması zorlaştırılmıştır¹⁹⁶.

2.2.7. Sahiplik Yapıları

Hissedarların şirkete koyduğu sermayeden oy hakkını ayıran sermaye yapıları (hâkim azınlık yapıları); piramit yapılar, çapraz hissedarlık yapısı ve imtiyazlı hisse senedi uygulaması olarak sıralanabilir.

2.2.7.1. Piramit Yapılar

Piramit sahiplik yapısı, daha az bir sermaye katkısı ile diğer şirketler üzerinde kontrol tesis edebilmek amacıyla sıkça kullanılan bir mekanizmadır¹⁹⁷. Bir piramit yapı, şirketin kontrol zinciri şeklinde tepeden aşağıya doğru, yönetim hakkını elinde

¹⁹¹ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 6.3.

¹⁹² TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları**, s. 14.

¹⁹³ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 7.

¹⁹⁴ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları**, s. 14.

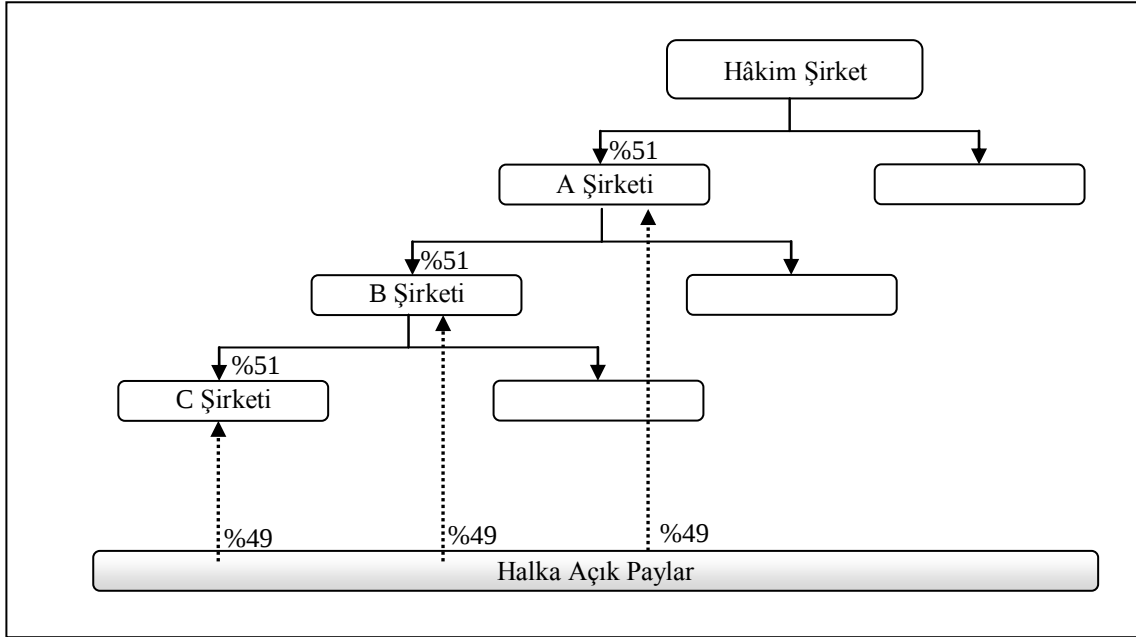
¹⁹⁵ TTKT Madde 491-498.

¹⁹⁶ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları**, s. 14.

¹⁹⁷ Holmén, M., P. Högfeldt, "Pyramidal Power", <http://www.cepr.org>, 2004, (Erişim Tarihi: 04.08.2009).

bulundurduğu diğer şirketleri göstermektedir¹⁹⁸. Böyle bir yapıda, nihai sahip tepe noktasında yer alır¹⁹⁹. Dolayısıyla piramidin en tepesindeki nihai sahip, piramit içindeki firmaların hepsinde etkin bir kontrol gücüne sahiptir²⁰⁰. Piramit yapılar daha çok aile şirketlerinde görülmektedir²⁰¹.

Şekil 2.1: Şirketlerde Piramit Yapılar



Kaynak: Morck, R., B. Yeung, “Agency Problems in Large Family Business Groups”, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Volume: 27, Issue: 4, Summer 2003, s. 367.

Şekil 2.1’de piramit sahiplik yapısının işleyiş sistemi yer almaktadır. Piramidin tepesinde nihai pay sahibi olan bir şirket yer almaktadır. Bu şirket A şirketinde %51 oy hakkına sahiptir. A şirketinin B şirketinde %51, B şirketinin de C şirketinde %51 payı bulunmaktadır. Hâkim şirket, A şirketinden C şirketine kadar uzanan kontrol zinciri üzerinde yer alan bütün şirketlerin kontrolünü elinde bulundurmaktadır.

¹⁹⁸ Ariffin, B.A.N., “Pyramidal Ownership Structure and Agency Problem: Theory and Evidence”, <http://www.econ.upm.edu.my>, s. 9-18, (Erişim Tarihi: 04.08.2009).

¹⁹⁹ Attig, N., F. Klaus and Y. Gadhoum, “On The Determinants of Pyramidal Ownership: Evidence on Dilution of Minority Interests”, *EFA 2004 Maastricht Meetings Paper*, No: 4592, <http://www.ssrn.com>, (Erişim Tarihi: 03.08.2009).

²⁰⁰ Kıyılar ve Belen, a.g.e., s. 14.

²⁰¹ Almeida, H.V., D.Wolfenzon, “A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups”, *The Journal of Finance*, Volume: 61, No: 6, December 2006, s. 2637-2680.

Zincirin son halkasında yer alan C şirketinin kontrolünü ise, C şirketinin toplam sermayesinin %13,26 ($=\%51 \times \%51 \times \%51$)'sı ile elinde bulundurmaktadır.

Türkiye’de şirketlerin çoğu, genellikle ailelerin kontrolündedir²⁰² ve piramit sahiplik yapısı yaygındır²⁰³. Şirketlerde piramit yapılarının kullanımının en önemli sebebi, şirketin kontrol hakkını elinde tutarken, daha fazla dış kaynak kullanarak kaldıraçtan yararlanmaktır²⁰⁴.

2.2.7.2. Çapraz Hissedarlık Yapısı

Çapraz hissedarlık yapısı (cross-ownership), şirketteki kontrol gücünü artırmak için kullanılan en önemli araçlardan biridir²⁰⁵. Çapraz hissedarlık, bir şirketler grubundaki şirketlerin karşılıklı sahiplik pozisyonlarını koruduklarında oluşur²⁰⁶. Buradan hareketle çapraz hissedarlık, bir şirketler grubu içerisinde, kontrol zincirinde yer alan şirketlerin karşılıklı olarak birbirlerinin paylarına sahip olmaları şeklinde tanımlanabilir. Çapraz hissedarlık yapısında da nihai pay sahibi şirketler grubu üzerinde kontrolünü sürdürür.

Piramit yapılardan farklı olarak çapraz hissedarlık yapısında şirketler, merkezî kontrol gücünü desteklemek ve sağlamlaştırmak için yatay düzlemde karşılıklı olarak birbirlerinin paylarına sahiptirler²⁰⁷. Ayrıca bu yapı, grup şirketleri arasındaki pay ilişkisini karmaşık bir hale getirerek, nispeten şeffaflığı azalttığı için şirketler tarafından tercih edebilir²⁰⁸. Türkiye’de bazı şirket grupları içinde yüksek derecede çapraz hissedarlık söz konusudur²⁰⁹.

²⁰² Türkiye’de bugün %99’u aile şirketi olan 94.400 anonim şirket bulunmaktadır. (Alacaklıoğlu, H., **Kurumsal Yönetim ve Aile Şirketleri**, Global Kobi Yayınları-2, s. 14.).

²⁰³ OECD 2006, s. 37.

²⁰⁴ Morck and Yeung, a.g.m., s. 367-382.

²⁰⁵ Dietzenbacher, E., U. Temurshoev, “Ownership Relations in the Presence of Cross Shareholding”, **Journal of Economics**, Volume: 95, No: 3, 2008, s. 189-212, (Erişim Tarihi: 13.08.2009).

²⁰⁶ Kıyılar ve Belen, a.g.e., s. 14.

²⁰⁷ Bebchuk, L.A., R.H. Kraakman and G.G.Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Rights”, **Working Paper 6951**, 1999, <http://www.nber.org/papers/w6951.pdf>, (Erişim Tarihi: 13.08.2009).

²⁰⁸ Claessens, S., S. Djankov and L.H.P. Lang, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation”, **Journal of Financial Economics**, Volume: 58, Issues: 1-2, 2000, s. 81-112.

²⁰⁹ OECD 2006, s. 38.

2.2.7.3. Sınırlı veya Çoklu Oy Hakkı

Az bir sermaye ile kontrolü sağlayan diğer bir mekanizma da farklılaştırılmış oy hakkına sahip hisse senedi uygulamasıdır²¹⁰. Hâkim azınlık yapısının açıkça görüldüğü bir sistemdir. Oldukça sade ve kolay uygulanabilir olmasına rağmen, hâkim azınlık yapıları içerisinde en az tercih edilen sistemdir. Bunun nedeni, ticaret kanunlarının farklılaştırılmış pay senetlerindeki oy hakkının üst ve alt sınırını belirlemesi ve bir takım kısıtlamalar getirmesi olabilir²¹¹.

Türkiye’de, şirketler hukuku incelendiğinde, imtiyazlı ve oydan yoksun hisse senetlerinin kullanıldığı görülmektedir. İmtiyazlı hisse senetleri, diğer paylara veya kanuna oranla daha üstün hakların tanındığı paylardır. İmtiyaz türleri; oy hakkı, kâr payı ve tasfiye payında imtiyazdır. Mevcut kanunda oy hakkında imtiyaz için herhangi bir üst sınır getirilmemiştir²¹². Bununla birlikte TTK Tasarısında oy hakkında imtiyaz 15 oyla sınırlandırılmıştır²¹³.

Türkiye’deki şirketlerde kontrolü elinde bulundurun pay sahipleri genellikle yönetime aday gösterme ve/veya çoklu oy hakkı içeren paylara sahiptirler²¹⁴. Bu çalışma kapsamında İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketler için yapılan araştırmada, söz konusu şirketlerin % 46’sında yönetime aday gösterme imtiyazı, % 79’unda oy hakkında imtiyaz, % 80’inde ise temettü dağıtımında imtiyaz bulunması bu durumu teyit etmektedir.

Türkiye’de, ortaklıklar hukukunda yer alan diğer bir pay türü de oydan yoksun hisse senetleridir. Oydan yoksun hisse senetleri, bir taraftan şirketlerin sermayeye olan gereksinimlerini karşılamak, diğer taraftan da oy gücü dengesini bozmamak amacı ile çıkartılan paylardır. Bu tür payları tercih eden küçük tasarruf sahipleri, yönetimde söz sahibi olmak gibi bir düşüncesi olmadan, sadece kâr elde etmek için yatırım yaparlar. Bu varsayım ile şirketler oydan yoksun, kârda imtiyazlı hisse senetleri çıkarırlar²¹⁵.

²¹⁰ Attig, vd., a.g.m., s. 2.

²¹¹ Bebchuk, vd., a.g.m., s. 4.

²¹² Poroy, R., Ü. Tekinalp ve E. Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Arıkan Basım Yayım, 10. Baskı, İstanbul, 2005, s. 451-471.

²¹³ PricewaterhouseCoopers, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı: Geleceği Hazırlayan Bir Düzenleme”, www.pwc.com, (Erişim Tarihi: 09.02.2009).

²¹⁴ OECD (2006), s. 38.

²¹⁵ Poroy, Tekinalp ve Çamoğlu, a.g.e., s. 451-471.

Türkiye’de oydan yoksun hisse senedi sahipleri için kâr payı imtiyazı tanınması zorunludur ve imtiyazlı kâr paylarının nakden dağıtılması gerekmektedir²¹⁶.

2.2.7.4. Sahiplik Yapıları Açısından Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Durumu Üzerine Bir Değerlendirme

OECD ilkeleri²¹⁷ hissedarların, şirket üzerinde sahip olduğu payla orantısız bir biçimde kontrolü elinde bulundurmasına olanak veren piramit yapılar, çapraz hissedarlık ve sınırlı veya çoklu oy hakkı olan hisselerin, kontrol çoğunluğuna sahip olmayan hissedarların şirket politikalarını etkileme kapasitelerini azaltmak için kullanılabilirliğini, bu nedenle bu tür sermaye yapılarının kamuya açıklanması gerektiğini ifade etmektedir²¹⁸. Bu bağlamda SPK ilkelerinde Türkiye’deki halka açık şirketlerin sahiplik yapısı hakkındaki temel bilgilerin, yıllık faaliyet raporlarında ve mali tablo dipnotlarında açıklanması tavsiye edilmektedir²¹⁹. Ayrıca şirketler yıllık kurumsal yönetim uyum raporlarında, imtiyazlı hisse senetlerinin bulunup bulunmadığını açıklamakla da yükümlüdürler. Buna ek olarak SPK ilkeleri²²⁰ şirketin sermaye, yönetim ve denetim bakımından ilişkili olduğu diğer şirketlerle arasındaki hukuki ve ticari ilişkiler konusunda pay sahiplerine bilgi verilmesini ve bu bilgilerin ayrıca faaliyet raporlarında ve şirketin internet sayfasında yer almasını önermektedir.

TTK Tasarısında şirket gruplarında, grup içi ilişkiler ile ilgili olarak şeffaflığı artırmak ve hâkim şirket kanalıyla bağlı şirketlerin kontrolünü elinde bulunduran hâkim azınlık konumundaki pay sahiplerinin bu konumlarını suiistimal etme olasılıklarını asgari düzeye indirmek amacıyla, bağlı şirket yönetim kurulunun, faaliyet yılının ilk üç ayı içinde bağlı şirketlerle ilişkiler hakkında, bağlılık raporu diye adlandırılan bir rapor düzenlemesi zorunlu hale getirilmiştir²²¹.

Bağlılık raporunda, geçmiş faaliyet yılında hâkim şirketle veya bağlı şirketlerden biriyle, bu şirketlerin menfaatine yaptığı tüm hukukî işlemler ve bu

²¹⁶ **Oydan Yoksun Paylara İlişkin Esaslar Tebliği**, Resmi Gazete, Sayı, 27117, Seri: 1, No:136, 21 Ocak 2009, md. 14, www.spk.gov.tr, (Erişim Tarihi: 13.08.2009).

²¹⁷ OECD KYİ II-D.

²¹⁸ OECD 2004, s. 35.

²¹⁹ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 2.2.-3.2.2.

²²⁰ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 2.1.3.

²²¹ TTKT, Madde 199.

şirketler menfaatine aldığı veya almaktan kaçındığı tüm önlemler açıklanır²²². Önlemlerin sebepleri, verdiği kayıplar ve sağladığı yararlar belirtilir. Kayıpların faaliyet yılı içinde fiilen nasıl denkleştirildiği ayrıntılı olarak açıklanır. Ayrıca hâkim şirketin pay sahipleri, genel kurulda, bağlı şirketlerin finansal ve mal varlığı durumları ile hesap sonuçları ve hâkim şirketin bağlı şirketlerle ve bağlı şirketlerin birbirleriyle yaptıkları işlemler ve bunların sonuçları hakkında bilgi isteyebilir²²³. Bağlılık raporunun, hâkim şirket kanalıyla hâkim azınlık konumundaki pay sahiplerinin, bağlı şirketleri kontrol ederken gücünü kötüye kullanma riskini minimize etmesi ve grup içi ilişkilere ilişkin şeffaflığı artırması beklenmektedir²²⁴.

TTK Tasarısında çapraz hissedarlık yapısının suiistimaline karşı hükümler de yer almaktadır. TTK Tasarısına göre bağlı şirket, hâkim şirketin paylarını elinde bulunduruyor ise, toplam oyların ve payların en çok dörtte birine ait hakları kullanabilecek, geri kalan paylar toplantı ve karar nisaplarında hesaba katılmayacaktır²²⁵. Bir hâkim şirketin, birden fazla bağlı şirket ile karşılıklı iştirakleri varsa, her şirket açısından sınırlamalar ayrı ayrı olacaktır. Bu hükümle Tasarı, bir hâkim şirketin ve şirketler topluluğunun, karşılıklı iştiraklerle, bir azınlığın menfaatine kullanılmasını engellemeyi hedeflemektedir²²⁶.

2.2.8. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

Pay sahipleri ve potansiyel yatırımcılar, şirketin yönetim kalitesi, sahiplik yapısı, değeri ve şirkette pay sahiplerine tanınan oy hakkı ile ilgili bir fikir edinerek şirketin paylarına yatırım yapıp yapmayacaklarına ya da şirketin paylarını ellerinde tutup tutmayacaklarına karar verebilmek için yeterli, güvenilir ve mukayese edilebilir bilgiye ihtiyaç duyarlar. Bilgilerin ilgili kişilerce ulaşılabilir olmasını sağlayan etkili bir kamuyu aydınlatma ve şeffaflık sistemi, aynı zamanda hem şirketlerin davranışlarını etkilemekte, hem de yatırımcıları korumaktadır. Diğer taraftan kamuyu

²²² TTKT, Madde 199.

²²³ TTKT, Madde 200.

²²⁴ OECD (2006), s. 50-51.

²²⁵ TTKT, Madde 201.

²²⁶ TTKT, Madde Gerekçeleri, Madde. 201.

aydınlatma ve şeffaflık düzeyinin yetersiz olduğu durumlarda piyasaların işleyişi güçleşmekte, yetersiz kaynak tahsisine bağlı olarak da sermaye maliyeti artmaktadır²²⁷.

OECD, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusundaki kurumsal yönetim ilkelerini, etkili bir kamuyu aydınlatma ve şeffaflık sisteminin şirketlerin piyasa tarafından denetlendiği düşüncesinden hareketle düzenlenmiştir²²⁸. Bu kapsamda oluşturulacak kamuyu aydınlatma ve şeffaflık sisteminin, özellikle şirketlerin mali ve faaliyetlerine ilişkin durumu, şirket hedefleri, risk faktörleri, hissedarlar ve oy kullanma hakları, ilişkili taraf işlemleri, çalışanlar ve diğer paydaşlar ile ilgili konularda şeffaflığın artırılmasına hizmet etmesi gerektiğini vurgulamıştır²²⁹.

Bu çerçevede SPK, kurumsal yönetim ilkelerinde şirketlerin, kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir bilgilendirme politikası oluşturmaları ve bunu kamuoyu ile paylaşmaları hususunu düzenlemiştir²³⁰. Ayrıca SPK, kurumsal yönetim ilkelerinin halka açık şirketlerde yaygınlık kazanması amacıyla şirketlere, faaliyet raporlarına ek olarak “Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu” hazırlama zorunluluğu getirmiştir. Faaliyet raporunun ayrılmaz bir parçası olan bu raporda, şirketlerin SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine uyup uymadıklarının, uymuyorlar ise gerekçelerinin açıklanması gerekmektedir²³¹. Buna ek olarak SPK, şirketlerin internet sitelerini aktif olarak kullanmaları, internet sitesinde yatırımcı ilişkileri bölümü oluşturmaları ve bu bölümde şirket ile ilgili güncel bilgilerin yer alması gerekliliğini de düzenlemiştir²³². Her sermaye şirketinin bir web sayfası açması ve bu web sayfasının belirli bir bölümünün kamunun aydınlatılması hususuna tahsis edilmesi TTK Tasarısında da ayrıntılı olarak düzenlemiştir²³³.

²²⁷ OECD (2006), Annexes, s. 68.

²²⁸ OECD (2006), s. 37.

²²⁹ OECD (2004), s. 49.

²³⁰ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 1.2.

²³¹ Sakarya, Ş., H. İ. ÖZMEN, “Türkiye’de Kurumsal Yönetim Sürecinin Gelişimi ve Balıkesir’deki İşletmeler Tarafından Algılanması Üzerine Bir Araştırma”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Yıl: 8, Sayı: 26, Ekim 2008, s. 112.

²³² SPK KYİ, Bölüm II, Madde 1.11.5.

²³³ TTKT Madde 1524-1528.

SPK, kurumsal yönetim ilkelerinden ayrı olarak, “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği”nde belirtilen hususları²³⁴, İMKB Günlük Bülteni vasıtasıyla kamuya duyurulması gerekliliğini de düzenlemiştir.

Sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve tüm aracı kuruluşların finansal tablolarının, özel durum açıklamalarının ve diğer bildirimlerinin bilgisayar ağları üzerinden elektronik imza teknolojisi kullanılarak güvenli bir şekilde iletilmesini hedefleyen Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) 1 Haziran 2009’dan itibaren faaliyete geçmiştir. KAP, bilginin hızlı ve eş zamanlı olarak kamuya paylaşılmasını sağlamaktadır²³⁵. Daha genel bir ifade ile KAP, bilgide güvenilirlik ve etkinlik, güncel bilgiye hızlı ve düşük maliyetle ulaşım imkânı sağlamaktadır²³⁶. Böylece hem içeriden öğrenenlerin ticaretinin ortadan kaldırılması, hem de tüm dünya genelinde sermaye piyasalarının gelişiminde önemli engellerden biri olan asimetrik bilgi sorununun asgari düzeye indirilmesi gerçekleştirilebilecektir. Sistemde finansal tabloların karşılaştırılabilmesine olanak sağlayan alt sistemlerin varlığı, toplanan verilerin etkin şekilde kullanımına da imkân tanımaktadır²³⁷.

Son olarak Dünya Bankası tarafından ülkelerin yatırım ortamını etkileyebilecek istihdam, vergi politikası ve yatırımcıların korunması gibi göstergeleri esas alarak hazırlanan “2009 Doing Business” raporunda Türkiye’nin “Yatırımcıların Korunması Göstergesi” notu 5,3’ten 5,7’ye yükselmiştir. Ayrıca Türkiye bu göstergenin alt başlıklarından olan Kamuyu Aydınlatma Göstergesi’nden ise 10 üzerinden 9 puan almıştır²³⁸.

²³⁴ Seri: 8, No:54 Sayılı Tebliğde düzenlenen kamuya açıklama yapılmasını gerektiren sürekli bilgi başlıkları aşağıda verilmiştir:

- Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler,
- Paya dayalı sermaye piyasası araçlarına ilişkin bildirim yükümlülüğü,
- Ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi,
- Ortaklığın oy hakları ve sermaye tutarındaki değişiklikler,
- İlave bilgilerin açıklanması,
- Ortaklık haklarının kullanımına ilişkin bilginin açıklanması,
- Borçlanma araçlarına ilişkin bildirim yükümlülüğü.

²³⁵ SPK-İMKB, **Kamuyu Aydınlatma Projesi**, Tanıtım Kitapçığı, Ekim 2003, s. 4.

²³⁶ www.imkb.gov.tr, (Erişim Tarihi: 21.08.2009).

²³⁷ Doğan, a.g.e., s. 129.

²³⁸ <http://www.doingbusiness.org/ExploreEconomies/?economyid=191>, (Erişim Tarihi: 26.09.2009).

2.2.9. Mali Tablo ve Raporların Açıklanması

Şirketin mali durum ve performansını gösteren, bilanço, gelir-gider tablosu, nakit akış tablosu ve mali tablo notları gibi denetimden geçmiş mali tablolar, şirketler hakkında en yaygın kullanılan bilgi kaynaklarıdır. OECD'ye göre şirkete ait finansal bilgiler, kaliteli muhasebe standartlarına, mali ve mali olmayan beyanat standartlarına uygun olarak hazırlanmalı ve açıklanmalıdır²³⁹.

Daha güvenilir ve kıyaslanabilir bir rapor sunarak, şirket performansının kolayca anlaşılmasını sağlamak suretiyle yüksek kalite standartlarının uygulanması, yatırımcıların şirketi zamanında izleyip denetleme olanaklarını belirgin bir biçimde artırmaktadır. Bilginin kalitesi, hangi standartlara uygun olarak derlendiğine ve açıklandığına bağlıdır. OECD ilkeleri, mali tabloların ve raporların şeffaflığını ve ülkeler arasında kıyaslanabilme kapasitesini arttıracak şekilde uluslararası düzeyde kabul edilmiş yüksek nitelikli ölçütlerin geliştirilmesini desteklemektedir²⁴⁰.

Bu çerçevede SPK, 1 Ocak 2005 yılından itibaren Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarını (UFRS) halka açık şirketler için zorunlu hale getirmiştir. TTK Tasarısı da mali tabloların UFRS'nin özdeşi niteliğinde olan Türkiye Muhasebe Standartlarına göre hazırlanmasını zorunlu hale getirecektir²⁴¹.

2.2.10. Şirket Hedefleri

OECD'ye göre şirketler, yatırımcılarına ve diğer bilgi kullanıcılarına bilgi vermek amacıyla ticari hedefleri, toplumla ilişkileri, iş etiği ve çevreye dönük politikaları hakkında kamuya açıklama yapmalıdırlar²⁴².

SPK da bu bağlamda şirketlerin yıllık raporlarında, şirketin stratejik ve ticari amaçlarını yayımlamaları ve sosyal sorumluluk politikaları ile etik kurallar hakkında bilgi vermelerini tavsiye etmektedir²⁴³.

²³⁹ OECD KYİ V-A.1.

²⁴⁰ OECD KYİ V-B.

²⁴¹ Tekinalp, Ü., **Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı**, www.tkyd.com, , s. 637, (Erişim Tarihi: 09.02.2009).

²⁴² OECD KYİ V-A.2.

²⁴³ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 3.2.2.c.

2.2.11. Öngörülebilir Maddi Risk Faktörleri

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, öngörülebilir risk faktörleri ile ilgili bilgilerin açıklanması hususunu da düzenlemiştir. Bu kapsamda Türkiye’de borsaya kote şirketler 1 Ocak 2005 yılından itibaren UFRS’ye göre hazırladıkları finansal tablolarında, finansal risklerini de açıklamaları gerekmektedir. SPK ilkeleri de, halka açık şirketlerin faaliyetlerine ilişkin öngörülebilir beklentilerini detaylı bir şekilde açıklamaları gerekliliğini düzenlemiştir²⁴⁴. Buna ek olarak, bağımsız denetim kuruluşu ve şirketin yönetim kurulunun, şirketin risk faktörlerinin tartışıldığı iç kontrol sistemi ile ilgili görüş ve beyanlarının da faaliyet raporlarında yer alması gerekmektedir²⁴⁵.

2.2.12. Pay Sahipleri ve Oy Kullanma Hakları

OECD, yatırımcıların şirketin mülkiyet yapısı ve diğer pay sahipleri karşısındaki hakları ile ilgili olarak bilgilendirilmesini en temel haklardan biri olarak görmektedir. Ayrıca bu hak, yatırımcının şirket gruplarının yapısı ve grup içi ilişkiler ile ilgili olarak bilgilendirilmesini de kapsamaktadır²⁴⁶.

Bu bağlamda SPK ilkeleri de, şirketin ortaklık yapısı, pay sahiplerinin elinde bulunan pay miktarı ve oranları ile hangi grup paya sahip olduklarına ilişkin bilgilerin bir tablo haline getirilmesi ve bu tabloya faaliyet raporunda ve mali tablo dipnotlarında yer verilmesi gerekliliğini düzenlemiştir²⁴⁷.

2.2.13. İlişkili Taraf İşlemleri

Bir şirketin tüm yatırımcıların çıkarlarına uygun olarak çalışması gerekirken, sadece ilişkili tarafların²⁴⁸ çıkarlarını gözetir şekilde çalışıp çalışmadığının bilinmesi, diğer bir ifadeyle bireysel ve grup bazında önem arz eden ilişkili taraf işlemleri hakkında bilgi verilmesi piyasa açısından önemlidir²⁴⁹.

²⁴⁴ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 3.2.2.g.

²⁴⁵ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 3.2.2.d-e.

²⁴⁶ OECD KYİ V-A.3.

²⁴⁷ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 2.2.

²⁴⁸ İlişkili taraf kavramı ile şirketi kontrol eden veya şirketin kontrolünde olan diğer şirketler, aile üyeleri de dâhil olmak üzere önemli hissedarlar ve kilit yönetim kadrosu ifade edilmektedir.

²⁴⁹ OECD KYİ V-A.5.

Bu çerçevede SPK ilkelerine göre yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin, sermayenin doğrudan veya dolaylı olarak %5'ini elinde bulunduran pay sahiplerinin²⁵⁰ ve şirketin ticari ilişki içerisinde bulunduğu şirketlerin, sermaye piyasası araçları üzerinde yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklaması gerekmektedir²⁵¹. Ayrıca borsaya kote şirketlerin UFRS'ye uyumlu muhasebe standartlarını uygulanması, ilişkili taraf işlemlerinin daha detaylı ve periyodik olarak kamuya açıklanmasını sağlayacaktır²⁵².

2.2.14. Çalışanlar ve Diğer Paydaşlar ile İlgili Konular

OECD'ye göre kurumsal yönetim çerçevesi, şirketlerin çalışanlar, kreditorler, tedarikçiler ve diğer paydaşları ilgilendiren konularda bilgilendirilmesini teşvik etmelidir²⁵³. Bu bağlamda SPK da şirketlere çalışanlarının ve diğer paydaşlarının haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve prosedürleri hakkında yeterli düzeyde bilgilendirilmesini tavsiye etmektedir²⁵⁴. Bu düzenleme ile Türkiye'de pek çok şirketin, paydaşları ile ilgili politikalarını kamuoyuna açıkladığı gözlemlenmiştir²⁵⁵.

2.2.15. Denetim

Türkiye'de denetim, bağımsız ve iç denetim olarak iki başlık altında incelenebilir. Bağımsız denetim, şirketlerin yıllık finansal tablo ve diğer finansal bilgilerinin, ilgili kriterlere (örneğin, halka açık şirket finansal tabloları için SPK tarafından belirlenmiş veya kabul edilmiş finansal raporlama standartlarına) uygunluğu ve doğruluğu hususunda yapılan denetimdir²⁵⁶. Bağımsız denetimin, mali tabloların şirketin mali durumunu ve performansını her açıdan doğru bir şekilde yansıttığı güvencesinin, yönetim kuruluna ve hissedarlara objektif olarak verilebilmesi amacıyla, bağımsız, yetkin ve uzman bir denetçi tarafından gerçekleştirilmesi gerekir²⁵⁷. Sermaye piyasasında bağımsız denetim ve raporlama

²⁵⁰ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 2.3.

²⁵¹ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 4.

²⁵² OECD (2006), s. 52.

²⁵³ OECD KYİ V-7.

²⁵⁴ SPK KYİ, Bölüm III, Madde 1.1.3.

²⁵⁵ OECD (2006), Annexes, s. 78.

²⁵⁶ www.spk.gov.tr. (Erişim Tarihi: 27.08.2009).

²⁵⁷ OECD KYİ V-C.

faaliyetleri, Uluslararası Bağımsız Denetim Standartlarıyla büyük ölçüde uyumlu olarak hazırlanan ve 12.06.2006 tarih ve 26196 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren “Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ”²⁵⁸ çerçevesinde sürdürülmektedir²⁵⁹.

OECD, bağımsız denetçi tarafından şirkete denetim dışı hizmetlerin verilmesinin, denetçilerin bağımsızlığını olumsuz yönde etkileyebileceğini ifade eder²⁶⁰. Bu nedenle SPK’nın yaptığı düzenlemelerle, bağımsız denetim hizmeti veren kuruluş, bu hizmeti sundukları müşterileri ile en fazla beş yıl çalışabilmekte²⁶¹ ve denetim dışında bir hizmet de sunamamaktadırlar²⁶².

İç denetim ise, bir şirketin faaliyetlerini incelemek ve değerlendirmek amacıyla şirket içinde oluşturulmuş bir denetleme fonksiyonudur. Denetleme komitesi veya dengi bir organ, genellikle iç denetim faaliyetlerinin gözetimini sağlayan bir yapı olarak kabul edilir. Bu tür organlar, denetçi tarafından şirkete verilen denetim dışı hizmetlerin yapısı da dahil olmak üzere dış denetçi ile olan ilişkinin tümünün denetiminden de sorumlu olmalıdır. Ayrıca iç denetim, kurumun risk yönetimi, kontrol ve kurumsal yönetim süreçlerinin etkinliğini değerlendirmek ve geliştirmek amacına yönelik sistemli ve disiplinli bir yaklaşım getirerek, kurumun amaçlarına ulaşmasına yardımcı olur²⁶³. Payları İMKB işlem gören şirketler, yönetim kurulu üyeleri arasından seçilecek en az iki üyeden oluşan “Denetim Komitesi” kurmakla yükümlüdürler.

2.2.16. İçerden Öğrenenlerin Ticareti

İçerden öğrenenlerin ticareti (insider trading), şirket ile yakın ilişkiler kurmak ve bu ilişkileri kullanmak suretiyle, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış bilgilerden menfaat sağlamak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasında fırsat eşitliğini bozacak şekilde haksız yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek olarak ifade edilebilir. OECD ilkelerine göre

²⁵⁸ Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, Resmi Gazete, Sayı:26241, Seri: 10, No: 22, 27 Temmuz 2006.

²⁵⁹ www.spk.gov.tr. (Erişim Tarihi: 27.08.2009).

²⁶⁰ OECD KYİ V-C.

²⁶¹ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 4.2.1.

²⁶² SPK KYİ, Bölüm II, Madde 4.3.

²⁶³ Uyar, S., **Denetim Komitesi ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 2004, s. 74.

böyle bir istismarın önlenmesi için her türlü tedbirin alınması gerekmektedir²⁶⁴. Bu çerçevede SPK ilkelerine göre ise şirketlerin kurumsal yönetim uyum beyanlarında içerden öğrenenlerin bir listesi yayımlanmakta, ayrıca bu bilgiye hem şirketin web sayfasından hem de faaliyet raporlarından ulaşılabilir²⁶⁵.

2.2.17. Menfaat Sahipleri

Kurumsal yönetimin temel amaçlarında biri, şirketlere hem kredi şeklinde hem de paylarına iştirak edilmesi suretiyle sermaye akışını sağlamaktır. Çünkü şirketin başarısı, yatırımcılar, çalışanlar, alacaklılar ve tedarikçiler gibi şirkete kaynak temin eden farklı çıkar gruplarının katkılarını bir araya getiren bir ekip çalışmasının ürünüdür. Bu nedenle paydaşlar arasında işbirliğinin teşvik edilmesine zemin hazırlayacak bir kurumsal yönetim çerçevesinin oluşturulması, uzun vadede şirketin yararına olacaktır²⁶⁶.

Şirketlerin ekonomik fonksiyonları göz önüne alındığında, çok sayıda çalışan istihdam edebildiği, çok sayıda iş ortağı ve tedarikçi ile ticari ilişki içine girebildiği ve bu nedenle de şirketin işleyişinden oldukça geniş bir çevrenin etkilendiği göz ardı edilmemelidir²⁶⁷.

Bu çerçevede SPK ilkelerine göre şirketler, menfaat sahiplerinin çıkarlarını korumak için bazı politikalar geliştirmelidir²⁶⁸. Ayrıca bu politikaların, menfaat sahipleri arasında çıkar çatışmaları söz konusu olduğunda, sahip olunan hakların korunması açısından mümkün olduğunca dengeli olması gerekmektedir²⁶⁹.

Şirketler, işe alım, kariyer planlaması, iş tanımları gibi konuları ihtiva eden bir insan kaynakları politikası oluşturmali²⁷⁰, ticari sır kapsamında müşteri ve tedarikçiler ile ilgili bilgilerin gizliliğine özen göstermelidir²⁷¹.

Şirket ile ilgili önemli bir menfaat sahibi grubu da azınlık hissedarlardır. Halka açık şirketlerin birçoğunun kontrol gücüne sahip bir hissedara ait olması, bir taraftan

²⁶⁴ OECD KYİ III-B.

²⁶⁵ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 5.

²⁶⁶ OECD KYİ IV.

²⁶⁷ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları**, s. 8.

²⁶⁸ SPK KYİ, Bölüm III, Madde 1.1.

²⁶⁹ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 1.2.

²⁷⁰ SPK KYİ, Bölüm III, Madde.3.

²⁷¹ SPK KYİ, Bölüm III, Madde 5.

tepe yönetiminin yakından izlenmesine imkân tanıyarak temsilci problemini asgari düzeye indirse de, diğer taraftan kontrol hisselerini elinde bulunduran hissedarın azınlık hissedarları hiçe sayarak bu gücü istismar etmesi riskini artırmaktadır. Bu risk özellikle kontrolü elinde bulunduran hissedarın, piramit yapılar veya çoklu oy hakkı gibi mülkiyeti kontrolden ayıran hukuki araçlar vasıtasıyla üslenecekleri riski karşılamayan bir düzeyde kontrol hakkına sahip olması durumunda ortaya çıkmaktadır²⁷². SPK, kurumsal yönetim ilkelerinde bu riski asgari düzeye indirebilmek için, menfaat sahiplerini korumaya dönük politikalara ek olarak, şirketlerin menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımını sağlayan mekanizmalar geliştirmelerini²⁷³ ve hatta bu mekanizmaların şirketlerin iç tüzüklerinde veya ana sözleşmelerinde yer alması gerektiğini düzenlemiştir²⁷⁴. Ayrıca azınlık hissedarların da yönetimde temsil edilebilmesi için, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde birikimli oy yönteminin²⁷⁵ kullanılmasına öncelik verilmesi gerektiğini ifade etmektedir²⁷⁶.

Buna ek olarak SPK ilkeleri, yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve kontrolü elinde bulunduran pay sahiplerinin kendileri adına, şirketin faaliyet konusu kapsamında yaptıkları işlemleri kamuya açıklamalarını istemektedir²⁷⁷.

²⁷² OECD KYİ III-A.2.

²⁷³ OECD KYİ IV-C.

²⁷⁴ SPK KYİ, Bölüm II, Madde 2.

²⁷⁵ Birikimli oy kullanma; genel kurula katılan kişinin yönetim kurulu ve denetim kurulu üyeliği seçiminde kullanacağı oy sayısı, sahip olduğu veya vekil sıfatıyla kullanmaya yetkili olduğu oy sayısı ile seçim yapılacak yönetim kurulu ve denetim kurulu üye sayısının çarpılması suretiyle bulunur. Bu suretle ulaşılan birikimli oy sayısının tamamı bir aday için veya birden fazla adaya bölünür. Birikimli oy sayısı, yönetim kurulu ve denetim kurulu üyeliği seçimi için ayrı ayrı hesaplanır. SPK'nın Seri:4 No: 31 sayılı tebliğine göre; hisse senetleri borsada işlem görmeyen ve geçmiş iki yıl içerisinde pay sahibi sayısı sürekli olarak 500'ün üzerinde olduğu herhangi bir şekilde anlaşılan ortaklıkların, birikimli oy yöntemini uygulamaları ve ana sözleşmelerinde birikimli oy yöntemine yer vermeleri zorunludur (**Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Birikimli Oy Kullanımına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ**, Resmi Gazete, Sayı, 25323, Seri:4, No:31, 21 Aralık 2003).

Birikimli oyun kullanıldığı durumlarda örnek olarak toplam payların %51'ine sahip olanlar tüm yönetim kurulu üyelerini seçemez. Birikimli oy için formül şu şekildedir: $P = \left[\frac{a \times b}{c + 1} \right] + 1$

Bu formülde, P= istenilen sayıda üye seçebilmek için gerekli oy sayısı; a= toplam pay sayısı; b= seçtirilmek isteyen üye sayısı; c = yönetim kurulu üye sayısını ifade eder (Akbulak, Y., "Halka Açık Şirketlerde Birikimli Oy Kullanımı", <http://www.legalisplatform.net/makale-detay.asp?ID=43>. (Erişim Tarihi: 27.09.2009)).

²⁷⁶ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 5. / SPK KYİ Bölüm IV Madde 3.4.

²⁷⁷ SPK KYİ, Bölüm I, Madde 8.2.

Sonuç olarak şirketler SPK ilkelerine göre, yönetim kurulu tarafından hazırlanan etik kurallar çerçevesinde yönetilmeli²⁷⁸, çevreye, tüketiciye ve kamu sağlığına duyarlı olmalıdır²⁷⁹.

2.2.18. Yönetim Kurulu Yapısı

OECD'ye göre, kurumsal yönetim anlayışının şirket tarafından özümsemesinde önemli rol üstlenen²⁸⁰ yönetim kurulu, şirketin adil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumluluk bilinciyle yönetilmesi ile yükümlüdür²⁸¹. SPK da kurumsal yönetim ilkelerinde bu sorumluluğu açıkça yönetim kuruluna atfetmiştir²⁸². Buna göre yönetim kurulu, şirketin ve pay sahiplerinin menfaatlerine uygun şekilde hareket etmekle yükümlüdür ve bu yükümlülüğünü yerine getirmek hususunda şirkete ve pay sahiplerine karşı sorumludur. Bu sorumluluğu yerine getirirken yönetim kurulunun çalışanlar, kreditörler, müşteriler, tedarikçiler ve toplum gibi paydaşların menfaatlerini de eşit ölçüde dikkate alması gerekmektedir²⁸³. Yönetim kurulunun çıkar grupları arasındaki bu dengeyi, kanun, ana sözleşme, iç düzenlemeler ve şirket politikaları çerçevesinde sağlaması gerekmektedir²⁸⁴.

2.2.19. Yönetim Kurulunun Fonksiyonları

Yönetim kurulu, şirketin stratejik yönetimini şekillendiren bir organdır ve şirketin başlıca eylem planlarını, risk politikalarını yönlendirmek ve gözden geçirmekle de yükümlüdür²⁸⁵. Daha genel bir ifade ile yönetim kurulu, şirketin en üst seviyede stratejik karar alma, yönetme ve temsil organıdır. Bu durumu göz önünde bulunduran SPK ilkelerini göre yönetim kurulunun, şirketin vizyon ve misyonunu belirleyerek, kamuoyuna açıklaması gerekmektedir²⁸⁶. Ayrıca bu vizyon ve misyon

²⁷⁸ SPK KYİ, Bölüm III, Madde 6.

²⁷⁹ SPK KYİ, Bölüm III, Madde 7.

²⁸⁰ OECD KYİ IV-D.2.

²⁸¹ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Organının Yapılanması ve İşlevleri**, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, 2007, s. 4.

²⁸² SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.1.

²⁸³ OECD KYİ V.

²⁸⁴ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 1.4.

²⁸⁵ OECD KYİ VI-D.1.

²⁸⁶ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 1.1.

çerçevesinde şirketin performans hedeflerini belirlemek²⁸⁷ ve şirketin doğru yönetilip yönetilmediğini bu hedefleri baz alarak denetlemekle de yükümlüdür²⁸⁸.

Ayrıca şirketin faaliyet sonuçlarının muhasebe kayıtlarına yansıtılmasında mevcut mevzuat ve uluslararası muhasebe standartlarına uyumlu olmasını sağlayan yönetim kurulu²⁸⁹, şirket ile pay sahipleri arasında oluşabilecek anlaşmazlıkları çözüme kavuşturmada da öncü rol oynamalıdır²⁹⁰.

Bütün bu görev ve sorumluluklarını sağlıklı bir şekilde yerine getirebilmek amacıyla yönetim kurulu başkanlarının bağımsız üyelerden seçildiği, denetim faaliyetlerinin koordinasyonu için denetim komitesi²⁹¹ ve şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu sağlamak ve sürdürmek için de kurumsal yönetim komitesinin²⁹² oluşturulması gerekmektedir²⁹³. SPK ilkelerine ek olarak TTK Tasarısı da, şirket bünyesinde komiteler kurulabileceğine ilişkin düzenlemeler getirmektedir²⁹⁴.

SPK ilkelerine göre yönetim kurulunun yetki ve sorumluluklarının yönetim kurulu üyesi, yönetici ve genel kurula tanınan yetki ve sorumluluklardan açıkça ayrılabilir ve tanımlanabilir biçimde şirketin esas sözleşmesinde yer alması gerekir. Bu çerçevede yönetim kurulu üyeleri arasında görev dağılımı yapılmalı ve yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin yetki ve sorumlulukları faaliyet raporunda yer almalıdır²⁹⁵.

²⁸⁷ OECD KYİ VI-D.1.

²⁸⁸ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 1.3.

²⁸⁹ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 1.3.1.

²⁹⁰ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 1.5.

²⁹¹ Denetim komitesinin temel işlevi, finansal ve operasyonel faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde gözetilmesini sağlamaktır. Daha kapsamlı bir ifade ile denetim komitesi, şirketin muhasebe sisteminin, finansal bilgilerin kamuya açıklanmasının, bağımsız denetimin ve iç kontrol sisteminin işleyişini ve etkinliğini denetlemekle yükümlüdür (SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 5.6.4.). Denetim komitesi, gerekli gördüğü yöneticiyi ve ayrıca iç denetçileri ve bağımsız denetçileri toplantılara davet etme yetkisine de sahiptir (SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 5.6.1.).

²⁹² SPK ilkelerine göre kurumsal yönetim komitesi şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu izlemek, iyileştirme çalışmalarında bulunmak ve buna ilişkin olarak yönetim kuruluna öneriler sunmak üzere kurulur (SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 5.7.). Ayrıca bu komite yönetim kurulu üyeliğine uygun adayların saptanması, değerlendirilmesi ve eğitilmesi gibi konularda şeffaf bir sistemin oluşturulması ve bunlarla ilgili olarak politika ve stratejiler belirlenmesi hususlarında çalışmalar yapmakla da yükümlüdür (SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 5.7.2-c).

²⁹³ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 1.3.3. /SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 5.6. / SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 5.7.

²⁹⁴ TTKT, Madde 366.

²⁹⁵ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.2.

2.2.20. Yönetim Kurulunun Oluşumu

Yönetim kurulu, iki tip yönetim kurulu üyesinden oluşur. Bunlar, icrada görevli olan (executive) ve olmayan (non-executive) üyelere dir. Eğer bir yönetim kurulu üyesi aynı zamanda, şirkette Murahhas Aza gibi idari bir görevde çalışıyor ise, icrada görevli yönetim kurulu üyesi olarak tanımlanmaktadır. İcra da görevli olmayan yönetim kurulu üyesi ise, yönetim kurulu üyeliği haricinde şirkette başka herhangi bir idari görevi bulunmayan kişi olarak tanımlanmaktadır. İcra başkanı da, şirketin esas sözleşmesince belirtilen, uygulamanın en üst noktasında sorumlu olan kişidir. Eğer şirket yapısında icra başkanı (CEO) yoksa, aynı işlev genel müdür tarafından yerine getirilir²⁹⁶.

OECD'ye göre yönetim kurulunun görevlerini yerine getirirken objektif ve bağımsız karar verebilmesi için belirli sayıda yönetim kurulu üyesinin bağımsız olması gerekir. Yönetim kurulunun objektifliği ve bağımsızlığı ayrıca icra başkanı (genel müdür) ile yönetim kurulu başkanının rollerinin ayrılması ile de sağlanmalıdır²⁹⁷. SPK da bu çerçevede yönetim kurulu üye sayısının, ikiden az olmamak üzere en az üçte bir kadarının bağımsız üye olmasını istemektedir. Ayrıca yönetim kurulu başkanı ile icra başkanının aynı kişi olmaması ve yönetim kurulunun yarısından fazlasının icrada görev almaması gerektiğinin altını çizmektedir²⁹⁸.

OECD kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulunun uzman, deneyimli ve bağımsız üyelere den oluşmasının önemini vurgulamaktadır. Uzmanlık ve deneyim, yönetim kurulu üyelerinin tam bir bilgi sahibi olarak, iyi niyetle ve gerekli özeni göstererek hareket etmesini gerektirir²⁹⁹.

SPK ilkelerinde yönetim kurulu üyelerinin yüksek öğrenim görmüş olması tavsiye edilirken³⁰⁰, TTK Tasarısı yönetim kurulu üyelerinin bir kısmının yüksek öğrenim görmüş olması şartını getirmektedir³⁰¹.

²⁹⁶ SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s. 5.

²⁹⁷ OECD KYİ V-E.

²⁹⁸ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 3.2.1.

²⁹⁹ OECD KYİ VI-A.B.

³⁰⁰ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 3.1.3.

³⁰¹ TTKT, Madde 359.

2.2.21. Yönetim Kurulunun İşleyişi

Yönetim kurulu üyelerinin şirket ile ilgili karar verirken sorumluluklarını tam olarak yerine getirebilmeleri için gerekli bilgiye ulaşabilme imkânına sahip olmaları gerekir³⁰². Bu nedenle SPK, şirketlerden yönetim kurulu üyelerinin şirketi önemli ölçüde etkileyen gelişmelerden zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesini sağlayacak mekanizmalar oluşturmalarını istemektedir³⁰³.

Yönetim kurulu düzenli olarak en az ayda bir defa toplanmalıdır³⁰⁴. Toplantının gündemi genel müdür ve diğer yönetim kurulu üyeleri ile görüşerek yönetim kurulu başkanı tarafından belirlenir³⁰⁵. Ancak yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulu başkanına gündemde değişiklik yapma önerisinde bulunabilir³⁰⁶. Toplantı ve karar nisabına ana sözleşmede yer verilir³⁰⁷. Yürürlükte olan TTK'nın bu konuya ilişkin düzenlemesi toplantı yeter sayısını belirsiz bırakırken³⁰⁸, TTK Tasarısında, toplantı yeter sayısı üye tam sayısının çoğunluğu olarak belirlenmiştir³⁰⁹.

Ayrıca yönetim kurulu toplantılarının etkin ve verimli bir şekilde planlanması ve gerçekleştirilmesi gerekmektedir³¹⁰. Bunun sağlanabilmesi için yönetim kurulu üyelerinin toplantıya çağırılmasına ve toplantıya hazırlanmasına ilişkin süreçler, tüm yönetim kurulu üyelerinin toplantıya tam olarak hazırlanmasına olanak sağlayacak şekilde düzenlenmelidir³¹¹. Gerekli görülmesi durumunda yöneticiler, yönetim kurulu toplantılarına da katılabilir³¹².

2.2.22. Yöneticiler

Anonim ortaklıkta yönetim mekanizmalarının sağlıklı işleyişi, uzman ve deneyimli bir yönetim teşkilatının oluşturulmasını³¹³ ve bu teşkilat bünyesinde yer

³⁰² OECD KYİ VI.

³⁰³ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.4.1.

³⁰⁴ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.17.5.

³⁰⁵ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.15.

³⁰⁶ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.17.8.

³⁰⁷ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.18.

³⁰⁸ TTK Madde 330.

³⁰⁹ TTKT, Madde 390.

³¹⁰ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.17.

³¹¹ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.17.6.

³¹² SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 2.4.2.

³¹³ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 6.5.1.

alan bütün aktörlerin yetkilerinin açıkça belirlenmesini gerekli kılmaktadır³¹⁴. Bu anlamda her türlü yetki çatışmasını önleyecek şeffaf bir düzen kurulmalı, her bir yönetici için dengeli bir yetki ve sorumluluk alanı çizilmelidir. TTK Tasarısı, örgüt şemasının belirlenmesi ve özellikle yönetimin devredildiği durumlarda bir teşkilat yönetmeliği hazırlanması görevini yönetim kuruluna yüklemektedir³¹⁵.

Yöneticiler, şirket faaliyetlerinin yönetim kurulu tarafından belirlenen vizyon ve misyon çerçevesinde yürütülmesini sağlarken³¹⁶ görevlerini kurumsal yönetim ilkelerine uygun bir şekilde yerine getirirler³¹⁷. Ayrıca SPK ilkelerine göre yöneticiler, şirket dışında başka bir yerde de görev üstlenemezler³¹⁸.

2.2.23. Ücretlendirme

Yönetim kurulu üyelerine, şirket için harcanan zaman baz alınarak, genel müdüre verilen ücrete yakın bir ücret ödenir³¹⁹. Bu ücretin belirli bir oranını aşmayacak şekilde huzur hakkı³²⁰ verilir³²¹. Ayrıca SPK ilkeleri, şirketin yönetim kurulu üyelerine ve yöneticilere borç vermesini ve kredi kullandırmasını uygun görmemektedir³²².

Yöneticilere ödenecek ücretler piyasa koşulları esas alınarak belirlenmelidir. Piyasa koşullarının belirlediği alt ve üst sınırlar arasında ne kadarlık bir ücret ödeneceği, yöneticinin kişisel niteliği ve şirket başarısına yönelik katkısıyla doğrudan ilişkilidir³²³.

³¹⁴ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 6.4.

³¹⁵ TTKT, Madde 375-b, 367.

³¹⁶ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 6.2.

³¹⁷ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 6.1.

³¹⁸ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 6.5.2.

³¹⁹ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 4.2.

³²⁰ Kurumların yönetim kurulu başkan ve üyelerine toplantı başına ödenen paraya huzuru hakkı denir (Seyidoğlu, a.g.e., s. 250.).

³²¹ SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 4.1.

³²² SPK KYİ, Bölüm IV, Madde 4.4.

³²³ TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Organının Yapılanması ve İşlevleri**, s. 15.

2.3. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞINI GELİŞTİRMEYE YÖNELİK ÇALIŞMALAR

2.3.1. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, şirketlerin SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir³²⁴. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde amaç, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeylerinin, standart ve karşılaştırılabilir bir ölçüm sistemi ile tespit edilmesidir³²⁵. Başka bir deyişle kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, hem şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyini belirleyen, hem de farklı şirketlerin kurumsal yönetim uygulama düzeyleri arasında karşılaştırma yapma imkânı veren standart bir ölçüt ortaya koyar³²⁶.

Derecelendirme notu bir şirketin, kurumsal yönetim ilkelerine uyumu ve paydaşlarına, ortaklarına, yatırımcılarına, kreditorlere, düzenleyici kuruluşlara ve diğer menfaat sahiplerine duyarlılığı hakkında en etkili bilgi verme aracıdır³²⁷. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinde; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulundan oluşan dört ana kriterde ilkelerin uygulanma düzeyi değerlendirilir ve her bir kritere 1 ile 10 arasında derecelendirme notu verilir. Ayrıca şirketin ilkelere uyumunu bir bütün olarak temsil etmek üzere, 1 ile 10 arasında not verilir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde 1 en düşük uyum düzeyini, 10 ise en yüksek uyum düzeyini temsil eder³²⁸.

³²⁴ Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete, Sayı: 26850, Seri: 8, No: 51, 12 Temmuz 2007, md. 6., www.spk.gov.tr, (Erişim Tarihi: 01.04.2009).

³²⁵ Sandıkçıoğlu, A., Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi, Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara, 2005, s. 12.

³²⁶ Sandıkçıoğlu, a.g.e., s. 1.

³²⁷ www.saharating.com, (Erişim Tarihi: 14.04.2009).

³²⁸ Kurumsal yönetim derecelendirmesi sonucunda verilen notların anlamları 3. Bölüm'de daha ayrıntılı olarak yer almaktadır.

Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğine ³²⁹ göre, işletmelerce derecelendirme yaptırılması ihtiyari olmakla birlikte, SPK tarafından gerekli görülen durumlarda zorunlu tutulabilir. Derecelendirme faaliyeti, Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır³³⁰.

2.3.2. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

İMKB, Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesine katkıda bulunmak, bu konuya duyarlı davranan şirketleri teşvik etmek, diğerlerine referans oluşturmak ve özellikle yabancı yatırımcıları cezp etmek için, SPK’nın derecelendirme faaliyetine ilişkin tebliği kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu temsil eden derecelendirme notuna sahip İMKB pazarlarında işlem gören şirketlerin, belirli kurallar çerçevesinde, fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla bünyesinde bir Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturacağını, 2005 yılında kamuya duyurmuştur³³¹. Endeksin hesaplanmaya başlanabilmesi için, kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden 6 olan en az 5 şirketin İMKB’ye bildirilmesi şartı getirilmiştir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nin (XKURY) hesaplanmasına, kurumsal yönetim derecelendirme notu en az 6 olan 5 şirketin Borsa’ya bildirilmesiyle 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır³³². İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nde halen 17 adet şirket³³³ yer almaktadır³³⁴.

Kurumsal yönetim endeksine dahil olan şirketler için İMKB, kotasyon ücretlerinde % 50 indirim teşviğinden yararlanma olanağı sağlamıştır. Ayrıca bu

³²⁹ Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği, md. 4.

³³⁰ Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği, md.7. Ayrıca derecelendirme kuruluşlarının listesi için Bkz. Ek-2.

³³¹ <http://www.saharating.com/ARASTIRMA/makale4.htm>, (Erişim Tarihi: 07.02.2009).

³³² www.imkb.gov.tr, (Erişim Tarihi: 10.09.2007).

³³³ İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nde (25 Eylül 2009 tarihi itibarıyla) yer alan şirketler: Doğan Yayın Holding(9.00), Vestel Elektronik(8.50), Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı(8.16), Tofaş(8.16), Türk Traktör(8.12), Hürriyet(8.50), Tüpraş(8.20), Asya Katılım Bankası(7.82), Otocar(8.12), Şekerbank(8.00), Dentaş Ambalaj(7.82), Anadolu Efes(8.27), Yapı ve Kredi Bankası(8.02), Vakıf Yatırım Ortaklığı(7.81), Coca Cola İçecek(8.30), Arçelik(8.21), TAV(8.50).

³³⁴ www.imkb.gov.tr, (Erişim Tarihi: 14.04.2009).

endekste yer almanın, şirketin marka değerine ve saygınlığına önemli katkıda bulunması ve yabancı yatırımcıların ilgisinde öncelik oluşturması gibi avantajlar sağlaması da beklenmektedir³³⁵.

2.3.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

Kurumsal yönetimin Türkiye’de gerek özel şirketlerde ve gerekse kamu kurumlarında, yerleşmesi ve doğru uygulanması için önderlik ve yol göstericilik yapma misyonunu benimseyen Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), şirketlerin yüksek performanslı, rekabetçi ve iyi yönetilen, paydaşlarına en fazla artı değeri katan kurumlar haline gelmesini sağlamak amacıyla 2003 yılından bu yana faaliyetlerini sürdürmektedir.

2.3.4. Kurumsal Yönetim Anlayışının Türk Ticaret Kanunu Tasarısındaki Yansımaları

TTK Tasarısı (Tasarı), kurumsal yönetim ile ilgili olarak bir taraftan ilkesel ve genel hükümler öngörürken, diğer taraftan da çeşitli konularda, adalet, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk gibi temel ilkelere uygun düzenlemeler getirmiştir³³⁶. Tasarı, SPK’nın tebliğinde olduğu gibi kuralları bir liste halinde sıralamamış³³⁷, kurumsal yönetim anlayışını tanımlayan taşıyıcı kolon niteliğindeki bu temel ilkeleri somutlaştırmıştır³³⁸. Tasarıda şeffaflık, şekli ve maddi aleniyete ilişkin birçok hüküm yanında, şirket internet sitesiyle (m.1524) gerçekleştirilmiştir. Adalet farklılaştırılmış teselsül³³⁹, eşit işlem ilkeleri³⁴⁰ ve menfaat dengesinin gözetilmesiyle; hesap verebilirlik, bağlılık raporları³⁴¹ düzenlenmesi, açıklama ve bildirim yükümlülüklerinin öngörülmesiyle hukuki nitelik kazanmıştır³⁴².

³³⁵ Perşembe, A., “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi”, **Dünya Gazetesi**, 25 Ağustos 2007.

³³⁶ TTKT, Genel Gerekçe, Madde.136.

³³⁷ Tekinalp, a.g.e., s. 635.

³³⁸ Somutlaştırma terimiyle ilkelere hukuki içerik ile güç kazandırılması kastedilmektedir.

³³⁹ Farklılaştırılmış teselsül, sorumluların tüm zararı değil, ortak kusurla birlikte vermiş oldukları zararı tazmin etmelerini öngörürken, ortak zarar dışındaki zararı teselsül dışında bırakır. Bu zarara neden olan hangi üye veya yönetici ise sorumluluğu ona yükler.

³⁴⁰ Tasarıda eşit işlem ilkesi sadece pay sahiplerine değil şirketler ilgileri bulunanlara ve hatta kamuya yönelmiştir (Genel Gerekçe, md.89.)

³⁴¹ Bağlılık raporu, bağlı şirketlerin kendileri ve hâkim şirketle aralarındaki ilişkileri ve bu ilişkilerin sonucundaki kaybın ya da yararın açıklandığı raporu ifade etmektedir.

³⁴² Tekinalp, a.g.e., s. 638.

Ayrıca Tasarı, adalet, şeffaflık, hesap verilebilirlik, sorumluluk gibi ilkeleri benimsemiş, finansal raporlama ve uluslararası denetleme standartları çerçevesinde çalışan bir şirket yönetimine, tam temsilin sağlandığı bir genel kurula sadece halka açık şirketlerin ihtiyacı olmadığı düşüncesinden yola çıkarak gerek denetleme ve muhasebe standartlarını, gerekse şirket internet sitesinin bir şeffaflık aracı olarak kullanılmasını kapalı anonim şirketlerle limited şirketlere de uygulanır hale getirmiştir³⁴³. Bununla birlikte Tasarı, kurumsal yönetim kurallarının halka açık şirketler³⁴⁴ yönünden belirlenmesinde, yıllık kurumsal yönetim açıklamasının esaslarının tespit edilmesinde ve şirketlerin bu ilkeler açısından derecelendirilmelerine ilişkin kriterlerin konulmasında SPK' ya tekel yetkisi vermiştir. İlgili diğer kamu kurum ve kuruluşlar, ancak SPK'nın görüşünü almak şartıyla, sadece kendi alanları için geçerli olmak üzere sınırlı kurumsal yönetim düzenlemeleri yapabileceklerdir³⁴⁵.

Tasarı'da kurumsal yönetim anlayışı çerçevesinde yer alan dikkat çekici bazı hususlar şu şekilde sıralanabilir³⁴⁶:

- Tek üyeli yönetim kurulu imkânı getirilmiştir.
- Yönetim kurulu üyelerinin en az yarısının yüksek öğrenim görmüş olması şartı konulmuştur.
- Yönetim kurulu üyesinin pay sahibi olması şartı kaldırılmıştır.
- Oyda imtiyazlı paylar en çok 15 oy hakkı ile sınırlandırılmıştır. Ayrıca bazı kararlarda oyda imtiyaz kullanılamamaktadır.
- Yönetim kurulu üyesi ile yönetim kavramları arasındaki farkı ortaya koyan sistem hükme bağlanmıştır.
- Tüzel kişilerin yönetim kurulu üyesi olabilmelerine imkân tanınmıştır.
- Yönetim kurulunda pay sahipleri grupları ile azınlığın temsil edilmesi olanakları artırılmıştır.
- Azınlık hakları listesi zenginleştirilmiştir.

³⁴³ Tekinalp, a.g.e., s. 637.

³⁴⁴ Tasarı, "halka açık şirketler" terimini bilinçli olarak kullanılmış ve böylece yetkiyi borsaya kote şirketler ile sınırlamamıştır.

³⁴⁵ Tekinalp, a.g.e., s. 639.

³⁴⁶ PricewaterhouseCoopers, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı: Geleceği Hazırlayan Bir Düzenleme**, www.pwc.com, (Erişim Tarihi: 09.02.2009).

- Sermaye şirketleri internet sitesi açmaya, böyle bir site mevcut ise bir bölümünü bilgi toplumu hizmetlerine tahsis etmeye mecbur tutulmuştur. Ayrıca bu sitenin genel kurul ve yönetim kurulu toplantılarının gerçekleştirilmesine ve on-line oy kullanımına imkân tanınması gerekir.
- Risklerin erken teşhisi komitesi kurulması zorunlu hale getirilmiştir.
- Tasarı finansal tabloların düzenlenmesinde Türkiye Muhasebe Standartları'na, denetimde de uluslararası denetleme standartlarına uyulması zorunluluğu getirmiştir.

2.4. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM DÜZEYİNİ ÖLÇMEYE YÖNELİK ÇALIŞMALAR

2.4.1. Payları İMKB'de İşlem Gören ve Ulusal 100 Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarına İlişkin Değerlendirme

Payları İMKB'de işlem gören ve Ulusal 100 Endeksine dahil olan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının ve şirketlerin pay sahiplerini etkin bir şekilde bilgilendirip bilgilendirmediklerinin tespiti amacıyla SPK tarafından, kamuya açık ve yatırımcıların kolaylıkla ulaşabilecekleri kaynaklarda (internet sitesi, özel durum açıklamaları, mali tablolar, faaliyet raporu) yer alan bilgiler kullanılarak bir çalışma yapılmıştır³⁴⁷.

Bu çalışma sonucunda şirketlerin birçoğunun açıklamalarının Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu formatında belirtilen detayda bilgiyi içermediği, raporlarda yer verilen ifadelerin oldukça standart olduğu belirlenmiştir.

2.4.2. Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri

Varış vd.'lerinin yaptığı çalışma kapsamında Türkiye'de şirket yönetim ilke ve standartlarının borsada işlem gören şirketlerde ve borsa üyesi kurumlarda uygulanma derecesini belirlemek ve bu ilkeleri uygulamanın şirket performansına etkisini

³⁴⁷ <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=461&fn=461.pdf>, (Erişim Tarihi: 29.08.2008).

incelemek amacıyla OECD'nin belirlediği ilkeler çerçevesinde hazırlanan anket formu, borsada işlem gören şirketlere ve borsa üyesi aracı kurumlara uygulanmıştır³⁴⁸. “Yöneticilerin bağımsızlığı”, “şeffaflık”, “şirket iç denetimi”, “çalışanlarla ilişkiler” ve “ortaklara eşit davranma” şeklinde 5 grupta toplanan ilkelerin uygulanma düzeyini ölçmek amacıyla oluşturulan sorulara verilen cevaplar “1” ya da “0” olmak üzere iki grupta değerlendirilmiştir. İlgili soruda kurumsal yönetim ilkesine uygun davranan şirket için “1”, aksi durumda “0” kabul edilmiştir. Bu şekilde şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulayıp uygulamadıkları belirlenmiştir.

Bir sonraki aşamada her bir grup ilke için sorulan sorulara alınan yanıtlara göre beş alt grup oluşturulmuştur:

- Kuralları %100 uygulayan - “tam uygulayanlar” (5);
- %75 ve üzerinde - “yüksek düzeyde uygulayan” (4);
- %50 ile %75 arası - “orta üstü uygulayan” (3);
- %25 ile %50 arası- “orta altı uygulayan” (2);
- %25 altında- “az uygulayan” (1).

Daha sonra bu gruplandırma baz alınarak kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma düzeyi ile şirketlerin finansal yapısı, finansal likiditesi, kâr performansları ve kâr payı dağıtımları arasındaki ilişki incelenmiştir³⁴⁹. Bu kapsamda kurumsal yönetim ilkelerini “orta üstü uygulayanların”, “orta altı uygulayanlara” göre kaldıraçtan daha fazla yararlanabildikleri ve daha yüksek kârlılık sağlayabildikleri bulgularına ulaşılmıştır.

Son aşamada ise kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma düzeyi ile getiri performansı incelenmiştir. 1997-1999 dönemi getirileri baz alındığında, kurumsal yönetim ilkelerini “orta üstü uygulayanların” ortalama getiri performansı “orta altı uygulayanlardan” belirgin bir şekilde yüksek çıkmıştır. Benzer şekilde 1998-1999 ve 1999 getirileri de incelenmiş ve burada da kurumsal yönetim uygulanma düzeyinin piyasa tarafından etkin bir şekilde değerlendirildiği sonucuna ulaşılmıştır.

³⁴⁸ Varış, M., A. Küçükçolak, O. Erdoğan ve L. Özer, “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, **İMKB Dergisi**, Yıl:5, Sayı:19, Temmuz/Ağustos/Eylül 2001.

³⁴⁹ Finansal yapı için, pasif varlıklar içinde toplam borç; likidite için cari oran, kâr performansı için net kâr marjı, brüt kâr marjı ve özsermaye kârlılığı kriter olarak kabul edilmiştir.

2.4.3. Payları İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirmesi

Aksu ve Köseadağ çalışmalarında S&P ile işbirliği yaparak S&P’un araştırma metodolojisini kullanmışlardır. Çalışmada S&P’un araştırmalarında kullandığı 98 kriter, Türkiye’deki hukuki, kurumsal, kültürel, ekonomik ortama ve SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık prensiplerine uyarlanmıştır. Daha sonra “mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkisinin ifşası”, “finansal tablolarda mali şeffaflık ve bilgilendirme” ve “genel kurul ve yönetim yapısının işleyişi ve ifşası” bölümlerinden oluşan 106 kriterlik bir set elde edilmiştir. Sonraki aşamada ise İMKB’de yer alan en büyük ve likit 52 şirketin yıllık raporları ve internet siteleri incelenerek bu kriterlerin bulunup bulunmadığı araştırılmıştır. Bir sonraki aşamada da, daha önce belirlenmiş olan üç bölüm içerisinde ve toplam kamuyu aydınlatma ve şeffaflık açısından derecelendirilip sıralanmıştır. Son aşamada ise şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları ile muhasebe ve borsa performansları arasındaki ilişki incelenmiştir³⁵⁰.

Çalışma sonucuna göre analiz kapsamındaki şirketlerin, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık derecesi oldukça düşük çıkmıştır. Belirlenen üç kategori içerisinde en düşük şeffaflık notunu “genel kurul ve yönetim yapısı ve işleyişi” almıştır. Türkiye’nin ortalama kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu 10 üzerinden 5 olarak hesaplanmıştır. Avrupa Kıtası’nın ortalama kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu ise 6’dır. Bunlara ek olarak, çok yönlü regresyon analizinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilememiş olmakla birlikte, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanları yüksek olan şirketlerin getiri ve muhasebe kârlılığı değerlerinin daha yüksek olduğu bulgusuna ulaşılmıştır³⁵¹.

³⁵⁰ Muhasebe performansı ölçmek için aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı, borsa performansı ölçmek için de İMKB-100 Endeks getirisinden arındırılmış ekstra getiri kullanılmıştır.

³⁵¹ Aksu, M., A. Köseadağ, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi”, <http://cgft.sabanciuniv.edu.tr>, Nisan 2005, (Erişim Tarihi: 21.05.2009).

2.4.4. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Düzeyinin Ölçülmesine İlişkin Bir Uygulama: İMKB-30 Endeksine Dahil Şirketlerde Kurumsal Yönetim

Gürbüz ve Ergincan tarafından hazırlanan şirketlerin kurumsal yönetim düzeyleri ile performansları arasındaki ilişkiyi sorgulayan çalışmada³⁵² ilk olarak, İMKB-30 Endeksine dahil olan şirketlerin esas sözleşmeleri SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine göre değerlendirilerek, buradan elde edilen bulgularla bir esas sözleşme endeksi oluşturulmuştur. Ayrıca şirketlerin pay sahipleri arasındaki güç ilişkilerini ve dışardan gelen yatırımcılara açıklık derecesini ölçmek üzere yine SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanma düzeyini göz önünde bulunduran bir ortaklık endeksi geliştirilmiştir. Daha sonra bu iki endeks baz alınarak kurumsal yönetim endeksi hazırlanmıştır.

Kurumsal yönetimin uygulanma düzeyinin şirketlerin finansal yapısı üzerindeki etkisini ölçebilmek için “borç/toplam sermaye”; kârlılık ile kurumsal yönetim uygulanma düzeyi arasındaki ilişkiyi ölçebilmek için ise “net kâr marjı”, “brüt kâr marjı” ve “öz sermaye kârlılığı” gibi ölçülerden yararlanılmıştır. Şirketlerin borsa performanslarını değerlendirebilmek için de 2000-2002 yılları arasında aylık bazda toplanan 3 yıllık birikimli düzeltilmiş getiri serisi kullanılmıştır.

Araştırmanın sonucunda, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin özsermaye kârlılıklarının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna ek olarak kurumsal yönetim endeksindeki 10 puanlık bir artışın birikimli düzeltilmiş getiride yaklaşık 2,5 puanlık bir artış sağladığı belirlenmiştir. Diğer bir ifade ile, kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performansları, bu ilkeleri yeteri kadar uygulamayan şirketlere göre daha yüksektir. Ayrıca araştırmada dikkat çeken diğer bir sonuç ise, yüksek halka açıklık oranına sahip şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeylerinin daha yüksek olmasıdır.

³⁵² Gürbüz ve Ergincan, a.g.e., s. 67-76.

2.4.5. Türkiye'deki Sermaye Piyasalarının İtibarı ve İyi Kurumsal Yönetim

İsveç Ticaret Merkezi ve Capital Dergisi için yürütülmüş olan çalışmada³⁵³, üç farklı grup paydaş; potansiyel yatırımcılar, fikir önderleri ve yabancı yatırım analistlerinin Türkiye'deki sermaye piyasalarının itibarı ve kurumsal yönetim hakkındaki görüşlerini belirlemesi amaçlanmıştır.

Araştırma sonuçları, kurumsal yönetim açısından değerlendirildiğinde, özellikle yüksek gelir düzeyine sahip potansiyel yatırımcıların büyük bir çoğunluğunun kurumsal yönetim anlayışı ve bilincinin yüksek olduğu ve Türkiye'nin refahı açısından önem taşıdığına inandığı tespit edilmiştir.

Sonuçlar kurumsal yönetim ve yabancı yatırım açısından değerlendirildiğinde ise, potansiyel yatırımcıların, fikir önderlerinin ve analistlerin önümüzdeki beş yıl içerisinde kurumsal yönetimin yabancı yatırımcılar için daha fazla önem kazanacağına inandıkları belirlenmiştir. Ayrıca doğrudan yatırımcılar ve kurumsal portföy yatırımcıları, portföy yatırımcıları ile karşılaştırıldığında, Türkiye'ye yatırım yapma kararı aşamasında yönetim hususlarını daha fazla ciddiye aldıkları araştırmanın önemli bulgularından bir tanesidir.

Araştırma sonuçları kurumsal yönetim ve yerli yatırım açısından değerlendirildiğinde ise, yatırım yapmayı düşünenlerin nereye veya neye yatırım yapacaklarını belirlerken en önemli kriterin yatırımın getirisi olduğu belirlenmiştir.

2.4.6. Türk Yönetim Kültürü ve Kurumsal Yönetim: Karşılaştırmalı Çalışma

Koçer vd.'ne ait çalışmada³⁵⁴ Türk yönetim kültürünün özellikleri, Türkiye'de kurumsal yönetime karşı tutum ve kurumsal yönetimin uygulanması üzerine odaklanılmıştır. Araştırmada üst düzey yönetimde yer alan Türk işadamlarının

³⁵³ Türkiye'deki Sermaye Piyasalarının İtibarı ve İyi Kurumsal Yönetim, www.tkyd.org, Aralık 2005, (Erişim Tarihi: 01.04.2009).

³⁵⁴ Koçer, B., G. Karacar, G. Övünç, M.Erginay, B. Oba, Z. Gökakın ve S. Atakan, Türk Yönetim Kültürü ve Kurumsal Yönetim: Karşılaştırmalı Sonuçlar, www.tkyd.org, 3 Aralık 2006, (Erişim Tarihi: 01.04.2009).

kurumsal yönetimi nasıl algılandığını ortaya koymak ve Türk şirketlerinin davranışlarını belirlemek amaçlanmıştır.

Bu çerçevede veriler iki farklı örneklemden toplanmıştır. Birinci örneklem Türkiye'nin değişik bölgelerindeki küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin genel müdür, ana hissedar ve yönetim kurulu üyelerinden oluşmaktadır. İkinci örneklem de ise, İMKB 30 Endeksinde yer alan şirketler yer almaktadır. Birinci öneklemden, anket araştırması yapılmış, ikinci örneklemden ise şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporları incelenmiştir.

Araştırma sonucuna göre; KOBİ'lerde yasal, kültürel ve kurumsal ortamın yeterli olmamasından dolayı, Türkiye'de kurumsal yönetim uygulaması için çok erken olduğu, en önemli paydaşın tedarikçiler olduğu görüşüne ulaşılmıştır. İMKB 30 Endeksinde yer alan şirketlerde ise en önemli paydaşlar hissedarlar ve çalışanlar olarak görülmektedir. Ayrıca KOBİ'lerin, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kurallarını uygulamanın rekabet dezavantajına ve çıkar çatışmasına yol açacağını düşündükleri tespit edilmiştir. İMKB 30 şirketlerinin ise kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusunda sınırlı uyum sağladıkları ve bu konuda da sınırlı açıklama yaptıkları belirlenmiştir. Ana sermayedarların yönetim kuruluna atfettiği sorumluluklar kapsamında en çok “risk politikalarının belirlenmesi” ve “muhasabe verilerinin kontrol edilmesi” öne çıkarken, en az “danışma ve yöneticilere liderlik edilmesi” ni onaylamışlardır. İMKB 30 şirketlerinde yönetim kurulunun sorumlulukları arasında ise şirketin vizyonunun ve misyonunun belirlenmesi yer almaktadır.

2.4.7. İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma

İMKB-100 Endeksine dahil olan şirketlerin kurumsal yönetim anlayışı kapsamında iç denetimin rolünü ortaya koymak ve bu anlayışa etki eden iç denetim uygulamalarının ilgili olduğu unsurları belirlemek amacıyla Abdioğlu tarafından

hazırlanan çalışmada³⁵⁵, Avrupa İç Denetim Enstitüleri Konfederasyonu'nca (ECIIA) Şubat 2005 tarihinde yayımlanmış olan “Avrupa’da İç Denetim” başlıklı raporundan faydalanılarak bir anket formu oluşturulmuştur. Daha sonra oluşturulan anket formu İMKB’de 01.01.2007-31.03.2007 tarihleri arasında işlem gören şirketlere uygulanmıştır.

Araştırma sonucunda, kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerde hayata geçirilmesinde ve bu uygulamaların devamlılığının sağlanmasında iç denetim faaliyetlerinin, önemli bir rol oynadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Elde edilen bu bulgu, şirketlerde iç denetim faaliyetlerinin, kurumsal yönetim ve risk yönetimi gibi konularda güvence sağlama ve yönetim hataları gibi sorunların önlenmesinde yönetim kurullarına yardımcı olma gibi fonksiyonları yerine getirdiği, diğer taraftan hem yönetim kurulu hem de üst yönetim için bağımsız kontrol ve denge aracı olduğunun bir göstergesi olarak değerlendirilmiştir. Çalışmada daha genel bir ifade ile iç denetim, şirketlerde kurumsal yönetim anlayışı ve uygulamalarının oluşması, değerinin artırılması ve kalitesinin sürdürülebilmesi için, sistemin bütünleyici bir parçası olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2.4.8. Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri

Ertuna ve Tükel’in çalışmasında³⁵⁶ Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulamaya geçmesinden sonra İMKB şirketlerinin kamuyu aydınlatma düzeylerinin saptanması ile şirketler arası kamuyu aydınlatma performans farklılıklarının açıklanması amaçlanmıştır.

Bu kapsamda şirketlerin kamuyu aydınlatma performanslarını etkileyen unsurları incelemek amacı ile öncelikle İMKB-50 şirketlerinin kamuyu aydınlatma düzeyleri ölçülmüştür. Bu amaçla, Kurumsal Yönetim İlkelerinde ve Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarında yer alan maddeler esas alınarak Kamuyu Aydınlatma Endeksi oluşturulmuştur. Kurumsal Yönetim İlkelerinin bazıları zorunlu, bazıları

³⁵⁵ Abdioğlu, H., “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt:10, Sayı:4, Aralık 2008, s. 185-208.

³⁵⁶ Ertuna, B., A. Tükel, “Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri”, **İMKB Dergisi**, Yıl:10, Sayı:40, Eylül 2008.

gönüllü açıklamaları içerdiği için şirketlerin kamuyu aydınlatma performansı zorunlu Kamuyu Aydınlatma Endeksi ve Gönüllü Kamuyu Aydınlatma Endeksi değerlerine göre belirlenmiştir. Daha sonra şirketlerin performans farklılıklarını açıklayan unsurlar olarak kabul edilen kurumsal yönetim ve ortaklık yapısına ilişkin özellikleri ile Kamuyu Aydınlatma Endeks sonuçları arasındaki ilişki analiz edilmiştir.

Araştırma sonucunda kamuyu aydınlatma düzeyinin daha yüksek halka açıklık oranına sahip ya da daha büyük şirketlerden ziyade, yabancı portföy yatırımının daha fazla olduğu şirketlerde yüksek olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Buna ek olarak, kurumsal yönetim komitesinin gönüllü kamuyu aydınlatma üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

2.4.9. Türk Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Bankaların Finansal Performansı Üzerine Etkilerinin Ölçülmesi

Yörük, Coşkun ve Erdem'in bankacılık sektöründeki kurumsal yönetim uygulamaları ile bankaların finansal performansları arasında ilişkiyi incelendiği çalışmalarında³⁵⁷, bankaların SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerini yayımladığı 2003 yılı sonrasındaki performanslarında, 2002 yılı performanslarına oranla herhangi bir değişimin olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla İMKB'de işlem gören 12 adet bankanın 01.12.2002 ve 01.12.2004 tarihli finansal tablolardan elde edilen veriler dahilinde analizler yapılmış, hisse senetleri getirileri ile mali tablolara dayanan kriterler birlikte kullanılmıştır.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgulara göre, 2003 yılı kurumsal yönetim açısından baz yıl olarak alındığında, bankalara ait kârlılık, verimlilik, özsermaye kazanma gücü ve kaldıraç oranı gibi değişkenlerin, pazar katma değerlerini açıklama gücü 2004 yılında artmıştır. Buradan hareketle kurumsal yönetim anlayışının bu değişkenler ile pazar değeri arasındaki bağı güçlendirdiği sonucuna ulaşılmıştır.

³⁵⁷ Yörük, N., M. Coşkun ve M. S. Erdem, "Türk Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Bankaların Finansal Performansı Üzerine Etkilerinin Ölçülmesi", **4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi**, Cilt I, TOBB ETÜ, Ankara, 13-14 Mayıs 2005, s. 172-186.

2.4.10. İMKB’de İşlem Gören Bankaların Kamuya Açıklama Yoğunlukları ve Yönetişim Özellikleri 2008

Ararat ve Çetin’in çalışmasında³⁵⁸ İMKB’de işlem gören bankaların kamuya açıklama yoğunlukları, halka açık diğer şirketler ve uluslararası referans grupta yer alan bankalarla³⁵⁹ karşılaştırılarak, kamuya açıklama yoğunluğunu etkileyen faktörlerin belirlenmesi amaçlanmıştır. Ayrıca bankaların kurumsal yönetim özellikleri Avrupa’nın piyasa değeri en yüksek 25 bankası ile karşılaştırılarak farklılıklar belirlenmiş ve bu farklılıklara yol açan etmenler araştırılmıştır. Çalışmada kamuya açıklama yoğunluğunun ölçümü için S&P tarafından geliştirilen yöntem izlenmiştir.

Çalışmada Türkiye bankalarının uluslararası referans gruptaki bankalara göre daha mat, ancak İMKB 100 endeksinde yer alan tüm şirketlerin ortalamasına göre daha saydam olduğu, saydamlıktaki ilerlemenin kriz sonrası bankacılık düzenlemeleri ve 2005 yılında UFRS’nin yürürlüğe girmesi ile hızlandığı gözlemlenmiştir.

Diğer taraftan Türkiye bankalarının, özellikle yönetim kurullarının seçimi, rolü ve ödüllendirilmesi konularında ketum kaldığı, küresel piyasalarda gözlenen yönetim kurullarının bağımsızlığı konusundaki eğilimlere itibar etmemesi gibi hususlarda Avrupa bankalarından farklı olduğu belirlenmiştir.

³⁵⁸ Ararat, M., A.T. Çetin, “İMKB’de İşlem Gören Bankaların Kamuya Açıklama Yoğunlukları ve Yönetişim Özellikleri 2008”, <http://cgft.sabanciuniv.edu/tr>, (Erişim Tarihi: 21.05.2009).

³⁵⁹ Uluslararası referans grupta yer alan bankaların listesi, Ararat ve Çetin’in çalışmalarının ekler bölümünde yer almaktadır.

3. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE UYUM DÜZEYİNİN ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: İMKB 100 ÖRNEĞİ

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmada, İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketlerin, SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyleri ile finansal performansları arasında ilişki olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu çalışmanın kapsamı İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketlerden oluşmakta ve böylece Türk sermaye piyasalarının kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeylerine ilişkin bir gösterge olabilmesi amaçlanmaktadır.

Bu amaç doğrultusunda çalışmada öncelikle İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketler için SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri baz alınarak kurumsal yönetim derecelendirmesi yapılmış ve finansal performans göstergesi olarak kullanılmak amacıyla şirketlerin mali oranları hesaplanmıştır. Daha sonra hiyerarşik regresyon yöntemi kullanılarak İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile finansal performansları arasında ilişki araştırılmıştır.

3.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ

Araştırmanın kapsamını 01 Temmuz 2008 - 30 Eylül 2008 tarihleri arasında İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketler oluşturmaktadır³⁶⁰. Araştırmaya dahil edilen şirketlerin listesi, İMKB'nin resmi web sitesinden (<http://www.imkb.gov.tr>) elde edilmiştir. İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketlerin sektörlere göre dağılımı incelendiğinde; bunların 44 tanesinin sınai endeksinde, 16 tanesinin hizmetler endeksinde, 38 tanesinin mali endekste ve 2 tanesinin de teknoloji endeksinde yer aldığı görülmektedir. Araştırmada kullanılan finansal performansa ilişkin veriler ise FİNNET Elektronik Yayıncılık Data İletişim San. Tic. Ltd. Şti. (<http://www.finnet.com.tr>) ile İMKB'nin web sitelerinden ve Matriks Bilgi Dağıtım Hizmetleri A.Ş.'den temin edilmiştir.

³⁶⁰ Bkz. Ek-3.

3.3. ARAŞTIRMADA KULLANILAN DEĞİŞKENLER

Bu çalışmada bağımlı değişken olarak alınan finansal performansa ilişkin göstergeler, muhasebe ve piyasa performansı olmak üzere iki başlık altında incelenmiştir. Muhasebe performansına ilişkin değişkenler, İMKB 100 Endeksinde yer alan şirketlerin 01.01.2008-31.12.2008 faaliyet dönemine ilişkin bilanço ve gelir tablolarından hesaplanmıştır. Muhasebe performansını ölçmek amacıyla aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı oranları kullanılmıştır. Aktif kârlılığı, net kârı toplam aktife oranlayarak, özsermaye kârlılığı ise net kârı şirketin özsermayesine oranlayarak hesaplanmıştır. Şirketlerin piyasa performansını ölçmek amacıyla yine aynı döneme ait veriler kullanılarak Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı, Fiyat/Kazanç (F/K) oranı, Tobin Q'su ve hisse senedi getirileri hesaplanmıştır. PD/DD oranı, şirketin piyasa değerinin defter değerine oranlanmasıyla, F/K oranı şirketin hisse senedi fiyatlarının hisse başına kâra oranlanmasıyla elde edilmiştir. Şirketin piyasa performansına ilişkin göstergelerden bir diğeri olan Tobin Q oranı ise, şirketin piyasa değerinin aktif toplamına oranlanması suretiyle hesaplanmıştır. Bağımlı değişken olarak kullanılan bir diğer piyasa performansı göstergesi de getiridir. Getiri hesaplanırken 01.01.2008 - 31.12.2008 döneminde İMKB 100 Endeksindeki şirketlerin hisse senetlerinin günlük kapanış fiyatları baz alınmış ve $R = \ln(P_t / P_{t-1})$ formülü kullanılmıştır. Tablo 3.1.'de araştırma kapsamında kullanılan değişkenler, hesaplanış şekilleri ve sembolleri yer almaktadır.

Bağımsız değişkenler kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, borsada işlem görme süresi ve kaldıraç oranıdır. Kurumsal yönetim derecelendirme notunun hesaplanış yöntemine ilişkin bilgi, bir sonraki başlık altında ayrıntılı bir biçimde verilmektedir. Firma büyüklüğü toplam aktiflerinin, işlem görme süresi İMKB'de işlem gördükleri sürenin logaritması alınarak hesaplanmıştır. Kaldıraç oranı ise toplam borç/toplam aktif formülü ile hesaplanmıştır.

Araştırmada kontrol değişkeni olarak borç/özsermaye oranı ve beta katsayısı kullanılmıştır. Ayrıca şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörlerin finansal performansa etkilerinin olup olmadığını ölçmek için de dört tane kukla değişken alınmıştır.

Tablo 3.1: Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Değişkenler		Hesaplanış Şekli	Sembolü
Bağımlı Değişkenler	Aktif Kârlılığı	Net Kâr / Toplam Aktif	AK
	Özsermaye Kârlılığı	Net Kâr / Özsermaye	ÖK
	Tobin Q Oranı	Piyasa Değeri / Toplam Aktif	Tobin Q
	Piyasa Değeri / Defter Değeri	Piyasa Değeri / Defter Değeri	PD/DD
	Fiyat / Kazanç Oranı	Hisse Senedi Fiyatı / Hisse Başı Kâr	F/K
	Hisse Senedi Getirisi	$R = \ln(P_t / P_{t-1})$	G
Bağımsız Değişkenler	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu	KYİ'ne Uyum Düzeyine Göre Hesaplandı	KYDN
	Firma Büyüklüğü	$\ln(\text{Toplam Aktif})$	FB
	İşlem Görme Süresi	$\ln(\text{İşlem Görme Süresi})$	İGS
	Kaldıraç Oranı	Toplam Borç / Toplam Aktif	B/A
Kontrol Değişkenleri	Beta	$\beta = \frac{\text{Cov}(i, m)}{\text{Var}(m)}$	Beta
	Borç / Özsermaye	Toplam Borç / Özsermaye	B/Ö
Kukla Değişkenler	Kukla Değişken 1	Sanayi	KDS
	Kukla Değişken 2	Mali	KDM
	Kukla Değişken 3	Hizmetler	KDH
	Kukla Değişken 4	Teknoloji	KDT

3.4. ARAŞTIRMA KAPSAMINDA İMKB ULUSAL 100 ENDEKSİNE DAHİL ŞİRKETLERİN KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ

Çalışma kapsamında, İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketlerin, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeylerini ölçmek amacıyla SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine benzer şekilde pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ayrı başlık belirlenmiştir. Daha sonra bu ilkeler çerçevesinde pay sahipleri için 20, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık için 13 (buna ek olarak 25 alt kriter), menfaat sahipleri için 13 ve yönetim kurulu için 15 olmak üzere alt kriterler dahil toplam 86 adet kriter³⁶¹ belirlenmiştir.

Belirlenen kriterlere uyup uyulmadığını tespit etmek amacıyla, şirketlere ait 2007 yılı kurumsal yönetim uyum raporları, yıllık faaliyet raporları, esas sözleşmeleri ve diğer dokümanları incelenmiştir. Verilere şirketlerin internet sitelerinden ulaşılmıştır.

Belirlenen her bir kritere ilişkin şirket tarafından yapılan açıklamalar incelenmiş, kurumsal yönetim ilkelerine uyum gösterdiği sonucuna varılmışsa “1”, aksi takdirde “0” verilmiştir. Ayrıca ilgili kritere ilişkin herhangi bir açıklamanın yapılmadığı durumlarda da “0” verilmiştir. Her bir bölüm için belirlenen kriterleri tam olarak uygulayan bir şirketin alabileceği maksimum not 10 üzerinden hesaplanmıştır. Daha sonra her bir şirketin bu dört bölümden aldığı notların ortalaması hesaplanarak kurumsal yönetim derecelendirme notları elde edilmiştir.

Araştırma kapsamında bazı şirketlerin bilgilerine ya hiç ulaşamamış ya da kısmen ulaşılabilmiştir. Kurumsal yönetimin gerek kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi (KYİ, Bölüm II, md.1.11.5), gerekse “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibinin bir sonucu olarak, tüm şirketlerin SPK Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayıp uygulamadıklarına ilişkin bilgileri kamuoyu ile paylaşmış olması gerektiğinden, bilgilerine ulaşamayan şirketler araştırma kapsamından çıkarılmamış ve doğal olarak bu durum ilgili şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun düşmesine neden olmuştur.

³⁶¹Bkz. Ek-4.

Bir şirketin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyinin yeterli sayılabilmesi (İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alabilmesi) için derecelendirme notunun 6 ve üzerinde olması gereklidir. Şirketin derecelendirme notu 0,00-3,99 aralığında ise kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi “kötü”; 4,00-5,99 aralığında ise “yetersiz”; 6,00-6,99 aralığında ise “yeterli”; 7,00-8,99 aralığında ise “iyi”; ve 9,00-10,00 aralığında ise “çok iyi” şeklinde sınıflandırılmıştır. Tablo 3.2.’de bu not aralıklarının hangi anlama geldiği daha ayrıntılı bir şekilde açıklanmaktadır.

Tablo 3.2 : Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları ve Anlamları

Not	Anlamı	
9 - 10	Çok İyi	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya koymuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuştur. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları en adil şekilde gözetilmektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir. Yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Şirketin yönetimine ilişkin hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır.
7 - 8	İyi	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemleri uygulamaya koymuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim risklerinin birçoğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil bir şekilde gözetilmektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir. Yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de, bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir.
6 - 7	Yeterli	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış, gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya koymuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları oluşturulmuş olmakla birlikte iyileştirmelere gerek vardır. Kurumsal yönetim risklerinin bir kısmı tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir.
4 - 5	Yetersiz	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne asgari derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, asgari derecede oluşturulmuş, ancak tam ve etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskleri tamamen tespit edilmemiştir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir.
<4	Kötü	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcut olup, bu riskler aktif bir şekilde yönetilmemektedir. Şirket kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı değildir. Pay sahipleri, menfaat sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaafılar vardır. Yatırımcı güveni zedelenabilir ve maddi zararlar oluşabilir.

Kaynak: <http://www.saharating.com>, (Erişim Tarihi: 13.04.2009).

Araştırma kapsamında kurumsal yönetim derecelendirme notları değerlendirildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi sonuçlarına göre İMKB Ulusal 100 Endeksi kapsamındaki şirketlerin sektörlere göre dağılımı Tablo 3.3'te yer almaktadır. Buna göre İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketlerin hiçbiri “çok iyi” (9 ve üzerinde) derecelendirme notu alamamıştır.

Tablo 3.3: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Sektörlere Göre Dağılımı

Derecelendirme Aralığı		XUMAL	XUSIN	XUHIZ	XUTEK	Toplam
9,00-10,00	Çok İyi	0	0	0	0	0
7,00-8,99	İyi	19	7	2	0	28
6,00-6,99	Yeterli	9	17	3	1	30
4,00-5,99	Yetersiz	9	18	7	1	35
0,00-3,99	Kötü	1	2	4	0	7

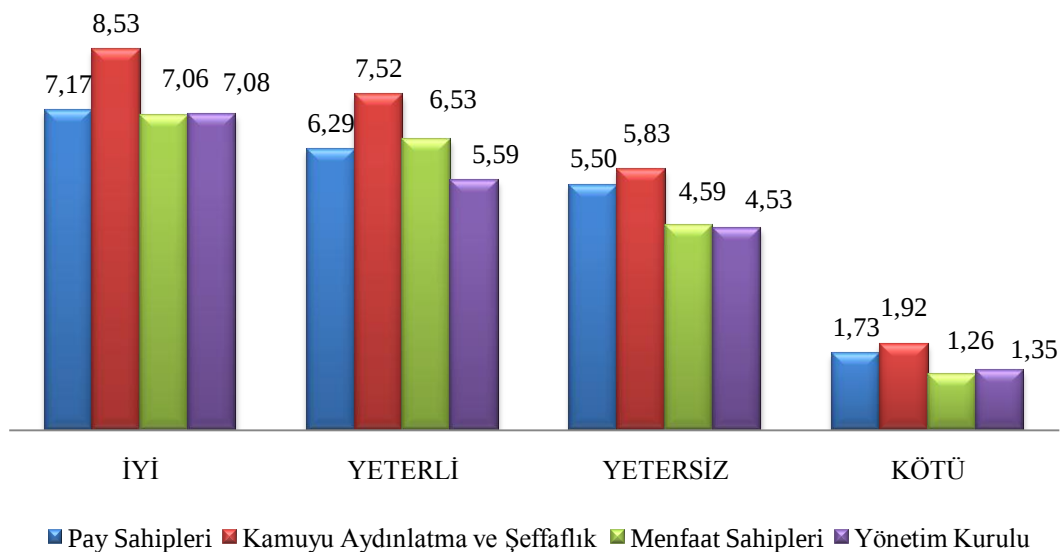
“İyi” düzeyde kurumsal yönetim derecelendirme notu alan 28 tane şirket bulunmaktadır. Bunların 19 tanesi mali sektörde, 7 tanesi sınai sektöründe, 2 tanesi de hizmetler sektöründe faaliyet göstermektedir. Teknoloji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerden hiçbiri “iyi” düzeyde kurumsal yönetim derecelendirme notu alamamıştır.

İMKB Ulusal 100 Endeksine dahil olan şirketlerden 30 tanesi “yeterli” düzeyde kurumsal yönetim derecelendirme notu almıştır. Bunların 9 tanesi mali sektörde, 17 tanesi sınai sektöründe, 3 tanesi hizmetler sektöründe ve 1 tanesi de teknoloji sektöründe faaliyet göstermektedir.

İMKB Ulusal 100 Endeksinde yer alan şirketlerden 35 tanesi ise “yetersiz” kurumsal yönetim notuna sahiptir. Bunların sektörlere göre dağılımına bakıldığında 9 tanesinin mali sektörde, 18 tanesinin sınai sektöründe, 7 tanesinin hizmetler sektöründe ve 1 tanesinin de teknoloji sektöründe faaliyet gösterdiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Son olarak, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinden “kötü” not alan 7 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin ise 1 tanesi mali sektörde, 2 tanesi sınai sektöründe ve 4 tanesi de hizmetler sektöründe yer almaktadır. Teknoloji sektöründe faaliyet gösterip de kötü not alan şirket bulunmamaktadır.

Grafik 3.1: Ortalama Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Kriterlere Göre Dağılımı



Grafik 3.1 kurumsal yönetim derecelendirme notlarının kriterlere göre dağılımını göstermektedir. Buna göre kurumsal yönetim düzeyi “iyi” olan şirketler; ortalama olarak pay sahipleri kriterinden 7,17, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterinden 8,53, menfaat sahipleri kriterinden 7,06 ve yönetim kurulu kriterinden 7,08 puan almışlardır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi sonucunda “yeterli” düzeyde bulunan şirketler; ortalama olarak pay sahipleri kriterinden 6,29, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterinden 7,52, menfaat sahipleri kriterinden 6,53 ve yönetim kurulu kriterinden 5,59 puan almışlardır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi sonucuna göre kurumsal yönetim “yetersiz” olan şirketler; ortalama olarak pay sahipleri kriterinden 5,50, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterinden 5,83, menfaat sahipleri kriterinden 4,59 ve yönetim kurulu kriterinden 4,53 puan almışlardır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi sonucunda “kötü” düzeyde bulunan şirketler; ortalama olarak pay sahipleri kriterinden 1,73, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterinden 1,92, menfaat sahipleri kriterinden 1,26 ve yönetim kurulu kriterinden 1,35 puan almışlardır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının dağılımına bakıldığında, şirketlerin özellikle kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterinden daha yüksek not aldıkları göze çarpmaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterinden düşük kurumsal yönetim derecelendirme notu alan şirketlerin, diğer bölümlerdeki kurumsal yönetim derecelendirme notları da düşük çıkmaktadır. Analiz sonucunda bir başka dikkat çekici unsur da, şirketlerin genel olarak menfaat sahipleri ve yönetim kurulu kriterlerinde diğer bölümlere göre daha düşük not almalarıdır.

Bu iki bulgu birlikte değerlendirildiğinde; şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kapsamında gerekli belgeleri kamuoyu ile paylaştıkları, ancak henüz tam manası ile kurumsal yönetim anlayışını hayata geçiremedikleri söylenebilir. Sonuç olarak bilgilerin kamuya açıklanması bakımından şirketlerin kurumsal yönetim notlarının yüksek olduğu, ancak bilgilerin içeriği incelendiğinde kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyinin düşük olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

3.5. ANALİZ YÖNTEMİ

Araştırma kapsamında SPSS paket programı kullanılarak hiyerarşik regresyon analizi uygulanmıştır. Regresyon analizi, bağımlı değişken ile bir veya daha çok bağımsız değişken arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla kullanılan bir analiz yöntemidir. Bir tek bağımsız değişkenin kullanıldığı regresyon analizi tek değişkenli, birden fazla bağımsız değişkenin kullanıldığı regresyon analizi de çok değişkenli regresyon analizi olarak adlandırılır.

Tek değişkenli regresyon analizi ile bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ilişkiyi temsil eden bir doğrunun denklemi ifade edilir. Bir adet bağımlı değişken ve birden fazla bağımsız değişkenin bulunduğu regresyon modeli ise çok değişkenli regresyon modeli olarak bilinir. Bu regresyon modelleri aşağıdaki şekilde formüle edilir.

Basit Doğrusal Regresyon Modeli: $y = \beta_0 + \beta_1 x + \mathcal{E}$

Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli: $y = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_n x_n + \mathcal{E}$

y : Bağımlı değişken

β_i : Bağımsız değişken

x_i : Tahmin edilecek parametreler

$\mathcal{E}$: Hata terimi

Yukarıdaki formülasyonlarda γ bağımlı değişkeni, β_i bağımsız değişkeni, x_i tahmin edilecek parametreleri ve $\mathcal{E}$ hata terimini temsil etmektedir. Hata terimi modele dahil edilmeyen değişkenlerin ve model spesifikasyonunda yapılan hataların etkisini yansıtır.

Çoklu regresyon modelinde H_0 hipotezi tüm regresyon katsayılarının sıfıra eşit olduğu şeklinde kurulurken, H_1 hipotezi en az bir β_i 'nin sıfırdan farklı olduğu şeklinde kurulur. Parametrelerin tek tek istatistiksel olarak anlamlılığı için t testi, modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını test etmek için F testine bakılır. Belirlilik katsayısı (R^2) ise bağımlı değişkenin yüzde kaçının modele dahil edilen bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını gösterir.

Hiyerarşik regresyon modeli ise çok değişkenli regresyon analizinin özel bir şeklidir. Bu analiz türünde tüm değişkenlerin analize bir kerede girilmesi yerine, değişkenler gruplanarak belli bir sıra dâhilinde modele dahil edilir. Bu şekilde her bir değişken grubunun modele katkısı ölçülür.

3.6. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Araştırmanın hipotezleri aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

H_1 : Kurumsal yönetim düzeyi ile aktif kârlılığı arasında ilişki vardır.

H_2 : Kurumsal yönetim düzeyi ile özsermaye kârlılığı arasında ilişki vardır.

H_3 : Kurumsal yönetim düzeyi ile Fiyat/Kazanç oranı (F/K) arasında ilişki vardır.

H_4 : Kurumsal yönetim düzeyi ile Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) arasında ilişki vardır.

H_5 : Kurumsal yönetim düzeyi ile Tobin Q oranı arasında ilişki vardır.

H_6 : Kurumsal yönetim düzeyi ile hisse senedi getirisi (G) arasında ilişki vardır.

3.7. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Araştırmanın bulguları muhasebe ve piyasa performansına ilişkin bulgular çerçevesinde değerlendirilmiştir.

3.7.1. Muhasebe Performansına İlişkin Bulgular

Analizin bu bölümünde şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile muhasebe performansının göstergesi niteliğindeki aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir.

3.7.1.1. Kurumsal Yönetim ve Aktif Kârlılık İlişkisi

Aktif kârlılığı, şirket varlıklarının kâr elde etmek için şirket yönetimi tarafından ne ölçüde etkin kullanıldığının bir göstergesidir. Net kâr/toplam aktif formülü ile hesaplanan bu oranın yüksek olması istenir. Ancak bu oran değerlendirilirken aktiflere yapılan yatırımın finansmanında ne kadar öz kaynak ya da ne kadar yabancı kaynak kullanıldığı da göz önünde bulundurulmalıdır. Çünkü aktif kârlılığı hem özsermaye hem de yabancı kaynağın birlikte kullanımı sonucunda elde edilen kârlılığı temsil eder. Bu nedenle borç/toplam aktif oranı ile birlikte değerlendirilmesi uygun olacaktır.

Borç/toplam aktif oranının yüksek olması pay sahiplerinin az bir sermaye ile daha geniş kaynakların kullanımına egemen oldukları anlamına gelir. Ayrıca borç/toplam aktif oranının yüksek olduğu şirketler, şirketin faaliyetleri sonucunda elde ettiği kâr oranının yabancı kaynakların maliyetinden yüksek olduğu durumlarda da finansal kaldıracın olumlu etkisinden yararlanma olanağı elde ederler.

Bu çerçevede kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyinin aktif kârlılığa etkisi çoklu hiyerarşik regresyon analizi yöntemi kullanılarak sınanmıştır. Analizin ilk adımında araştırmanın kukla değişkeni durumundaki sektörler, ikinci adımında kontrol değişkenleri (beta, borç/özsermaye oranı), üçüncü adımında belirleyici durumundaki bağımsız değişkenler (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı), dördüncü adımda ise kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma büyüklüğü, borsada işlem görme süresi ve toplam borç/toplam aktifler oranı arasındaki etkileşim puanları dahil edilmiştir. Böylece dört aşamadan oluşan bir analiz gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3.4: Kurumsal Yönetim ve Aktif Kârlılık Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları

Mode l		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
1	Regresyon	0,018	3	0,006	0,512	0,675 ^a
	Fark	1,102	95	0,012		
	Toplam	1,120	98			
2	Regresyon	0,067	5	0,013	1,188	0,321 ^b
	Fark	1,053	93	0,011		
	Toplam	1,120	98			
3	Regresyon	0,321	9	0,036	3,977	0,000 ^c
	Fark	0,799	89	0,009		
	Toplam	1,120	98			
4	Regresyon	0,425	12	0,035	4,385	0,000 ^d
	Fark	0,695	86	0,008		
	Toplam	1,120	98			

a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)

b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye

c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü

d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

e. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

Tablo 3.4’teki analiz sonuçlarından modele ilk adımda dahil edilen kukla değişkenler ile aktif kârlılık arasındaki ilişki anlamlı değildir. Buna göre firma kârlılığı sektörden bağımsızdır. Denkleme kontrol değişkenlerinin dahil edilmesi sonrasında da ilişkinin anlamlı olmadığı gözlenmiştir. Bu bulgu kontrol değişkenlerinin (beta ve borç/özsermaye oranının) aktif kârlılık üzerinde etkisinin bulunmadığını göstermektedir. Dolayısıyla aktif kârlılık üzerindeki değişimin sadece bağımsız değişkenler ile bunlar arasındaki etkileşimin bir sonucu olduğu söylenebilir.

Buna paralel olarak bağımsız değişkenlerin (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı) modele dahil edilmesi ile birlikte ilişki $p < 0.01$ düzeyinde anlamlılık kazanmıştır.

Dördüncü adımdaki kurumsal yönetim derecelendirme notu ile diğer bağımsız değişkenler arasındaki etkileşim sonucunda elde edilen değişkenlerin modele dahil

edilmesi F katsayısının 3.977'den, 4.385'e çıkmasını sağlamıştır. Bu bulgu etkileşim değişkenlerinin modele katkı sağladığını göstermektedir. Bununla birlikte, her bir değişken grubunun aktif kârlılık üzerindeki görece etkisini belirlemek için model özeti tablosunun incelenmesi gerekmektedir.

Tablo 3.5: Kurumsal Yönetim ve Aktif Kârlılık Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	Değişim İstatistikleri		
					R ² Değişimi	F Değişimi	F Değişiminin Anlamlılık Düzeyi
1	0,126 ^a	0,016	-0,015	0,1077	0,016	0,512	0,675
2	0,245 ^b	0,060	0,009	0,1064	0,044	2,182	0,119
3	0,536 ^c	0,287	0,215	0,094	0,227	7,077	0,000
4	0,616 ^d	0,380	0,293	0,089	0,093	4,286	0,007

f. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)

g. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye

h. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye, İMKB'de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü

i. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye, İMKB'de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

Tablo 3.5'teki değerler araştırma kapsamında incelenen değişkenlerin aktif kârlılığını % 38 oranında ($R^2 = .380$) belirlediğini göstermektedir. Ayrıca anlamlılık sütunundaki değerlerden kukla değişkenler ($\Delta P = .675$) ile kontrol değişkenlerinin ($\Delta P = .193$) modele katkı sağlamadığı anlaşılmaktadır. Bunun yanında bağımsız değişkenler ile aktif kârlılık ($\Delta P = .000$), etkileşim değişkenleri ve aktif kârlılık ($\Delta P = .007$) arasındaki ilişkiler ise istatistiksel olarak anlamlıdır. Bağımsız değişkenler aktif kârlılığı % 22 ($R^2 = .227$) oranında etkilerken, etkileşim değişkenlerinin aktif kârlılık üzerindeki etkisi % 9'dur ($R^2 = .093$).

Bunun yanında her bir değişkenin aktif kârlılık ile olan ilişkisini ayrı ayrı değerlendirebilmek için katsayı tablosunun incelenmesi gerekmektedir. Tablo 3.6'daki katsayılar aktif kârlılık ile kukla değişkenlerin her üçü arasındaki ilişkinin de anlamlı olmadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle bu bulgu aktif kârlılık düzeyinin sektörden bağımsız olduğu anlamına gelmektedir.

Ayrıca kontrol değişkeni durumundaki beta katsayısı ile aktif kârlılık arasındaki ilişki de anlamlı değildir. Bununla birlikte borç/özsermaye oranı ile aktif kârlılık arasında ($p = .01$; $p \leq .01$) istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Bağımsız değişkenlerden kurumsal yönetim notu, firma büyüklüğü ve borç/toplam aktif oranının aktif kârlılığa etkisi istatistiksel olarak anlamlı iken, İMKB’de işlem görme süresi ile aktif kârlılık arasındaki ilişki anlamlı değildir.

Buna paralel olarak kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile firma büyüklüğü ve borç/toplam aktif oranını arasındaki etkileşim modele katkı sağlarken, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile İMKB’de işlem görme süresi arasındaki etkileşimin aktif kârlılığını etkilemediği belirlenmiştir.

Bu bulgular ışığında araştırmanın birinci hipotezinin

$H_1 = \text{Kurumsal yönetim düzeyi ile aktif kârlılık arasında ilişki vardır.}$

araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri arttıkça, aktif kârlılıkları da buna paralel olarak artış göstermektedir.

Borç/toplam aktif ile aktif kârlılık arasındaki ilişki ise anlamlı fakat negatiftir. Diğer bir ifade ile borç/toplam aktif yükseldikçe, aktif kârlılıkta düşüş yaşanmaktadır. Ayrıca kurumsal yönetim düzeyi ve firma büyüklüğü arasındaki etkileşim ile aktif kârlılık arasındaki ilişkinin anlamlı olması, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyinin büyük firmaların aktif kârlılığına küçük firmalara oranla daha fazla katkı sağladığını ortaya koymaktadır.

Benzer şekilde kurumsal yönetim düzeyi ve borç/toplam aktif ile aktif kârlılık arasındaki ilişkinin anlamlı bulunması borç/toplam aktif değişkeninin, aktif kârlılık üzerindeki etkisinin firma büyüklüğüne bağlı olduğunu göstermektedir. Dikkat edilirse, borç/toplam aktif yalnız başına aktif kârlılığını olumsuz etkilerken, bu etki kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile birlikte pozitif dönüşmüştür.

Buradan hareketle şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi arttıkça aktif kârlılıklarının arttığı, diğer bir ifade ile şirketin varlıklarının etkin bir şekilde yönetildiği sonucuna ulaşılabilir. Ayrıca bu durum şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeylerinin düşük olmasına bağlı olarak kredibilitésinin

düşmesi ve buna bağlı olarak da yabancı kaynak maliyetinin özsermaye maliyetinin üzerinde gerçekleşmesinin bir sonucu olabilir.

Tablo 3.6: Kurumsal Yönetim ve Aktif Kârlılık Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar

Model		Standart Olmayan Katsayılar		Standart Katsayılar	t	Anlamlılık
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Sabit)	0,035	0,016		2,170	0,032
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,022	0,024	-0,101	-0,925	0,357
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,035	0,032	-0,118	-1,089	0,279
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,019	0,078	-0,025	-0,247	0,805
2	(Sabit)	0,047	0,017		2,735	0,007
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,012	0,024	-0,055	-0,501	0,618
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,041	0,032	-0,138	-1,282	0,203
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,019	0,077	-0,025	-0,250	0,804
	Beta	0,001	0,013	0,007	0,074	0,941
	Borç / Özsermaye	-0,005	0,002	-0,218	-2,088	0,040
3	(Sabit)	-0,363	0,161		-2,258	0,026
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,018	0,024	-0,083	-0,751	0,455
	Kukla Değişken (Sektör)	0,004	0,031	0,014	0,134	0,894
	Kukla Değişken (Sektör)	0,035	0,070	0,046	0,500	0,618
	Beta	-0,017	0,013	-0,137	-1,311	0,193
	Borç / Özsermaye	0,002	0,003	0,083	0,729	0,468
	Kurumsal Yönetim Notu	0,015	0,008	0,216	1,880	0,063
	Firma Büyüklüğü	0,047	0,019	0,333	2,456	0,016
	İMKB Süre	-0,003	0,037	-0,007	-0,075	0,941
	Borç / Toplam Aktif	-0,241	0,050	-0,586	-4,775	0,000
4	(Sabit)	-2,051	0,737		-2,783	0,007
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,020	0,023	-0,090	-0,839	0,404
	Kukla Değişken (Sektör)	0,014	0,031	0,047	0,449	0,655
	Kukla Değişken (Sektör)	0,024	0,067	0,032	0,366	0,716
	Beta	-0,002	0,013	-0,014	-0,135	0,893
	Borç / Özsermaye	0,008	0,003	0,349	2,642	0,010
	Kurumsal Yönetim Notu	0,312	0,122	4,590	2,559	0,012
	Firma Büyüklüğü	0,286	0,083	1,999	3,443	0,001
	İMKB’de İşlem Süresi	-0,075	0,167	-0,192	-0,451	0,653
	Borç / Toplam Aktif	-0,758	0,178	-1,846	-4,257	0,000
	KYDN*FB	-0,041	0,014	-6,434	-3,003	0,003
	KYDN*İGS	0,010	0,026	0,223	0,397	0,693
	KYDN*BTA	0,087	0,029	1,630	3,031	0,003

a. Bağımlı Değişken: Aktif Kârlılığı

3.7.1.2. Kurumsal Yönetim ve Özsermaye Kârlılığı İlişkisi

Özsermaye kârlılığı, şirketin kârı ile pay sahiplerinin şirkete sağladıkları sermaye arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Diğer bir deyişle, bu oran pay sahipleri tarafından şirkete sağlanan sermayenin bir birimine düşen kâr miktarını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda özsermaye kârlılık oranı, özsermayenin şirket yönetimi tarafından verimli kullanılıp kullanılmadığının bir göstergesidir.

Bu çerçevede kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyinin özsermaye kârlılığına etkisi çoklu hiyerarşik regresyon analizi yöntemi kullanılarak sınanmıştır. Analizin ilk adımında araştırmanın kukla değişkeni durumundaki sektörler, ikinci adımında kontrol değişkenleri (beta, borç/özsermaye oranı), üçüncü adımında belirleyici durumundaki bağımsız değişkenler (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı), dördüncü adımda ise kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma büyüklüğü, borsada işlem görme süresi ve toplam borç/toplam aktifler oranı arasındaki etkileşim puanları dahil edilmiştir. Böylece dört aşamadan oluşan bir analiz gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3.7: Kurumsal Yönetim ve Özsermaye Kârlılığı Arasındaki İlişki ile İlgili Regresyon Analizi Sonuçları

Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
1	Regresyon	0,621	3	0,207	0,564	0,640 ^a
	Fark	34,865	95	0,367		
	Toplam	35,486	98			
2	Regresyon	19,473	5	3,895	22,617	0,000 ^b
	Fark	16,014	93	0,172		
	Toplam	35,486	98			
3	Regresyon	24,230	9	2,692	21,285	0,000 ^c
	Fark	11,257	89	0,126		
	Toplam	35,486	98			
4	Regresyon	27,151	12	2,263	23,343	0,000 ^d
	Fark	8,336	86	0,097		
	Toplam	35,486	98			

a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)

b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye

c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü

d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

e. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

Tablo 3.7’deki analiz sonuçlarından modele ilk adımda dahil edilen kukla değişkenler ile özsermaye kârlılığı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Buna göre şirketlerin özsermaye kârlılığı sektörden bağımsızdır.

Denkleme kontrol değişkenlerinin dâhil edilmesi birlikte ilişkinin anlamlılık kazandığı gözlenmiştir. Bu bulgu kontrol değişkenlerinin (beta, borç/özsermaye oranı) özsermaye kârlılığı üzerinde etkisinin bulunduğunu göstermektedir. Bağımsız değişkenlerin (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı) modele dahil edilmesi sonrasında da ilişki anlamlılığını korumuştur.

Dördüncü adımda, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile diğer bağımsız değişkenler arasındaki etkileşim sonucunda elde edilen değişkenlerin modele dahil edilmesi, F katsayısının 21.285’den, 23.343’e yükselmesini sağlamıştır. Bu bulgu,

etkileşim değişkenlerinin modele belirgin katkı sağladığını göstermektedir. Bununla birlikte her bir değişken grubunun özsermaye kârlılığı üzerindeki görece etkisini belirlemek için model özeti tablosunun incelenmesi gerekmektedir.

Tablo 3.8: Kurumsal Yönetim ve Özsermaye Kârlılığı Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	Değişim İstatistikleri		
					R ² Değişimi	F Değişimi	F Değişiminin Anlamlılık Düzeyi
1	0,132 ^a	0,018	-0,014	0,605	0,018	0,564	0,640
2	0,741 ^b	0,549	0,524	0,414	0,531	54,739	0,000
3	0,826 ^c	0,683	0,651	0,355	0,134	9,403	0,000
4	0,875 ^d	0,765	0,732	0,311	0,082	10,046	0,000

- a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)
b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye
c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü
d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

Tablo 3.8’deki değerler araştırma kapsamında incelenen değişkenlerin özsermaye kârlılığını % 76 oranında ($R^2 = .765$) belirlediğini göstermektedir. Ayrıca anlamlılık sütunundaki değerlerden kukla değişkenlerin ($\Delta P = .640$) modele katkı sağlamadığı anlaşılmaktadır. Bunun yanında kontrol değişkenleri ile özsermaye kârlılığı ($\Delta P = .000$), bağımsız değişkenler ile özsermaye kârlılığı ($\Delta P = .000$), etkileşim değişkenleri ve özsermaye kârlılığı ($\Delta P = .007$) arasındaki ilişkiler ise istatistiksel olarak anlamlıdır. Bağımsız değişkenler özsermaye kârlılığını % 13 ($R^2 = .134$) oranında etkilerken, etkileşim değişkenlerinin özsermaye kârlılığı üzerindeki etkisi % 8’dir ($R^2 = .082$). Kontrol değişkenlerinin özsermaye kârlılığı üzerindeki etkisi % 53 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranın yüksek olması kontrol değişkenleri içindeki borç/özsermaye oranından kaynaklanmış olabilir.

Bunun yanında her bir değişkenin özsermaye kârlılığı ile olan ilişkisini ayrı ayrı değerlendirebilmek ve daha sağlıklı bir yorum yapabilmek için katsayı tablosunun incelenmesi gerekmektedir. Tablo 3.9’daki katsayılar özsermaye kârlılığı ile kukla

değişkenlerin her üçü arasındaki ilişkinin de anlamlı olmadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle bu bulgu özsermaye kârlılığının sektörden bağımsız olduğu anlamına gelmektedir.

Ayrıca kontrol değişkeni durumundaki beta katsayısı ile özsermaye kârlılığı arasındaki ilişki de anlamlı değildir. Bunun yanında borç/özsermaye oranı ile özsermaye kârlılığı arasında ($p = .000$; $p < .01$) istatistiksel olarak anlamlı negatif doğrusal bir ilişki bulunmaktadır.

Bağımsız değişkenlerden kurumsal yönetim notu, firma büyüklüğü ve borç/toplam aktif oranının özsermaye kârlılığına etkisi istatistiksel olarak anlamlı iken, İMKB’de işlem süresi ile özsermaye kârlılığı arasındaki ilişki anlamlı değildir.

Buna paralel olarak kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile firma büyüklüğü ve borç/toplam aktif oranını arasındaki etkileşim modele katkı sağlarken, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile İMKB’de işlem süresi arasındaki etkileşimin özsermaye kârlılığını etkilemediği belirlenmiştir.

Bu bulgular ışığında araştırmanın ikinci hipotezi;

$H_2 = \text{Kurumsal yönetim düzeyi ile özsermaye kârlılığı arasında ilişki vardır.}$

araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Buna göre şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri arttıkça özsermaye kârlılıkları da buna bağlı olarak artış göstermektedir.

Borç/toplam aktif ile özsermaye kârlılığı arasındaki ilişki ise anlamlı fakat negatiftir. Diğer bir ifade ile borç/toplam aktif yükseldikçe, özsermaye kârlılığında düşüş yaşanmaktadır. Ayrıca kurumsal yönetim düzeyi ve firma büyüklüğü arasındaki etkileşim ile özsermaye kârlılığı arasındaki ilişkinin anlamlı olması, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının büyük şirketlerin özsermaye kârlılığına küçük şirketlere oranla daha fazla katkı sağladığını ortaya koymaktadır. Özellikle kurumsal yönetim düzeyi ve firma büyüklüğü arasındaki etkileşimin özsermaye kârlılığı üzerindeki etkisini gösteren p değerinin (.002), kurumsal yönetim düzeyinin özsermaye kârlılığı üzerindeki etkisini gösteren p değerinden (.036) daha küçük olması dikkat çekicidir. Bu bulgu kurumsal yönetim düzeyinin, özsermaye kârlılığı üzerindeki etkisinin firma büyüklüğü ile birlikte alındığında daha güçlü olduğunu ortaya koymaktadır.

Benzer şekilde kurumsal yönetim düzeyi ve borç/toplam aktif ile özsermaye kârlılığı arasındaki ilişkinin anlamlı bulunması borç/toplam aktifin, özsermaye kârlılığı üzerindeki etkisinin firma büyüklüğüne bağlı olduğunu göstermektedir. Dikkat edilirse borç/toplam aktif yalnız başına özsermaye kârlılığını olumsuz etkilerken, bu etki kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma düzeyinin analize dahil edilmesi ile birlikte pozitif dönüşmüştür.

Ekonominin gelişme eğiliminde olduğu dönemlerde şirketlerin finansal kaldıraç oranı yükseldikçe özsermaye kârlılığı artmaktadır. Ancak kriz dönemlerinde kaldıraç oranı yüksek olan şirketler krizin etkilerini öncelikle ve daha fazla hissederler. Araştırma bulgularına göre kaldıraç oranı ile özsermaye kârlılığı arasındaki negatif ilişki, ABD kaynaklı son küresel krizin etkilerinin 2008 yılında Türkiye’de de görülmesine bağlıdır. Burada dikkat çekici husus, krizin etkisi ile şirketlerin kaldıraç oranı yükseldikçe özsermaye kârlılıkları düşerken, kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi yüksek olan şirketlerin özsermaye kârlılıkları krize rağmen artmaktadır. Buradan hareketle kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi yüksek olan şirketlerin finansal kaldıraç olumlu etkisinden faydalandığı ve şirket yönetiminin özsermayeyi daha etkin yönettiği söylenebilir.

Tablo 3.9: Kurumsal Yönetim ve Özsermaye Kârlılığı Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar

Model		Standart Olmayan Katsayılar		Standart Katsayılar	t	Anlamlılık
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Sabit)	-0,100	0,091		-1,098	0,275
	Kukla Değişken (Sektör)	0,173	0,134	0,141	1,291	0,200
	Kukla Değişken (Sektör)	0,083	0,181	0,050	0,457	0,648
	Kukla Değişken (Sektör)	0,151	0,438	0,036	0,345	0,731
2	(Sabit)	0,149	0,067		2,210	0,030
	Kukla Değişken (Sektör)	0,355	0,094	0,289	3,776	0,000
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,024	0,125	-0,014	-0,189	0,850
	Kukla Değişken (Sektör)	0,160	0,300	0,038	0,534	0,595
	Beta	0,087	0,049	0,125	1,770	0,080
	Borç / Özsermaye	-0,098	0,009	-0,753	-10,409	0,000
3	(Sabit)	-2,777	0,604		-4,600	0,000
	Kukla Değişken (Sektör)	0,135	0,091	0,109	1,478	0,143
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,033	0,118	-0,020	-0,280	0,780
	Kukla Değişken (Sektör)	0,176	0,263	0,041	0,667	0,506
	Beta	-0,058	0,049	-0,083	-1,191	0,237
	Borç / Özsermaye	-0,098	0,010	-0,748	-9,882	0,000
	Kurumsal Yönetim Notu	0,059	0,029	0,154	2,011	0,047
	Firma Büyüklüğü	0,298	0,073	0,370	4,102	0,000
	İMKB Süre	-0,082	0,139	-0,037	-0,592	0,556
	Borç / Toplam Aktif	-0,041	0,189	-0,018	-0,217	0,829
4	(Sabit)	-7,259	2,552		-2,845	0,006
	Kukla Değişken (Sektör)	0,108	0,081	0,088	1,331	0,187
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,025	0,107	-0,015	-0,235	0,815
	Kukla Değişken (Sektör)	0,132	0,231	0,031	0,572	0,569
	Beta	0,013	0,045	0,018	0,279	0,781
	Borç / Özsermaye	-0,070	0,011	-0,532	-6,547	0,000
	Kurumsal Yönetim Notu	0,899	0,422	2,348	2,128	0,036
	Firma Büyüklüğü	1,139	0,287	1,417	3,966	0,000
	İMKB'de İşlem Süresi	-0,959	0,579	-0,435	-1,654	0,102
	Borç / Toplam Aktif	-3,120	0,616	-1,350	-5,062	0,000
	KYDN*FB	-0,149	0,048	-4,138	-3,139	0,002
	KYDN*İGS	0,134	0,090	0,517	1,494	0,139
	KYDN*BTA	0,518	0,099	1,724	5,209	0,000

a. Bağımlı Değişken: Özsermaye Kârlılığı

3.7.2. Piyasa Performansına İlişkin Bulgular

Analizin bu bölümünde ise şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile piyasa performansının göstergesi niteliğindeki fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, Tobin Q oranı ve hisse senedi getirisi arasında bir ilişki olup olmadığı incelenmiştir.

3.7.2.1. Kurumsal Yönetim ve Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) İlişkisi

Hisse senedine yatırım kararı verirken kullanılan kriterlerden bir tanesi de fiyat/kazanç (F/K) oranıdır³⁶². F/K oranı yatırımcıların, şirketin hisse başı kârına karşılık, hisse senedi için kaç lira ödemek istediklerini ya da bir hisse senedinin fiyatının, hisse başına kazancının kaç katı olduğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle hisse senedinin sağladığı her “1” birimlik kazanç için yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyatı ifade eder³⁶³.

Yatırımcıların, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi yüksek olan şirketlerin hisse senetlerine daha yüksek bir fiyat ödeyip ödemeyeceklerini belirlemek için, kurumsal yönetim ilkelerini uygulamanın F/K oranına etkisi, çoklu hiyerarşik regresyon analizi yöntemi kullanılarak sınanmıştır. Analizin ilk adımında araştırmanın kukla değişkeni durumundaki sektörler, ikinci adımında kontrol değişkenleri (beta, borç/özsermaye oranı), üçüncü adımında belirleyici durumundaki bağımsız değişkenler (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı), dördüncü adımda ise kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma büyüklüğü, borsada işlem görme süresi ve borç/toplam aktifler oranı arasındaki etkileşim puanları dahil edilmiştir. Böylece dört aşamadan oluşan bir analiz gerçekleştirilmiştir.

³⁶² Horasan, M., “Fiyat/Kazanç Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 23, Sayı: 1, 2009, s. 181-192.

³⁶³ Horasan, a.g.m., s. 182.

Tablo 3.10: Kurumsal Yönetim ve Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları

Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
1	Regresyon	2048,630	3	682,877	0,694	0,558 ^a
	Fark	93454,322	95	983,730		
	Toplam	95502,952	98			
2	Regresyon	3741,335	5	748,267	0,758	0,582 ^b
	Fark	91761,617	93	986,684		
	Toplam	95502,952	98			
3	Regresyon	8217,172	9	913,019	0,931	0,503 ^c
	Fark	87285,780	89	980,739		
	Toplam	95502,952	98			
4	Regresyon	9371,241	12	780,937	0,780	0,670 ^d
	Fark	86131,711	86	1001,532		
	Toplam	95502,952	98			

- a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)
b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye
c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü
d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB
e. Bağımlı Değişken: Fiyat/Kazanç Oranı

Tablo 3.10’deki analiz sonuçlarından modele dahil edilen değişken gruplarının hiçbirisi ile F/K oranı arasındaki ilişkinin anlamlı olmadığı anlaşılmaktadır. Diğer bir ifade ile araştırma kapsamında incelenen değişkenlerin F/K oranına etkisi bulunmamaktadır. Bununla birlikte her bir değişken grubunun F/K oranı üzerindeki görece etkisini belirlemek için model özeti tablosunun incelenmesi yararlı olacaktır.

Tablo 3.11: Kurumsal Yönetim ve Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	Değişim İstatistikleri		
					R ² Değişimi	F Değişimi	F Değişiminin Anlamlılık Düzeyi
1	0,146 ^a	0,021	-0,009	31,364	0,021	0,694	0,558
2	0,198 ^b	0,039	-0,012	31,411	0,018	0,858	0,427
3	0,293 ^c	0,086	-0,006	31,316	0,047	1,141	0,343
4	0,313 ^d	0,098	-0,028	31,646	0,012	0,384	0,765

- a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)
b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye
c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü
d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

Tablo 3.11’deki değerler de, araştırma kapsamında incelenen değişkenlerin F/K oranını etkilemediğini doğrulamaktadır. Buna göre tüm değişkenlerin bütünleşik etkisi (% 9) rastlantısal olarak kabul edilebilecek bir düzeydedir. Bunun yanında her bir değişkenin F/K oranı ile olan ilişkisini ayrı ayrı inceleyebilmek için katsayı tablosunun incelenmesi gerekmektedir.

Tablo 3.12’deki katsayılar F/K oranı ile incelenen değişkenler arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını göstermektedir. Buna göre değişken gruplarının ötesinde, değişkenlerin F/K oranına bireysel etkileri de anlamlı değildir.

Bu bulgular ışığında araştırmanın üçüncü hipotezi;

$H_3 = \text{Kurumsal yönetim düzeyi ile fiyat/kazanç oranı arasında ilişki vardır.}$

araştırma verileri tarafından doğrulanamamıştır.

Sonuç olarak kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeylerinin İMKB 100 Endeksinde yer alan şirketlerin F/K oranı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Tablo 3.12: Kurumsal Yönetim ve Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar

Model		Standart Olmayan Katsayılar		Standart Katsayılar	t	Anlamlılık
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Sabit)	2,486	4,728		0,526	0,600
	Kukla Değişken (Sektör)	4,542	6,946	0,071	0,654	0,515
	Kukla Değişken (Sektör)	7,802	9,378	0,090	0,832	0,408
	Kukla Değişken (Sektör)	27,900	22,676	0,126	1,230	0,222
2	(Sabit)	0,937	5,105		0,184	0,855
	Kukla Değişken (Sektör)	4,934	7,122	0,077	0,693	0,490
	Kukla Değişken (Sektör)	7,479	9,438	0,086	0,792	0,430
	Kukla Değişken (Sektör)	27,332	22,715	0,124	1,203	0,232
	Beta	-4,785	3,705	-0,133	-1,292	0,200
	Borç / Özsermaye	0,218	0,716	0,032	0,305	0,761
3	(Sabit)	-73,226	53,165		-1,377	0,172
	Kukla Değişken (Sektör)	-2,421	8,029	-0,038	-0,302	0,764
	Kukla Değişken (Sektör)	4,709	10,391	0,054	0,453	0,651
	Kukla Değişken (Sektör)	24,618	23,169	0,112	1,063	0,291
	Beta	-8,684	4,281	-0,241	-2,028	0,045
	Borç / Özsermaye	-0,066	0,871	-0,010	-0,076	0,940
	Kurumsal Yönetim Notu	1,268	2,585	0,064	0,491	0,625
	Firma Büyüklüğü	7,747	6,393	0,186	1,212	0,229
	İMKB Süre	-6,106	12,228	-0,053	-0,499	0,619
	Borç / Toplam Aktif	8,954	16,664	0,075	0,537	0,592
4	(Sabit)	-255,729	259,390		-0,986	0,327
	Kukla Değişken (Sektör)	-2,732	8,230	-0,043	-0,332	0,741
	Kukla Değişken (Sektör)	7,605	10,868	0,088	0,700	0,486
	Kukla Değişken (Sektör)	24,123	23,441	0,109	1,029	0,306
	Beta	-8,437	4,591	-0,234	-1,838	0,070
	Borç / Özsermaye	0,247	1,081	0,036	0,229	0,820
	Kurumsal Yönetim Notu	31,631	42,921	1,593	0,737	0,463
	Firma Büyüklüğü	21,871	29,203	0,524	0,749	0,456
	İMKB’de İşlem Süresi	51,265	58,905	0,448	0,870	0,387
	Borç / Toplam Aktif	-5,995	62,663	-0,050	-0,096	0,924
	KYDN*FB	-2,401	4,832	-1,283	-0,497	0,621
	KYDN*İGS	-9,146	9,129	-0,680	-1,002	0,319
	KYDN*BTA	2,398	10,107	0,154	0,237	0,813

a. Bağımlı Değişken: Fiyat/Kazanç Oranı

3.7.2.2. Kurumsal Yönetim ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) Oranı İlişkisi

Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı hisse senedinin fiyatının hisse başına özsermaye değerinin kaç katı olduğunu gösteren bir orandır. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyinin PD/DD oranına etkisi olup olmadığı çoklu hiyerarşik regresyon analizi yöntemi kullanılarak sınanmıştır. Analizin ilk adımında araştırmanın kukla değişkeni durumundaki sektörler, ikinci adımında kontrol değişkenleri (beta, borç/özsermaye oranı), üçüncü adımında belirleyici durumundaki bağımsız değişkenler (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı), dördüncü adımda ise kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma büyüklüğü, borsada işlem görme süresi ve toplam borç/toplam aktifler oranı arasındaki etkileşim puanları dahil edilmiştir. Böylece dört aşamadan oluşan bir analiz gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3.13: Kurumsal Yönetim ve PD/DD Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları

Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
1	Regresyon	16,261	3	5,420	0,541	0,656 ^a
	Fark	952,470	95	10,026		
	Toplam	968,730	98			
2	Regresyon	672,684	5	134,537	42,263	0,000 ^b
	Fark	296,046	93	3,183		
	Toplam	968,730	98			
3	Regresyon	735,660	9	81,740	31,213	0,000 ^c
	Fark	233,070	89	2,619		
	Toplam	968,730	98			
4	Regresyon	742,172	12	61,848	23,477	0,000 ^d
	Fark	226,559	86	2,634		
	Toplam	968,730	98			

a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)

b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye

c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü

d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

e. Bağımlı Değişken: Piyasa Değeri/Defter Değeri

Tablo 3.13'teki analiz sonuçlarından modele ilk adımda dahil edilen kukla değişkenler ile PD/DD oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Buna göre PD/DD oranı sektörden bağımsızdır.

Denkleme kontrol değişkenlerinin dahil edilmesi ile birlikte ilişkinin anlamlılık kazandığı gözlenmiştir. Bu bulgu kontrol değişkenlerinin (beta, borç/özsermaye oranı) PD/DD oranı üzerinde etkisinin bulunduğunu göstermektedir.

Bağımsız değişkenlerin (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı) modele dahil edilmesi sonrasında da ilişki anlamlılığını korumuştur. Bununla birlikte F değerinin 42.263'den, 31.263'e düşmesi bağımsız değişkenlerin PD/DD oranı üzerindeki etkisinin kontrol değişkenlerine oranla daha az olduğunu ortaya koymaktadır.

Benzer şekilde dördüncü adımdaki kurumsal yönetim derecelendirme notu ile diğer bağımsız değişkenler arasındaki etkileşim sonucunda elde edilen değişkenlerin modele dahil edilmesi sonrasında model anlamlılığını korusa da F katsayısının değeri 23.477 düşmüştür. Bu bulgu etkileşim değişkenlerinin modele sınırlı bir katkı sağladığını göstermektedir. Bununla birlikte her bir değişken grubunun PD/DD oranı üzerindeki görece etkisini belirlemek için model özeti tablosunun incelenmesi gerekmektedir.

Tablo 3.14: Kurumsal Yönetim ve PD/DD Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	Değişim İstatistikleri		
					R ² Değişimi	F Değişimi	F Değişiminin Anlamlılık Düzeyi
1	0,130 ^a	0,017	-0,014	3,166	0,017	0,541	0,656
2	0,833 ^b	0,694	0,678	1,784	0,678	103,105	0,000
3	0,871 ^c	0,759	0,735	1,618	0,065	6,012	0,000
4	0,875 ^d	0,766	0,733	1,623	0,007	0,824	0,484

a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)

b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye

c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB'de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü

d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB'de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

Tablo 3.14'teki değerler araştırma kapsamında incelenen değişkenlerin PD/DD'yi % 76 oranında ($R^2 = .766$) belirlediğini göstermektedir. Ayrıca anlamlılık sütunundaki değerlerden kukla değişkenler ($\Delta P = .656$) ile etkileşim değişkenlerinin ($\Delta P = .484$) modele katkı sağlamadığı anlaşılmaktadır. Bunun yanında kontrol değişkenleri ile PD/DD oranı ($\Delta P = .000$), bağımsız değişkenler ile PD/DD oranı ($\Delta P = .000$), arasındaki ilişkiler istatistiksel olarak anlamlıdır. Kontrol değişkenleri PD/DD'yi % 67 ($R^2 = .678$) oranında etkilerken, bağımsız değişkenlerin PD/DD oranı üzerindeki etkisi % 7'dir ($R^2 = .065$).

Bunun yanında her bir değişkenin PD/DD oranı ile olan ilişkisini ayrı ayrı inceleyebilmek için katsayı tablosunun incelenmesi gerekmektedir. Tablo 3.15'teki katsayılar PD/DD oranı ile 1. ve 2. kukla değişkenler arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olduğu, fakat söz konusu ilişkiler ters yönlü olması itibarı ile birbirini dengelediği gözlenmektedir. Bu bulgu PD/DD oranının sektörden bağımsız olmadığını 1. sektörde (sınai) faaliyet gösteren firmalar için bu oran daha düşük iken, 2. sektörde (mali) faaliyet gösteren şirketlerin bu oran açısından daha avantajlı olduğu gözlenmektedir.

Ayrıca kontrol değişkeni durumundaki beta katsayısı ile PD/DD oranı arasındaki ilişki de anlamlı değildir. Bunun yanında borç/özsermaye oranı ile PD/DD oranı arasında ($p = .000$; $p < .01$) güçlü bir ilişki bulunmaktadır.

Gerek bağımsız değişkenler, gerekse etkileşim değişkenleri ile PD/DD oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Dolayısıyla bağımsız değişkenlerin PD/DD oranı üzerindeki bütünleşik etkisi anlamlı olmakla birlikte değişkenler ayrı ayrı ele alındığında bu etkinin kaybolduğu gözlenmiştir.

Bu bulgular ışığında araştırmanın dördüncü hipotezi;

$H_4 = \text{Kurumsal yönetim düzeyi ile PD/DD oranı arasında ilişki vardır.}$

araştırma verileri tarafından doğrulanamamıştır. Buna göre firmaların kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri ile PD/DD oranı arasında herhangi bir ilişki söz konusu değildir.

Tablo 3.15: Kurumsal Yönetim ve PD/DD Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar

	Model	Standart Olmayan Katsayılar		Standart Katsayılar	t	Anlamlılık
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Sabit)	1,474	0,477		3,088	0,003
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,834	0,701	-0,130	-1,189	0,237
	Kukla Değişken (Sektör)	0,019	0,947	0,002	0,020	0,984
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,339	2,289	-0,015	-0,148	0,883
2	(Sabit)	0,010	0,290		0,035	0,972
	Kukla Değişken (Sektör)	-1,918	0,405	-0,298	-4,740	0,000
	Kukla Değişken (Sektör)	0,653	0,536	0,075	1,218	0,226
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,387	1,290	-0,017	-0,300	0,765
	Beta	-0,467	0,210	-0,129	-2,222	0,029
	Borç / Özsermaye	0,582	0,041	0,851	14,306	0,000
3	(Sabit)	8,083	2,747		2,942	0,004
	Kukla Değişken (Sektör)	-1,146	0,415	-0,178	-2,763	0,007
	Kukla Değişken (Sektör)	1,341	0,537	0,154	2,497	0,014
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,016	1,197	0,000	-0,014	0,989
	Beta	-0,139	0,221	-0,038	-0,629	0,531
	Borç / Özsermaye	0,675	0,045	0,987	14,985	0,000
	Kurumsal Yönetim Notu	0,131	0,134	0,065	0,978	0,331
	Firma Büyüklüğü	-0,835	0,330	-0,199	-2,529	0,013
	İMKB Süre	-0,209	0,632	-0,018	-0,330	0,742
	Borç / Toplam Aktif	-2,630	0,861	-0,218	-3,054	0,003
4	(Sabit)	3,652	13,303		0,275	0,784
	Kukla Değişken (Sektör)	-1,086	0,422	-0,169	-2,573	0,012
	Kukla Değişken (Sektör)	1,438	0,557	0,165	2,581	0,012
	Kukla Değişken (Sektör)	0,007	1,202	0,000	0,005	0,996
	Beta	-0,201	0,235	-0,055	-0,853	0,396
	Borç / Özsermaye	0,654	0,055	0,956	11,792	0,000
	Kurumsal Yönetim Notu	0,749	2,201	0,375	0,340	0,734
	Firma Büyüklüğü	-0,939	1,498	-0,224	-0,627	0,532
	İMKB'de İşlem Süresi	2,305	3,021	0,200	0,763	0,447
	Borç / Toplam Aktif	1,312	3,214	0,109	0,408	0,684
	KYDN*FB	0,028	0,248	0,151	0,115	0,909
	KYDN*İGS	-0,396	0,468	-0,293	-0,847	0,399
	KYDN*BTA	-0,664	0,518	-0,423	-1,281	0,204

a. Bağımlı Değişken: Piyasa Değeri/Defter Değeri

3.7.2.3. Kurumsal Yönetim ve Tobin Q Oranı İlişkisi

Şirketin piyasa değerinin şirketin varlıklarına oranlanmasıyla hesaplanan Tobin Q oranı özsermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişki³⁶⁴, yönetsel performans ve ihale yoluyla satış kazançları arasındaki ilişki, yatırım fırsatları ve ihale yoluyla satış kârı³⁶⁵, finansman ve temettü politikası ve ücret politikaları gibi birçok farklı durumu açıklamak için kullanılmaktadır³⁶⁶. Ayrıca Morck vd. (1988)³⁶⁷,nin çalışmalarında Tobin Q oranı, firma değerinin göstergesi olarak kullanılmıştır.

Tobin Q oranının 1'den büyük olması firmanın piyasa değerinin varlıklarının değerinden daha yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Bu bağlamda Tobin Q oranının 1'den büyük olması, firmanın kıt kaynaklarının etkin kullanıldığının bir göstergesi olarak yorumlanırken, oranın 1'den küçük olması kaynaklardan etkin bir şekilde yararlanılamadığını göstermektedir. Ayrıca satın alma ve birleşme açısından değerlendirildiğinde Tobin Q oranının yüksek olduğu firmalar, şirket ele geçirmelerinde daha avantajlı iken, bu oranın 1'in altında olduğu firmalar daha kolay ele geçirilebilmektedirler³⁶⁸.

Bu çerçevede kurumsal yönetimin ilkelerini uygulama düzeyinin Tobin Q oranına etkisi çoklu hiyerarşik regresyon analizi yöntemi kullanılarak sınanmıştır. Analizin ilk adımında araştırmanın kukla değişkeni durumundaki sektörler, ikinci adımında kontrol değişkenleri (beta, borç/özsermaye oranı), üçüncü adımında belirleyici durumundaki bağımsız değişkenler (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı), dördüncü adımda ise kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma büyüklüğü, borsada işlem görme süresi ve toplam borç/toplam aktifler oranı arasındaki

³⁶⁴ McConnell, J.J., H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", **Journal of Financial Economics**, Volume: 27, Issue: 2, 1990, s. 595-612.

³⁶⁵ Lang, L.H.P., R.M. Stulz and R.A. Walkling, "Managerial Performance, Tobin's Q, and The Gains from Successful Tender Offers", **Journal of Financial Economics**, Volume: 24, Issue: 1, 1989, s. 137-154.

³⁶⁶ Chung, K.H., S.W. Pruitt., "A Simple Approximation of Tobin's Q", **Financial Management**, Volume: 23, No: 3, 1994, s. 70-74.

³⁶⁷ Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, Volume: 20, Issue:1-2, 1988, s. 293- 315.

³⁶⁸ Canbaş, S., H. Doğukanlı ve H. Düzakın, "Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 13, Sayı: 2, 2004, s. 57-73.

etkileşim puanları dahil edilmiştir. Böylece dört aşamadan oluşan bir analiz gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3.16: Kurumsal Yönetim ve Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları

Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
1	Regresyon	21,677	3	7,226	0,369	0,775 ^a
	Fark	1820,390	93	19,574		
	Toplam	1842,067	96			
2	Regresyon	29,859	5	5,972	0,300	0,912 ^b
	Fark	1812,207	91	19,914		
	Toplam	1842,067	96			
3	Regresyon	330,458	9	36,718	2,113	0,037 ^c
	Fark	1511,608	87	17,375		
	Toplam	1842,067	96			
4	Regresyon	486,710	12	40,559	2,514	0,007 ^d
	Fark	1355,356	84	16,135		
	Toplam	1842,067	96			

a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)

b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye

c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü

d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

e. Bağımlı Değişken: Tobin Q Oranı

Tablo 3.16’deki analiz sonuçlarından modele ilk adımda dahil edilen kukla değişkenler ile Tobin Q oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Buna göre Tobin Q oranı sektörden bağımsızdır.

Denkleme kontrol değişkenlerinin dahil edilmesi sonrasında da ilişkinin anlamlı olmadığı gözlenmiştir. Bu bulgu kontrol değişkenlerinin (beta, borç/özsermaye oranı) Tobin Q oranı üzerinde etkisinin bulunmadığını göstermektedir. Dolayısıyla Tobin Q oranı üzerindeki değişimin sadece bağımsız değişkenler ile bunlar arasındaki etkileşimin bir sonucu olduğu söylenebilir.

Buna paralel olarak bağımsız değişkenlerin (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam

aktifler oranı) modele dahil edilmesi ile birlikte ilişki $p < 0.05$ düzeyinde anlamlılık kazanmıştır.

Dördüncü adımdaki kurumsal yönetim derecelendirme notu ile diğer bağımsız değişkenler arasındaki etkileşim sonucunda elde edilen değişkenlerin modele dahil edilmesi F katsayısının 2.113'den, 2.514'e çıkmasını sağlamıştır. Bu bulgu etkileşim değişkenlerinin modele katkı sağladığını göstermektedir. Bununla birlikte her bir değişken grubunun Tobin Q oranı üzerindeki görece etkisini belirlemek için model özeti tablosunun incelenmesi gerekmektedir.

Tablo 3.17: Kurumsal Yönetim ve Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	Değişim İstatistikleri		
					R ² Değişimi	F Değişimi	F Değişiminin Anlamlılık Düzeyi
1	0,108 ^a	0,012	-0,020	4,424	0,012	0,369	0,775
2	0,127 ^b	0,016	-0,038	4,462	0,004	0,205	0,815
3	0,424 ^c	0,179	0,095	4,168	0,163	4,325	0,003
4	0,514 ^d	0,264	0,159	4,016	0,085	3,228	0,027

a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)

b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye

c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB'de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü

d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB'de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

Tablo 3.17'deki değerler araştırma kapsamında incelenen değişkenlerin Tobin Q oranını % 26 oranında ($R^2 = .264$) belirlediğini göstermektedir. Ayrıca anlamlılık sütunundaki değerlerden kukla değişkenler ($\Delta P = .775$) ile kontrol değişkenlerinin ($\Delta P = .815$) model katkı sağlamadığı anlaşılmaktadır. Bunun yanında bağımsız değişkenler ile Tobin Q oranı ($\Delta P = .003$), etkileşim değişkenleri ile Tobin Q oranı ($\Delta P = .027$) arasındaki ilişkiler ise istatistiksel olarak anlamlıdır. Bağımsız değişkenler Tobin Q oranını % 16 ($R^2 = .163$) oranında etkilerken, etkileşim değişkenlerinin Tobin Q oranı üzerindeki etkisi % 9'dur ($R^2 = .085$).

Bunun yanında her bir değişkenin Tobin Q oranı ile olan ilişkisini ayrı ayrı inceleyebilmek için katsayı tablosunun incelenmesi gerekmektedir. Tablo 3.18'deki katsayılar Tobin Q oranı ile kukla değişkenlerin her üçü arasındaki ilişkinin de anlamlı olmadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle bu bulgu Tobin Q oranının sektörden bağımsız olduğu anlamına gelmektedir.

Ayrıca kontrol değişkeni durumundaki borç/özsermaye oranı ile Tobin Q oranı arasındaki ilişki de anlamlı değildir. Bunun yanında beta katsayısı ile Tobin Q oranı arasında ($p = .027$; $p < .05$) istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Bağımsız değişkenlerden kurumsal yönetim notunun Tobin Q oranına olan etkisi istatistiksel olarak anlamlı iken, İMKB'de işlem süresi, firma büyüklüğü ve borç/toplam aktif oranı ile Tobin Q oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Bununla birlikte kurumsal yönetim notu ile Tobin Q oranı arasındaki ilişki katsayısının negatif olması kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyinin yalnız başına artmasının Tobin Q oranını düşürdüğünü ortaya koymaktadır.

Diğer taraftan kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile firma büyüklüğü arasındaki etkileşimin Tobin Q oranına etkisi pozitif ve anlamlıdır. Bu bulgu kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyinin ancak firma büyüklüğü ile doğru oranda gerçekleşmesi halinde Tobin Q oranını arttıracak, aksi takdirde Tobin Q oranı üzerinde olumsuz etkisi olacağını ortaya koymaktadır. Diğer etkileşim değişkenleri ile Tobin Q oranı arasındaki ilişki ise yukarıdaki bulgulara paralel olarak anlamlı değildir.

Bu bulgular ışığında araştırmanın beşinci hipotezi;

$H_5 = \text{Kurumsal yönetim düzeyi ile Tobin Q oranı arasında ilişki vardır.}$

araştırma verileri tarafından şartlı olarak doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri, büyüklüklerine bağlı olarak artması halinde Tobin Q oranı artış göstermektedir.

Tablo 3.18: Kurumsal Yönetim ve Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar

Model		Standart Olmayan Katsayılar		Standart Katsayılar	t	Anlamlılık
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Sabit)	1,500	0,667		2,249	0,027
	Kukla Değişken (Sektör)	0,908	0,994	0,101	0,913	0,364
	Kukla Değişken (Sektör)	0,591	1,323	0,049	0,447	0,656
	Kukla Değişken (Sektör)	-1,151	3,199	-0,038	-0,360	0,720
2	(Sabit)	1,329	0,725		1,832	0,070
	Kukla Değişken (Sektör)	0,836	1,030	0,093	0,812	0,419
	Kukla Değişken (Sektör)	0,628	1,341	0,052	0,469	0,641
	Kukla Değişken (Sektör)	-1,176	3,227	-0,038	-0,364	0,716
	Beta	-0,212	0,528	-0,042	-0,402	0,689
	Borç / Özsermaye	0,053	0,102	0,057	0,523	0,602
3	(Sabit)	-12,541	7,131		-1,759	0,082
	Kukla Değişken (Sektör)	-0,538	1,081	-0,060	-0,498	0,620
	Kukla Değişken (Sektör)	0,521	1,385	0,043	0,376	0,708
	Kukla Değişken (Sektör)	-1,931	3,087	-0,063	-0,625	0,533
	Beta	-1,087	0,570	-0,216	-1,907	0,060
	Borç / Özsermaye	-0,024	0,116	-0,025	-0,203	0,840
	Kurumsal Yönetim Notu	0,771	0,346	0,278	2,229	0,028
	Firma Büyüklüğü	0,659	0,854	0,114	0,771	0,443
	İMKB Süre	1,067	1,722	0,064	0,620	0,537
	Borç / Toplam Aktif	4,468	2,254	0,264	1,983	0,051
4	(Sabit)	58,143	32,986		1,763	0,082
	Kukla Değişken (Sektör)	-1,055	1,058	-0,117	-0,997	0,321
	Kukla Değişken (Sektör)	0,075	1,383	0,006	0,054	0,957
	Kukla Değişken (Sektör)	-1,705	2,979	-0,056	-0,572	0,569
	Beta	-1,309	0,583	-0,261	-2,245	0,027
	Borç / Özsermaye	-0,085	0,137	-0,090	-0,621	0,537
	Kurumsal Yönetim Notu	-10,896	5,467	-3,933	-1,993	0,049
	Firma Büyüklüğü	-6,820	3,724	-1,176	-1,831	0,071
	İMKB’de İşlem Süresi	1,213	7,892	0,072	0,154	0,878
	Borç / Toplam Aktif	-4,597	8,026	-0,272	-0,573	0,568
	KYDN*FB	1,222	0,616	4,681	1,984	0,051
	KYDN*İGS	0,016	1,214	0,008	0,013	0,989
	KYDN*BTA	1,506	1,290	0,685	1,168	0,246

a. Bağımlı Değişken: Tobin Q Oranı

3.7.2.4. Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi

Yatırım kararlarının verilmesinde göz önünde tutulan temel kriterlerden biri de getiridir. Getiri, belirli bir dönem içinde yapılan yatırıma karşılık, elde edilen geliri gösterir. Bu bağlamda şirketin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi yükseldikçe, o şirkete yapılan yatırımlardan elde edilecek getirinin de yükselmesi beklenir.

Bu çerçevede kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma düzeyinin hisse senedi getirisine etkisi çoklu hiyerarşik regresyon analizi yöntemi kullanılarak sınanmıştır. Analizin ilk adımında araştırmanın kukla değişkeni durumundaki sektörler, ikinci adımında kontrol değişkenleri (beta, borç/özsermaye oranı), üçüncü adımında belirleyici durumundaki bağımsız değişkenler (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı), dördüncü adımda ise kurumsal yönetim derecelendirme notu ile firma büyüklüğü, borsada işlem görme süresi ve toplam borç/toplam aktifler oranı arasındaki etkileşim puanları dahil edilmiştir. Böylece dört aşamadan oluşan bir analiz gerçekleştirilmiştir.

Tablo 3.19: Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki İle İlgili Regresyon Analizi Sonuçları

Model		Kareler Toplamı	df	Ortalama Kare	F	Anlamlılık
1	Regresyon	0,000	3	0,000	1,361	0,259 ^a
	Fark	0,000	95	0,000		
	Toplam	0,000	98			
2	Regresyon	0,000	5	0,000	1,281	0,279 ^b
	Fark	0,000	93	0,000		
	Toplam	0,000	98			
3	Regresyon	0,000	9	0,000	2,958	0,004 ^c
	Fark	0,000	89	0,000		
	Toplam	0,000	98			
4	Regresyon	0,000	12	0,000	2,893	0,002 ^d
	Fark	0,000	86	0,000		
	Toplam	0,000	98			

- a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)
b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye
c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü
d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç / Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB
e. Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Getirisi

Tablo 3.19’deki analiz sonuçlarından modele ilk adımda dahil edilen kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişki anlamlı değildir. Buna göre hisse senedi getirisi sektörden bağımsızdır.

Denkleme kontrol değişkenlerinin dahil edilmesi sonrasında da ilişki anlamlı olmadığı gözlenmiştir. Bu bulgu kontrol değişkenlerinin (beta, borç/özsermaye oranı) hisse senedi getirisi üzerinde etkisinin bulunmadığını göstermektedir. Dolayısıyla hisse senedi getirisi üzerindeki değişimin sadece bağımsız değişkenler ile bunlar arasındaki etkileşimin bir sonucu olduğu söylenebilir.

Buna paralel olarak bağımsız değişkenlerin (kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma büyüklüğü, firmanın borsada işlem görme süresi, toplam borç/toplam aktifler oranı) modele dahil edilmesi ile birlikte ilişki $p < 0.01$ düzeyinde anlamlılık kazanmıştır.

Dördüncü adımdaki kurumsal yönetim derecelendirme notu ile diğer bağımsız değişkenler arasındaki etkileşim sonucunda elde edilen değişkenlerin modele dahil edilmesi ile F katsayısında bir artış yaşanmamıştır. Bu bulgu etkileşim değişkenlerinin modele katkısının sınırlı olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte her bir değişken grubunun hisse senedi getirisi üzerindeki görece etkisini belirlemek için model özeti tablosunun incelenmesi yararlı olacaktır.

Tablo 3.20: Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki İle İlgili Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahminin Std. Hatası	Değişim İstatistikleri		
					R ² Değişimi	F Değişimi	F Değişiminin Anlamlılık Düzeyi
1	0,203 ^a	0,041	0,011	0,001	0,041	1,361	0,259
2	0,254 ^b	0,064	0,014	0,001	0,023	1,155	0,319
3	0,480 ^c	0,230	0,152	0,001	0,166	4,793	0,002
4	0,536 ^d	0,288	0,188	0,001	0,057	2,306	0,082

a. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör)

b. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye

c. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü

d. Belirleyiciler: (Sabit), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Kukla Değişken (Sektör), Beta, Borç/Özsermaye, İMKB’de İşlem Göreme Süresi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Borç / Toplam Aktif, Firma Büyüklüğü, KYDN*BTA, KYDN*İGS, KYDN*FB

Tablo 3.20’deki değerler araştırma kapsamında incelenen değişkenlerin hisse senedi getirisini % 19 oranında ($R^2 = .188$) belirlediğini göstermektedir. Ayrıca anlamlılık sütunundaki değerlerden kukla değişkenler ($\Delta P = .259$) ile kontrol değişkenlerinin ($\Delta P = .319$) model katkı sağlamadığı anlaşılmaktadır. Bunun yanında bağımsız değişkenler ile hisse senedi getirisi ($\Delta P = .002$) arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Etkileşim değişkenleri ve hisse senedi getirisi ($\Delta P = .007$) arasında ise ancak $p < 0.1$ düzeyinde anlamlı kabul edilebilecek zayıf bir ilişki gözlenmektedir.

Bağımsız değişkenler hisse senedi getirisini % 16 ($R^2 = .227$) oranında etkilerken, etkileşim değişkenlerin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisi % 6’dır ($R^2 = .057$).

Bunun yanında her bir değişkenin hisse senedi getirisi ile olan ilişkisini ayrı ayrı inceleyebilmek için katsayı tablosunun incelenmesi gerekmektedir. Tablo

3.21'deki katsayılar hisse senedi getirisi ile 1. kukla değişken arasında istatistiksel olarak anlamlı ($p=.034$) negatif doğrusal bir ilişki olduğunu göstermektedir. 2. ve 3. kukla değişkenler ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişki ise anlamlı değildir. Buna göre hisse senedi getirisi 2. ve 3. sektörlerde faaliyet gösteren firmalar için farklılık göstermezken, 1. sektörde faaliyet gösteren firmalar hisse senedi getirisi açısından diğer firmalara oranla daha dezavantajlı bir durumdadır.

Diğer yandan kontrol değişkeni durumundaki beta katsayısı ile hisse senedi getirisi arasında negatif doğrusal ($p = .027$) borç/özsermaye oranı ile hisse senedi getirisi arasında ($p = .020$) pozitif doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Bu iki ilişkinin ters yönlü olması bütünleşik etkinin birbirini dengelemesine ve bu nedenle anlamsız olmasına yol açmıştır.

Bağımsız değişkenlerden kurumsal yönetim notu, firma büyüklüğü ve borç/toplam aktif oranının hisse senedi getirisine etkisi istatistiksel olarak anlamsız iken, İMKB'de işlem süresi ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişki anlamlıdır.

Buna paralel olarak kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile firma büyüklüğü ve borç/toplam aktif oranını arasındaki etkileşim modele katkı sağlamazken, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi ile İMKB'de işlem süresi arasındaki etkileşimin hisse senedi getirisini arttırdığı belirlenmiştir.

Bu bulgular ışığında araştırmanın altıncı hipotezi;

$H_6 = \text{Kurumsal yönetim düzeyi ile hisse senedi getirisi arasında ilişki vardır.}$

araştırma verileri tarafından kısmen doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre firmaların kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyi, İMKB'deki işlem süresi ile birlikte artması halinde hisse senedi getirisini yükseltmektedir.

Tablo 3.21: Kurumsal Yönetim ve Hisse Senedi Getirisi Arasındaki İlişki İle İlgili Katsayılar

Model		Standart Olmayan Katsayılar		Standart Katsayılar	t	Anlamlılık
		B	Std. Hata	Beta		
1	(Sabit)	-0,003	0,000		-10,960	0,000
	Kukla Değişken (Sektör)	0,000	0,000	-0,189	-1,756	0,082
	Kukla Değişken (Sektör)	0,000	0,001	-0,062	-0,574	0,567
	Kukla Değişken (Sektör)	0,001	0,001	0,075	0,741	0,461
2	(Sabit)	-0,003	0,000		-10,750	0,000
	Kukla Değişken (Sektör)	0,000	0,000	-0,213	-1,931	0,056
	Kukla Değişken (Sektör)	0,000	0,001	-0,052	-0,482	0,631
	Kukla Değişken (Sektör)	0,001	0,001	0,074	0,728	0,468
	Beta	0,000	0,000	-0,073	-0,720	0,473
	Borç / Özsermaye	6,152E-5	0,000	0,144	1,385	0,169
3	(Sabit)	-0,013	0,003		-4,242	0,000
	Kukla Değişken (Sektör)	0,000	0,000	-0,236	-2,046	0,044
	Kukla Değişken (Sektör)	0,000	0,001	0,069	0,623	0,535
	Kukla Değişken (Sektör)	0,002	0,001	0,156	1,622	0,108
	Beta	0,000	0,000	-0,219	-2,008	0,048
	Borç / Özsermaye	0,000	0,000	0,342	2,902	0,005
	Kurumsal Yönetim Notu	0,000	0,000	0,082	0,688	0,493
	Firma Büyüklüğü	0,001	0,000	0,374	2,662	0,009
	İMKB Süre	0,001	0,001	0,184	1,874	0,064
	Borç / Toplam Aktif	-0,003	0,001	-0,428	-3,353	0,001
4	(Sabit)	-0,024	0,015		-1,679	0,097
	Kukla Değişken (Sektör)	0,000	0,000	-0,246	-2,152	0,034
	Kukla Değişken (Sektör)	0,001	0,001	0,127	1,136	0,259
	Kukla Değişken (Sektör)	0,002	0,001	0,157	1,666	0,099
	Beta	0,000	0,000	-0,254	-2,249	0,027
	Borç / Özsermaye	0,000	0,000	0,334	2,361	0,020
	Kurumsal Yönetim Notu	0,002	0,002	1,497	0,779	0,438
	Firma Büyüklüğü	0,001	0,002	0,397	0,638	0,525
	İMKB'de İşlem Süresi	0,010	0,003	1,346	2,941	0,004
	Borç / Toplam Aktif	-0,002	0,004	-0,223	-0,481	0,632
	KYDN*FB	-5,399E-6	0,000	-0,046	-0,020	0,984
	KYDN*İGS	0,001	0,001	1,564	2,593	0,011
	KYDN*BTA	0,000	0,001	-0,281	-0,488	0,627

a. Bağımlı Değişken: Hisse Senedi Getirisi

Sonuç olarak İMKB 100 endeksinde yer alan şirketler içerisinde İMKB’de daha uzun süredir işlem görenlerin kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulamaları halinde, bu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapanların, yüksek getiri elde edebilecekleri anlamına gelmektedir. Bu durum hem kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan hem de İMKB’de daha uzun süredir işlem gören şirketlere, piyasadaki yatırımcılar tarafından daha fazla güvenildiği sonucunu vermektedir.

SONUÇ

Kurumsal yönetim, anonim şirketlerin idaresinde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsurunu taşıyan geleneksel yapılarının yanında, tüm menfaat gruplarının haklarını da gözeten bir anlayışı benimsemektedir. Kurumsal yönetimde amaç; ilgili tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesi, şirket yönetiminde şeffaflık düzeyinin yükseltilmesi suretiyle şirkette söz sahibi olanların suiistimal risklerini minimize ederek yatırımcı güveninin artırılması, şirket performansını artırarak, istikrarlı büyüme ve yüksek kârlılık sağlanmasıdır.

İMKB-100 Endeksine dahil olan şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulanma düzeylerini ölçmek amacıyla gerçekleştirilen bu çalışmada, SPK'nın 2003 yılında yayımladığı ve 2005 yılında son halini verdiği kurumsal yönetim ilkeleri baz alınmıştır. Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyleri “pay sahipleri”, “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık”, “menfaat sahipleri” ve “yönetim kurulu” olmak üzere dört temel kriter altında incelenmiş ve kurumsal yönetim derecelendirme notu verilmiştir.

Araştırma bulgularına göre şirketler en yüksek notu kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterinden almışlardır. “Uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi kapsamında SPK'nın şirketlere Kurumsal Yönetim Uyum Raporu hazırlama ve bunu faaliyet raporlarında yayımlama zorunluluğu getirmesinin, ayrıca şirket internet sitesinde oluşturulan yatırımcı ilişkileri bölümü içerisinde şirkete ilişkin bazı belgelerin bulundurulması zorunluluğunun ortalama şeffaflık notunun diğer bölümlere göre yüksek olmasında en önemli etken olduğu tahmin edilmektedir.

Analiz sonucunda ulaşılan diğer bulgu ise şirketlerin menfaat sahipleri ve yönetim kurulu kriterlerinden aldıkları ortalama kurumsal yönetim derecelendirme notlarının diğer bölümlere göre daha düşük olmasıdır. Bu da şirketlerin bu başlıklar altında yer alan ilkelere henüz tam olarak uyum sağlayamadıklarını göstermektedir. Şirketlerin bu kriterlerden diğerlerine göre daha düşük not almaları, Türkiye'deki şirketlerin sahiplik yapısı yoğun ve halka açıklık oranının düşük olmasına ve genellikle aile şirketlerinin yaygın olmasına bağlı olabilir.

Burada dikkat çekici husus şeffaflık ilkesinin zorunlu olarak uygulanması gerektiği, diğer ilkelerin ise uygulanmasının zorunlu olmadığıdır. Diğer bir ifade ile

şirketler “pay sahipleri”, “menfaat sahipleri” ve “yönetim kurulu”na ilişkin ilkeleri uygulamak zorunda değildirler. Ancak uygulamama gerekçelerini açıklamak zorundadırlar. Bu çerçevede düşünüldüğünde, şeffaflığı sağlayabilmek için getirilen bu zorunluluk, şeffaflık notunun yüksek olmasının diğer bir nedenidir.

Bu durum, La Porta vd.’nin (1997) “*zayıf hukuk sistemine sahip olan ülkelerin en az gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olduğunu ifade ettikleri*” çalışmalarını akla getirmektedir. Araştırma bulguları bu çerçevede düşünüldüğünde, gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip olabilmek için temel kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının şirketlerin inisiyatifine bırakılmaması ve bu temel ilkelerin yasal güvence altına alınması gerektiği sonucuna ulaşılabilir. Bu bağlamda Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın, temel kurumsal yönetim ilkelerinin somutlaştırıldığı bir hukuk sistemini inşa etmesi beklenmektedir. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın yasalaşmasının, Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim uygulama düzeylerinin yükselmesine katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın ikinci aşamasında kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma düzeyi ile şirketlerin finansal performansları arasında ilişki olup olmadığını ölçmek amacıyla yapılan analiz sonucunda, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri ile muhasebe performansları arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Özellikle büyük şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmelerinin, muhasebe performanslarına daha fazla katkı sağladığı görülmüştür. Bu durum büyük şirketlerin düşük maliyetli kredi kaynaklarına ulaşma imkânlarının daha fazla olması ve kredibilitelerini kurumsal yönetim ilkelerini uygulayarak artırmaları ile ilişkilendirilebilir. Ayrıca bu durum daha uygun kredi kaynaklarına ulaşma imkânına sahip büyük şirketlerin, bu avantajı koruyabilmek için diğer şirketlere göre kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında daha etkin olmalarından kaynaklanmış da olabilir.

Muhasebe performansına ilişkin en dikkat çekici bulgu özsermaye kârlılığı ile ilgilidir. Ekonominin iyi olduğu dönemlerde finansal kaldıraçtaki artışa bağlı olarak artan özsermaye kârlılığı, kriz dönemlerinde ters işlemektedir. Muhtemelen ABD kaynaklı küresel krizin 2008 yılında Türkiye ekonomisine etkisi nedeniyle kaldıraç oranı arttıkça düşen özsermaye kârlılığı, kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi yüksek olan şirketlerde artmaya devam etmiştir. Bu durum ilkeleri uygulayan

şirketlere duyulan güvenin bir göstergesidir. Kriz döneminde diğer şirketler için yabancı kaynak maliyeti artarken, ilkeleri uygulayan şirketler düşük maliyetli yabancı kaynak kullanmaya devam etmişlerdir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma düzeyi ile şirketlerin piyasa performansı arasındaki ilişki incelendiğinde, ilkelerin uygulanma düzeyi ile muhasebe performansı arasındaki gibi güçlü bir ilişkinin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Özellikle PD/DD ve F/K oranları ile ilkelerin uygulanması arasında bir ilişki bulunamamıştır. Bunun yanında kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ile Tobin Q oranı arasında ilişki olduğuna dair hipotez, şirketlerin büyük olması şartı ile kabul edilmiştir. Yine kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ile daha fazla getiri elde edilmesi arasında ilişki olduğuna dair hipotez de, şirketlerin borsada işlem görme sürelerinin artması şartı ile kabul edilmiştir.

Genel olarak kurumsal yönetim ilkelerine uyumun sermaye maliyetlerini düşürerek, şirketin ekonomik faaliyetlerini olumlu etkilemesi ve bu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla hisse senedi fiyatlarına yansımaları beklenir. Ancak kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma düzeyi ile şirketlerin piyasa performansı arasında çok sınırlı bir ilişkinin bulunması, ilkelerin uygulanıyor olmasının henüz şirketlerin hisse senedi fiyatlarına tam olarak yansımadağını göstermektedir.

Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uyguluyor olması, daha çok uzun vadeli yatırımlar yapan yatırımcılar için önemlidir. Türkiye'deki bireysel yatırımcıların genellikle kendilerini şirketin bir ortağı olarak görmedikleri, sadece borsadaki fiyat hareketlerinden kısa vadede bir getiri elde etmeyi hedefledikleri şeklinde bir yatırımcı profili çizildiğinde, bu durum analiz bulguları ile örtüşmektedir. Ancak kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi ile muhasebe performansı arasındaki olumlu ilişkinin zaman içerisinde borsadaki fiyatlara yansiyabileceği, buna bağlı olarak piyasa performansı göstergeleri ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi arasındaki ilişkinin pozitif yönde anlamlılık kazanabileceğinin de gözden ırak tutulmaması gerekir.

Bu çalışmada kurumsal yönetim anlayışının Türkiye'de henüz yeni gelişmeye başlaması nedeniyle şirketlerin sadece bir yıllık finansal performans göstergeleri incelenmiştir. Bundan sonraki çalışmalarda birkaç yılla ait finansal performans

göstergeleri kullanılabileceği gibi kullanılan finansal performans göstergelerinin sayısı da artırılabilir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Alacaklıoğlu, H., **Kurumsal Yönetim ve Aile Şirketleri**, Global Kobi Yayınları-2, İstanbul, 2009.

Becht, M., P. Bolton and A. Röell, **Corporate Governance and Control**, Ecgi, 2005.

Ceylan, A., **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi, 7. Baskı, Bursa, 2001.

Clarke,T., **Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance**, Rutledge Publising, First Edition, 2004.

Demirbaş, M., S. Uyar, **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi**, Güncel Akademi Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2006.

Goo, S. H., D. W. Arner and Z. Zhou, **International Financial Sector Reform: Standart Setting and Infrastructure Development**, Kluwer Law International, London, 2002.

Gürbüz, A.O., Y. Ergincan, **Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Literatür Yayınları, 1. Baskı, İstanbul, 2004.

Heinrich, R. P., **Complementarities in Corporate Governance**, Springer, Berlin, 2002.

IFC, **The Russia Corporate Governance Manual**, Alpina Business Books, 2004.

Iskander M. R., Chamlou, N., **Corporate Governance: A Framework For Implementation**, World Bank Group, Washington, 2002.

Mallin, C. A., **Corporate Governance**, Oxford University Press, 2. Edition, 2007.

Menteş, A., **Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi**, Derin Yayınları, İstanbul, 2009.

Monks, R. A. G., N. Minow, **Corporate Governance**, Blackwell Publishing, Third Edition, 2004.

OECD, **Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study**, OECD Publishing, 2006

OECD, **Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study-Annexes**, OECD Publishing, 2006.

Poroy, R., Ü. Tekinalp, E. Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Arıkan Basım Yayım, 10.Baskı, İstanbul, 2005.

Şahin, H., **Türkiye Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 9. Baskı, Bursa, 2007.

TCMB, **Kurumsal Şirket Yönetimi (Corporate Governance) Konferansı**, Ed.: A. Tarhan, Ankara, 2003.

TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Organının Yapılanması ve İşlevleri**, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, 2007.

TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?**, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, 2007.

Ülgen, H., S. K. Mirze, **İşletmelerde Stratejik Yönetim**, Literatür Yayınları, 3. Baskı, İstanbul, 2006.

MAKALELER

Abdioğlu, H., “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Kapsamında İç Denetimin Rolü: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt:10, Sayı:4, Aralık 2008.

Aktaş, R., “Muhasebe Standartları ve Yönetişim”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi Özel Sayısı: 1st International Accounting Conference on the Way to Convergence**, İstanbul, 3-5 Kasım 2004.

Almeida, H. V., D. Wolfenzon, “A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups”, **The Journal of Finance**, Volume: 61, No: 6, December 2006.

Aoki, M., “The Nature of The Japanese Firm as A Nexus of Employment and Financial Contracts: An Overview”, **Journal of the Japanese and International Economies**, Volume: 3, Issue: 4, December 1989.

Bauer, R., N. Guenster and R. Otten, “Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance”, **Journal of Asset Management**, Volume: 5, No: 2, 2004.

Bebchuk, L. A., R. H. Kraakman ve G. G. Triantis, “Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control From Cash Flow Rights”, Working Paper 6951, 1999.

Boubakri, N., J. C. Cosset and O. Guedhami, “Privatization, Corporate Governance and Economic Environment: Firm-Level Evidence from Asia”, **Pacific-Basin Finance Journal**, Volume: 12, Issue: 1, January 2004.

Canbaş, S., H. Doğanlı ve H. Düzakın, “Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi”, **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 13, Sayı: 2, 2004.

Cernat, L., “The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental, or Still the Century of Diversity?”, **Journal of European Public Policy**, 11:1, February 2004.

Chae, J., S. K., E. J. Lee, “How Corporate Governance Affects Payout Policy Under Agency Problems and External Financing Constraints”, **Journal of Banking and Finance**, Volume: 33, Issue: 11, 2009.

Chung, K. H., P. Wright and B. Kedia, “Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R&D Investments”, **Review of Financial Economics**, Volume: 12, Issue: 2, 2003.

Chung, K. H., S. W. Pruitt., “A Simple Approximation of Tobin’s Q”, **Financial Management**, Volume: 23, No: 3, 1994.

Claessens, S., S. Djankov and L. H. P. Lang, “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation”, **Journal of Financial Economics**, Volume: 58, Issues: 1-2, 2000.

Clarke, T., “The Stakeholder Corporation: A Business Philosophy for the Information Age”, **Long Range Planning**, Volume: 31, Issue: 2, 1998.

Clement, R. W., “The Lessons from Stakeholder Theory for U.S. Business Leaders”, **Business Horizons**, Volume: 48, Issue: 3, May-June 2005.

Coffee, J. C. “A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ”, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No:274, 2005.

Deakin S., S. J. Konzelmann, “Learning from Enron”, **Corporate Governance: An International Review**, Volume: 12, No: 2, April 2004.

Dietzenbacher, E., U. Temurshoev., “Ownership Relations in the Presence of Cross Shareholding”, **Journal of Economics**, Volume: 95, No: 3, 2008.

Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings”, **Journal of Financial Economics**, Volume: 83, Issue: 3, March 2007.

Easterbrook, F. H., “International Corporate Differences: Market or Law”, **Journal of Applied Corporate Finance**, Volume: 9, Issue: 4, 1996.

Eisenhardt, K. M., “Agency Theory: An Assessment and Review”, **Academy of Management Review**, Volume: 14, No: 1, 1989.

Ertuna, B., A. Tükel, “Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri”, **İMKB Dergisi**, Yıl:10, Sayı:40, Eylül 2008.

Fama, E. F., “Agency Problems and the Theory of the Firm”, **The Journal of Political Economy**, Volume: 88, No: 2, 1980.

Fama, E. F., M. C. Jensen., “Separation of Ownership and Control”, **Journal of Law and Economics**, Volume: 25, 1983.

Freeman, R. E., A. C. Wicks and B. Parmar, “Stakeholder Theory and The Corporate Objective Revisited”, **Organization Science**, Volume: 15, No: 3, May-June 2004.

Gompers, P. A., J. L. Ishii and A. Metrick, “Corporate Governance and Equity Prices”, **Quarterly Journal of Economics**, Volume: 118, No: 1, February 2003.

Gregory, H. J., “The Globalisation of Corporate Governance”, **Director’s Monthly**, 2001.

Gugler, K., B. Yurtoğlu, “Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany”, **European Economic Review**, Volume: 47, Issue: 4, August 2003.

Harshbarger, S., G. U. Jois, “Looking Back and Looking Forward: Sarbanes-Oxley and The Future of Corporate Governance”, **Akron Law Review**, Volume: 40, 2007.

Horasan, M., “Fiyat/Kazanç Oranının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: İMKB 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 23, Sayı: 1, 2009.

Jensen, M. C., W. H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, Volume: 3, No: 4, October 1976.

Jiraporn P., K. C. Gleason, “Capital Structure, Shareholder Rights and Corporate Governance”, **Journal of Financial Research**, Volume: 30, Issue: 1, 2007.

Kamar, E., P. Karaca Mandic, E. Talley, “Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis”, **Journal of Law Economics and Organization**, Volume: 25, 2009.

Kırlioğlu, H., N. Akyel, “Enron Sonrası Bağımsız Denetimde Yaşananlar”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 23, 2004.

Kirkpatrick, G., “The Revised OECD Principles of Corporate Governance Their Relevance to Non-OECD Countries”, **Corporate Governance: An International Review**, Volume: 13, No: 2, March 2005.

La Porta, R. F. L. Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny, “Legal Determinants of External Finance”, **Journal of Finance**, Volume: 52, No: 3 1997.

La Porta, R., F. L. Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, “Law and Finance”, **Journal of Political Economy**, Volume: 106, No: 6, December 1998.

Lang, L. H. P., R. M. Stulz and R.A. Walkling, “Managerial Performance, Tobin’s Q, and The Gains from Successful Tender Offers”, **Journal of Financial Economics**, Volume: 24, Issue: 1, 1989.

Lemmon M. L., K. V. Lins, “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis”, **The Journal of Finance**, Volume: 58, No: 4, 2003.

Luo, Y., “How Does Globalization Affect Corporate Governance and Accountability? A Perspective from MNEs”, **Journal of International Management**, Volume: 11, Issue: 1, March 2005.

McConnell, J. J. and H. Servaes, “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, **Journal of Financial Economics**, Volume: 27, Issue: 2, 1990.

Morck, R., A. Shleifer and R.W. Vishny, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, **Journal of Financial Economics**, Volume: 20, Issue:1-2, 1988.

Morck, R., B. Yeung, “Agency Problems in Large Family Business Groups”, **Entrepreneurship: Theory and Practice**, Volume: 27, Issue: 4, Summer 2003.

Perşembe, A., “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi”, **Dünya Gazetesi**, 25 Ağustos 2007.

Reaz, M., M. Hossain, “Corporate Governance around the World: An Investigation”, **The Journal of American Academy of Business**, Volume: 11, No: 2, Cambridge, 2007.

Renneboog, L., “Ownership, Managerial Control and The Governance of Companies Listed on The Brussels Stock Exchange”, **Journal of Banking and Finance**, Volume: 24, No: 12, 2000.

Sakarya, Ş., H. İ. ÖZMEN, “Türkiye’de Kurumsal Yönetim Sürecinin Gelişimi ve Balıkesir’deki İşletmeler Tarafından Algılanması Üzerine Bir Araştırma”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Yıl:8, Sayı:26, Ekim 2008.

Shleifer, A., F. L. Silanes and R. La Porta, “Corporate Ownership Around the World”, **The Journal of Finance**, Volume: 54, No: 22, 1999.

Shleifer, A., R. W. Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, **The Journal of Finance**, Volume: 52, No: 2, June 1997.

Silanes, F. L., A. Shleifer and R.W. Vishny, “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, **The Journal of Finance**, Volume: 55 Issue: 1, 2002.

Soydemir, S., S. Derin, “Türkiye’de Sermaye Piyasalarının Kısa Tarihi”, **Standard**, Yıl: 48, Sayı: 564, Mayıs 2009.

Varış, M., A. Küçükçolak, O. Erdoğan ve L. Özer, “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, **İMKB Dergisi**, Yıl:5, Sayı:19, Temmuz/Ağustos/Eylül 2001.

Vilanova, L., “Neither Shareholder nor Stakeholder Management: What Happens When Firms are Run for their Short-term Salient Stakeholder?”, **European Management Journal**, Volume: 25, No: 2, 2007.

Vitols, S., “Negotiated Shareholder Value: The German Version of an Anglo-American Practice”, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB) Markets and Political Economy, Working Paper No:SP 2, December 2003.

Witherell, B., “Corporate Governance and Responsibility: Foundations of Market Integrity”, **OECD Observer**, No: 234, October 2002.

Yörük, N., M. Coşkun ve M. S. Erdem, “Türk Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Bankaların Finansal Performansı Üzerine Etkilerinin Ölçülmesi”, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, Cilt I, TOBB ETÜ, Ankara, 13-14 Mayıs 2005.

YASAL DÜZENLEMELER

OECD, **The OECD Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing, 2004.

Oydan Yoksun Paylara İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete, Sayı, 27117, Seri: 1, No:136, 21 Ocak 2009.

Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Birikimli Oy Kullanımına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, Resmi Gazete, Sayı, 25323, Seri:4, No:31, 21 Aralık 2003.

Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, Resmi Gazete, Sayı:26241, Seri: 10, No: 22, 27 Temmuz 2006.

Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete, Sayı: 26850, Seri: 8, No: 51, 12 Temmuz 2007.

SPK, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, 2005.

RAPORLAR

Cadbury, A., **The Report on The Financial Aspects of Corporate Governance**, 1992.

Sandıkçıoğlu, A., **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara, 2005.

Şehirli, K., **Kurumsal Yönetim (Araştırma Raporu)**, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Sayı: 14-4/55-3, 1999.

The Institute of International Finance, “Corporate Governance in Turkey-An Investor Perspective”, **Task Force Report**, April 2005.

TÜSİAD, Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, (Yayın No:2/336), Aralık 2002.

Yalçiner, B., “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Kurumsal Yatırımcılar”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 2005.

TEZLER

Altan, O., **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Ulusal 30 Endeks Şirketlerinin Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Değerlendirilmesi**, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, 2007.

Altın, H. U., **Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim ve Türkiye Uygulaması**, Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006.

Doğan, M., **Kurumsal Yönetim ve Türkiye Uygulaması**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2005.

Kahraman, C., **Kurumsal Yönetim Anlayışının Özel Sermayeli Bankaların Yapısı ve İşleyişi Üzerine Etkileri**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2008.

Metiner, B., **Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulu Yapılanması**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

Öcal, H., **Ortaklık Yapısı ve Kar Dağıtım Politikası Bakımından Kurumsal Yönetim**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2005.

Özcan, S., **Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkelerinin Etkileri**, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2004.

Paslı, A., **Kurumsal Yönetim**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002.

Suyolcu, O. A., **Yönetişim Mekanizmalarının Kurumsal Açıklamalar ve Finansal Raporlamalar Üzerindeki Etkileri**, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2006.

Tuzcu, M. A., **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve İMKB-100 Örneği**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2003.

Uyar, S., **Denetim Komitesi ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul, 2004.

DİĞER KAYNAKLAR

Akbulak, Y., “Halka Açık Şirketlerde Birikimli Oy Kullanımı”, <http://www.legalisplatform.net/makale-detay.asp?ID=43>.

Aksu, M., A. Köseadağ, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi”, <http://cgft.sabanciuniv.edu.tr>, Nisan 2005.

Ararat, M., A. T. Çetin, “İMKB’de İşlem Gören Bankaların Kamuya Açıklama Yoğunlukları ve Yönetişim Özellikleri 2008”, <http://cgft.sabanciuniv.edu.tr>.

Ariffin, B. A. N., “Pyramidal Ownership Structure and Agency Problem: Theory and Evidence”, <http://www.econ.upm.edu.my>.

Attig, N., F. Klaus ve Y. Gadhoun, “On The Determinants of Pyramidal Ownership: Evidence on Dilution of Minority Interests”, EFA 2004 Maastricht Meetings Paper, No: 4592.

Holmén, M., P. Högfeldt, “Pyramidal Power”, <http://www.cepr.org>, 2004.

Kıyılar, M., M. Belen, “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, <http://archive.ismmmo.org.tr>.

Koçer, B., G. Karacar, G. Övünç, M.Erginay, B. Oba, Z. Gökakın, S. Atakan, Türk Yönetim Kültürü ve Kurumsal Yönetim: Karşılaştırmalı Sonuçlar, www.tkyd.org, 3 Aralık 2006.

OECD, Glossary of Key Terms in Evaluation and Results Based Management, 2002.

PricewaterhouseCoopers, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı: Geleceği Hazırlayan Bir Düzenleme, www.pwc.com.

SPK-İMKB, Kamuyu Aydınlatma Projesi, Tanıtım Kitapçığı, Ekim 2003.

Tekinalp, Ü., Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı, www.tkyd.com.

Türkiye’deki Sermaye Piyasalarının İtibarı ve İyi Kurumsal Yönetim, www.tkyd.org, Aralık 2005.

İNTERNET ADRESLERİ

<http://www.cepr.org>

<http://www.corpgov.net>

<http://www.doingbusiness.org>

<http://www.ecgi.org>

<http://www.ekodialog.com>

<http://www.fep.up.pt>

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

<http://www.fitchratings.com>

<http://www.iif.com>

<http://www.imkb.gov.tr>

<http://www.jcravasyarating.com>

<http://www.legalisplatform.net>

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

<http://www.moodys.com>

<http://www.nber.org>

<http://www.oecdobserver.org>

<http://www.pwc.com>

<http://www.riskmetrics.com>

<http://www.saharating.com>

<http://www.spk.gov.tr>

<http://www.ssrn.com>

<http://www.standardandpoors.com>

<http://www.tkyd.com>

<http://www.turkkredirating.com>

EKLER

Ek 1: Türkiye’de Sermaye Piyasalarının ve Kurumsal Yönetimin Kilometre Taşları

Türkiye’de Sermaye Piyasalarının ve Kurumsal Yönetimin Kilometre Taşları	
1981-Temmuz	Sermaye Piyasası Kanunu yasalaştı.
1985-Aralık	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası açıldı.
1989-Temmuz	Takas ve Saklama Merkezi kuruldu.
1992-Ocak	Takas ve Saklama Merkezi ayrı bir şirket haline dönüştürüldü.
1993-Temmuz	Sermaye piyasasında kamunun aydınlatılması amacıyla Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Tebliğ yayımlandı.
1995-Temmuz	İMKB Takas ve Saklama A.Ş. bankaya dönüştü.
	İstanbul Altın Borsası faaliyete geçti.
1997-Temmuz	İlk portföy yönetim şirketi faaliyete geçti.
1998-Şubat	İlk derecelendirme kuruluşu kuruldu.
2001-Eylül	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. kuruldu.
2002-Temmuz	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası kuruldu.
2002-Aralık	TÜSİAD “Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu” adlı çalışmayı yayımladı.
2003-Temmuz	Kurumsal yönetim ilkeleri yayımlandı.
2003-Kasım	SPK Muhasebe Standartları, Uluslararası Muhasebe Standartlarına uyumlu hale getirildi.
2003-Aralık	Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi ile ilgili düzenleme yayımlandı.
2004-Haziran	Kamuyu Aydınlatma Projesi testlerine başlandı.
2004-Aralık	SPK, İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uyum raporlarının faaliyet raporları içerisinde yer almasını ve internet sitelerinde uyum raporlarını içeren bir yatırımcı ilişkileri bölümü açılmasını zorunlu hale getirdi.
2005-Şubat	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. faaliyete başladı.
2005-Şubat	İMKB, kurumsal yönetim endeksi ile ilgili kuralları belirledi.
2005-Şubat	SPK, OECD kurumsal yönetim ilkelerinde oluşan değişikliklerin ardından Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde düzenlemeler yaptı.
2005-Kasım	Yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Meclis’e sunuldu.
2005-Kasım	Kurumsal yönetim ilkelerini içeren Bankacılık Kanunu BDDK tarafından yayımlandı.
2006-Haziran	SPK bağımsız denetim standartları ile ilgili düzenlemeleri hazırladı.
2007-Temmuz	SPK derecelendirme faaliyetlerine ve kuruluşlarına ilişkin tebliği güncelledi.
2007-Ağustos	İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlandı.
2009-Şubat	SPK, “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği”ni yayımladı.

Ek 2: Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar (14.05.2009 İtibariyle)

	Türkiye’de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
Kredi Derecelendirmesi	1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (1) 2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (2) http://www.jcravasyarating.com 3- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. (3) http://www.turkkredirating.com 4- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (4) http://www.saharating.com	1- Standards and Poor's Corp. http://www.standardandpoors.com 2- Moody's Investor Service Inc. http://www.moody.com 3- Fitch Ratings Ltd. http://www.fitchratings.com
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	1- TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. (3) http://www.turkkredirating.com 2- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (4) http://www.saharating.com	1- RiskMetrics Group Inc. http://www.riskmetrics.com

(1) Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
 Adres: İş Kuleleri Kule 2 Kat:4 80620 4.Levent / İSTANBUL
 Tel: 0 (212) 279 10 65

(2) JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.
 Adres: Nispetiye Cad. Firuze Sk. Ceylan Apt. No:1 D:8 Akatlar - Beşiktaş / İSTANBUL
 Tel: 0 (212) 352 56 73 - 74 - 79

(3) TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş.
 Adres: Kore Şehitleri Cad. Yonca Apt. A Blok No:1/12 Zincirlikuyu 34394 İSTANBUL
 Tel: 0 (212) 217 33 67 - 68 - 69

(4) Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
 Adres: Hacı Mansur Sok. Konak Apt. No:3/1 Nişantaşı 34363 Şişli / İSTANBUL
 Tel: 0 (212) 291 97 91; Faks: 0 (212) 291 97 92

Ek 3: Araştırma Kapsamında İMKB Ulusal 100 Endeksinde Yer Alan Şirketler

	ŞİRKET ADI		ŞİRKET ADI		ŞİRKET ADI
1	ADANA ÇİMENTO (A)	35	ECZACIBAŞI YATIRIM	69	PETKİM
2	ANADOLU EFES	36	EGE SERAMİK	70	PARK ELEK.MADENCİLİK
3	AFYON ÇİMENTO	37	ENKA İNŞAAT	71	PETROL OFİSİ
4	ATAKULE GMYO	38	EREĞLİ DEMİR CELİK	72	REYSAŞ LOJİSTİK
5	AKBANK	39	FORTIS BANK	73	SABANCI HOLDİNG
6	AKÇANSA	40	FORD OTOSAN	74	ADVANSAN SASA
7	AK ENERJİ	41	GARANTİ BANKASI	75	SELÇUK ECZA DEPOSU
8	AKSİGORTA	42	GLOBAL YAT. HOLDİNG	76	ŞİŞE CAM
9	AKSA	43	GOLDAS KUYUMCULUK	77	ŞEKERBANK
10	ALARKO HOLDİNG	44	GSD HOLDİNG	78	SİNPAŞ GMYO
11	ALBARAKA TÜRK	45	GÜBRE FABRİK.	79	TAT KONSERVE
12	ALKİM KİMYA	46	GÜNEŞ SİGORTA	80	TAV HAVALİMANLARI
13	ANEL TELEKOM	47	T. HALK BANKASI	81	TURKCELL
14	ANADOLU HAYAT EMEK.	48	HÜRRİYET GZT.	82	T.EKONOMİ BANK.
15	ANADOLU SİGORTA	49	İHLAS EV ALETLERİ	83	TEKSTİLBANK
16	ARÇELİK	50	İHLAS HOLDİNG	84	TEK-ART TURİZM
17	ASELSAN	51	İŞ BANKASI (C)	85	TÜRK HAVA YOLLARI
18	ASYA KATILIM BANKASI	52	İŞ FİN.KİR.	86	TEKFEN HOLDİNG
19	AYGAZ	53	İŞ GMYO	87	TOFAŞ OTO. FAB.
20	BAGFAŞ	54	İŞ Y. MEN. DEĞ.	88	TURCAS PETROL
21	BANVİT	55	İZMİR DEMİR ÇELİK	89	TRAKYA CAM
22	GRUNDİG ELEKTRONİK	56	KARSAN OTOMOTİV	90	T.S.K.B.
23	BİM MAĞAZALAR	57	KARTONSAN	91	TÜRK TELEKOM
24	BOSSA	58	KOÇ HOLDİNG	92	TÜPRAŞ
25	BOYNER MAĞAZACILIK	59	TESCO KİPA	93	ÜLKER BİSKÜVİ
26	COCA COLA İÇECEK	60	KOZA MADENCİLİK	94	VAKIFLAR BANKASI
27	ÇİMSA	61	KARDEMİR (D)	95	VESTEL BEYAZ EŞYA
28	DOĞAN GAZETECİLİK	62	MERKO GIDA	96	VESTEL
29	DOĞUŞ OTOMOTİV	63	MİGROS	97	YAZICILAR HOLDING
30	DOĞAN HOLDİNG	64	MARTI OTEL	98	YAPI VE KREDİ BANK.
31	DOĞAN YAYIN HOL.	65	NET HOLDİNG	99	YAPI KREDİ SİGORTA
32	DYO BOYA	66	NET TURİZM	100	ZORLU ENERJİ
33	ECZACIBAŞI İLAÇ	67	OTOKAR		
34	ECZACIBAŞI YAPI	68	PERA GMYO		

Ek 4: Araştırma Kapsamında İncelenen Kurumsal Yönetim Uyum Kriterleri

A. Pay Sahipleri

1. Şirkette “Pay Sahipleri İle İlişkiler Birimi” bulunmakta mıdır?
2. Şirket ile ilgili kamuya açıklanmamış, gizli ve ticari sır niteliğindeki bilgiler hariç olmak üzere, pay sahiplerinin şirket ile ilgili yazılı bilgi talepleri yanıtlanmakta mıdır?
3. Pay sahiplerinin özel denetçi tayini isteme hakkı esas sözleşmede yer almakta mıdır?
4. Genel kurul toplantı ilanı asgari 3 hafta önceden yapılmakta mıdır?
5. Genel kurul gündem maddeleri genel kurul toplantısından belirli bir süre öncesinde kamuya duyurulmakta mıdır?
6. Genel kurul toplantısından önce oy kullanma prosedürleri ilan edilip elektronik ortamda pay sahiplerinin bilgisine sunulmakta mıdır?
7. Genel kurul toplantı tutanakları şirketinize ait internet sitesinde her zaman erişilebilir nitelikte midir?
8. Oylama sonuçlarının kaydı tutularak ilgili raporlar pay sahiplerine yollanmakta mıdır?
9. Oy hakkında imtiyaz tanınmakta mıdır?
10. Yönetime aday gösterme imtiyazı bulunmakta mıdır?
11. Esas sözleşmede vekâleten oy hakkına yer verilmiş midir?
12. Esas sözleşmede birikimli oy kullanma yöntemine yer verilmekte midir?
13. Esas sözleşmede azınlık hakları ile ilgili bir düzenleme bulunmakta mıdır?
14. Eğer esas sözleşmede oy hakkı ile ilgili madde var ise her hangi bir pay sahibinin oy hakkı kaldırılmış mıdır? Oy hakkının özüne dokunulmuş mudur?
15. Yasal zorunluluklar haricinde şirket, kâr dağıtım politikası oluşturulmuş mudur?
16. Kâr dağıtımında imtiyazlı hisse uygulaması bulunmakta mıdır?
17. Şirketinizde kâr payı (temettü) avansı uygulaması bulunmakta mıdır?
18. Kâr payı dağıtımı zamanında yapılmakta mıdır?
19. Esas sözleşmede pay devri herhangi bir şarta tabi tutulmakta mıdır?
20. Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler ile yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahipleri, kendi adına şirketin faaliyet konusu kapsamında işlem yapmakta mıdır?

B. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

1. Şirkette kamunun aydınlatılmasından sorumlu ve imza yetkisine haiz iki yönetici bulunmakta mıdır?
2. Şirkette, özellikle kamuyu aydınlatma ile ilgili her türlü hususu gözetmek ve izlemek üzere görevlendirilmiş bir personel bulunmakta mıdır?
3. Şirkette, kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir "Bilgilendirme Politikası" oluşturularak kamuya açıklanmış mıdır?
4. Mevzuat ve düzenlemeler haricinde, genel kurulda görüşülecek konularla ilgili bilgi ve belgelerin neler olduğu hususu, şirketin bilgilendirme politikasında yer almakta mıdır?
5. Oluşturulan etik kuralları bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanmış mıdır?
6. Şirkete ait bir internet sitesi mevcut mudur?
7. Kamunun aydınlatılmasında, şirkete ait internet sitesi aktif olarak kullanılmakta mıdır?
8. Şirkete ait internet sitesinde yer alan bilgiler, yabancılarında yararlanması açısından İngilizce olarak da hazırlanmış mıdır?
9. İnternet sitenizde "Yatırımcı İlişkileri" bölümü yer almakta mıdır?
10. İnternet sitenizde aşağıda yer alan hususlardan hangileri yer almaktadır?
 - 10.1. Ticaret Sicil Bilgileri
 - 10.2. Ortaklık ve Yönetim Yapısı
 - 10.3. İmtiyazlı Paylar Hakkında Detaylı Bilgi
 - 10.4. Esas Sözleşmenin Son Hali
 - 10.5. Özel Durum Açıklamaları
 - 10.6. Yıllık Faaliyet Raporları
 - 10.7. Periyodik Mali Tablo ve Raporlar
 - 10.8. İzahnameler ve Halka Arz Sirkülerleri
 - 10.9. Genel Kurul Toplantılarının Gündemleri
 - 10.10. Genel Kurul Hazirun Cetveli
 - 10.11. Genel Kurul Toplantı Tutanakları
 - 10.12. Vekâleten Oy Kullanma Formu
 - 10.13. Sıkça Sorulan Sorular

11. Faaliyet Raporunuzda aşağıda yer alan hususlardan hangileri yer almaktadır?
 - 11.1. Şirketin Faaliyet Konusu
 - 11.2. Sektör Hakkında Bilgi ve Şirketin Sektör İçindeki Yeri
 - 11.3. Finansal Duruma ve Faaliyet Sonuçlarına İlişkin Yönetimin Analiz ve Değerlendirmesi
 - 11.4. İç Kontrol sistemi İle Bu sistemin Sağlıklı Olarak İşleyip İşlemediğine İlişkin Yönetim Kurulu Beyanı
 - 11.5. Bağımsız Denetim Kuruluşunun Şirketin İç Kontrol Sistemi İle İlgili Görüşü
 - 11.6. Faaliyetlerle İlgili Öngörülebilir Risklere İlişkin Detaylı Açıklama
 - 11.7. Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticilerin Özgeçmişleri, Görev ve Sorumlulukları
 - 11.8. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Bağımsızlık Beyanı
 - 11.9. Organizasyon, Sermaye, Ortaklık Yapısı ve Yönetim Yapısı Değişiklikleri
 - 11.10. Kâr Dağıtım Politikası, Kâr Dağıtılmayacaksa Gerekçesi
 - 11.11. Satışlar, Verimlilik, Piyasa Payı, Kârlılık, Borç/Öz Kaynak Oranı
 - 11.12. İstatistikî Bilgiler ve Grafikler
12. Faaliyet raporunuzda kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığı bilgisi yer almakta mıdır?
13. Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgiye ulaşabilecek konumdaki yöneticilerin ve hizmet aldığı diğer kişi veya kurumların listesi hazırlanarak kamuya duyurulmakta mıdır?

C. Menfaat Sahipleri

1. Şirketin personel alımına ilişkin kriterleri yazılı olarak belirlenmiş midir?
2. Esas sözleşmede, yönetim kurulu toplantılarının kamuya açık yapılabileceği hususu yer almakta mıdır?
3. Çalışanlar, yönetim kurulu toplantılarında temsilci bulundurabilmekte midir?
4. Çalışanlarınız şirket faaliyetleri hakkında ne sıklıkla bilgilendirilmektedir?
5. Müşteri taleplerini karşılamada bir gecikme olduğunda, müşteriler derhal bilgilendirilmekte midir?
6. Şirketinizde üretilen mal ve hizmetlerde kalite standartlarına uyulmakta mıdır?
7. Kurumsal Yönetim Uyum Beyanında, ticari sır kapsamında müşteri ve tedarikçiler ile ilgili bilgilerin gizliliğine özen gösterileceğine dair bir beyan bulunmakta mıdır?
8. Şirket Yönetim Kurulu tarafından "Etik Kuralları" oluşturulmuş mudur?
9. Şirketin sosyal sorumluluk konusunda kamuya açıklanmış bir politikası bulunmakta mıdır?
10. Yıllık faaliyet raporlarında, mali raporların dışında sosyal sorumluluklarınız ve uygulamalarınız hakkında ek açıklamalara yer vermekte misiniz?
11. Şirketin insan kaynakları politikası bulunmakta mıdır?
12. Şirket, spor, sanat ve eğitime yönelik faaliyetleri desteklemekte midir?
13. Şirket müşterileri üst yönetimde temsilci bulundurabilmekte midir?

D. Yönetim Kurulu

1. Yönetim Kurulu şirketin vizyonunu ve misyonunu belirleyerek kamuya açıklamış mıdır?
2. Yönetim Kurulu, pay sahipleri ve menfaat sahiplerini etkileyebilecek olan şirketin karşı karşıya kalabileceği risklerin etkilerini en aza indirebilecek bir risk yönetim ve iç kontrol mekanizması oluşturmuş mudur?
3. Yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin yetki ve sorumlulukları açık ve anlaşılır bir biçimde Esas Sözleşmede veya Faaliyet Raporunda yer almakta mıdır?
4. Yönetim kurulu üyelerinin, şirket dışında baka bir görev almaları sınırlandırılmış mıdır?
5. Yönetim kurulu üyelerine ağırlıklı oy hakkı veya olumlu/olumsuz veto hakkı tanınmakta mıdır?
6. Yönetim kurulu toplantı ve karar nisabına esas sözleşmede yer verilmekte midir?
7. Yönetim kurulu toplantıları ile ilgili dokümanın düzenli bir şekilde tutulması amacıyla yönetim kurulu başkanına bağlı bir sekreteryaya bulunmakta mıdır?
8. Yönetim kurulu üyeliğine seçilecek kişide bulunması gereken nitelikler esas sözleşmede yer almakta mıdır?
9. Yönetim kurulu başkanı icrada görev almakta mıdır? Yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlası icrada görev almakta mıdır?
10. Yönetim kurulunun sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşmakta mıdır?
11. Yönetim kurulu üyelerine verilecek ücret Genel Kurul tarafından mı belirlenmektedir?
12. Şirket son yıl herhangi bir yönetim kurulu üyesi ya da yöneticiye borç vermiş veya kredi kullandırmış mıdır?
13. Şirkette, finansal ve operasyonel faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde gözetilmelerini temin etmek için denetimden sorumlu bir komite bulunmakta mıdır?
14. Şirkette, şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu izlemek, bu konuda iyileştirme çabalarında bulunmak ve yönetim kuruluna öneriler sunmak üzere kurumsal yönetim komitesi bulunmakta mıdır?
15. Bu komitelerin başkanları bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından mı seçilmiştir?