



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

**YÜKSEK
LİSANS
TEZİ**

**KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA
DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ:
BİST'TE BİR UYGULAMA**

KANSU ÖZÇELİK

İŞLETME ANABİLİM DALI

TEMMUZ 2018



**KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST’TE
BİR UYGULAMA**

Kansu ÖZÇELİK

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

TEMMUZ 2018

Kansu ÖZÇELİK tarafından hazırlanan “KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST’TE BİR UYGULAMA” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ / OY ÇOKLUĞU ile Gazi Üniversitesi İşletme Anabilim Dalında İşletme Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

İşletme Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

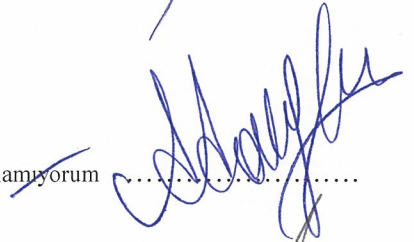
Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Başkan : Doç. Dr. Adalet HAZAR

İşletme Anabilim Dalı, Başkent Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Üye : Doç. Dr. Emine Ebru AKSOY

İşletme Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum/onaylamıyorum



Tez Savunma Tarihi: 31/07/2018

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.



Prof. Dr. Saliha AĞAÇ

Enstitü Müdürü

ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.


Kansu ÖZÇELİK
31.07.2018

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİ: BİST’TE BİR UYGULAMA

(Yüksek Lisans Tezi)

Kansu ÖZÇELİK

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TEMmuz 2018

ÖZET

Bu araştırmada, Borsa İstanbul sektör endekslerinde işlem gören ve aynı zamanda kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senedi getirilerinin, sektörel bazda bir ayrışma yaratıp yaratmadığı istatistiksel olarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu araştırmada, öncelikle kurumsal yönetim anlayışına yönelik genel çerçeve ortaya konmuştur. Araştırmanın amacına ulaşmak için, 2011 ile 2015 yılları arasında sektör endekslerinde işlem gören ve kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar belirlenmiştir. Firmaların her ayın son işlem günü hisse senedi kapanış fiyatları üzerinden logaritmik getirileri hesaplanmıştır. Her bir sektör endeksinde, firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olma durumu kategorik değişkeni ile iki bağımsız örneklem grubu oluşturulmuştur. Elde edilen iki örneklem grubunun logaritmik getirileri hakkında genel bilgi sağlama için öncelikle tanımlayıcı istatistikler verilmiştir. Araştırmanın hipotezlerini test etmek için, non-parametrik iki bağımsız örneklem için uygun Mann-Whitney U-Testi uygulanmıştır. Veriler SPSS 24.0 paket programı aracılığı ile çözümlenmiştir. Yapılan analizlerin sonucunda sadece Borsa İstanbul Teknoloji Endeksi (XUTEK)’nde 2013 yılında, %5 anlamlılık düzeyinde sektörel bazda istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir.

Bilim Kodu : 114706
Anahtar Kelimeler : Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu, Sektör Endeksleri, Hisse Senedi Getirileri, Firma Değeri
Sayfa Adedi : 107
Tez Danışmanı : Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM VALUE: AN
APPLICATION IN BIST

(M.S. Thesis)

Kansu ÖZÇELİK

GAZİ UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
JULY 2018

ABSTRACT

In this research, it has been tried to determine statistically whether stocks of companies that have been traded in BIST sector indices and which also have a corporate governance rating score and companies that do not have notes have created a sectoral difference. First of all, a general framework for understanding corporate governance has been put forward. In order to achieve the purpose of the study, between 2011 and 2015, companies that are traded in sector indices and who have or do not have a corporate governance rating score have been identified. Logarithmic returns are calculated on stock closing prices of the companies on the last trading day of each month. In each sector index, two independent sample groups were established with the categorical variable in the status of companies having a corporate governance rating score. Initially, descriptive statistics are given to provide general information about the logarithmic returns of the two sample groups. To test the hypothesis of the study, Mann-Whitney U-Test was applied for non-parametric two independent samples. The data was resolved through the SPSS 24.0 package program. As a result of the analyzes made, only the BIST Technology Index (XUTEK) was found to have a statistically significant difference at the level of 5% significance on sectoral basis in 2013.

Science Code : 114706
Key Words : Corporate Governance, Corporate Governance Rating Score, Sector Indices, Stock Returns, Firm Value
Page Number : 107
Supervisor : Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

TEŞEKKÜR

Bu çalışma boyunca bilgi birikimi ile bana yardımcı olan tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN'a teşekkür ederim.

Hayatımın kaynağı, arkamdaki ulu dağ, biricik Anneme ve biricik Abime bana inandıkları ve destekledikleri için sonsuz teşekkür ediyorum. İyi ki varsınız, canım ailem.

Ufuk Üniversitesi İşletme Bölümü'nde beraber çalıştığımız değerli arkadaşım Gülay Taltekin Güzel'e, tez çalışmamdaki verilere ulaşmamı kolaylaştıran ofis arkadaşım Kağan Karademir'e, diğer bölümlerdeki araştırma görevlisi arkadaşlarım Ozan Mutlu'ya, Yıldız Uzun'a ve tüm kıymetli hocalarıma, anlayışları ve yardımları için teşekkür ediyorum.

Orta Doğu Teknik Üniversitesi Uluslararası İlişkiler Bölümü hocalarıma ve arkadaşlarıma anlayışları için teşekkür ediyorum.

Lisansüstü eğitimimde, bir öğrenci olarak bana verdikleri değer ve akademik destek için Gazi Üniversitesi İşletme Ana Bilim Dalı hocalarıma ve Gazi Üniversitesi ailesine teşekkür ediyorum.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR.....	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	x
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	xiii
1. GİRİŞ.....	1
2. KURUMSAL YÖNETİM: GENEL ÇERÇEVE VE DÜNYA UYGULAMALARI.....	3
2.1. Kurumsal Yönetim Kavramı ve Tanımı.....	3
2.2. Kurumsal Yönetimin Önemi ve Amacı.....	7
2.3. Kurumsal Yönetimin Teorik Altyapısı.....	13
2.3.1. Vekalet (agency) teorisi.	13
2.3.2. Paydaş (stakeholder) teorisi.	17
2.3.3. Temsil (stewardship) teorisi.....	19
2.4. Kurumsal Yönetimin Gelişimi ve Gelişmesinde Etkili Olan Faktörler	20
2.5. Kurumsal Yönetimin Temelini Oluşturan İlkeler	25
2.5.1. Adillik ilkesi.....	25
2.5.2. Şeffaflık ilkesi	26
2.5.3. Hesap verebilirlik ilkesi	28
2.5.4. Sorumluluk ilkesi	29
2.6. Dünyada Kurumsal Yönetim ve Uygulama Modelleri	30
2.6.1. Cadbury Komitesi Raporu ve İngiltere’de kurumsal yönetim.....	33

2.6.2. Sarbanes-Oxley Yasası ve ABD’de kurumsal yönetim.	34
2.6.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Avrupa’da kurumsal yönetim.....	36
3. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA DEĞERİ.....	43
3.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim	43
3.2. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri	44
3.2.1. Pay sahipleri.....	45
3.2.2. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık	46
3.2.3. Menfaat sahipleri.....	47
3.2.4. Yönetim kurulu	48
3.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi.....	52
3.4. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi	56
3.5. Firma Değeri ve Kurumsal Yönetim.....	57
3.5.1 Literatür Taraması.....	57
4. KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİ BELİRLEMeye YÖNELİK BİST SEKTÖR ENDEKSLERİNDE BİR ÇALIŞMA	67
4.1. Araştırmanın Amacı Ve Hipotezi.....	67
4.2. Araştırmanın Veri Seti	68
4.3. Araştırmanın Yöntemi.....	80
4.4. Verilerin Analizi	81
4.4.1. BİST Gıda, İçecek Endeksi (XGIDA)’nin analizi	82
4.4.2. BİST Banka Endeksi (XBANKA)’nin analizi	83
4.4.3. BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMYA)’nin analizi	84
4.4.4. BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi (XGMYO)’nin analizi....	86
4.4.5. BİST Metal Eşya, Makine Endeksi (XMESY)’nin analizi	87

Sayfa

4.4.6. BİST Teknoloji Endeksi (XUTEK)'nin analizi	89
4.4.7. BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi (XFINK)'nin analizi	91
4.4.8. BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi (XKAGT)'nin analizi	92
4.4.9. BİST Ticaret Endeksi (XTCRT)'nin analizi	94
4.4.10. BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi (XYORT)'nin analizi	95
5. SONUÇ VE ÖNERİLER	97
KAYNAKLAR	100
ÖZGEÇMİŞ	107

ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.1. Şirket Paydaşları	18
Çizelge 2.2. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	20
Çizelge 2.3. Anglo-Sakson Modeli ve Kıta Avrupası Modeli	31
Çizelge 3.1. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Hesaplaması.....	54
Çizelge 3.2. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı.....	55
Çizelge 4.1. Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları, Duyuru Tarihleri ve Dahil Oldukları Sektör Endeksleri	69
Çizelge 4.2. 2011-2015 Yılları Arasında Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip Firmaların Ticari Unvanları	71
Çizelge 4.3. 2011-2015 Yılları Arasında Firmaların Dahil Oldukları Sektör Endekslerinin İsimleri	71
Çizelge 4.4. BİST Gıda, İçecek Endeksi'ne (XGIDA) Dahil Firmalar	72
Çizelge 4.5. BİST Gıda, İçecek Endeksi'ne (XGIDA) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları	73
Çizelge 4.6. BİST Banka Endeksi'ne (XBANKA) Dahil Firmalar	73
Çizelge 4.7. BİST Banka Endeksi'ne (XBANKA) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları	74
Çizelge 4.8. BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'ne (XKMYA) Dahil Firmalar	74
Çizelge 4.9. BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'ne (XKMYA) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları	74
Çizelge 4.10. BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi'ne (XGMYO) Dahil Firmalar	75
Çizelge 4.11. BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi'ne (XGMYO) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları.....	75
Çizelge 4.12. BİST Metal Eşya, Makine Endeksi'ne (XMESY) Dahil Firmalar	76
Çizelge 4.13. BİST Metal Eşya, Makine Endeksi'ne (XMESY) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları	76

Çizelge	Sayfa
Çizelge 4.14. BİST Teknoloji Endeksi'ne (XUTEK) Dahil Firmalar	77
Çizelge 4.15. BİST Teknoloji Endeksi'ne (XUTEK) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları	77
Çizelge 4.16. BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi'ne (XFINK) Dahil Firmalar	77
Çizelge 4.17. BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi'ne (XFINK) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları.....	78
Çizelge 4.18. BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi'ne (XKAGT) Dahil Firmalar	78
Çizelge 4.19. BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi'ne (XKAGT) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları	78
Çizelge 4.20. BİST Ticaret Endeksi (XTCRT) Dahil Firmalar	79
Çizelge 4.21'de BİST Ticaret Endeksi'ne (XTCRT) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları	79
Çizelge 4.22. BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi'ne (XYORT) Dahil Firmalar	79
Çizelge 4.23. BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi'ne (XYORT) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları.....	80
Çizelge 4.24. XGIDA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	82
Çizelge 4.25. XGIDA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	83
Çizelge 4.26. XBANK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	83
Çizelge 4.27. XBANK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	84
Çizelge 4.28. XKMYA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	85
Çizelge 4.29. XKMYA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	85

Çizelge	Sayfa
Çizelge 4.30. XGMYO Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	86
Çizelge 4.31. XGMYO Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	87
Çizelge 4.32. MESY Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	88
Çizelge 4.33. XMESY Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	88
Çizelge 4.34. XUTEK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	89
Çizelge 4.35. XUTEK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	89
Çizelge 4.36. XFINK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	91
Çizelge 4.37. XFINK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	92
Çizelge 4.38. XKAGT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	93
Çizelge 4.39. XKAGT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	93
Çizelge 4.40. XTCRT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	94
Çizelge 4.41. XTCRT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	94
Çizelge 4.42. XYORT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler	95
Çizelge 4.43. XYORT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri.....	96

SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Kısaltmalar	Açıklamalar
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BİST	Borsa İstanbul
IMF	Uluslararası Para Fonu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KYİ	Kurumsal Yönetim İlkeleri
KYN	Kurumsal Yönetim Notu
LSE	Londra Kıymetler Borsası
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TKYD	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TMSK	Türk Muhasebe Standartları Kurulu
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
WB	Dünya Bankası
XBANKA	Banka Endeksi
XFINK	Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi
XGIDA	Gıda, İçecek Endeksi
XGMYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi
XHOLD	Holding Ve Yatırım Endeksi
XILTM	İletişim Endeksi
XINSA	İnşaat Endeksi
XKAGT	Orman, Kağıt, Basım Endeksi
XKMYA	Kimya, Petrol, Plastik Endeksi

XKURY	Kurumsal Yönetim Endeksi
XMADN	Madencilik Endeksi
XMANA	Metal Ana Endeksi
XMESY	Metal Eşya, Makine Endeksi
XSGRT	Sigorta Endeksi
XTAST	Taş, Toprak Endeksi
XTCRT	Ticaret Endeksi
XTEKS	Tekstil, Deri Endeksi
XULAS	Ulaştırma Endeksi
XUMAL	Mali Endeksi
XUTEK	Teknoloji Endeksi
XYORT	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi

1. GİRİŞ

Küreselleşme ve teknolojinin yaygın kullanımı ile birlikte ekonomilerin birbirine entegre hale gelmeleri, gelişmiş ülkelerin ekonomilerinde meydana gelen yeniliklerin kısa bir süre içerisinde diğer gelişmekte olan ülkelerin gündemine taşınmasına yardımcı olmaktadır. Ülkelerin sermaye piyasalarının gelişimine paralel olarak işletmelerin sahiplik yapısında meydana gelen değişimler, işletme yönetiminin daha adil, daha şeffaf, daha hesap verebilir ve daha sorumlu hale gelmesini zorunlu hale getirmektedir.

Kurumsal yönetim, son yıllarda işletmecilik disipliniinde ulusal ve uluslararası mecrada detaylı olarak tartışılan konuların başında gelmektedir. Ortaya çıkan bu yeni tartışmaların esas nedeni, işletme yönetiminin işletmenin iç ve dış çevresinde yer alan paydaşların (pay sahipleri, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, rakipler, potansiyel yatırımcılar, kredi veren kurumlar, sendikalar, devlet ve toplum) çıkarlarını görmezden gelerek hareket etmelerinden veya kötüye kullanmalarından kaynaklanmaktadır.

Küreselleşme ile birlikte ortaya çıkan yoğun rekabet ortamında işletme yönetimleri geleneksel işletmecilik anlayışının temelini oluşturan maliyet minimizasyonu ile kar maksimizasyonu amaçlarına odaklanmış, işletmeyi yatırımcılar için rakiplerine göre tercih edilebilir kılmak amacıyla yasadışı ve doğru olmayan yöntemlere ve hileli işlemlere girişerek muhasebe skandallarının yaşanmasına sebep olmuştur. Bu noktada kurumsal yönetim, halka açık şirketlere ve piyasaya olan yatırımcı güvenini yeniden tesis etmeyi, şirketlerin rekabet üstünlüklerini kaybetmeden faaliyetlerini düzenlemeyi, paydaşlar arasında meydana gelebilecek çıkar çatışmalarının uzlaşılı yoluyla çözülmesini, iç ve dış paydaşlar ile ilişkileri geliştirmeyi, amaçlayarak ortaya çıkmıştır.

Kurumsal yönetim yaklaşımı, diğer taraftan stratejik hedefler belirleyerek çalışanların verimliliğini artırmayı, iç ve dış denetleme mekanizmaları oluşturarak operasyonel riskleri en aza indirerek uzun vadede şirketin değerini artırmayı amaç edinen modern bir yönetim anlayışıdır.

Bu çalışmanın amacı; Borsa İstanbul (BİST) Sektör Endekslerinde işlem gören ve aynı zamanda kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar ile kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmayan firmaların dahil oldukları sektör içerisinde piyasa

değerleri bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olup olmadığının analiz edilmesidir. Şu ana dek ülkemizde, firmaların kurumsal yönetim ilkelerine (KYİ) uyumlarının tespiti ile ortaya çıkan kurumsal yönetim derecelendirme notlarına sahip olmalarının borsadaki sektör endekslerinde yer alan firmalarda pozitif bir ayrışma yaratıp yaratmadığı konusunda bir araştırma yapılmamıştır. Bu bakımdan çalışmanın literatüre katkı yapacağı düşünülmektedir.

Ülkemizde Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından açıklanan KYİ ilk yayımlandığı 2003 yılından itibaren hem uygulamacıların hem de araştırmacıların dikkatini çekmiş ve seneler içerisinde konu farklı disiplinler tarafından yıllar boyunca tartışılmalıdır. İlkelerin uygulanması ve mevzuatın daha açık bir şekilde anlaşılması için kitaplar yazılmış, konu üzerinde araştırmacılar tarafından makaleler ve tezler yazılmıştır. Özellikle, ilkelere uyumun şirket değeri ve finansal performansı üzerindeki etkileri farklı araştırma yöntemleri kullanılarak incelenmiştir.

Çalışmanın takip eden bölümünde; kurumsal yönetimin ne olduğu, hangi teorileri kapsadığı, gelişimi ve temel ilkeleri, dünyadaki uygulama modelleri detaylı olarak işlenecektir. Çalışmanın üçüncü bölümünde; kurumsal yönetimin ülkemizdeki durumu, SPK'nın yayınladığı KYİ, kurumsal yönetimin derecelendirilmesi, kurumsal yönetim endeksi hakkında genel yapı ve firma değeri ile ilgili literatür taraması verilecektir. Çalışmanın dördüncü bölümünde; araştırmanın amacı, hipotezi, veri seti ve yöntemi açıklanarak verilerin analizi yapılacaktır. Çalışmanın beşinci bölümünde ise; sonuç ve öneriler verilerek çalışma sonlandırılacaktır.

2. KURUMSAL YÖNETİM: GENEL ÇERÇEVE VE DÜNYA UYGULAMALARI

2.1. Kurumsal Yönetim Kavramı ve Tanımı

Kurumsal yönetim (corporate governance), 1980'lerin sonlarından itibaren günümüze kadar yaygınlığını sürekli artıran bir kavramdır. Süreç içerisinde kurumsal yönetim kavramı, gerek teorisyenler (akademisyenler) gerekse uygulamacılar (işletme yöneticileri) ve gerekse de aracı kuruluşlar (düzenleyiciler ve denetleyiciler) tarafından zaman içerisinde geliştirilmiş ve geliştirilmeye devam edilmektedir. Türkiye'de ise kurumsal yönetim kavramı, özellikle 2001 krizinden sonra önem kazanmaya başlamış ve üzerinde fazlasıyla durulan bir kavram haline gelmiştir. İngilizce literatürde *corporate governance* olarak adlandırılan kavramın 2000'li yılların başında *şirket yönetişi*, *kurumsal yönetişim* veya *kurumsal yönetim* olarak kullanıldığı görülmektedir. 2003 yılı Temmuz ayında, SPK tarafından tebliğ edilen KYİ'nde açıkça *kurumsal yönetim* kavramının kullanılması ve daha sonrasında TKYD'nin kurulması, mevcut kavram karmaşıklığını ortadan kaldırmış ve tüm kesimler tarafından *kurumsal yönetim* kavramı kabul edilmiştir. Böylelikle, takiben yapılan idari, hukuki, ekonomik ve akademik çalışmaların büyük çoğunluğunda kurumsal yönetim kavramı kullanılmaya başlanmıştır.

Kurumsal yönetim kavramının Dünya'da veya Türkiye'de tüm kesimler tarafından genel olarak kabul edilen tek bir tanımı henüz mevcut değildir. Bununla beraber, kurumsal yönetim kavramı ile ilgili olan pek çok kurum ve uzman kişi tarafından kendi önceliklerini dikkate aldıkları çok sayıda tanım bulunmaktadır. Tanım çeşitliliğinin bu kadar çok olmasının temel nedenini; kurumsal yönetim kavramının başta hissedarlar, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve çalışanlar olmak üzere, potansiyel yatırımcılar ve derecelendirme kuruluşları gibi çok sayıdaki çıkar grubunu (stakeholders) dolaylı ya da dolaysız olarak ilgilendirmesi şeklinde açıklamak mümkündür (Öztürk ve Demirgüneş, 2005). Çünkü, kurumsal yönetim yaklaşımı, işletmelerin faaliyetlerinde etkinliğin sağlanması, kar elde edilmesi ve elde edilen karın dağıtılması süreçlerinin oluşturduğu geleneksel işletmecilik anlayışının ötesinde aynı zamanda ortakların ve diğer tüm paydaşların haklarının korunmasını ve tüm menfaat sahiplerinin birbirleriyle olan ilişkilerinin düzenlenmesini hedef alan modern bir yönetim anlayışıdır.

Kurumsal yönetimin ne olduğuna ve ne olması gerektiğine dair yapılan tanımlamaların ilki kabul edilen (daha sonraki bölümlerde ayrıntılı olarak değinilecek olan) ve İngiltere’de kurulan ve başkanının Sir Adrian Cudbury olduğu Cudbury Komitesi’nin hazırladığı Cudbury Raporu (1992) olarak adlandırılan çalışmada yapılmıştır. Bu raporda, kurumsal yönetim *şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği sistem* olarak tanımlanmıştır.

Kurumsal yönetim kavramının gelişmesinde öncü çalışmalar yapan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır: Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi içermektedir. Kurumsal yönetim şirkette bulunan yönetim kurulu, yöneticiler, menfaat sahipleri, pay sahipleri gibi gruplar arasında sorumluluk ve hak dağıtımını belirlemekte ve şirketin hedefleri için karar alma mekanizmaları ile ilgili kurallar ve prosedürler belirlemektedir. Ayrıca kurumsal yönetim şirketin hedeflerinin nasıl belirleneceğini ve bu belirlenen hedeflere nasıl ulaşılacağını belirlemektedir (OECD, 1999).

Kurumsal yönetim en geniş anlamıyla, insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetim mekanizmasının nasıl düzenlenmesi gerektiğidir. Çok sayıda araştırmacı ve kurum, kurumsal yönetim için farklı yaklaşımlarla farklı dönemlerde tanımlamalarda bulunmuştur.

Schleifer ve Vishni’e göre (1997) kurumsal yönetim; şirketlere finansman sağlayıcıların yatırımlarına yeterli bir getiri elde etmelerini güvence altına alma yollarının tümü şeklinde tanımlanmaktadır. İlgili tanımda, yatırımcı güveninin önemine vurgu yapılmakla birlikte, bu güven ortamının sağlayıcısı olarak kurumsal yönetim mekanizmaları gösterilmektedir. Başka bir deyişle, tasarruflarını hisse senedi piyasasında değerlendirerek getiri elde etmeyi amaçlayan yatırımcıların ihtiyaç duyduğu güven duygusunun oluşturulması, kurumsal yönetimin temel amacı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Sonuçta, yatırımcılar sermayelerini iyi yatırımlara aktarılacağı beklentisi ile şirket yönetiminin kontrolüne bırakmaktadır. Şirket yönetimine tahsis edilen sermayenin çalınmaması veya kötü yatırımlara aktarılmaması için yöneticilerin kontrol edilmesi yaklaşımı, bir bakıma şirkete finansman sağlayıcıların yatırımlarını güvence altına alınması ile ilgilidir. Söz konusu yaklaşım ile kurumsal yönetim, yatırımcıların lehine olan faydaları beraberinde getirmektedir.

Kurumsal yönetim kavramını kazanılan faydalar açısından farklı bir perspektifle değerlendiren Dennis ve McConell'e göre (2003), kurumsal yönetim; genellikle kendi menfaatlerini ön planda tutan firma yöneticilerinin, bu tür yaklaşımlardan kaçınarak, firmanın sahipleri, yani hissedarlar için firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk eden hem kurumsal, hem de piyasa temelli mekanizmalar kümesidir.

Maw, Lane ve Craig-Cooper'a göre (1994) kurumsal yönetim; şirketçe hissedarlarının, çalışanlarının ve müşterilerinin yararları amacıyla ve ülke ve ülke ekonomisinin yaşaması için takip edilmesi gereken bir öge, bir unsur veya bir rejimdir.

Ira Millstein tarafından geliştirilmiş ve yaygın olarak kabul gören bir tanımda, kurumsal yönetim şirket amaçlarının belirlenmesine yönelik düzenlemeler bağlamında açıklanmaktadır. Buna göre kurumsal yönetim; bir şirketin, hak sahipleri ve kamuoyunun menfaatlerine zarar vermeyecek şekilde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve bu sayede de hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasını mümkün kılan kanun, yönetmelik ve ilgili gönüllü özel sektör uygulamalarının bileşimidir. Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetim uygulamaları şirketlerin;

- Sermayeyi ve insan kaynaklarını cezbetmesine,
- Etkin performans göstermesine,
- Hedeflerine ulaşmasına,
- Hukuki zorunlulukları ve toplumsal beklentileri yerine getirmesine yönelik, yasa, düzenleme ve gönüllü özel sektör uygulamalarını kapsamaktadır (TKYD ve Deloitte, 2006).

Garay ve Gonzales (2008) kurumsal yönetimi; yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri, çoğunluk hissedarları gibi şirket içindekiler ve azınlık hissedarları ve borç verenler gibi şirket dışındakilerin aralarında oluşabilecek potansiyel çıkar çatışmalarını dengelemek için kullanılan içsel ve dışsal mekanizmalar kümesi olarak nitelendirmektedir.

Modern şirket yönetiminin temel amacı hissedarlarına değer yaratmaktır. Söz konusu değer yaratımında kurumsal yönetim anlayışının, son dönemlerde oldukça popüler ve etkili olduğu görülmekle beraber şirket yönetimlerince uygulanmaya çalışılmaktadır. Şirket yönetiminin şirket faaliyetlerini yerine getirirken etkinlik ve verimlilik ilkelerinden hareket etmesi,

alacakları kararları bu ilkelere göre alması, yasal düzenlemelere bağılı kalınması, şirket ortaklarının şirket faaliyetlerine katılımlarını sağlamak amacıyla gerekli sistemleri kurması, şirket çalışanlarının ve müşterilerinin şirket işlevleri konularında denetleyici olabilmesinin sağlanması amacıyla gerekli prosedürlerin oluşturulması ve şirketle ilişkili taraflara açık bir yönetim anlayışına sahip olunması yaklaşımlarını kapsamaktadır (Akın ve Aslanoğlu, 2007).

Diğer bir ifadeyle kurumsal yönetim; daha iyi faaliyet yönetimi, daha iyi piyasa değeri ve daha fazla geri dönüşüm ile yakından ilişkili olmakla birlikte aynı zamanda işletmenin performansını da olumlu yönde etkilemektedir (Drobetz ve diğerleri, 2003).

Kurumsal yönetim kavramını, yönetim fonksiyonu açısından değerlendiren bir tanıma göre; kurumsal yönetim, belli amaçlara ulaşmak amacıyla yapılan planlama, örgütleme, yürütme, koordinasyon ve kontrol faaliyetlerinin yerine getirilmesini ifade ederken, kurumsal yönetim bütün bu faaliyetlerin yerine getirilmesinde menfaat gruplarının çıkarlarının, örgütsel amaçlara ne şekilde yansıtılacağı ve ne şekilde tatmin edileceği ile de ilgilenmektedir. Görüldüğü gibi kurumsal yönetim, yönetim fonksiyonlarını da içeren ancak bununla sınırlı olmayan bir çatı kavramdır (TKYD ve Deloitte, 2006).

Kurumsal yönetim kavramını yönetim perspektifiyle ele alan Hayri ve Mirze' ye göre (2004) kurumsal yönetim; işletmenin stratejik yönetimi ile görevli ve sorumlu üst yönetimin (söz sahipleri veya vekiller), görevlerini ve sorumluluklarını yerine getirirken, işletme üzerinde kendilerini belirli nedenlerle hak sahibi olarak gören pay sahipleri (vekalet verenler), çalışanları, tedarikçileri, müşterileri ve diğer toplumsal kurumlarla olan ilişkiler bütünü olarak tanımlanmaktadır (Hayri ve Mirze, 2004: 423).

Bir şirketin amacı kar elde etmek ise geleneksel yönetim anlayışı söz konusu karın elde edilip edilmediği ile ilgilenmektedir. Kurumsal yönetim ise söz konusu karın nasıl elde edildiği ile de ilgilenmektedir. Eğer şirket bu karı sağlarken hissedarların haklarına zarar vermiş ise, çevreyi kirletmiş ise, çalışanlarına haksızlık yapmış ise, müşterilerinin zor durumlarından yararlanmış ise, toplum sağlığını tehdit etmiş ise, vergisel sorumluluklarından kaçınmış ise kurumsal yönetim gerçekleşmemiş denebilir. Bu nedenlerdir ki, kurumsal yönetim, şirket amaçlarına ulaşırken şeffaf, hesap verebilir, adil ve sorumlu davranmasını öngörmektedir (Alp ve Kılıç, 2014:30).

Kurumsal yönetim kavramı ile ilgili yapılan veya geliştirilen tanımların ele alınış şekilleri farklı olmasına rağmen, pek çoğu içerik olarak birbiriyle örtüşmekte olduğunu söyleyebiliriz. Yapılan tanımların birbirinden ayrışmasının nedeni ise tanımları yapan araştırmacı veya kurumun bakış açısı veya kavramdan beklentisinin farklı olmasından kaynaklandığı söylenebilir. Ayrıca, tanımların farklı olmasını ideal tanımları aramada yaşanan süreçler bütünü olarak kabul edersek, günümüz ve gelecekteki araştırmacılar için kavramla alakalı anlam boşluğu olabileceğini söylemek mümkündür.

Kurumsal yönetim kavramıyla ilgili olarak yapılan tanımlar ile literatür çalışmalarında kurumsal yönetim kavramına getirilen tanımlar birlikte değerlendirildiğinde, kurumsal yönetim öncelikle şirketlerin ve kurumların yönetilmesini ve faaliyetlerinin kontrol edildiği bir sistemi belirtmek için kullanıldığı görülmektedir. Dar anlamda kurumsal yönetim; pay sahiplerinin haklarının şirket tarafından tanınması ve bu haklarının pay sahipleri tarafından etkin olarak kullanılmasına olanak veren sistemlerin kurularak şirketlerin yönetilmesidir. Geniş anlamda kurumsal yönetim ise; yönetim kurulu, pay sahipleri ile şirket üst düzey yönetimi arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistemdir (Güçlü: 2010: 10).

2.2. Kurumsal Yönetimin Önemi ve Amacı

2001 ve 2002 yıllarında meydana gelen ve dünya kamuoyunda ciddi yankılar yaratan ABD’nde *Enron*, *WorldCom*, *Global Crossing*, *Tyco*, Avrupa’da *Parmalat*, *Ahold* ve Çin’de *Yanguangxia* gibi şirketlerde açığa çıkan finansal skandallar ve bağımsız denetim şirketlerinin açık ihmallerinin tespit edilmesi, sermaye piyasalarına ve şirketlere olan güveni derinden sarsmıştır. Yaşanan güven eksikliği, kurumsal yönetim kavramının dünyada öneminin artmasına neden olmuştur. Söz konusu güvenin tekrar kazanılması, finansal skandalların tekrar yaşanmaması ve yapılan düzenlemelerden istenilen sonuçların alınabilmesi için kurumsal yönetim ve ilkeleri ile ilgili yapılan çalışmalardan yararlanılmıştır (Güçlü, 2010:3).

Yaşanan şirket skandalları sonucunda, düşen veya tamamen sıfırlanan şirket değerleri ile çok sayıda yatırımcı zarar görmüş ve piyasaya olan güven derinden sarsılmıştır. Bu şirketlerden; *WorldCom*’da 180 milyar dolar, *Enron*’da 67 milyar dolar, *Tyco*’da 63 milyar dolar, *Global Crossing*’de 54 milyar dolar, *Qwest*’te 65 milyar dolar, *Parmalat*’ta 5 milyar dolar, *Satyam*’da 8 milyar dolar, *Polly Peck*’te 1,3 milyar sterlin ve *Maxwell*’de 480 milyon sterlin civarında değer kaybı meydana geldiği tahmin edilmektedir (Alp ve Kılıç, 2014: 49).

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

Diğer bir ifade ile, yaşanan finansal skandallar neticesinde şirket faaliyetlerinin eksik ve yanıltıcı bir şekilde kamuoyuna aktarılması, bir kurum olarak şirketlerin meşruiyetini ve kamuoyu önündeki güvenini tartışmaya açık hale getirmiş, sermaye piyasalarına olan güvenin sarsılmasına neden olmuştur. Sarsılan güvenin yeniden kazanılması amacıyla soruna çözüm olarak kurumsal yönetim anlayışı doğmuş ve bu anlayış ile çözüme sunduğu katkı son derece önemlidir (Dinç ve Abdioğlu, 2009).

Başta ABD olmak üzere diğer ülkelerde de patlak veren şirket skandalları yalnızca o ülkelerde meydana gelen bir olay olarak kalmamıştır. Küreselleşmeye devam eden diğer dünya ekonomilerine ve sonrasında borsalarına da sıçramıştır. Borsaya kote olan büyük şirketlerin muhasebe kayıtlarında hileli işlemler yapmaları ve kamuyu aydınlatma noktasında yetersiz kalmaları yerli ve yabancı yatırımcının piyasaya olan güven duygusunu zedelemiştir. Buradan hareketle, kurumsal yönetimin esas amacı, kaybolan yatırımcı güvenini yeniden tesis etmek, zayıflayan yatırımcı güvenini güçlendirmek ve sürdürebilir hale getirerek sermaye piyasalarının devamlılığını sağlamaktır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları her geçen gün daha da birbirlerine entegre hale gelmektedir. Paralel olarak, gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan gelişmiş ülkelerdeki kurumsal/bireysel yatırımcıların çeşitliliği artmaktadır. 1970'li yıllarda gelişmekte olan ülkelere giren yabancı fonların kaynağı çoğunlukla gelişmiş ülke bankalarıyken, 1990'lı yıllardan itibaren tahvil ve hisse senedine yatırım yapan kurumsal yatırımcıların önemi artmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin küresel piyasalarla bütünleşmesi, bu ülkelerin kullanabilecekleri fonların miktarını artırarak ekonomik gelişmelerine büyük katkıda bulunmuştur. Öte yandan entegrasyon gelişmekte olan ülkelerin piyasalarını ve ekonomilerini gelişmiş ülkelerdeki gelişmelere de açık hale getirmiştir (Yalçiner, 2005).

1990'lı yıllar yeni bir dünya düzeninin olduğu yıllardır. Yeni düzen, dünya ekonomisinin büyük hızla tek bir bütün olmaya yönelen bir süreçtir. Sermaye hareketleri, üretim ve hizmet faaliyetleri, ticari ve teknolojik gelişmeler, uluslararası bir nitelik kazanmıştır. Çok uluslu şirketler ve doğrudan sermaye yatırımcıları, ulusal ekonomilerin işleyişinde gün geçtikçe daha etkili olmaya başlamıştır. Küreselleşme olgusunun getirdiği yeni dünya düzeninde, ulusal ekonomiler, dış ticarete yeni bir yapılanma sürecine girmişlerdir (Düren, 2002: 51).

Kurumsal yönetimin şirketler üzerindeki olumlu katkılarına, düşük sermaye maliyeti avantajı, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmamaları tersine sisteme daha çok entegre olmaları örnek olarak gösterilebilir (SPK, 2005). Şirketlerin finans departmanlarının temel amaçlarından birisi olan optimal maliyetli sermayenin bulunması noktasında kurumsal yönetim, firmayı daha değerli kılacak projelere uzun vadede yatırım yapılmasını mümkün kılacak önemli bir etken olarak görülmektedir. Dolayısıyla firmalarda faaliyet etkinliği sağlanarak firma bilinirliği artacaktır. Bu da, kurumsal yönetim anlayışına sahip şirketlerin fon piyasalarındaki kredibilitesini artırıcı etkilere sahip olmasına imkan sağlayacaktır. Bu sayede, kurumsal yönetim anlayışı ile yönetilen ve denetlenen şirketlerin daha kolay fon bulma konusunda rekabet gücünü artırıcı etkilere sahip olacağı ortaya çıkmaktadır. Şirketlerin sahip olacağı rekabet gücü, şirketlerin iyi kurumsal yönetim mekanizmalarını uygulaması ve bunun doğrudan sonucu olarak para ve sermaye piyasasında bu şirketlere olan bakış açısının güçlenmesini sağlayacaktır. Buna sahip olan şirketlere talep artacak ve böylece, şirketler rakiplerinin karşısında kendilerini daha güçlü kılarak piyasalardan daha avantajlı işlemler gerçekleştirme fırsatına sahip olacaktır. Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasıyla birlikte işletmeler yüksek performanslı, rekabetçi, iyi yönetilen ve paydaşlarına en fazla değeri yaratan kurumlar haline gelecektir (Acar ve diğerleri, 2013).

Yatırımcılar fonlarını belirli bir şirkete yatırmadan önce bu şirketin finansal açıdan sağlam ve öngörülebilir bir gelecekte faaliyetine devam edeceğinden emin olmak ister (Mallin, 2004: 1). Bilimsel araştırmalar, uluslararası yatırımcıların, şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını; yatırım kararı sürecinde, bu konunun reform ihtiyacı olan ülkeler için daha önemli olduğunu düşündüklerini ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler için daha fazla fiyat ödemeye hazır olduklarını göstermektedir. Ayrıca, iyi kurumsal yönetim mekanizmalarına

sahip şirketlerin, diğerlerine göre daha yüksek finansal başarı kaydettiklerini ve kurumsal yönetim derecelendirme notu yüksek şirketlerin hisse senetlerine, yatırımcıların daha fazla fiyat ödemeye hazır oldukları ortaya konmuştur (SPK, 2005). Kurumsal yönetim sayesinde şirketlerin piyasalarda tercih edilmesi, ilgili şirketlerin hisse senetlerine olan talebi artırarak hisse senedi fiyatlarının yükselmesini sağlayacak ve dolayısıyla şirketlerin piyasa değerleri yükselerek pay sahiplerinin beklentileri tatmin edilecektir.

McKinsey (2000) tarafından hazırlanan ve dünyanın birçok ülkesinden bireysel ve kurumsal yatırımcının katıldığı bir araştırma raporunda, katılımcıların tamamına yakınının etkin kurumsal yönetime sahip şirketlere daha fazla para ödemeye hazır olduklarını göstermiştir. Peki kurumsal yönetime olan ilgiyi bu şekilde arttıran etkenler nelerdir? Bu etkenler:

- Dünyada kapitalizm ve özelleştirmenin yaygınlaşması
- Şirketlerin giderek daha büyük boyutlara ulaşması
- Globalleşme
- Pay sahiplerinin giderek artan etkisi
- Global krizler şeklinde sayılabilir. Son yıllarda hızla büyüyen bu etkenler, güçlü bir kurumsal yönetime olan ihtiyacı arttırmıştır (Eroğlu, 2003).

Mikro bazda, işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarıyla, düşük sermaye maliyeti avantajına sahip olması, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin kolay atlatılması ve sermaye piyasalarına entegre olmaları ile birlikte işletmelerin rakiplerine göre tercih edilerek rekabet üstünlüğüne ulaşmaları, işletmelerin faaliyette bulunduğu sektöre ve dolayısıyla ekonominin makro boyutuna da olumlu etkiler yaratacağı oldukça olasıdır. Bir başka ifade ile, çağdaş, demokratik ve güçler ayrılığını esas alan kurumsal yönetim uygulamaları, yalnızca firmaları rekabet üstünlüğü neticesinde tercih edilen ve değerli kılan bir anlayış olmakla yetinmeyerek firmaların faaliyette bulunduğu sektörlere yeni kazanımlar sağlayabilecektir. Bu da içinde bulunduğu ülke ekonomisine katma değer yaratma imkanını artırarak ülke ekonomisinin güçlenmesine yardımcı olabilecektir.

Makro boyutta, kurumsal yönetim uygulamalarını ülkeler açısından değerlendirecek olursak, söz konusu uygulamaların ülke imajının yükseltilmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, yabancı sermayenin çekilmesi, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artırılması, ekonomik krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha

etkin bir biçimde dağıtılması ve refahın artırılması gibi avantajları bulunmaktadır (Coşkun ve diğerleri, 2005).

Küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin hız kazanması, kurumsal yönetimin gelişmesini etkileyen diğer önemli bir faktördür (Şehirli, 1999). Uluslararası sermaye için sınırların kalktığı ve dünya ticaretinin gün geçtikçe daha da güçlendiği günümüzde, yabancı yatırımcıyı etkileyerek kendine çeken ülkelerin sermaye piyasaları gelişmekte ve piyasadaki likidite artmaktadır. Dolayısıyla şirketler yatırım projeleri için daha ucuz maliyetlerle daha kolay finanse edilebilme imkanına kavuşmaktadırlar. Kurumsal yönetim uygulamalarının olgunlaşmasıyla birlikte şirketler ve devletler uluslararası sermaye hareketlerinden kendilerine pay alabilmek için diğer ekonomiler ile yoğun rekabet içerisine girmek durumdadırlar. Kurumsal yönetim mekanizmasının daha fazla geliştiği ekonomilere daha fazla sermaye akışı olmaktadır. Dolayısıyla, uluslararası sermaye hareketlerinden maksimum düzeyde yararlanan ekonomilerin daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olduğu bilinmektedir.

Uluslararası sermaye hareketleri, para veya sermaye piyasalarına yatırım yaparak piyasaların derinleşmesini ya da doğrudan reel sektörlere yatırım yaparak katma değer, istihdam, faaliyet etkinliği ve verimlilik artışını sağlamaktadır.

Uluslararası sermaye hareketlerinin, fon arz eden uluslararası yatırımcılar ile fon talep eden ülkeler/şirketler olmak üzere iki tarafı bulunmaktadır. Fon arz eden uluslararası yatırımcılar açısından bakıldığında, sınırların kalkmaya başladığı günümüzde söz konusu yatırımcıların risk-getiri tercihlerine uygun olarak diğer ülkelerdeki yüksek getiri potansiyeli olan projelere yöneldikleri görülmektedir. Bunlar, doğal olarak yatırdıkları sermayenin karşılığını güvenli bir şekilde garanti altına almak amacıyla, yatırım yaptıkları ülkede/şirkette daha fazla güven, iyi yönetim ve istikrar aramaktadırlar. Yatırım yaptıkları ülkede/şirkette bir sürprizle karşılaşmak istemezler. Bunu sağlamanın yollarının başında, kurumsal yönetim gelmektedir.

Genel olarak yatırım yapılan ülkede ve özel olarak şirkette kurumsal yönetim mekanizmaları uygulanıyorsa, belirlilik vardır; ortaklık hakları daha çok korunuyor demektir. Dolayısıyla yatırılan sermayeden beklenen getiriye ulaşma daha olasıdır. Bu nedenle, uluslararası yatırımcılar, fon sağlamadan önce ilgili ülkede ve şirkette kurumsal yönetimin belli bir

olgunluğa ulaşmış olmasını isterler. Bu koşul ise şirketleri ve devletleri kurumsal yönetim konusunda kendilerini geliştirmeye teşvik etmektedir. Fon talep eden ülkeler ve şirketler açısından bakıldığında ise, ihtiyaç duyulan sermayenin çekilebilmesi için uygun bir ortamın tesis edilmesi gerekir. Özellikle sermaye bakımından dış kaynaklara bağımlılığı bulunan, uluslararası finans merkezi olmayı amaçlayan veya ülkeler arası yoğun rekabet şartlarında piyasalarını çekici kılmak isteyen ülkeler için uluslararası sermayeyi cezbetmek hayatidir (Alp ve Kılıç, 2014: 53).

Son yıllarda ortaklıkların yönetiminde yüksek düzeyde başarısızlık ve suistimallerin gözlemlenmesi ile gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizler, bunların yanında, gelişmiş ekonomilerde özel sektörün artan rolü, ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağılılıklarının artması ve ortaklıkların içinde bulundukları yeni rekabet şartları kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olan gelişmelerdir (Şehirli, 1999: 2). Ayrıca, gelişmekte olan ülkelere, sözleşmelerin uygulanmasında etkili olmayan ve anlaşmazlıkları çözemeyen zayıf hukuk sistemi, etkili izlemeyi önleyen zayıf bilgi kalitesi ve büyük çaplı yolsuzluk ile güvensizlik gibi sebeplerle kurumsal yönetim konusu daha da önem kazanmaktadır (Kaymaz ve diğerleri, 2007).

Günümüzde fon ihtiyacı olan ve gelişmekte olan ekonomiler arasında yer alan Türkiye için, kurumsal yönetim uygulamaları tüm kesimlerin dikkatini kesildiği bir konu olarak önemini gittikçe artırmaktadır. Sermaye piyasalarına yön veren kurum ve kuruluşların kurumsal yönetim olgusunu artık olmazsa olmazlar statüsüne aldıkları görülmektedir. Bunun en büyük göstergesi (daha sonra detaylı olarak değinilecek olan) BİST'te oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi'dir.

Kurumsal yönetimin öncelikli amacının firma ve yatırımcı düzeyinde, şirket skandalları neticesinde bozulan yatırımcı güvenini yeniden tesis etmek, küresel bazda ise günümüzde fazlasıyla dikkat çeken uluslararası sermaye hareketlerinden yüksek seviyede nemalanmak olduğu söylenebilir. Etkin bir kurumsal yönetimin şirketler, yatırımcılar ve diğer tüm paydaşlar açısından amacını;

- Şirket içindeki ve makroekonomik anlamda ülke ekonomisindeki kaynakların etkin kullanımını sağlamak,

- Sağlayacakları kaynakların kurumsal amaç doğrultusunda kullanılacağına ilişkin ulusal ve uluslararası yatırımcılara güvence sağlamak suretiyle, şirkete düşük maliyetli yatırım sermayesi temin etmek,
- Şirket faaliyetlerinin; kanunlara, düzenlemelere ve toplumun beklentilerine uygunluğunu sağlamak,
- Yöneticilerin, kurumsal varlıkların kullanımında dikkatli ve özenli davranmalarını sağlamak,
- Şirketlerin, piyasalardaki önceden tahmin edilemeyen değişikliklere ve önlenemeyen krizlere hızlı şekilde cevap vererek uyum sağlayabilmelerini temin etmek,
- Başarısızlıkları durumunda yerlerine yenilerinin geleceğini bilen yöneticilerin, şirket performansını arttırmak için odaklanmalarını ve daha etkin çalışmalarını sağlamak,
- Piyasa suistimallerini ve piyasalardaki yasa dışı faaliyetleri azaltmak şeklinde sıralamak mümkündür (Eroğlu, 2003).

2.3. Kurumsal Yönetimin Teorik Altyapısı

Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkması ile ilgili olarak literatürde çeşitli teoriler bulunmaktadır. Bu teoriler, bir kurumun organizasyon yapısında kurumsal yönetimi ilgilendiren sorunların neler olduğu ve tespit edilen sorunların çözümüne yönelik hangi adımların atılması gerektiği ile ilgilenmektedir. Uygulamada sıkça karşılaşılan ve en fazla kabul gören kurumsal yönetim teorileri; vekalet (agency) teorisi, paydaş (stakeholder) teorisi ve temsil (steward-ship) teorisidir.

2.3.1. Vekalet (Agency) Teorisi

Vekalet teorisi (agency theory), kurumsal yönetim teorileri arasında ilk defa ele alınmış olma özelliğiyle ön plana çıkmasıyla beraber diğer tüm teorilerin oluşumuna dayanak noktası olarak kabul görmektedir. Ayrıca bu teori, daha sonra detaylı açıklanacak olan Anglo-Sakson kurumsal yönetim modelinin de temelini oluşturmaktadır.

Kurumsal yönetiminin ortaya çıkmasındaki temel problem, küçük paylara sahip ortakların sayısının artması ve bu çok sayıdaki ortakların topluca şirketi yönetmesinin mümkün olmaması sonucunda pay sahipleri ile yönetimin birbirinden ayrılmasının zorunlu hale gelmesidir. Şirketlerin ortaklık yapısında meydana gelen bu değişimle birlikte, sayıca

çoğalan pay sahiplerinin şirket yönetimindeki kontrol gücünün zayıflaması yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki ilişkinin yeni bir boyut kazanmasına neden olmuştur. Pay sahipleri ile yöneticiler arasında kurulacak ilişkilerin artık iki tarafın onayıyla oluşturulacak bir vekalet sözleşmesi ile belirlenmesi durumunun gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Genel kabul gördüğü şekliyle vekil işlemleri; müvekkili tarafından kendisine verilen yetki, görev ve sorumlulukları onun yerine yürütülmesi demektir. Diğer bir ifade ile, müvekkil veya asil (pay sahipleri) tayin ettiği vekile (yönetici) kendisi adına karar alma sorumluluğunu devrederek kendi adına ve kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesini beklemektedir. Bu amaçla kurulan vekalet ilişkisinde, vekilin, asilin çıkarları doğrultusunda faaliyet göstermesi ve asilin refahını artırmaya çaba harcaması esastır.

Ortakların yani pay sahiplerinin vekalet ilişkisinde asil olarak çıkarlarının yanı sıra, vekilin de kendine ait çıkarları söz konusudur. Bu çıkarlar asilin çıkarları ile birebir uyumlu olmayabilir. Yetki ve görev tanımları vekalet sözleşmesiyle belirlenmesine rağmen mükemmel işleyen ve her iki tarafın çıkarlarına tam uyan bir sözleşmeye uygulamada rastlamak pek mümkün değildir.

Bunun nedenlerinden birisi, yöneticiler ile pay sahiplerinin yapılan işle alakalı bilgi ve tecrübelerinin aynı seviyede olmamasıdır. Başka bir deyişle, vekil işi uygulayan kişi olması nedeniyle asile nazaran daha bilgili ve tecrübelidir. Dolayısıyla, iki taraf arasında şirketin faaliyetleri ve karar süreçleri ile ilgili taraflar arasında bilgi asimetrisi sorunu ortaya çıkmaktadır.

Başka bir neden ise, yöneticilerin karar alırken pay sahiplerinin ne istediğini tam olarak bilememesinden kaynaklanan belirsizliktir. Bu belirsizlik esas itibarıyla yöneticilerin risk iştahları ile pay sahiplerin risk iştahlarının aynı olmamasıdır. Yöneticiler, şirketin değerini maksimize etmek için çaba sarf etmeleri gerekirken, kendi çıkarlarını önceleyerek ortakların yani pay sahiplerinin çıkarlarını göz ardı edebilirler. Örneğin, şirket varlıklarının yönetiminden sorumlu olan yöneticiler, kısa vadede kendi çıkarları için riskli yatırımlara yönelebilirler. Fakat bu yatırımlar pay sahipleri tarafından fazla riskli ve uzun vadede şirket değerini düşürücü etkilere sahip olabilecek yatırımlar olarak nitelenebilir. Böyle bir senaryoda, pay sahipleri ile yönetimin risk iştahları birbiriyle çelişecek ve pay sahiplerinin refahını maksimize etme amacı arka plana itilmiş olacaktır. Bu iki temel sorun, özünde

vekalet ilişkisinin tanımlanması için oluşturulacak vekalet sözleşmesinin istenildiği gibi uygulanmasını kısıtlamakta ve zorlaştırmaktadır.

Vekalet probleminin varlığı hakkındaki tartışmalar, klasik iktisadın kurucusu Adam Smith'in 1776 tarihli Ulusların Zenginliği (The Wealth of Nations) isimli kitabına kadar dayandırılmaktadır. Adam Smith kitabında bu sorunu, *anonim şirket yöneticilerinin, kendi kazandıkları paradan ziyade başkalarının parasının yöneticisi olmaları nedeniyle bu parayı aynı titizlikle gözetmeleri beklenemez. Böyle bir şirketin yönetiminde israf ve ihmâl, az ya da çok, daima hakim olur* şeklinde açıklamıştır. Adam Smith'ten yaklaşık 156 yıl sonra, 1932 yılında Berle ve Means'in Modern Kurum ve Özel Mülkiyet (The Modern Corporation and Private Property) isimli kitabında ortaya attıkları tespitler Adam Smith'inkilere çok benzemektedir. Berle ve Means, finansal (mali) olmayan en büyük 200 ABD şirketinde hisse senedi sahibi olanların, bu şirketlerde küçük paylara sahip bireysel yatırımcılar olduklarını gözlemlemişlerdir. Bu durumda, küçük hissedarların şirketin yönetimini denetlemeleri sonucunda elde edecekleri ek getirinin hisse payları ile paralel olarak az olacağını tespit etmişlerdir. Böyle bir durumda da hiçbir yatırımcının ne gönüllü olarak ne de kar amacı güderek yöneticileri denetleme görevine atılacağını söylemek rasyonel olmayacaktır. Bunun doğal sonucu olarak, şirketlerin mutlak hakimiyeti şirketlerin esas sahiplerinde değil şirketlerin yöneticilerinde olacaktır (Menteş, 2009: 33).

Jensen ve Meckling (1976)'ın makalesi, vekalet teorisinin gelişimi açısından önemli bir çalışmadır. Bu çalışmaya göre, şirket yönetimindeki temel sorunun kaynağı, şirket sahipliği ile şirket yönetiminin yani mülkiyet ve kontrol mekanizmalarının birbirinden ayrılmasıdır. Çoğu büyük ölçekli şirketlerin sahiplik yapısının çok sayıda küçük yatırımcı tarafından oluşması ve ayrıca ABD gibi ülkelerdeki büyük ölçekli şirketlerde büyük pay oranına sahip yatırımcı sayısının az olması nedeniyle, şirketin pay sahipleri şirketin kontrolünü yöneticilere devretmişlerdir. Jensen ve Meckling vekalet ilişkisini *asilin bir kontrata dayalı olarak bir veya birkaç kişiden oluşan vekilini, asil namına karar verme yetkisi de içerecek şekilde bir hizmet gerçekleştirmek üzere görevlendirilmesidir* şeklinde tanımlamaktadır.

Şirket ortaklarının yani pay sahiplerinin asil, şirket yöneticilerinin ise vekil olduğu vekalet ilişkisinde, asiller şirket yönetiminin yürütülmesi için vekillere bu hizmetleri karşılığında ücret öderler. Asiller, yönetim faaliyetlerini devrettikleri vekillerden, kendi servetlerini maksimize edici yönetsel kararlar almalarına yönelik çaba göstermelerini beklerler. Fakat, vekiller bu amaca yönelik karar alırlarken kendi çıkarlarını da gözetebilirler. Böylece, asil

ile vekil arasında çıkar uyumsuzluğu meydana gelir bu da vekalet teorisinin bahsedildiği gibi hareket noktasıdır. İşte bu, çıkar çatışmalarının varlığını denetlemek, tespit etmek, istenilen pozisyona dönüştürmek çaba harcamaksızın maliyetsiz gerçekleştirilecek işlemler değildir. Başka bir deyişle, asil, vekilin almış olduğu kararların kendi çıkarları ile örtüşüp örtüşmediğini denetlemesi kolay ve zahmetsiz değildir.

Jensen ve Meckling 'e göre (1976) vekil olan yöneticilerin, asil olan pay sahiplerinin çıkarlarından ziyade kendi çıkarlarını ön planda tutmaları, şirketin değerini düşüren etkilere neden olmaktadır. Bu etkilerin şirkete yarattığı maliyete ise *vekalet maliyeti (agency cost)* denmektedir. Jensen ve Meckling vekalet maliyeti kavramını modelleyerek şirketlere uygulamışlardır. Bu model, şirket sahipliği ile şirket yönetiminin birbirinden ayrılması neticesinde meydana çıkan vekalet maliyeti konusundaki pek çok araştırmaya öncülük etmiş ve bir bakıma vekalet teorisi için temel oluşturmuştur. O zamana kadar, çok sayıda araştırmacı tarafından çalışılan fakat teorik bir temele henüz oturtulamamış yönetici-hissedar ilişkisi, vekalet teorisi kapsamında teorik bir temele oturtulmuştur. Jensen ve Meckling'e göre yönetici-hissedar ayrıklığı çerçevesinde kurulan vekalet ilişki sonucunda ortaya çıkan vekalet maliyeti (agency cost), aşağıdaki üç farklı maliyetin toplamından meydana gelmektedir:

1. *Denetim ve gözetim maliyeti (monitoring costs)*: Asilin, şirket yönetiminin kendi çıkarlarına yönelik kararlar alıp almadığını gözetlemesinden kaynaklanan maliyetler.
2. *Garanti sağlayan sözleşmesel maliyetler (bonding costs)*: Vekilin, şirket yönetiminde kendi çıkarlarına yönelik hareket etmesini kısıtlayıcı ve aksi takdirde yaptırım ile karşılaşacağı ile alakalı olarak sözleşmeden doğan maliyetler.
3. *Önlenemeyen artık maliyetler (residual costs)*: Asilin vekili gözetlemesine ve aynı zamanda vekilin de asile sözleşme ile bağlı olmasa rağmen, vekalet ilişkisinden kaynaklanan ve tarafların çıkarlarının aynı olamamasından kaynaklanan maliyetler.

Vekalet teorisi, esas itibariyle aralarında vekalet ilişkisi bulunan pay sahipleri ile yöneticilerin arasında meydana gelen bilgi farklılıkları (bilgi asimetrisi) ve karar alma sürecindeki belirsizlikler (risk algısı) nedeniyle ortaya çıkan vekalet problemleri ile ilgilenmektedir. Bunun yanı sıra vekalet teorisi, vekalet sözleşmesi taraflarına (pay sahipleri ve yöneticiler) vekalet problemlerinin sebep olduğu maliyetleri minimize edici ideal sözleşme alt yapılarını ortaya çıkartarak ilgili taraflara sunmayı amaçlamaktadır.

Kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasında büyük katkıları olan vekalet teorisi literatürde iki açıdan eleştirilmektedir. Bu eleştirilerden ilki, vekalet teorisinin savunduğu güçlü yönetici ile zayıf pay sahibi arasındaki çıkar çatışmasının baskın olduğu varsayımı ile ilgilidir. Bu varsayımın Anglo-Sakson ülkelerinde (Örn: ABD, İngiltere, Kanada, Avustralya) halka açık şirketlerin bazılarında geçerli olduğu kabul edilse dahi, genel olarak tüm şirketlerde ve bir çok Kıta Avrupası veya OECD ülkelerinde (Örn: Almanya, Fransa, Japonya) geçerliliği bulunmamaktadır. Aslında baskın olarak görülen yapı, konsantre sahiplik yapısıdır. Dolayısıyla, şirketler için esas sorun, pay sahiplerinin yöneticilere karşı korunmasının gereği değil, azınlıktaki hissedarların büyük hissedarlar tarafından sömürülmesine yol açan etkenlerin var olmasıdır.

Vekalet teorisine getirilen eleştirilerden ikincisi ise teorinin kurumsal yönetim önerisinde ele aldığı tarafların dar bir bakış açısıyla gözetildiği hususudur. Vekalet teorisi, yalnızca hissedarların çıkarlarının korunmasını öngörmektedir. Oysa şirkete yatırım yapan ve şirketle ilişki içinde olan yalnızca şirketin hissedarları değildir. Şirketin rekabet düzeyi ve uzun vadedeki başarısı; çalışanların, kredi verenlerin, tedarikçilerin, müşterilerin ve dağıtıcıların yer aldığı çok sayıdaki kesimin katkılarından oluşan bir takım çalışmanın sonucudur. Şirketin yönetim biçimi ve ekonomik performansı bu gruplarla olan ilişkiden ciddi bir şekilde etkilenmektedir. Dolayısıyla, kurumsal yönetim önerilerinin, şirketi etkileyen veya şirketten etkilenen bu paydaşları da ele alması gerekir (Maher ve Anderson, 1999; Alp ve Kılıç: 2014: 41).

2.3.2. Paydaş (Stakeholder) Teorisi

Paydaş teorisi (stakeholder theory), vekalet teorisinin (agency theory) şirketlere yönelik kurumsal yönetim önerisinde ele aldığı tarafların pay sahipleri ve yöneticiler olarak sınırlı kalmasını eleştirmektedir. Paydaş teorisine göre, bir şirketin faaliyetleriyle ilgilenen, faaliyetlerini etkileyen ve faaliyetlerinden etkilenen yalnızca pay sahipleri ve yöneticiler değildir. Bir şirketin faaliyetleriyle alakalı olan birbirinden farklı pek çok kesim vardır. Bunların başlıcaları; pay sahipleri, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, rakipler, potansiyel yatırımcılar, kredi veren kurumlar, sendikalar, devlet ve toplumdur. Şirket paydaşlarının, şirketle olan ilişkilerinin niteliği Çizelge 2.1’de gösterilmiştir.

Çizelge 2.1. Şirket Paydaşları

İlişkinin Boyutu/ Yönü	Doğrudan	Dolaylı
Dışsal	Müşteriler Rakipler Tedarikçiler Potansiyel Yatırımcılar Devlet	Ticari Birlikler ve Odalar Medya, Lobiler Sivil Toplum Örgütleri Toplum
İçsel	Çalışanlar Yöneticiler Yönetim Kurulu	Hissedarlar Sendikalar

Kaynak: Vernon, H. (1998: 140). Business and Society A Managerial Approach.

Şirket paydaşlarının her birinin şirketten farklı beklentileri vardır. Şöyle ki, ortaklar ve yatırımcılar öncelikle yatırımları için tatminkar bir getiri, çalışanlar güvenli bir iş yeri, iyi bir ücret ve iş güvenliği, müşteriler uygun fiyatla birlikte kaliteli mal ve hizmet, toplum bir takım sosyal fayda, düzenleyici otoriteler ise düzenlemelere tam bir uyum beklemektedirler. Bu çerçevede, şirket paydaşları şirketin sosyal sorumlulukları olduğu konusunda ortak düşünmekte ve şirketten bu yönde faaliyette bulunmalarını beklemektedirler (Aktan ve Börü, 2007:17-18).

Literatürde, menfaat sahipleri teorisi olarak da anılan paydaş teorisi, şirketin verdiği kararlarda yalnızca pay sahiplerinin değil tüm paydaşların çıkarlarının gözetilmesini ve şirket yönetimine dahil edilmesini önermektedir. Bu yaklaşımla beraber, paydaş teorisi, şirketlerin sadece pay sahiplerine refah yaratan bir organizasyondan daha çok gerek iç paydaşları için gerekse de dış paydaşları için değer yaratan bir sosyo-ekonomik organizasyona dönüşmesi gerektiğini önermektedir.

Başka bir ifade ile, paydaş teorisini savunanlar, şirket amaçlarının hissedarların çıkarından daha geniş olarak tanımlandığı paydaş modeline örnek olarak, Kıta Avrupası modelinin hakim olduğu Almanya ve Japonya'yı göstermektedirler. Örnek olarak, Almanya'da şirket sahipliğinde ailelerin yoğunluğu söz konusu olup, ikili yönetim kurulu yapısı mevcuttur. Bu kurullardan birinde çalışanları, müşteri ve tedarikçileri temsil eden üyeler bulunmaktadır. Şirkete fon sağlayan ticari bankalar da, şirkette düşük hisse payına sahip olmakla birlikte bu kurulda temsil edilmektedir. Böylece, şirketler tüm paydaşların ortak çıkarları doğrultusunda faaliyette bulunmuş olmaktadır (Alp ve Kılıç: 2014: 41).

2.3.3. Temsil (Stewardship) Teorisi

Temsil (Stewardship) teorisi olarak adlandırılan bu yaklaşım, vekalet teorisinin ekonomi bilimi temelinde varsaydığı rasyonel ve çıkarıcı yönetici modeline karşı, uyumlu ve güvenilir yönetici modelini savunmaktadır. Dolayısıyla, vekalet teorisinde bahsedilen şirket yöneticisi ile şirket sahipleri arasındaki çıkar çatışmasının yerini temsil teorisinde amaç birliği almaktadır.

Temsil yaklaşımı, pay sahiplerinin ilgilerini ve birikimlerini beklenen yönde ve şekilde harekete geçirmek için motive olan yöneticilerin özelliklerini açıklayan, altyapısını psikoloji ve sosyoloji disiplinlerinden alan teoridir. Temelinde, çıkar davranışları ölçüt olarak alınmıştır; bireycilikten daha çok faydacı bir karakterle kolektif ve örgütsel davranışları tercih eden yönetici modelinin varlığı görülmektedir (Block, 1993:245).

Temsil teorisine göre, yöneticilerin pay sahiplerinin çıkarlarını en iyi şekilde temsil ettiği varsayılmaktadır. Şöyle ki, bireycilikten çok faydacı bir karaktere sahip olan yönetici tarafından bu iki davranış tipi arasında bir tercih yapıldığında, temsilci davranışlarının, örgüt çıkarlarına aykırı olmaması ve işbirliğine önem veren yönüyle, yalnızca kendi çıkarlarını önceleyen davranışlara endeksli bir boyuta sahip olmadığı görülmektedir. Donaldson ve Schoorman'a göre (1997), bu şekilde bir davranış tercihi gerek şirket sahiplerinin gerekse yönetici pozisyonundaki temsilcinin çıkarları arasında paralellik olmayabilir. Hatta temsilci, işbirliği davranışından daha fazla bir fayda algıladığı için rasyonel davranışlara da yönelebilmektedir. Bu durumda, sahiplerin çıkarları için çalışan yönetici açısından motive olma, yönetme ve sorumluluk alma bir prensip haline gelmektedir. Yaklaşımın temelinde profesyonel yöneticilerce, sahiplerin kazançlarını koruma çabaları önem kazanmaktadır (Akın, 2004).

Başka bir ifadeyle, temsil teorisinde yöneticiler ile şirket başarısı arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Temsilciler, şirket başarısını yüksek tutarak pay sahiplerinin çıkarlarını maksimum yapmayı hedeflemektedir. Temsil teorisinde, temsilciler rasyonel olmakla birlikte kendi çıkarlarının kaynağının şirket sahipleriyle iş birliği içinde olmaktan geçtiğini düşünmektedir. Dolayısıyla, temsilcilerin çıkarları da şirket sahiplerinin çıkarlarının maksimize olmasıyla maksimize olmaktadır.

İşletme sahiplerinin yönetsel temsilciliği rolünü üstlenmiş yöneticinin (temsilcinin), yönetsel süreçlerde bir lider donanımına sahip olması da farklı bir önem sahiptir. Bu farklılık, iki aşamalı bir süreci gerekli kılmaktadır: Birincisi, işletme misyon ve amaçlarını belirleyecek temsilcinin konumu; diğeri ise, yetkilendirdikleri temsilci için sahiplerin yönlendirici konumudur. İlki, başkaları üzerindeki bir kişinin etkisinin olmasından; ikincisi, işletmenin daha geniş misyonu için kişisel bağlılık ve kişisel amaç duygusundan ortaya çıkar. Hem sahipler hem de yöneticiler bir temsilcilik ilişkisini tercih ettiklerinde oluşan durum, grubun performansını arttırmak için düzenlenen gerçek bir sahiplik-temsilcilik ilişkisidir ve yönetici, bir temsilcinin psikolojik profiline sahiptir. Böylece kazanılan fayda örgüt amaçlarıyla uyumlu hale gelmiş olmaktadır (Mitzberg ve Quinn 1996: 76).

Öte yandan, temsil teorisinde şirket sahipleri (asiller) vekâlet teorisine göre farklı bakış açılarına ve davranışlara sahiplerdir. Vekâlet teorisinde, şirket sahipleri yöneticileri denetleyici ve kısıtlayıcı bir bakış açısıyla hareket ederken, temsil teorisinde yöneticilerin şirket hedeflerine ulaşabilmeleri ve şirketi başarılı kılabilimleri için gerekli olan hareket alanını tahsis etmektedir.

2.4. Kurumsal Yönetimin Gelişimi ve Gelişmesinde Etkili Olan Faktörler

Kurumsal yönetim kavramını etkileyen önemli olaylar ve gelişmeler zincirinin varlığı 1600'lü yıllara kadar dayanmaktadır. Fakat, günümüzde tartışılan modern kurumsal yönetim yaklaşımı ise 1990'lı yılların başlarından itibaren genel kabul görmeye başlamıştır. Kurumsal yönetimin gelişmesinde etkili olan tarihsel olay ve gelişmeler Çizelge 2.2'de verilmektedir.

Çizelge 2.2. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Yıl/Dönem	Yaşanan Olay veya Gelişme
1600'ler	İngiltere ve Hollanda'da faaliyet gösteren East India isimli şirketin, sahiplik ve kontrolü birbirinden ayıran bir çeşit yönetim kurulu yapısını uygulamaya koyması
1776	Adam Smith'in Ulusların Refahı adlı kitabında şirketlerin yönetiminin kontrol edilmesinin güç olduğuna dikkat çekmesi
1844	İngiltere'de dünyanın ilk anonim şirket kanununun yürürlüğe girmesi
1929	Dünya Ekonomik Bunalımı
1932	ABD'de Berle ve Means tarafından Modern Şirketler ve Özel Mülk (The Modern Corporation and Private Property) isimli çalışmanın yayınlanması
1990-1991	İngiltere'de Polly Peck, BCCI ve Maxwell adlı şirketlerin çöküşü
1992	İngiltere'de Cadbury Komitesi tarafından kurumsal yönetime ilişkin rapor düzenlenmesi ve dünyada ilk kurumsal yönetim kodunun yayınlanması

1993	İngiltere’de borsalarda işlem gören şirketlere “uygula, uygulamıyorsan açıkla” (comply or explain) yaklaşımıyla kurumsal yönetim uygulamalarını açıklama yükümlülüğünün getirilmesi
1994-1995	Yöneticilere verilen ücretler konusunda Greenbury ve kurumsal yönetim konusunda Hampel raporlarının yayımlanması
1997-1998	Güney Kore, Tayland, Endonezya, Malezya, Singapur ve Hong Kong gibi ülkelerin yer aldığı Güneydoğu Asya’daki gelişmekte olan ülkeleri etkileyen Asya krizi
1999	OECD tarafından uluslararası düzeyde, dünyada ilk kurumsal yönetim ilkeleri olan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin yayımlanması
2001	ABD’de borsada işlem gören en büyük 7’inci şirket olan Enron şirketinin iflas etmesi
2002	ABD’de Enron ve diğer şirket skandallarına tepki olarak Sarbanes-Oxley Act adlı kanunun çıkartılması
2004	İtalya’da Parmalat skandalının ortaya çıkması
2004	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin güncellenmesi
2008	Global finansal krizin başlaması

Kaynak: Alp, A., ve Kılıç, S. (2014). Kurumsal Yönetim: Nasıl Yönetilmeli.

Kurumsal yönetim özünde anonim ortaklıklar tarafından daha önemli bir kavramdır. İngiltere’de 1844 yılından itibaren kurulmaya başlanan anonim ortaklıklar hem ortakları açısından hem de çıkar çevreleri açısından bazı farklılıklar içermek durumundaydı. Bu yıllarda başlayan ve yeni örgüt yapılanmaları ile devam eden süreçte kurumsal yönetim kavramı yerini almaya başlamıştır. Her ne kadar kurumsal yönetim adı altında olmasa da bu kavrama yönelik uygulamalardan söz edebilir. 19. Yüzyılın sonlarına doğru anonim ortaklıklar ciddi ilerlemeler kaydetmiş ve sermaye çevrelerince benimsenen bir şirket yapısı olmaya başlamıştır. Endüstri Devrimi ile beraber Avrupa ve Kuzey Amerika’nın sanayide ciddi adımlar kaydetmesiyle, ekonomi biliminde de farklı kavramlar ve gelişmeler ortaya çıkmıştır. 19. Yüzyıl sonlarında anonim ortaklık yapıları şekil şartları bakımından oldukça ilerleme kaydetmiş, bununla beraber kurumsal yönetime yönelik gelişmelerde kendiliğinden gelişmeye başlamıştır (Gülbüz ve Ergincan, 2004: 14).

20. Yüzyıl başlarına gelindiğinde ise klasik iktisat teorileri geçerliliğini kaybetmeye başlamış ve yeni arayışlar içerisine giren ekonomik karar çevreleri 1929 Büyük Krizi’nin içerisinde başka eğilimlere ihtiyaç duymuşlardır. Kendini 1929 Ekonomik Krizi’nin içinde bulan dünya, bu krizden kurtulmanın yollarını Keynes’in kurucusu olduğu Keynesyen İktisat akımında aramıştır. Bu yeni görüş çerçevesinde de krizin etkilerini azaltmayı başarmışlardır. Bunun kurumsal yönetim açısından önemi ise devletin büyük bir karar verici olarak ekonomiye müdahale etmeye başlamasıyla firmalar içinde dış çevre etmenleri değişmiş ve

yeni sisteme kendilerini uyarlamaya başlamışlardır. Devlet firmalardan daha objektif ve güvenilir bilgileri sunmalarını, sıkı denetimlere tabi tutmaya başlamıştır (Doğan, 2007: 8).

1980’li yıllara gelindiğinde ise, artık kurumsal yönetim kavramı gerek halka açık anonim şirket paydaşları gerekse akademisyenler tarafından tartışılmaya başlamış ve dolayısıyla literatürde geniş yer bulmaya başlamıştır. 1980’lerin sonu 1990’ların başlarında ise kurumsal yönetim kavramının popüler hale gelmesinin altında yatan çeşitli faktörler bulunmaktadır. Bunlardan en önemlileri, 1990’ların henüz başlarında, İngiltere’de patlak veren ve geniş çevreleri rahatsız eden *Maxwell*, *Polly Peck* ve *BCCI* adlı şirketlerin iflaslarıdır. Bu şirketlerin iflaslarıyla birlikte yaşanan şok dalgası, kurumsal yönetim kavramına yönelik yaklaşımların daha da güçlenmesine ve dolayısıyla kavramın çözüm yolu olarak görülmesine neden olmuştur. Bu gelişmeye paralel olarak 1992 yılında, Sir Adrian Cudbury başkanlığında oluşturulan Cudbury Komitesi’nin hazırladığı Cudbury Raporu, dünyada yayımlanan ilk kurumsal yönetim kodu olma özelliğiyle dikkat çekmiştir. Cudbury Raporu’nun yayımlanmasından sonra büyük ilerleme kaydeden kurumsal yönetim kavramı, İngiltere ve ABD merkezli bilim çevrelerince geliştirilmiş ve 1990’lı yıllarla beraber tüm dünyaya kabul edilmeye ve ekonomi çevrelerince uygulanmaya başlanmıştır.

1990’larda, kurumsal yönetim, bireysel ve kurumsal yatırımcılar hissedarlar, yöneticiler ve finansal piyasalar ile finansla ilgili herkesin gündemine girmiştir. Almanya’nın ve Japonya’nın ekonomileri 20’nci yüzyılın son çeyreğinde hızlı büyümeden stagflasyona (durgunluk) geçince, ABD’nin ekonomik performansının yüksek olması kurumsal yönetim düzeyinin yüksekliğine kanıt olarak gösterilmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004:1). Başka bir deyişle, 1997 yılında, Güney Kore, Tayland, Endonezya, Malezya, Singapur ve Hong Kong gibi ülkelerin yer aldığı Güneydoğu Asya’daki gelişmekte olan ülkeleri etkileyen Asya krizi de ABD’nin ekonomisinin güçlenmesine göreceli katkıda bulunmuştur. Bu noktadan hareketle, bazı çevreler ABD’nin güçlü bir ekonomiye sahip olmasını kurumsal yönetim mekanizmaları çalışmalarına bağlamışlardır. Ayrıca, aynı dönemde meydana gelen İngiltere’deki büyük şirket skandalları ve iflasları da ABD’nin güçlü bir ekonomi olduğunun ayrı kanıtlarıydı.

1997’de yaşanan Asya kriziyle başlayıp daha sonra tüm dünyada yaşanan büyük şirket skandalları, ABD’de ortaya çıkan Enron, WorldCom ve Avrupa’da yaşanan Parmalat skandallarıyla zirveye çıkmıştır. Krizler, şirketlerin ağır işleyen faaliyetlerden kurtulup

yeniden kendilerine gelmeleri ve yeni düzene ayak uydurmalarına fırsat veren faydalı süreçler olarak tanımlanmaktadır. Bu açıdan bakıldığında yaşanan şirket skandalları ve sermaye piyasalarında yaşanan krizler hem şirketlerin hem de yasa koyucu ve düzenleyicilerin toparlanıp olası tehditlere karşı önlem ve mekanizmalar geliştirmelerine neden olmuştur (Menteş, 2009: 66).

Enron ve Worldcom skandalları o güne kadar yaşanmış çeşitli şirket skandallarına göre farklı sonuçlar doğurmuşlardır. Enron ve Worldcom skandallarını izleyen dönemde, dünyadaki tüm finansal aktörler ve yasa koyucular kurumsal yönetimle ilgili mevcut uygulamalarını sorgulamışlardır. Bir başka deyişle, Enron ve Worldcom skandallarının bir takım küresel çıktıları olmuştur. Şirket skandallarının yaşanmasında genel olarak iki neden ön plana çıkmaktadır. Bunlardan ilki; şirket yönetiminin kötü ticari kararlar alması sonucu ortaya çıkan şirket skandallarıdır. Kurumsal yönetim bağlamında şirket yönetiminin kötü ticari kararlar almasına uzanan süreçte, şirket yönetim kurulunun denetleme ve danışmanlık fonksiyonunu yerine getirip getirmediği üzerinde durulması gereken en önemli konudur. İkinci neden olarak ise; şirket yöneticilerinin yönetimlerindeki şirketi dolandırması sonucu yaşanan şirket skandallarıdır. ABD’de yaşanan Enron ve Worldcom skandalları ile İngiltere’de yaşanan Maxwell, Polly Peck ve BCCI adlı şirketlerin skandalları buna örnek verilebilir (OECD, 2004).

Bu şirketler, bulundukları ekonomilerde hatırı sayılır şirketler olmakla kalmayıp aynı zamanda faaliyet gösterdikleri sektörlerde de öncü konuma sahip olan şirketlerdir. Dolayısıyla, bu şirketlerde meydana gelen skandallar ve akabinde ortaya çıkan iflaslar, bu şirketlerle çıkar ilişkisi bulunan yatırımcılar, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, toplum ve devlet başta olmak üzere tüm paydaşlar olumsuz anlamda etkilenmişlerdir. Özellikle bu şirketlere kendi tasarruflarını transfer ederek gelecek dönemde kar payı veya sermaye kazancı hedefleyen bireysel veya kurumsal yatırımcıların servetleri büyük ölçüde azalmış veya tamamen sıfırlanmıştır. Yaşanan skandallar ve iflaslar neticesinde, genel ülke ekonomisine ve yatırımcılar açısından sermaye piyasalarına olan güven zedelenmiştir. Ayrıca, iflasların yaşandığı ülkelerde, başta ABD ve İngiltere olmak üzere, devletlerin denetleyici otoriteleri sorgulanmış ve bu güvensizlik ortamı ilgili ülkelerin borsalarını negatif yönde etkilemiştir. Dünya ekonomisinin amiral gemisi olan ülkelerde meydana gelen bu skandallar, diğer ülke ekonomilerine de sıçramış ve dolayısıyla global ekonomide yaralar açmıştır. Bu olumsuz domino etkisini, öncelikle yavaşlatmak sonrasında durdurmak daha

sonrasında ise önleyebilmek için kurumsal yönetim mekanizmaları çare olarak görülmüş, gönüllü şirketlerce uygulanmış ve düzenleyici otoriteler tarafından uygulanmaya başlanmış ve akademisyenlerce geliştirilmiştir.

Hem ABD’de hem de Kıta Avrupası’nda yaşanan şirket skandallarının ortak paydası ise bu skandalları önlemekle görevli kurumsal yönetim mekanizmalarının yetersiz kalmış olmasıdır. Eleştiriler, özellikle tüm şirket paydaşları adına şirketleri gözetlemekle görevli bağımsız denetim şirketleri üzerinde yoğunlaşmıştır (Coffee: 2005). Şirketleri denetleyerek finansal tablolarına onay veren bağımsız denetim firmalarının işlerini yapmada hangi ölçüde etik ve sorumlu davrandıkları konusu kamuoyunun aklına soru işaretleri getirmiştir. Denetim firmalarına karşı ortaya çıkan bu kuşku ve şüpheler otomatik olarak bu firmalara karşı olan güveni sarmış ve ne derecede bağımsız oldukları sorgulanmaya başlanmıştır. Günümüzde, şirketlere ve ülkelere kredi derecelendirme notu veren ve bu bağlamla şirketlerin ve ülkelerin bütçelerinde önemli bir kalem olan borçlanma maliyetini etkileyen kredi derecelendirme kuruluşları ekonomik hayatta önemli bir yere sahiptir. ABD’de yaşanan ve tüm dünyayı kurumsal yönetim konusunda düşünmeye sevk eden Enron skandalında yadsınamayacak yeri olan Arthur&Andersen bağımsız denetim firmasının açık ihmallerinin tespit edilmesi, denetim firmalarına olan güveni derinden sarsmıştır.

Yaşanan şirket skandallarını yeteri düzeyde önleyemeyerek patlak vermesine neden olan bir başka husus ise mevcut yasalardaki yetersizlikler veya bu yasaların uygulanmasında yaşanan aksaklıkların varlığı sayılabilir. 2004 yılında, İtalya’da meydana gelen Parmalat skandalını incelen Ferrarini ve Giudici (2006), İtalyan yasalarının yeteri düzeyde olduğunu ve hatta ABD’deki ilgili yasalara kıyasla çok daha katı olduğunu iddaa etmektedir. Araştırmacılara göre, Parmalat skandalının patlak vermesinde altta yatan sebebin yetersiz kanunların olmasından ötürü değil de var olan kanunların yaptırım gücüyle alakalı olduğudur.

Bütün bu gelişmeler sonucunda, şirketlerin yönetim ve karar alma süreçleri sorgulanmaya başlanmış ve bir çözüm olarak kurumsal yönetim kavramı ortaya atılmıştır. Şirket skandallarının ardından kurumsal yönetim kavramı devletlerin, iş dünyasının, uluslararası teşkilatların ve akademisyenlerin gündemine oturmuş; OECD tarafından ülkelerin kurumsal yönetim çalışmalarına yardımcı olmak üzere rehber niteliğinde KYİ yayımlanmış; çeşitli ülkelerde bu tür skandalları önlemeye ve kurumsal yönetimi geliştirmeye yönelik yeni yasalar çıkartılmıştır (Alp ve Kılıç, 2014: 50).

Çıkarılan bu yasalar her ne kadar iş dünyası tarafından hoş karşılanmasa da uygulamaların arkasında durulmuştur. Günümüze gelindiğinde ise, kurumsal yönetime yönelik teşvik edici uygulamalarla ve aynı zamanda bir takım zorunluluk halleriyle şirketlerin büyük çaplı skandallara karışması ve akabinde iflas etmelerinin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin özellikle borsada işlem gören halka açık şirketlere yönelik her geçen gün, yeni düzenlemeler getirilmektedir. Bu düzenlemelerin temel amacı, şirketlerin kontrol ve denetiminin ilgili tüm tarafların gözetiminde yapılmasıdır. Başka bir deyişle, şirketlerin denetlenmesinin tabana yayılması amaçlanmaktadır.

2.5. Kurumsal Yönetimin Temelini Oluşturan İlkeler

Kurumsal yönetimin esas amacı, şirket yönetimi ile pay sahipleri ve diğer tüm paydaşların karşılıklı çıkarlarının, haklarının ve yükümlülüklerinin belirlenmesi ve yatırımcı güveninin tesis edilmesidir. Bu amaç doğrultusunda, kurumsal yönetim mekanizmaları belli başlı bir takım prensipler üzerine inşaa edilmiştir.

Kurumsal yönetimin altyapısını oluşturan temel prensipler; (1) *adillik ilkesi*, (2) *şeffaflık ilkesi*, (3) *hesap verebilirlik ilkesi* (4) *sorumluluk ilkesi* olmak üzere dört temel ilke üzerine odaklanmaktadır. Kurumsal yönetimin bu dört temel ilkesi, performans ölçümü ve geliştirilmesi esasına dayalı olarak birbirleriyle ilişkilendirilmekte ve böylece, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken, toplumsal değerlerle de uyumlu çalışması beklenmektedir (TKYD ve Deloitte, 2006).

2.5.1. Adillik ilkesi

Adillik ilkesi, şirketlerin geleceği ile ilgili olarak, tüm tarafların fikirlerinin dengeli olarak değerlendirilmesi ile ilişkilidir. Bu ilke, şirket yönetiminin aldığı kararlarda yalnızca mülkiyet hakkı bulunan hissedarları değil, aynı zamanda şirketin uzun dönemde karlılığını ve varlığını sürdürmesine yardımcı olacak tüm tarafları dikkate alması anlamına gelmektedir. Yönetimin yapmış olduğu eylemlerle ilgili olarak, konuyla ilişkili tüm taraflara açıklanabilecek nitelikteki bilginin eş anlı ve eşit biçimde paylaşılması gerekmektedir (Tuzcu, 2004: 36).

Adillik ilkesine göre, şirket yönetimi aynı tür mülkiyet hakkına sahip hissedarlara eşit

davranmalı ve aynı düzeyde oy kullanım hakkının garantisini vermelidir. Başka bir deyişle, aynı tipteki hissedarlar aynı oy hakkına sahip olmalıdır. Buna ek olarak, şirket yönetimi, oy kullanım haklarında herhangi bir değişiklik yapmayı planlaması durumunda ilgili değişikliğin neden yapılması gerektiğini hissedarlara açıklamalı ve bu değişikliği hissedarların oylamasına sunmalıdır. Ayrıca, genel hissedarlar toplantısının işlem ve yöntemleri, bütün hissedarların eşit muamele görmelerini sağlamalıdır.

Adillik ilkesi gereğince, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, şahıslara veya üçüncü kişilere maddi menfaat sağlayabilecek ve şirketin piyasa değeri üzerinde etkisi olabilecek önemli nitelikteki bilgi ve işlemlerin tamamını kamuya açıklamalıdır. Başka bir deyişle, içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading), fırsat eşitliğini bozacağı gerekçesiyle yasaklanmalıdır. Yöneticilerin, şirket payları üzerinde içeriden sahip oldukları bilgileri kullanarak hisse senedi ticareti yapmalarına veya şirket ile ticari bir ilişkiye girmelerine karşı mekanizmalar geliştirilmedi. Ayrıca, adillik ilkesi çerçevesinde, bir olayda veya işlemde yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin, şirket ile çıkar çatışması durumunu, yönetim kuruluna önceden beyan etmeleri gereklidir. Yöneticiler; kendilerini, yakınlarını veya ilişki içinde bulundukları kimseleri ilgilendiren bir konuda karar alma sürecine dahil edilmemelidir (Alp ve Kılıç, 2014: 61).

Pay sahiplerinin korunması için adillik ilkesinin yerleşmesine yönelik başlıca hususlar şunlardır:

- Yöneticilerin usulsüz işlem yapmalarının önlenmesi,
- Piyasada fırsat eşitliğini bozucu faaliyetlerin yasaklanması,
- Pay sahiplerinin aktif bir şekilde yönetime katılmalarının sağlanması,
- Belli grupların menfaatlerinin ön plana çıkarılmasının önlenmesi,
- İşletme yöneticilerinin karar vericilerin ihtiyaç duyduğu bilgileri zamanında, doğru ve tutarlı bir şekilde yayınlaması adillik ilkesinin olmazsa olmazlarıdır (Paslı, 2005:53).

2.5.2. Şeffaflık ilkesi

Şeffaflık; ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz ve

anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımıdır (SPK, 2005).

Şeffaflık ilkesi kapsamında kamuoyuna açıklanacak bilgilerin aşağıdaki özellikleri taşıması gerekmektedir:

- Bilgi açık ve anlaşılır olmalıdır,
- Açıklanan bilgi doğru olmalıdır,
- Bilginin tam bir tarafsızlık içerisinde sunulması ve bu bilgileri kullanacakları yanıltmaması gerekir,
- Bilgi eksiksiz olarak sunulmalıdır,
- Bilgi kullanıcıları tarafından analizler yapmaya olanak sağlayacak özelliklere sahip olmalıdır,
- Bilgi düşük maliyetle sunulmalıdır,
- Bilgiye erişim kolay olmalıdır ve
- Bilgiye zamanında erişim olanağı olmalıdır (Aktan, 2006: 16).

Firmaların kamuya açıklayacakları bilgilerin iç ve dış denetimden geçmiş finansal ve faaliyet sonuçlarını içeren bilgiler olması gerekmektedir. Bu bilgilerin içerisine firmanın hedefleri, etik kuralları, sermaye yapısı, oy hakları, yönetim kurulu üyeleri hakkında bilgiler, üst düzey yöneticiler ve aldıkları ücretler vb. konular dahil edilmelidir. Ayrıca, firmada kamunun aydınlatılmasından sorumlu birimlerin veya kişilerin bulunması da son derece önemlidir. Bu birimler veya kişiler açıklayacakları bilgilerin iç ve dış paydaş gruplarına eşit şekilde ulaştırılmasına dikkat etmelidir. Açıklanacak bilgilerin firmanın aleyhine sonuçlar doğurabilecek olsa dahi, zamanında açıklanması ve bundan önce kötüye kullanılmasının önlenmesi de üzerinde durulması gereken bir diğer husustur (SPK, 2005).

Şeffaflık ilkesinde, şirket faaliyetleri ile ilgili şirket pay sahipleri ile muhtemel yatırımcıları ilgilendiren tüm bilgilerin kamuoyu ile paylaşılması istenmektedir. Şirketin faaliyet sonuçlarını gösteren en önemli doküman olan mali tabloların, şirketin tüm faaliyetlerinin gerçek sonuçlarını gösterecek şekilde hazırlanması gerekmektedir. Ayrıca, mali tablolara yansıyan işlem ve olguların neden ve nasıl yapıldığının açıklanması ve bunun kamuoyu ile paylaşılması şirket hakkında güveni artıran bir unsur olacaktır. Bu amaçla uluslararası kabul görmüş muhasebe ilkelerine uyulmak suretiyle mali tablolar düzenlenmelidir (Güçlü, 2010: 13).

Şeffaflık konusunda uygulamada karşılaşılan en ciddi sıkıntılardan biri de çeşitli ülkelerde uygulanan muhasebe standartlarındaki farklılıklar nedeniyle finansal bilgilerin karşılaştırılabilir olmaktan uzaklaşmasıdır. Finansal bilgilerin karşılaştırılabilirliğini sağlamak amacıyla, AB 2005 yılından itibaren bütün halka açık şirketlere, konsolide tablolarını Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi tarafından yayınlanmakta olan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) uyarınca hazırlanmasını zorunlu kılmıştır. Türk Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) da 2006 yılında UFRS'yi Türkçe'ye çevirmiştir. 2007 yılında kanunlaşması umulan yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda halka açık olsun olmasın ülkemizdeki tüm işletmelere muhasebe ve finansal raporlama konularında TMSK tarafından yayımlanan, UFRS'ye uyumlu Türkiye Muhasebe Standartları'na uymaları mecburiyeti getirilmektedir (TKYD ve Deloitte, 2006).

2.5.3. Hesap verebilirlik ilkesi

Hesap verebilirlik ilkesi, bir konuda yetki kullanan, karar alan, işlem yapan veya faaliyette bulunan kişi veya organın, kullandığı yetki, aldığı karar, yaptığı işlem, yürüttüğü faaliyet nedeniyle sorumlu tutulabilmesi ve kendisinden açıklama istenebilmesidir. Hesap verenler, gözetimi ve denetimi altında oldukları kişi veya organlara; kullandıkları yetkinin, aldıkları kararın, yaptıkları işlemin ve yürüttükleri faaliyetin, gerek şekil ve gerekse içerik bakımından mevcut düzenlemelere, belirlenmiş amaç ve prosedürlere, etik kurallara ve işin gereğine uygun olduğunu ispat etmekle yükümlüdürler (Alp ve Kılıç, 2014: 61).

Millstein (2000)'e göre hesap verebilirlik ilkesi; yönetim işlevinin ve sorumluluklarının açıklanması, hissedar ve yöneticilerin taleplerinin sıraya konulmasının güvence altına alınması ve nesnel kararlar alındığının yönetim kurulları tarafından izlenmesidir.

Şirket üst düzey yönetiminin, yönetim kurullarının, şirketin pay sahiplerinin ve diğer tüm paydaş gruplarının şirketle olan ilişkileri farklı düzeyde ve dolayısıyla şirketten beklentilerinin farklı olması hesap verebilirlik ilkesinin ortaya çıkmasını zorunlu kılmaktadır. Şirket yöneticilerinin aldıkları kararda rasyonel olmaları, belirli bir grubun çıkarlarına öncelik vermeleri değil tüm tarafları gözetmeleri gerekmektedir. Ayrıca, şirket yönetimi yetkisi ve sorumluluğu çerçevesinde almış olduğu kararlar ile, firmanın faaliyet ve finansal performansı doğrudan etkileyeceğinden firmanın piyasa değerinde aşağı ya da yukarı yönlü bir değişime neden olabilmektedir. Dolayısıyla, hesap verebilirlik ilkesi,

yönetimin aldığı tüm kararlarda keyfiyetten uzak bir şekilde firmanın amaçlarına rasyonel bir biçimde hareket edilmesi gerekliliğini sağlamaktadır.

Faaliyet öncesinde, sırasında ve sonrasında geri bildirim sağlanmasını içeren şeffaflık ilkesinin aksine, hesap verebilirlik ilkesi faaliyet sonrasında kapsamaktadır. Bu ilke, yönetim kurulunun tepe yönetim performansını bağımsız bir şekilde izlemesini ve tepe yöneticilerin hissedarlara karşı hesap verebilirliğinin temin edilmesini gerektirmektedir. Bunun sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için, yönetim kurulu ve tepe yönetim arasında sorumlulukların ne şekilde paylaşıldığı netleştirilmelidir. Aksi takdirde, karar verme gücünün hangi mercide olduğu, dolayısıyla bu kararlar için hesap verme yükümlülüğünün kimde olduğu belirsiz kalacaktır. Başka bir ifadeyle, yönetim kurulu ve tepe yönetim arasında etkin bir işbölümü, kurumsal yönetimde hesap verebilirlik ilkesinin vazgeçilmez koşuludur. Bu nedenle, kurumsal yönetimle ilgili rapor ve kodlarda yönetim kurullarının yapısı ve işleyişi ile ilgili düzenlemeler ağırlıklı bir yer tutmaktadır (TKYD ve Deloitte, 2006).

2.5.4. Sorumluluk ilkesi

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

Sorumluluk ilkesi; şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade eder (SPK, 2005).

Kurumsal yönetimin temel prensiplerinden olan sorumluluk ilkesi, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken toplumsal değerleri yansıtan kanun ve düzenlemelere uyum gösterecek şekilde faaliyet göstermesini ifade etmektedir. Fakat, kurumsal yönetim anlayışında, genel olarak kanunların sorumluluk açısından minimum standartları oluşturduğunu, gerçek anlamda sorumlu şirket davranışının ise yasal zorunlulukların ötesine geçilerek yerine getirilebileceği vurgulamaktadır. Bu bağlamda, kurumsal yönetim, çalışanların yönetime katılımını teşvik edici mekanizmaların geliştirilmesini önermekte ve bütün paydaşların

kaygılarını yönetim kuruluna iletebilmesi için gerekli ortamın sağlanmasının önemi vurgulanmaktadır (TKYD ve Deloitte, 2006).

2.6. Dünyada Kurumsal Yönetim ve Uygulama Modelleri

Kurumsal yönetim kavramının dünyadaki yerini incelemeden önce, bu kavramın bütün dünyada yaygın bir şekilde tartışılması sürecini başlatan skandallarının yaşandığı ülkelerdeki şirket yapısını kısaca ele almakta fayda vardır. Çünkü, kurumsal yönetim terimiyle ifade ettiğimiz *corporate governance*, öncelikle çok ortaklı şirketlere özgü sorunlar çerçevesinde gündeme gelmiş, halka açık olmayan şirketlerde ve kamu kurumlarında ise daha sonra tartışılmaya başlamıştır.

İktisat kuramı, bir işletme sahibi tarafından yönetildiğinde sahip ve yöneticinin kişisel çıkarları aynı olduğu için, kar ve şirket değerinin maksimize olacağını vurgulamaktadır. Şirketin sahipliği ve yönetimi birbirinden ayrılmaya başladığında ise yöneticinin kişisel çıkarları, şirket varlıklarının yanlış kullanılmasına yol açabilmektedir. Şirket sahipliği ve yönetiminin ayrımı, *Anglo-sakson Sistemi* adı verilen ve ağırlık olarak İngiltere ve ABD’de faaliyet gösteren şirketlerinde yaygın görülen bir durumdur. Bu ülkelerde, sanayinin gelişimi ve pay sahiplerinin sayısının artması sürecinde hissedarlık ve yöneticilik sorumluluklarının artan bir hızla birbirinden ayrıldığı gözlenmiştir. Özellikle İngiltere ve ABD’de büyük şirketler, payları küçük olan çok sayıda hissedarın ortak olduğu bir mülkiyet yapısına sahiptir. Dağılmış mülkiyet yapısı olarak adlandırılan bu modelde, şirketlerin yönetimi hissedarlar adına yetkilendirilmiş olan profesyonel yöneticilerin kontrolündedir. Görüldüğü üzere, bu yapıda şirketlerin mülkiyeti ve yönetsel kararların kontrolü farklı erklerde toplanmıştır. Bu farklılık, yöneticilerin şirketin varlıkları üzerinde vermiş oldukları kararlarda dağınık ve çok sayıdaki küçük ortakların çıkarları aleyhine kullanılabilmesine neden olmaktadır. Aynı şekilde, şirketin sahiplik yapısındaki hakim ve güçlü ortakların bulunması azınlık durumunda olan ortakların çıkarlarının göz ardı edilme tehlikesini doğurmaktadır. Azınlık haklarının yasal olarak yeterince korunmadığı ülkelerde bu sorun daha sık gündeme gelebilmektedir (TKYD ve Deloitte, 2006).

Buradan hareketle, ekonomileri dünya ortalamasına göre daha güçlü olan batı toplumları, bu ve buna benzer sahiplik ve kontrol problemlerini aşmak; daha adil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir yönetim tesis etmek, ortakların haklarını korumak ve sermaye piyasalarının

güçlenmesini ve sürdürülebilirliğini sağlamak amacıyla kurumsal yönetim kavramını geliştirmeye çalışmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamaları ülkelerin ekonomik olarak gelişmişlik düzeyine, tarihsel, sosyolojik ve kültürel gelişmişliklerine ve hukuki altyapısının düzeyine göre çeşitlilik göstermektedir. Ayrıca, ülkelerin sermaye piyasalarının gelişmişlik seviyeleri değişiklik göstermektedir. Dolayısıyla, bu ülkelerin kurumsal yönetim mekanizmalarına olan ihtiyacı farklı şekillerde etkilemektedir. Özetle, dünyada her ülke tarafından uygulanabilecek standart bir kurumsal yönetim modeli henüz bulunmamaktadır. Buna rağmen, kurumsal yönetim uygulamalarını, esas aldığı çıkar grupları açısından iki temel gruba bölmek mümkündür. Daha önce de bahsedilen, Anglo-Sakson modelinde dağınık ve çok sayıda ortağın oluşturduğu bir sahiplik yapısı mevcutken, Kıta Avrupası modelinde ise yoğunlaşmış bir sahiplik yapısı mevcuttur. Bu iki modeli uygulayan ülkeler ve modeller arasındaki bazı farklılıklar Çizelge 2.3.'te sunulmuştur.

Çizelge 2.3. Anglo-Sakson Modeli ve Kıta Avrupası Modeli

Karşılaştırma Ölçütü	Anglo-Sakson Modeli	Kıta Avrupası Modeli
Modelin literatürdeki diğer isimleri	- Hissedar yaklaşımı (shareholder approach) - İçerdekiler sistemi (insider system) - Anglo-Amerikan modeli	- Paydaş yaklaşımı (stakeholder approach) - Dışardakiler sistemi (outsider system) - Alman/Japon modeli
Modeli uygulayan örnek ülkeler	İngiltere, ABD, Avustralya, Kanada	Almanya, Japonya, Fransa, İsviçre
Modelin uygulandığı ülkelerdeki ortak özellikler	- Ortak hukuk sistemi (common law) - Esnek ve ilke bazlı düzenlemeler - Dağınık mülkiyet yapısı - Sahiplik ve yönetimin birbirinden ayrışması - Gelişmiş, likit ve derin sermaye piyasalarının bulunması - Paydaşların şirket yönetiminde rolünün bulunmaması - Şirketin amacının hissedarların refahını maksimize etmek olduğu görüşü	- Kıta Avrupası hukuk sistemi (civil law) - Katı ve kural bazlı düzenlemeler - Yoğunlaşmış mülkiyet yapısı - Şirketin büyük ortaklarının yönetimde bulunması - Gelişmiş ve etkili bankacılık sisteminin bulunması - Çalışanların ve diğer paydaşların yönetimde yer almaları - Şirket amacının tüm paydaşların refahını artırması gerektiği görüşü
Şirket yönetimindeki temel sorun	Vekalet problemi (agency problem): Sahip ile yöneticinin çıkarlarının çatışması	Sömürü/istismar problemi (expropriation problem): Büyük hissedarın küçük/azınlıktaki ortakların çıkarlarını gözetmemesi

Kurumsal yönetimin öncelikli amacı	Hissedarların çıkarlarını korumak	Hissedarların yanı sıra diğer paydaşların da haklarını korumak; toplum, çevre ve etik değerlere saygılı olmak
------------------------------------	---	---

Kaynak: Alp, A., ve Kılıç, S. (2014). Kurumsal Yönetim: Nasıl Yönetilmeli.

Çizelge 2.3'ten görüleceği üzere, Anglo-Sakson modelini benimseyen ülkelerin sermaye piyasaları daha gelişmiş bir düzeyde olduğundan kurumsal yönetimin bu ülkelerde doğup geliştiği söylenebilir. Bu ülkelerde, sermaye tabana yayıldığı ve çok sayıda küçük yatırımcı bulunduğu göz önüne alındığında mülkiyet ve yönetimin birbirinden ayrılması, çıkar çatışmalarına sebebiyet vermektedir. Küçük yatırımcıların menfaatini kötüye kullanmayı minimize etmek amacıyla ortaya çıkan kurumsal yönetim, Anglo-Sakson modelinde daha yoğun olarak tartışılmaktadır. Kıta Avrupası modelinde ise, şirketlerdeki çıkar çatışması sadece yönetici ve ortaklar arasında değil, şirketten bir şekilde menfaati bulunan bütün paydaşların arasında olduğu varsayılmaktadır. Bu modeli uygulayan ülkelerde şirketlerin ortaklık yapısının dağınık değil yoğun olarak biçimlendiği görülmektedir. Ayrıca, güçlü ve büyük ortakların zayıf olan küçük ortakların haklarını sömürmesinin önüne geçilmesini kurumsal yönetim uygulamaları sağlamaktadır.

Yaklaşık 10 yıl önce ABD'de başlayan ve günümüzde etkileri hala hissedilen küresel finansal kriz ile şirket yöneticilerinin sorumluluğu ve denetimi konusundaki tartışmalar artarak devam etmektedir. Yaşanan krizin ardından şirketler kurumsal yönetim sistemlerini yeniden gözden geçirmiş, sermaye piyasalarından hızla uzaklaşan yatırımcının geri kazanılmasını amaçlamışlardır. Bu amaçla, yatırımcı haklarının gözetilmesini ve savunulmasını önemli gören düzenleyici kurumlar, yönetimin şeffaflığını ve bağımsız denetimi öne çıkaran düzenlemeler getirmişlerdir. Bu düzenlemelerin arasında küresel anlamda öne çıkan ve günümüz kurumsal yönetim anlayışının temeli sayılabilecek önemli gelişmeler yaşanmıştır.

İlk olarak, 1992 yılında İngiltere'de *The Cadbury Committee Report: Financial Aspect of Corporate Governance* (Cadbury Raporu) yayımlanmıştır. Daha sonra, 1999'da *OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri* yayınlanmıştır. Üye ülkelerinin geri dönüşleri ile gözden geçirilen ilkeler 2004 yılında revize edilmiştir. 2002 yılında ABD'de kabul edilen Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası, daha çok bilinen adıyla

Serbanes-Oxley Yasası çıkartılmıştır. Bu yasa ile halka açık şirketlere bir takım kurallar getirilmiştir. İlgili yasa kurumsal yönetim uygulamaları açısından dönem noktası olarak kabul edilmektedir (Mallin, 2004: 1).

2.6.1. Cadbury Komitesi Raporu ve İngiltere’de kurumsal yönetim

1991 ve 1992 yıllarında, *Polly Peck*, *BCCI* ve *Maxwell* adlı şirketlerin çökmesi ile hem İngiltere’de hem de Dünya’da bugün üzerinde sıklıkça tartışılan kurumsal yönetim kavramı, ilk defa gündeme gelmiştir. Adı geçen şirketlerin finansal tablolarında ve raporlama sistemlerinde meydana gelen yolsuzluklar, Londra Kıymetler Borsası (LSE) tarafından *Sir Adrian Cudbury* başkanlığında yürütülen komitenin çalışmalarıyla incelenmiştir. Komitenin yaptığı çalışmalar neticesinde, Aralık 1992’de İngiliz şirketleri tarafından uyulması tavsiye edilen en iyi uygulama kodlarını içeren *Cudbury Komitesi Raporu* yayımlanmıştır. Bu rapor, şirketlere zorunlu tutulmayan ve sadece öneri özelliğinde olan bir rapordur. Bu rapor, dünyaca tanınan ilk kurumsal yönetim belgesi olmasının yanı sıra tavsiye edilen kodlar daha sonra oluşturulacak *OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri* için temel olarak kullanılmıştır.

Cadbury Raporunda, şirketlerin gönüllü olarak uymaları beklenen en iyi uygulama kodlarına (codes of best practice) yer verilmiştir. Bu kodun içerdiği tavsiyeler, yönetim kurulunun yapısı ve çalışma esasları, yönetim kurulu komitelerinin oluşumu ve kurulması, icracı olmayan üyelerin şirket yönetimindeki rolleri ve önemi, icracı üyelerin atanması ve ücretleri ile raporlama ve kontrol mekanizmalarına ilişkindir. LSE, Cadbury Raporu’nu, payları borsada işlem gören şirketler için *uygula uygulamıyorsan açıkla (comply or explain)* prensibi çerçevesinde kotasyon şartlarının parçası haline getirmiştir. Böylece borsa şirketleri yıllık raporlarında bu kodda yer alan önerilere uydıklarını veya neden uymadıklarını açıklamakla yükümlü tutulmuşlardır (Alp ve Kılıç, 2014: 80). Raporun çıktığı yıllarda sadece tavsiye kararın olmasının altında yatan unsur liberal ekonominin işleyişini aksatmamaktı. Fakat günümüzde değişen şartlar bu kararın yasalaşmasına neden olmuştur (Erdönmez, 2003).

Cadbury Komitesi Raporuna göre komitenin temel amacının, borsada işlem gören şirketlere yönelik kurumsal yönetim için tavsiye niteliğindeki en iyi uygulama kodları ile finansal raporlama sisteminin ve yönetimin denetlenmesine olan güven seviyesinin artmasına yardımcı olmak olduğu söylenebilir. Ayrıca, komitenin tavsiyeleri, yasal olarak zorunlu

düzenlemelerden ziyade şirketler üzerinde kendilerinin belirledikleri yönetim biçimlerini geliştirmeleri yönünde olumlu bir destek unsuru olduğu şeklinde değerlendirilebilir.

Cadbury Komitesi Raporu ile başlayan ve daha sonra İngiltere’de kurumsal yönetimin geliştirilmesine yönelik yapılan çalışmalardan öne çıkanları aşağıda sıralanmıştır (Metiner, 2006):

- Finansal Raporlama Konseyi, Londra Menkul Kıymetler Borsası ve Muhasebeciler Meslek Mensupları tarafından yayınlanan Cadbury Raporu – 1 Aralık 1992 (Cadbury Report (The Financial Aspect of Corporate Governance) 1 December 1992).
- İngiliz Sanayi Konfederasyonu tarafından yayınlanan Yönetim Kurulu Üyeleri Ücretleri hakkındaki Greenbury Raporu - 15 Temmuz 1995 (Greenbury Report (Study Group on Directors’ Remuneration) 15 July 1995).
- Ulusal Emeklilik Fonları Birliği, Londra Menkul Kıymetler Borsası, İngiliz Sanayi Konfederasyonu, Yönetim Kurulu Üyeleri Enstitüsü, Muhasebe Organlarının Danışma Komitesi ve İngiliz Sigortacılar Birliği tarafından yayınlanan Hampel Raporu - Ocak 1998 (Hampel Report (Final) January 1998).
- Hermes Pensions Management Limited adlı şirket tarafından yayınlanan Hermes İlkeleri 21 Ekim 2002 (The Hermes Principles 21 October 2002).

2.6.2. Sarbanes-Oxley Yasası ve ABD’de kurumsal yönetim

Dünya üzerinde en gelişmiş sermaye piyasalarına sahip olan ABD’de, 2001 yılında borsada işlem gören enerji sektörünün devi olarak sayılan ve o tarihlerde borsadaki en büyük 7’inci şirket olma ünvanına sahip *Enron* şirketinin iflas etmesi ve aynı dönemlerde *WorldCom* adlı şirketin de iflas etmesi, yatırımcıların sermaye piyasalarına olan güveni derinden sarsılmıştır. Başta *Enron* ve *WorldCom* şirketleri olmak üzere, patlak veren bu iflaslar neticesinde kamuoyu üzerine yaklaşık 250 milyar dolar gibi muazzam bir ekonomik yük binmiştir. Yaşanan bu olumsuz gelişmeler sonucunda, ABD hükümeti meydana gelen bu skandalları yakından takip etmiş ve bu tarz şirket skandallarının bir daha yaşanmaması için çalışmalara başlamıştır.

Bilindiği üzere, ABD borsalarında çok sayıda küçük yatırımcı bulunmaktadır. Bu yatırımcılar şirketler ile ilgili bir olumsuzluk gördükleri zaman elde tuttıkları hisse senetlerini satarak hızlıca başka bir şirkete geçmektedir. Bunun asıl sebebi, küçük

yatırımcıların denetleme ve düzeltme yetkilerini kullanmalarını teşvik edici uygulamaların az olmasıdır. Anglo-Sakson modelinde, pay sahiplerinin yönetim üzerinde etkili bir güce sahip olmadığı bilinmektedir. Buradan hareketle, ABD’de yaşanan şirket iflaslarının temelinde, vekalet teorisinin varsaydığı pay sahiplerinin zayıf, yönetimin ise güçlü olması yatmaktadır. Güçlü yönetimin kendi çıkarlarını maksimize etmesi ve zayıf ortakların göz ardı edilmesi bu sorunu körüklemektedir. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi şirket yönetimi tarafından yapılmasından dolayı yönetim kurullarından beklenen bağımsız iç denetimin işlevselliği tartışma konusu olmaktadır.

Halka açık şirketlerin skandallar sonrası iflas etmelerinin ve kurumsal yönetim konusunda ortaya çıkan zayıflığın genel olarak kabul edilmesinin sonucu olarak, kurumsal sorumluluğun artırılması ve ABD’li yurttaşların pay sahipliği haklarının korunması amacıyla bir planın uygulanacağı ABD başkanı tarafından 7 Mart 2002 tarihinde kamuoyuna açıklanmıştır. Ülkenin en büyük şirketlerinden bazılarının karlarını gerçek bir şekilde kamuoyuna açıklamadıklarının ortaya çıkması ve bu durumun yatırımcılara zarar verecek olması göz önüne alınarak bir plan oluşturulmuştur. Planda, kurumsal yönetimin temel üç prensibi olarak; bilginin doğruluğu ve ulaşılabilirliği, yönetimin sorumluluğu ve dış denetimin bağımsızlığı dikkate alınmıştır (Ali ve Gregoriou, 2006:9).

ABD piyasalarının Enron skandalıyla tecrübe ettiği bir diğer önemli fiyasko ise, Enron şirketi yönetiminin, bağımsız denetim şirketi olan ve o dönemde beş büyük (big five) olarak tarhi nama sahip Arthur&Andersen şirketiyle ile çıkar birliği yaparak yatırımcıları yanıltıcı bilgilerle kandırmalarıdır. Bu haksız kazanımlar piyasalarda derin şokların yaşanmasına ve bağımsız denetim şirketlerinin sorgulanmasına neden olmuştur. Uzun süren yargılama süreci sonrasında Arthur&Andersen şirketi tarihi namı ve tarihi fiyaskonun baş aktörü olarak tarihte yerini almıştır.

Sarbanes-Oxley yasasıyla, şirketler başta bilanço dışı aktiviteleri olmak üzere tüm finansal ve finansal olmayan faaliyetlerini daha ayrıntılı bir şekilde beyan etmek zorunda kalmışlardır. Yasa, yanlış beyan ve raporlamayı önlemek amacıyla şirket yöneticilerinin alacakları cezaları da arttırmıştır. Sarbanes-Oxley yasası gelecekte yaşanması muhtemel şirket skandallarına önlem amacı taşımasının ötesinde, yasa koyucuların şeffaflık konusunda tavır değişikliğinin de bir kanıtıdır (Romano, 2004:5).

Sarbanes-Oxley Kanunu (Sarbanes-Oxley Act), 30 Temmuz 2002 tarihinde ABD başkanı tarafından imzalanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla birlikte, kurumsal yönetime yönelik dikkat çekici önemli gelişmeler aşağıda özet olarak belirtilmiştir.

- Düzenleyici otoritelere ve mahkemelere ilave yetkiler verilmiştir.
- Anonim şirketlerdeki denetim kurullarının gözetim rolleri ve bağımsızlıkları geliştirilmiştir
- Serbest muhasebecilik şirketlerine ek bağımsızlık verilmiştir.
- Finansal raporların zamanında ve ayrıntılı bir şekilde hazırlanmasına yönelik yaptırımları getirilmiştir.
- Kurumsal yönetim raporlarının hazırlanması hususunda yönetim kurulu başkanlarına ve üst düzey finans yöneticilerine (CFO) yeni sorumluluk alanları verilmiştir.
- Halka açık şirketler için ek kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirilmiştir.
- Bağımsız dış denetim şirketlerinin, ilgili şirketlerce denetlenmesine yönelik şirket bünyesinde bağımsız denetim kurulları oluşturulmuştur.
- Menkul kıymetlerde yapılabilecek hile ve dolandırıcılığa verilecek adli cezalar konusunda standart cezalar belirlenmiş ve ceza tutarları arttırılmıştır (Act, 2002).

2.6.3. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Avrupa’da kurumsal yönetim

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 27-28 Nisan 1998 tarihlerinde gerçekleştirilen Bakanlar düzeyindeki OECD Konseyi Toplantısı’nda, hükümetler, ilgili diğer uluslararası kuruluş ve özel sektör temsilcileri ile birlikte, kurumsal yönetim ile ilgili bir dizi standart ve yol gösterici ilkenin geliştirilmesi çağrısının yapılması üzerine ortaya çıkmıştır. İlkelerin 1999 yılında kabul edilmiş olması nedeniyle OECD üyesi ülkeler ile OECD üyesi olmayan ülkelerde benzer kurumsal yönetim inisiyatifleri için bir temel oluşturmuştur (TKYD, 2005).

KYİ, OECD’ye üye olan ve olmayan hükümetlere, kendi ülkelerinde kurumsal yönetim ile ilgili yasal, kurumsal ve düzenleyici çerçeveyi oluşturmalarında, değerlendirmelerinde ve geliştirmelerinde yardımcı olunması hedeflemektedir. Ayrıca, söz konusu ilkeler, borsalar, yatırımcılar, şirketler ve iyi kurumsal yönetimin geliştirilmesi sürecinde rolü olan diğer kuruluşlara da rehberlik görevini görmesi ve konuya ilişkin önerilerde bulunmayı amaçlamaktadır. İlkeler, özellikle hisseleri menkul kıymetler borsalarında işlem gören şirketler üzerine odaklanmaktadır. Ancak, hisseleri menkul kıymetler borsalarında işlem görmeyen şirketlerde de, örneğin özel ve kamu işletmelerinde, kurumsal yönetimin geliştirilmesi için yararlı bir araç olarak kullanılabileceği belirtilmiştir (OECD, 2004).

İlkelerin, 2002 yılında OECD Bakanlar Kurulu'nun himayesinde OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu tarafından gözden geçirilmesine başlanmıştır. Bu çalışmada, üye ülkelerin kurumsal yönetim uygulamaları esnasında karşılarına çıkan sorunlar ve bu sorunların yok edilmesine yönelik öneriler ve uygulamalar da dikkate alınmıştır. Söz konusu çalışmaya, büyük uluslararası kuruluşların yanı sıra özel sektör, sendika, sivil toplum ve OECD üyesi olmayan ülkelerin temsilcileriyle kapsamlı istişare toplantıları yapılmıştır. Ayrıca, OECD sahasında bulunmayan ülkelerde de organize edilen bölgesel kurumsal yönetim yuvarlak masa çalışmalarından elde edilen sonuçlara ek olarak internet ortamında kamuoyunun görüşlerine sunulan taslak ilkeler ile ilgili olarak gönderilen görüş ve öneriler de kullanılmıştır (OECD, 2004). Bu çalışma neticesinde, 2004 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni revize etmiştir. Daha sonra, 3-4 Eylül 2015'de Ankara'da yapılan ve yalnızca OECD üyesi ülkeleri değil aynı zamanda G20 üyesi ülkeleri de kapsayan özellikle bu ülkelerin maliye/ekonomi bakanları ve merkez bankası yöneticileri başta olmak üzere geniş katılımlı toplantılar neticesinde OECD/G20 Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak son halini almıştır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, çoğu ülkenin kendi ulusal KYİ'ni oluşturmada referans kaynağı olarak görülmektedir. Ayrıca WB ile IMF tarafından ülkelerin değerlendirilmesi noktasında başvuru bir ölçüt olması nedeniyle dünyada öne çıkan en önemli uluslararası standart olarak yerini almıştır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri (2004) iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm, belirlenen 6 temel alana yönelik normatif bir bakış açısıyla aşağıdaki gibi oluşturulmuştur: (OECD, 2004).

1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi

Kurumsal yönetim çerçevesi, şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, kanunlara uygun olmalı ve farklı denetim, düzenleme ve yürütme erkleri arasında sorumluluk dağılımını açıkça yapmalıdır.

2. Hissedarların Hakları ve Önemli Görevleri

Kurumsal yönetim çerçevesi, hissedarlık haklarını korumalı ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır.

3. Hissedarların Adil Muamele Görmesi

Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali halinde yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme imkanına sahip olmalıdır.

4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü

Kurumsal yönetim çerçevesi, menfaat sahiplerinin haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir.

5. Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık

Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır.

6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır.

İlkelerin ikinci bölümünde ise her bir ilkenin altında söz konusu ilkenin konulmasının amacını açıklamak amacıyla açıklayıcı notlar eklenmiştir. Söz konusu notlar, yukarıda bahsedilen 6 temel ilkenin fonksiyonel kullanılması açısından yararlı olabilecek yaklaşımlara ilişkin açıklamalardan ve alternatif uygulama yöntemleri ve örneklerden oluşmaktadır (OECD,2004: 29-66).

İngiltere ve ABD'den farklı olmak üzere Almanya, Fransa, İsviçre gibi ülkelerin başını çektiği ve benzer şekilde Japonya'nın da bu kategorinin içine dahil edilebileceği Kıta Avrupa'sı sisteminde bankacılık sisteminin ağırlığının bulunduğu bir ekonomi yapısı göze çarpmaktadır. Dolayısıyla, bu ülkelerdeki şirketler ihtiyaç duyduğu finansman kaynaklarını, sermaye piyasalarından ziyade ağırlıklı olarak bankacılık sistemi kanalıyla elde etmektedirler. İngiltere ve ABD'de şirketlerin sahiplik yapısının tersine, Kıta Avrupa'sında bir veya birkaç ortağın şirketin yönetimini belirleyebilecek güçlü sahiplik yapısı söz konusudur. Genellikle, bu ülkelerdeki şirket sahipliği bankalar, aileler veya şirketler ekseninde oluştuğu görülmektedir. Büyük ve güçlü pay sahipleri şirket yönetimini ve

denetimini gerçekleştirmektedir. Ancak, bu noktada büyük ve güçlü pay sahipleri kendi çıkarlarını gözeteceğinden dolayı azınlık durumundaki küçük ortakların haklarının sömürülmesi sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu problemin çözümü ise pay teorisi vasıtasıyla sağlanabilmektedir.

Avrupa’da kurumsal yönetim mekanizmaları, Anglo-Sakson kültürüne sahip ülkelerin yaklaşımlarından ayrılmaktadır. Bu ayrışmanın nedeni, ülkelerin ekonomik, hukuki, siyasi, tarihi ve kültürel farklılıklarından kaynaklanmaktadır. Örneğin, İngiltere ve ABD’de genel finansal piyasalardaki gelişmeler bu ülkelerin piyasalarını daha çok etkilerken, Kıta Avrupası mensubu ülkelerde şirket sahiplik yapısı farklı olduğundan şirketin güçlü ve büyük ortağı şirketler üzerinde daha büyük etki yapmaktadır. Ayrıca, kısa vadeli hisse senedi performansına odaklanan ABD sisteminin tersine, Avrupa sisteminde büyük ortağın varlığı sayesinde şirketler daha uzun vadeli bir yaklaşımla yönetilebilmektedir. Türkiye’yi de bu kategorinin içerisine sokabiliriz; güçlü ve büyük bir ortağın kendi çıkarlarını maksimize edici kararları otomatik olarak azınlık durumundaki küçük yatırımcıların çıkarları aleyhine davranılmasını ortaya çıkarmaktadır. Bu çerçevede, Avrupa ve Türkiye’deki düzenleyici otoriteler bu ülkelerdeki şirketlerin sahiplik yapısını gözeterek, küçük yatırımcıların haklarının korunması yönünde mekanizmalar geliştirmelidir.

Avrupa Birliği Komisyonu, bu bağlamda, 2003 yılında Avrupa Birliği’nde (AB) *Şirketler Hukuku’nun Modernleştirilmesi ve Kurumsal Yönetimin Geliştirilmesi: İlerleme Planı (Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward)* olan bir aksiyon planı kabul etmiştir. Planın amacı; iş hayatında rekabet edilebilir ortamın geliştirilerek şirketlerin verimliliklerini artırmak, şirketlerin karar alma süreçlerinde pay sahiplerinin söz sahibi olabilmelerini sağlamak, sınır ötesi ortakların sayısını ve katılımlarını artırmak olarak belirlenmiştir (TÜSİAD, 2007:11). Komisyon, bu planla, AB üyeleri için bir kurumsal yönetim kodu çıkarmayı değil, aşağıda belirtilen bazı önemli konularda, üye ülkelerin ulusal kodları arasında koordinasyon sağlamayı hedeflemiştir:

- Yönetim kurulu üyelerine ödenen ücret, ikramiye ve tazminatlar konusunda şeffaf düzenlemeler yapılması ve hissedarların bu ödemelerde daha fazla söz sahibi olmalarını sağlayacak tedbirler alınmasını teşvik etmek,

- Borsada işlem gören şirketleri kurumsal yönetim yapıları ve uygulamaları ile ilgili olarak açıklama yapmaları konusunda zorunlu tutmak,
- Üyeliğe aday gösterme, üyelerin ücretleri ve denetim komiteleri konularında ortak asgari standartlar belirlemek
- Üye ülkelerin kurumsal yönetim kodlarının koordinasyonu amacıyla Avrupa Kurumsal Yönetim Forumu (European Corporate Governance Forum) oluşturmak.

Komisyonun hedefleri çerçevesinde, 2004 yılında üye ülkelerden, düzenleyici otoritelerden, ihraççılardan, yatırımcılardan ve akademisyenlerden temsilcilerin yer aldığı Avrupa Kurumsal Yönetim Forumu oluşturulmuştur. Söz konusu forum, ilişkili taraflarla işlemler, oy hakları ve *uygula, uygulamıyorsan açıkla* prensibi gibi konularda çok sayıda açıklama, öneri ve rapor yayımlamıştır. Forumun görevi 2011 yılında son bulmuştur.

AB Komisyonu, 2010 ve 2011 yıllarında, 2008 yılında başlayan küresel finansal krize cevap olarak, finansal kurumlarda kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmek amacıyla çeşitli önerilerin yer aldığı *Yeşil Rapor (Green Paper)* isminde bir rapor yayımlamıştır. İlgili raporda;

- Hissedarların, düzenleyici otoritelerin ve bağımsız denetçilerin kurumsal yönetim konusunda daha fazla dahil olmalarının nasıl sağlanabileceği,
- Şirketlerin uzun dönem performansını esas alan bir risk kültürü oluşturmaları konusunda nasıl teşvik edilebileceği,
- Yönetim kurulunun üst yönetimi daha iyi denetleyebilmesi için yapılanmasının ve işlevlerinin nasıl geliştirilebileceği,
- Ücret politikasının fazla risk alınmasını engelleyecek biçimde değiştirilmesinin nasıl başarılabileceği,
- Yönetim kurulunun oluşumunda çeşitliliğin sağlanması, üyelerin görevlerini yapmalarını sağlayacak ölçüde şirkete zaman ayırmaları, yönetim kurulunun dışardan değerlendirilmesi, üyelere ödenecek ücret, prim ve tazminatların belirlenmesi, yönetim kurulu başkanının rolü ve risk yönetiminde yönetim kurulunun sorumluluğu,
- Hissedarların kurumsal yönetim konularına dahil olmalarını ve şirketin uzun vadeli performanslarına bakmalarının teşvik edilmesi, vekâleten oy kullanılması ve azınlık hissedarlarının daha fazla korunması

- ‘Uygula, uygulamıyorsan açıkla’ yaklaşımının daha fazla nasıl geliştirilebileceği ve ulusal kurumsal yönetim kodlarının gözetim ve denetiminin nasıl artırılabilceği konulara yer verilmiştir.

Avrupa Parlamentosu 2012 yılı Mart ayında kurumsal yönetim ile ilgili olarak düzenleme niteliğinde olmayan bir karar almıştır. İlgili kararda, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu, bağımsızlığı ve çıkar çatışması gibi önemli konuların 2011 yılı Yeşil Raporu’nda yer almaması eleştirilmiştir. Bu bağlamda, borsada işlem gören şirketlere uygulanabilecek önlemleri içeren temel bir kurumsal yönetim setinin gerekli olduğu, şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında yer verilecek bilgilerin niteliği konusunda komisyonun önerisi ve ulusal düzenleyici otoritelerin katılımıyla Avrupa Temsil Kodu’nun (European Stewardship Code) geliştirilebileceği önerilmiştir. Ayrıca, yönetim kurullarındaki üye çeşitliliğinin önemli olduğu, kurulda kadın üye sayısının artırılmasına yönelik tedbirlerin alınması, alınan tedbirlerin yeterli olmaması halinde kadın üyelerin oranını 2020 yılına kadar %40’a kadar yükseltilmesini sağlayacak şekilde zorunlu kotasyon uygulamalarına yer verilmesi gerektiği belirtilmiştir (Alp ve Kılıç, 2014: 91-95).



3. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA DEĞERİ

3.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim

Türkiye gelişen ekonomisi, istikrarı ve iktisat politikalarının etkinliği ile birlikte kurumsal yönetim alanında hızla ilerleme kaydetmektedir. Ancak, günümüz itibariyle gelişmiş ülke seviyelerinin altında bulunmaktadır. Bunun en önemli nedenleri arasında, yıllarca dışa kapalı olarak gelişen ekonomisi, aile işletmelerinin çokluğu, yıllar itibariyle yaşanan ekonomik krizlerin varlığı, şirketlerin sermaye varlığının yeterince güçlü olmamasını sayılabilir (Ararat ve Uğur, 2003).

Tüm dünya ekonomilerinde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de benzer bir şekilde aile şirketleri ülke ekonomisinin lokomotifi görevini üstlenmektedir. Ancak, bununla birlikte aile şirketlerinin gerekli kurumsallaşmayı gösteremediklerini ve şirketlerin kuşaktan kuşağa geçişleri sırasında derin sorunların yaşandığı bilinmektedir. Bundan dolayı şirketlerin ömürleri uzun olamamaktadır. Türkiye’de ve dünyada aile şirketlerinin ömürlerinin ortalama 25 ile 30 sene arasında olduğu görülmektedir. Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) bulunduğu ülkelerdeki toplam işletmelere oranı; ABD’de %97,1, Almanya’da %99,8, Japonya’da %99,4 ve Türkiye’de %98,8’dir. Ülkemizde KOBİ, ilgili mevzuat gereği iki yüz elli kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri kırk milyon Türk Lirasını aşmayan girişim olarak tanımlanmaktadır (TÜİK, 2016). Öte yandan, aile şirketlerinin bulunduğu ülkelerdeki toplam işletmelere oranı; ABD’de %90, İspanya’da %80, İtalya’da %95, İsviçre’de %85 ve Türkiye’de %95 seviyesindedir (Alayoğlu, 2003: 2).

Kurumsallaşma ile şirketlerin faaliyetlerinin ve yönetiminin sistemli olarak yerine getirilmesi anlaşılmaktadır. Başka bir deyişle, kurumsallaşma; amaçlara uygun bir örgüt yapısı oluşturulması; iş ve görev tanımlarının yazılması; iç yönetmeliklerin oluşturulması; yetki ve sorumlulukların dağıtılarak profesyonel bir yönetime geçilmesi gibi unsurlara işaret eder. Kurumsallaşma, kısaca, operasyonel işlerin daha doğru bir şekilde işlenmesini amaçlar. Kurumsal Yönetim ise kurumsallaşmadan farklı olarak, “sahiplik” kavramının devreye girmesiyle anlam kazanır. Kurumsal yönetimde, şirkette hisse senedi sahibi olan pay sahiplerin haklarının korunması ve bu hakların kullanılmasını kolaylaştırmaya yönelik sistemlerin kurulması gündeme gelmektedir (TKYD ve Deloitte, 2007).

Türkiye’de kurulan ve burada faaliyetlerine devam eden aile şirketlerinin kurumsal yönetim ile ilgili uygulamaları yeterli seviyede değildir. Söz konusu şirketlerin birçoğu patron şirketi olarak faaliyetlerini devam ettirmektedirler. Ancak, halka açılarak payları borsada işlem gören şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarını görmek mümkündür. Söz konusu uygulamaların birçoğunun ise düzenleyici ve denetleyici kurumların yaptıkları düzenlemelere uyum sağlaması amacıyla yapıldığı söylenebilir. Buna ilaveten, kurumsal yönetimin gerekliliklerini yetirmek konusunda oldukça istekli ve belirli bir düzeyde ilerleme kaydetmiş ve kaydetmekte olan aile şirketine rastlamak mümkündür (Güçlü: 2010: 42).

Türkiye’de kurumsal yönetim konusundaki ilk çalışma bir sivil toplum kuruluşu olan TÜSİAD tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu kuruluş bünyesinde oluşturulan bir çalışma grubu, 2002 yılı Aralık ayında *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi* adlı çalışmayı yayınlamıştır. Bu çalışma, kurumsal yönetimin bir şirkette oluşabilmesi için gerekli olan ana ilkeler ışığında kurumsal yönetimin bir şirkette gerek yerleşmesi gerekse iyi uygulanması için en büyük sorumluluğa sahip olan yönetim kurullarının oluşumu, bağımsızlığı, gündemleri gibi konular üzerine odaklanmaktadır (TÜSİAD, 2002). Ancak, ilgili çalışmanın başlığından da anlaşılacağı üzere, kurumsal yönetimin yalnızca yönetim kurulu boyutu bu çalışmada ele alınmış ve sadece bu konu ile ilgili önerilerde bulunulmuştur.

KYİ ilk kez bir bütün olarak halka açık şirketler bakımından 2003 yılında SPK tarafından düzenlenmiştir. Daha sonra, bankalar açısından Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun (BDDK) 2006 yılındaki kurumsal yönetim düzenlemesi yayımlanmıştır. Geçen süre içerisinde KYİ’nin yerleşmesi ve uygulanması açısından SPK tarafından önemli çalışmalar yapılmış olup, kurumsal yönetim konusu güncellenerek 2011 yılından itibaren SPK Kanunu’nda yer almıştır. Ayrıca, 2012 yılı ortasında yürürlüğe giren yeni TTK, kurumsal yönetime yönelik önemli düzenlemeler getirmiştir (Alp ve Kılıç, 2014: 106).

3.2. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, temelini OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nden, diğer ülkelerin düzenlemelerinden, dünyada kabul gören ve tavsiye edilen konularından alarak ülkemizin kendine has koşulları dikkate alınarak oluşturulmuştur.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yer alan ana prensiplerin bir kısmı *uygula, uygulamıyorsan açıkla* yaklaşımı ile diğer kısmı ise uygulanması zorunlu kılınan prensiplerdir. Ancak, Türkiye'deki şirketler bu ilkelerde yer alan prensipler uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, yıllık faaliyet raporunda yer vererek kamuya açıklaması gerekmektedir.

Söz konusu ilkeler dört ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kuruludur. (SPK, 2011).

3.2.1. Pay sahipleri

Anonim şirketlerin pay sahipleri, payları oranında şirket mal varlıklarının sahibi olmaktadır. Dolayısıyla, şirket varlıkları üzerinde doğan bu mülkiyet hakkının kullanılması amacıyla pay sahiplerine bir takım haklar verilmiştir. Dünyada var olan kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerde bu haklar genellikle; bilgi alma hakkı, genel kurula katılım hakkı ve pay sahiplerinin eşit muamele görmesi çerçevesinde düzenlenmiştir.

Türkiye'de kurumsal yönetimi düzenleyen SPK, KYİ'nin ilk bölümünde, pay sahiplerinin haklarını etkin ve etkili kullanabilmesi, şirket yönetimiyle olan ilişkilerinin sağlamlaştırılması ve genel kurula katılabilmeleri ve eşit muamele görmeleri konusunda eksikliklerin olduğu belirlenmiş ve bu konulara ağırlık verilmesi açısından ilkeleri düzenlemiştir.

Pay sahipleri bölümün alt başlıkları ve genel itibariyle içerikleri şu şekildedir:

Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması: Eşit muamele edilmesi gereken pay sahiplerinin, haklarının korunması ve kullanımının kolaylaştırılması amacıyla zorunlu olarak kurulması gereken *pay sahipleriyle ilişkiler birimi*, pay sahipleri ile şirket yönetimi arasında etkin bir iletişimi sağlaması gerektiği belirtilmiştir.

Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı: Pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkının engellenemeyeceği, gerektiğinde şirket yönetimi ile ilgili bir konunun özel denetim yoluyla incelenebilmesini güvence altına almaktadır.

Genel Kurula Katılım Hakkı: Pay sahiplerinin genel kurula davet edilebilmeleri için her türlü iletişim yolunun kullanılmasını, şirket ile ilgili bilgilerin detaylı ve dikkat çekici şekilde verilmesini vurgulamaktadır. Aynı zamanda, genel kurula katılımının en üst düzeye

çıkartılması, genel kurulun yapılacağı yerin belirlenmesi için tavsiyelerde bulunmaktadır. Genel kurul gündeminin açık ve anlaşılır olmasına, genel kurulda pay sahipleri tarafından sorulacak soruların yanıtlanma biçimine, bağımsız denetçilerin hazır bulunması gerektiğine, yönetim kurulu ve şirket yönetimi yetkililerine verilecek yetkilerin belirlenmesine kadar şirket yönetimi ve sermaye yapısıyla alakalı bütün konuların ele alınabileceği genel kurula katılımın şirket sahipleri tarafından ne kadar önemli olduğu vurgulanmaktadır.

Oy Hakkı: Şirket sahiplerinin oy haklarını kullanması için her türlü engelin ortadan kaldırılması gerektiği, oy hakkında imtiyazdan kaçınılması gerektiği ve oy hakkının vazgeçilemez nitelikte olduğu belirtilmiştir.

Azınlık Hakları: Azınlık haklarının azami ölçüde kullandırılması konusunda gerekli özenin gösterilmesi vurgulanmıştır.

Kar Payı Hakkı: Şirketlerin belirli bir kar dağıtım politikasının olması gerektiği ve bu politikada olası değişiklik kararlarının pay sahiplerinin onayına sunulması gerektiğinden bahsedilmiştir. Şirketlerin faaliyet raporlarında ve internet sitesinde açıkça yer almasının gerekliliği vurgulanmıştır. Yönetim kurulunun, eğer bir mali yılda kar dağıtım yapmak istemiyor ise bunun nedenleri genel kurulda gündeme getirilmesine, internet sitesinde duyurusunun yapılmasına ve şirket ile pay sahiplerinin kar dağıtımındaki çıkarlarının dengeli bir şekilde gözetilmesine önem verilmiştir.

Payların Devri: Borsada işlem gören payların herhangi bir engele takılmaksızın serbestçe el değiştirebilmesinin gerekliliği belirtilmiştir (SPK, 2011).

3.2.2. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık

SPK KYİ'nin ikinci bölümünde, pay ve menfaat sahiplerine yönelik bilgilendirme politikasının oluşturulması tavsiye edilmiştir. Pay ve menfaat sahipleri şirketin yönetimi ile finansal ve hukuki durumu hakkında düzenli ve güvenilir bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözetecek bir yaklaşımla, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay ulaşılabilir bilgilerin sunulmasını hedeflemektedir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümün alt başlıkları ve genel itibarıyla içerikleri şu şekildedir:

Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçlar: Bilgilendirme politikası, mevzuat ile belirlenenler dışında kamuya nelerin açıklanacağı ve bu bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkla, hangi iletişim kanalları kullanılarak yapılacağı ile ilgilidir. Şirket yönetimi, kamuyu bilgilendirmek amacıyla ne sıklıkta toplantılar yapacağı, basın ile ne sıklıkta görüşeceği ve şirkete iletilen olası soruların nasıl yanıtlanması gerektiği gibi konuları içerir.

İnternet Sitesi: Şirketin internet sitesinde yatırımcıyı ilgilendiren her türlü bilgi ve belge diğer yayımlanan raporlarla çelişmeyecek şekilde doğru ve tam zamanında kamuoyuyla paylaşılmalıdır. Zorunlu olarak yayımlanan raporlara ek olarak yönetim ve sahiplik yapısının son durumu, imtiyazlı payların ve şirket ana sözleşmesinin son hali, genel kurul toplantı tutanakları, hazırlanmış cetveli, kar dağıtım politikası gibi bilgilere yer verilir. Şirketin ortaklık yapısına ilişkin bilgilerde, dolaylı veya karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmış sadece gerçek kişi isimleri, pay miktarı ve oranı ile varsa hangi imtiyaza sahip olduğu açıklanmalıdır. Ayrıca, uluslararası yatırımcıların faydalanması amacıyla açıklanan bilgiler İngilizce dilinde de sunulmalıdır.

Faaliyet Raporu: Şirket faaliyetlerinin tam ve eksiksiz olarak açıklandığı faaliyet raporlarında ayrıca yönetim kurulu üyelerinin varsa şirket dışında yürüttükleri işler ile ilgili bilgilere ve yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığına ilişkin bilgilere, yönetim kuruluna bağlı olarak çalışan komitelerin üyelerine ilişkin bilgilere yer verilmelidir. Komitelerin toplanma sıklığı ve yürütülen faaliyetleri içeren detayların açıklanması önerilmektedir. Bunlara ek olarak, şirket faaliyetlerini etkileyebilecek mevzuat değişikliklerinin olması halinde değişikliklerin açıklanmasını tavsiye etmektedir.

3.2.3. Menfaat sahipleri

Menfaat sahipleri, geniş anlamıyla şirketin faaliyetlerinde veya hedeflerine ulaşmasında ilgisi olan tüm çıkar grupları (pay sahipleri, çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları, devlet vs.) olarak tanımlanabilmektedir. Ancak, SPK KYİ'nin pay sahipleri bölümünde pay sahiplerinin detaylı bir şekilde ele alınmasından dolayı, menfaat sahipleri bölümünün içeriği daraltılmıştır.

Menfaat sahipleri bölümünün alt başlıkları ve genel itibarıyla içerikleri şu şekildedir:

Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası: Şirket, yönetim ve faaliyetlerinde menfaat sahiplerinin haklarını mevzuat ve karşılıklı sözleşmeler aracılığıyla korumalıdır. Ancak,

menfaat sahiplerinin haklarının ihlal edildiği durumda, menfaat sahiplerinin haklarını araması ve tazmin edebilmesi için şirket tarafından kolaylık sağlanmalı ve ayrıca belirlenen tazminat politikası şirketin internet sitesi aracılığıyla kamuoyuna duyurulmalıdır. Mevzuata ve etik kurullara uygun olmayan şirket işlemlerinin Kurumsal Yönetim Komitesi'ne veya Denetim Komitesine kolayca iletilebilmesi için gerekli mekanizmaların oluşturulmasını tavsiye etmektedir.

Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Desteklenmesi: Başta çalışanlar olmak üzere tüm menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılmasını destekleyici modeller oluşturulmalı ve bu modellerin şirket içi düzenlemelerine veya şirket esas sözleşmesine eklenmesini tavsiye etmektedir. Ayrıca, menfaat sahiplerini etkileyen durumlarda menfaat sahiplerinin görüş ve önerilerinin dikkate alınmasının gerekliliği vurgulanmaktadır.

Şirketin İnsan Kaynakları Politikası: İşe alım politikaları ve kariyer planlamaları yapılırken eşit koşullardaki kişilere eşit fırsat sunulması, işe alım ölçütlerinin yazılı hale getirilmesi, çalışanların bilgi, beceri ve tecrübelerini artırıcı eğitim faaliyetlerine katılımları sağlanırken şirketin eğitim politikasının oluşturulması, çalışanların görev dağılımları ile performans, ücret, ödüllendirme gibi unsurların açıkça belirtilmesi ve çalışanlar arasında ayrımcılık yapılmaması gerekliliği tavsiye edilmektedir. Ayrıca, müşteri ve tedarikçilerle ilişkilerde ise, satış memnuniyeti, satış sonrası destek hizmetleri ile kalitenin devamlılığını sağlayıcı tedbirlerin alınmasını ve ticari sır mahiyetindeki bilgilerin gizliliğinin korunması tavsiye edilmektedir.

3.2.4. Yönetim kurulu

SPK KYİ'nin son bölümü, Yönetim Kurulu'na ilişkin bilgi verilmesine ve bir takım önerilere ayrılmıştır. Yönetim kurulu, en ayrıntılı şekilde ele alınarak üzerinde durulan ve en fazla önemsenen bölüm olduğu söylenebilir. Bunun açık gerekçesini ise yönetim kurulunun doğası gereği şirket sahiplerinin temsilcisi olarak görev yaptığı düşünüldüğünde gücünü pay sahiplerinden alarak bir şirkette kurumsal yönetim mekanizmalarını uygulama ve uygulatma noktasında büyük görev ve sorumluluklarının olması şeklinde açıklamak mümkündür. Şirketi yöneten yönetim kurulu ve şirketin faaliyetlerini yöneten üst düzey yönetimin diğer KYİ'nde de doğrudan etkileri bulunmaktadır.

Şirketin yönetiminden ve temsilinden sorumlu yönetim kurulu, yönetimi kısmen veya tamamen devrettiği üst yönetimin (CEO ve diğer üst düzey yöneticiler) gözetimini yapar ve performansını denetler. Üst yönetimi atar ve görevden alır, şirketin, işletme amaçlarını, stratejilerini ve politikalarını belirler, şirket hissedarlarının ve diğer tüm paydaşların haklarını korur, şirketin iç kontrolüne, risk yönetimine yönelik görevleri yerine getirir. Öte yandan, ilgili görevleriyle alakalı olarak yönetim kurulu, hissedarlara ve diğer paydaşlara hesap verir (Alp ve Kılıç, 2014: 106). Başka bir bakış açısıyla, yönetim kurulunun üç temel fonksiyonu vardır. Bu fonksiyonlar; denetleme, danışmanlık ve kaynak sağlamaktır (Menteş, 2009: 92). Bu bağlamda, yönetim kurulu şirketin tüm faaliyetlerini denetler ve stratejik kararlar alır. Genel kurula danışmanlık yaparak pay ve menfaat sahiplerinin yönetim kurulundan beklediği sorumluluğu yerine getirir. Şirket kaynaklarının yönetimi yine yönetim kurulunun sorumluluğu dahilinde bulunduğundan dolayı, ihtiyaç duyulduğu takdirde ilgili bilimlere kaynakların akışını sağlamaktadır.

Kurumsal yönetim sisteminde, şirketin pay ve menfaat sahiplerinin yararı doğrultusunda faaliyet göstermesinden nihai olarak sorumlu olan organ yönetim kuruludur. Yönetim kurulu, genel kurulda hissedarlar tarafından kendisine verilen yetki ile onların menfaatini gözetecek bir yönetim tesis eder ve yine bu ölçüt uyarınca yönetimin başarısını değerlendirir. Şirkete yön veren yönetim kurulu, performans hedeflerini de belirleyerek bu doğrultuda kaydedilen aşamayı sürekli izlemeli ve icrayı denetlemelidir. Yönetim kurulu, bu sorumluluğu yerine getirirken ana görevinin uzun vadede hissedarlara sürekli kazanç sağlamak olduğunu unutmamalıdır. Yönetim kurulunun bu kritik görevleri başarıyla yerine getirebilmesi, uygun bir yapıya sahip olmasına bağlıdır. Bu yapı, yönetim kurulunun uzmanlık alanları birbirini tamamlayıcı nitelikte olan üyelerden oluşturulması ve yeterli sayıda bağımsız üyeye yer verilmesi ile kurulabilir. Yönetim kurulunun, şirket işleriyle ilgili konularda nesnel yargıda bulunabilmesi ve tepe yönetimden bağımsız olması, şirket yönetiminin denetlenmesi görevini sağlıklı bir biçimde yerine getirmesi için büyük önem taşımaktadır (TKYD ve Deloitte, 2006).

KYİ doğrultusunda yönetim kurulunun üye sayısı en az beş olmalı, yönetim kurulu içerisinde bağımsız üye sayısı en az iki olmak üzere toplam üye sayısının en az üçte biri oranında olmalıdır.

Yönetim kurulu, uzun vadede hissedarlarına sürekli kazanç yaratmak amacıyla, üst düzey karar alma, yürütme ve temsil görevleriyle şirketi yönlendirir. Bu doğrultuda yönetim

kurulu, şirketi idare ve temsil eder. Yönetim kurulu, bu ana görevine ek olarak şirketin müşterilerine, çalışanlarına, tedarikçilerine ve toplumdaki diğer çıkar sahiplerine karşı da sorumludur. Bu sorumluluklar şöyle sıralanabilir:

- Şirketin kısa ve uzun vadeli hedeflerini belirlemek,
- Hedeflere ulaştıracak stratejileri irdelemek, geliştirilmesine katkıda bulunmak ve uygulanmasını sağlamak,
- Şirketin stratejik ve mali performansını irdelemek ve iyileştirici önlemler almak,
- İcra başkanını seçmek, belirli performans ölçütlerine göre değerlendirmek ve ücretlendirilmesini belirlemek, diğer üst düzey yöneticiler için icra başkanının önerilerini değerlendirmek ve onaylamak,
- Şirketin idari ve mali denetimini sağlamak,
- Yönetim kurulunun, yönetim kurulu alt komitelerinin ve üst düzey yöneticilerin etkin ve verimli çalışmalarını sağlayacak yapı ve işleyişte olmasını sağlamak ve bunların performans ölçütlerini belirlemek,
- Şirketin, hissedarlara ve dış mercilere yönelik iletişim ve ilişki yaklaşımını belirlemek,
- Şirket ve çalışanları için iş ahlakı kurallarını belirlemek ve uygulanmasını sağlamak (TÜSİAD, 2002).

Yönetim kurulu bölümün alt başlıkları ve genel itibariyle içerikleri şu şekildedir:

Yönetim Kurulunun İşlevi: Yönetim kurulu alacağı stratejik kararlar ile şirketin risk, büyüme ve getiri dengesini gözeterek akılcı bir yaklaşım ile şirketin uzun vade çıkarlarını gözeterek şirketi idare ve temsil etmelidir. Yönetim kurulu, şirketin uzun vadeli stratejilerini, insan ve finansal kaynaklarını belirler ve şirket üst düzey yönetiminin performansını ölçer. Ayrıca şirket faaliyetlerinin mevzuata, şirket esas sözleşmesine, şirket içi düzenlemelere ve politikalara uygunluğunun denetlemesi vurgulanmıştır.

Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları: Yönetim kurulu faaliyetlerini şeffaf, hesap verebilir, adil ve sorumlu bir şekilde yürütmesi gerektiği ve varsa görev dağılımının ne şekilde olduğu, görevli kişilerin görev tanımları ve yetkileri şirket faaliyet raporunda açıklanması gerektiği belirtilmiştir. Şirket faaliyetlerini etkileyebilecek risklerin etkilerini en aza indirmek için oluşturulacak sistemler ilgili komiteler tarafından onay alınarak oluşturulmalı ve yılda en az

bir kez risk yönetimi ve iç kontrol sistemlerinin etkinliğini gözden geçirilerek faaliyet raporu aracılığıyla tüm taraflara bilgi verilmelidir. Ayrıca, şirkette hiç kimse tek başına sınırsız karar verme yetkisi ile donatılmamalıdır. Yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı (genel müdürün) aynı olmasına karar verildiği durumda bu kararın gerekçesi ayrıntılı bir şekilde faaliyet raporunda açıklanmalıdır. Yönetim kurulunun, pay sahipleri ile etkin bir iletişimin korunmasında öncü rol oynaması; kurumsal yönetim komitesi ve yatırımcı ilişkileri birimi ile yakın ilişkide olması gerektiği vurgulanmıştır.

Yönetim Kurulunun Yapısı: Yönetim kurulu üye sayısı, her koşulda beşten az olmamak koşuluyla çalışmaların etkin bir şekilde işlemesine olanak sağlayacak şekilde oluşturulmalıdır. Yönetim kurulunda icrada görevli olan ve olmayan üyeler bulunmakla beraber yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu icrada görevli olmayan üyelerden oluşur. Bu üyeler, yönetim kurulu üyeliği haricinde şirkette başkaca herhangi bir idari görevi bulunmayan ve şirketin günlük iş akışına ve olağan faaliyetlerine müdahil olmayan kişidir. İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri içerisinde, görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın yapabilme özelliğine sahip bağımsız üyeler bulunmaktadır. Bağımsız üye sayısı, her türlü ikiden az olmamak kaydıyla toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz. Bağımsız üyelerin görev süresi üç yıla kadar olup, sürenin bitimiyle yeniden aday gösterilebilirler.

Yönetim Kurulu Toplantılarının Şekli: Yönetim kurulu, görevlerini en etkin şekilde yerine getirebilecek sıklıkla toplanır. Yönetim kurulu başkanı, diğer yönetim kurulu üyeleri ve icra başkanı/genel müdür ile görüşerek toplantı gündemi belirler, üyeler toplantılara katılımı azami özen gösterirler. Ayrıca, yönetim kurulu toplantılarına katılımı tüm uzaktan erişim sağlayabilen teknolojik yöntemler kullanılabilir. Toplantı gündemi belirlendikten sonra, gündemle alakalı olan tüm bilgi, belge ve dokümanlar eşit bilgi seviyesinin sağlanması amacıyla yönetim kurulu üyelerine sunulur. Yönetim kuruluna üyelerinin her birinin bir oy hakkı vardır. İlişkili taraf işlemlerinde ilişkili olan yönetim kurulu üyesi oy kullanamaz. Yönetim kurulu üyesi şirket işleri için yeterli zamanı ayırır şeklinde toplantının şekli ve içeriği vurgulanmıştır.

Yönetim Kurulu Bünyesinde Oluşturulan Komiteler: Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarının sağlıklı bir biçimde yerine getirilmesi için *Denetimden Sorumlu Komite*, *Kurumsal Yönetim Komitesi*, *Aday Gösterme Komitesi*, *Riskin Erken Saptanması Komitesi* ve *Ücret Komitesi* oluşturulur. *Denetimden Sorumlu Komite* üyelerinin tamamı, diğer

komitelerin ise başkanları, bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilir. İcra başkanı (genel müdür) komitelerde görev alamaz şeklinde belirtilmiştir.

Yönetim Kurulu Üyelerine ve Üst Düzey Yöneticilere Sağlanan Mali Haklar: Yönetim kurulu, belirlenen hedefler doğrultusunda faaliyetler ve finansal performans göstermektedir. Amaçlara hangi oranda ulaşıldığı konusunda denetlemeler yapılarak yönetim kurulu üyeleri ödüllendirilir veya azledilebilir. Ücret politikası genel kurullarda pay sahiplerinin onayına sunulur ve karara bağlanmaktadır ve internet sitesinde kamuoyuna duyurulmalıdır. Bağımsız üyelerin ücretleri, bağımsızlıklarına engel teşkil edecek hisse senedi opsiyonları veya performansa dayalı ücret şeklinde oluşturulamayacağı vurgulanmıştır. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere verilen ücretler ile sağlanan diğer tüm menfaatler, yıllık faaliyet raporu vasıtasıyla kamuya açıklanır.

3.3. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Ülkemizde, kurumsal yönetim uyumuna ilişkin derecelendirme faaliyetleri SPK tarafından Seri: VIII No:51 Sayılı *Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği*'nde düzenlenmiş ve 12.07.2007 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir (26580 sayılı Resmi Gazete, 2007). Günümüzün en güncel tebliği ise, II-17.1 sayılı *Kurumsal Yönetim Tebliği* 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir (28871 sayılı Resmi Gazete, 2014).

Kurumsal yönetim derecelendirmesi, şirketlerin SPK'nın KYİ'ne uyum kalitesinin yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından niteliksel olarak sorgulanması, değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlamak mümkündür.

Başka bir deyişle, kurumsal yönetim derecelendirmesi; geleneksel olarak şirketlerin finansal durumunu ortaya çıkartmayı amaçlayan kredi ve finansal risk derecelendirmesinden farklı olarak, şirket yönetiminin pay ve menfaat sahiplerinin çıkarlarını ne oranda ve ne kalitede gözettiği, yönetim fonksiyonlarını ve işletme faaliyetlerini kurumsal yönetim anlayışıyla ne ölçüde uyguladığını saptamayı amaçlayan bir derecelendirme şeklidir.

SPK'nın Derecelendirme Tebliği'ne göre, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim derecelendirmesi olarak ikiye ayrılmaktadır. SPK KYİ'ne uyum

derecelendirilmesi SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız, tarafsız ve adil derecelendirme kuruluşlarınca yapılması zorunlu kılınmıştır.

Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirmesi yapacak şirketlerin anonim şirket şeklinde kurulmaları, hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması, ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması, ödenmiş sermayesinin en az 200.000 TL olması gerekmektedir. Derecelendirme faaliyetinde bulunacak kuruluşların bu şartları sağlaması ve faaliyete yönelik çeşitli yeterlilik koşullarını da sağlayarak SPK’ya başvurması gerekmektedir. Derecelendirme uzmanlarının mesleki yeterlilikleri için ise 4 yıllık lisans eğitimi mezunu olması, SPK kurumsal yönetim derecelendirmesi lisansına sahip olması ve en az 3 yıllık tecrübeye sahip olma şartını sağlaması aranmaktadır.

Türkiye’de derecelendirme faaliyetlerinde bulunacak şirketlerin kredi derecelendirme ve/veya KYİ uyum derecelendirmesi faaliyetleri için SPK’dan yetki almaları şarttır.

SPK KYİ’ne uyum derecelendirilmesi, bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile KYİ’nin 4 ana başlığına (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu) uyum şeklinde yapılmaktadır. Buradan hareketle şirketler KYİ’ne uyum konusunda genel bir derecelendirme notuna ve 4 ana başlık derecelendirme notuna sahip olmaktadır. Şirketler, KYİ’ne uyum tespiti sonucunda 1 ile 10 arasında derecelendirme notu almaktadır. Derecelendirme notları tam sayı olabileceği gibi virgülden sonraki iki haneye kadar verilme suretiyle tam ve ondalık sayı şeklinde de verilebilir. Bu durumda, ondalıklı notlar tam sayılara yuvarlanmadan açıklanır. Şirketlerin, kurumsal yönetim derecelendirme notlarına sahip olmaları isteğe bağlıdır. Ancak, çalışmanın ilerleyen bölümde detaylı olarak işlenecek olan Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olabilmek için söz konusu derecelendirme notuna sahip olmak zorunludur.

Kurumsal yönetim derecelendirmesinde esas alınan bölümlerin ağırlıkları; *Pay Sahipleri* (%25), *Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık* (%25), *Menfaat Sahipleri* (%15), *Yönetim Kurulu* (%35) şeklindedir (SPK, 2011).

Örnek bir firma için kurumsal yönetim derecelendirme notunun hesaplanması Çizelge 3.1’de gösterilmiştir.

Çizelge 3.1. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu Hesaplaması

Kurumsal yönetim ilkeleri ana başlıklar	Ağırlık	Derecelendirme kuruluşu tarafından verilen puan	Tahsis edilen not
Pay Sahipleri	%25	86,42	21,605
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	%25	89,56	22,390
Menfaat Sahipleri	%15	92,12	13,818
Yönetim Kurulu	%35	91,70	32,095
Toplam	%100		89,908(9,00)

Çizelge 3.1’de verilen örnekte, 4 ana başlık için ayrı ayrı puanlar verilmiş olsun. KYN’nu hesaplamak için her ana başlığa verilen notlar kendi ağırlıkları ile çarpılır bulunan sonuçlar toplanır. Tahsis edilen toplam puanın %10 u alınır. Böylece şirketin KYN’na ulaşılır.

Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunabilecek kuruluşlar; SPK tarafından yetkilendirilen şirketler ile Türkiye’de faaliyette bulunması kabul edilen uluslararası kuruluşlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Güncel olarak, kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetlerinde 3 yerli kuruluş yetkilidir. Türkiye’de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları; *Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.*, *Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.* ve *JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.*’dir (SPK).

Günümüzde, Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)’nde işlem gören 49 şirketin 33’ü (endeksteki toplam şirketlerin %68’i) kurumsal yönetim derecelendirme puanı, SPK tarafından yetki verilen kuruluşlar arasında yer alan *Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.* tarafından almaktadır (SAHA).

Saha Derecelendirme A.Ş. kurumsal yönetim derecelendirme metodolojisini oluştururken hem OECD prensiplerini hem de SPK KYİ’ni esas almıştır. Adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde ölçütler oluşturulmuş ve şirket yönetimi konusunda uluslararası uygulamalar da dikkate alınarak finans literatüründe sıkça uygulanan temel analize benzer şekilde ülke değerlendirmesi ve şirket analizi olmak üzere iki uçlu bir analitik yaklaşım uygulamaktadır. Şirketlerin değerlendirilmesine yönelik olarak her ana bölüm altında sıralanan her alt başlık için sorular listesi oluşturulmakta ve bulunan yanıtların şekillendirdiği sonuç bölümüyle ilgili şirketlere not tahsisi yapılmaktadır (SAHA).

Saha Derecelendirme A.Ş. tarafından verilen kurumsal yönetim derecelendirme notları ve anlamları Çizelge 3.2’de sunulmuştur.

Çizelge 3.2. Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamı

Not	Anlamı
9-10	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. 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 ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmeyi hak edilmiştir.
7-8	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve menfaat sahiplerinin hakları adil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir, ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de, bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.
6	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, orta derecede oluşturulmuş ve işlemekte, ancak iyileştirmelere gerek vardır. Kurumsal yönetim risklerinin bir kısmı tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Ulusal standartlara uyum sağlanmıştır ancak uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir.
4-5	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgari derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gereken asgari derecede oluşturulmuş, ancak tam etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskleri tamamen tespit edilmemiş ve aktif bir şekilde yönetilememektedir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir.
<4	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcut olup bu riskler aktif bir şekilde yönetilmemekte ve 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: SAHA A.Ş. Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi

Saha Derecelendirme A.Ş. tarafından verilen ve kamuya açıklanan derecelendirme notları en az bir yıl süre ile gözetim altında tutulmaktadır. Derecelendirme yapılan şirketin isteğine bağlı olarak, verilen notlar süreli veya sürekli gözetim altında tutulabilmektedir. Gözetim sürecinde, gerekli görüldüğü takdirde şirket izlenmeye alınmaktadır. İzleme sürecinde şirketin notunun değiştirilmesi gerektiğine yönelik bir tespitin bulunması halinde durum şirkete bildirilerek derecelendirme süreci tekrar başlatılmaktadır.

Bu kapsamda şirketlerin derecelendirme faaliyeti sonucunda alacağı puan ile BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde yer alıp almayacağı belli olmaktadır.

3.4. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), SPK KYİ'ni uygulayan şirketlerin, SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alması durumunda dahil edildiği bir endekstir.

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, endekse alınma ölçütlerini sağlayan şirket sayısının 5'e ulaşması akabinde, 31 Ağustos 2007 tarihinden itibaren hesaplanmaya başlamıştır. 29 Ağustos 2007 tarihinde BİST-100 endeksinin kapanış değeri olan 48.082,17, Kurumsal Yönetim Endeksi'nin başlangıç değeri olarak belirlenmiştir.

Endeks, payları BİST pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri hariç) işlem gören ve KYN notu en az 7, her bir ana başlık itibarıyla en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Endekste işlem görmeye devam edebilmek için kurumsal yönetim derecelendirme notunun yıllık olarak yenilenmesi ve teyit edilmesi gerekmektedir (BİST).

Aşağıdaki durumların oluşması durumunda Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında bulunan bir şirket endeks kapsamından çıkarılır:

- Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan Gözaltı Pazar'ına alınması durumunda,
- Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması durumunda,
- Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması,
- Yeni bildirilen KYİ'ne uyum derecelendirme notunun 6'dan düşük olması,
- KYN'nun 1 yıl içinde yenilenmemesi veya teyit edilmemesi,
- Derecelendirme notunun sona ermesi,
- Derecelendirme kuruluşunun SPK'nın "Derecelendirme Kuruluşları Listesi'nden çıkarılması,
- Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalkması.

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'nde 18.10.2016 tarihi itibarıyla işlem gören

firma sayısı 49'dur. Bu firmalar aşağıdaki çizelgede verilmiştir. Ayrıca bu firmaların 34'ü BİST-100 endeksinde de işlem görmektedir. Bu 34 şirketin ise 21'i BİST-50 endeksinde, 14'ü BİST-30 endeksinde işlem görmektedir (KAP).

3.5. Firma Değeri ve Kurumsal Yönetim

3.5.1 Literatür Taraması

Kurumsal yönetim uygulamaları, finans literatüründe şirketlerin performanslarını ve dolayısıyla değerlerini artırıcı bir unsur olarak tartışılmaya başlanması ile birlikte özellikle halka açık işletmelerin KYİ'ne uyum notları ile finansal performansları ve/veya firma değerleri arasındaki ilişkiyi saptamaya yönelik pek çok araştırma yapılmaya başlanmıştır.

Konu ile alakalı çalışmalar Dünya ve Türkiye literatüründe sayıca çok olmakla birlikte, bu çalışmaların sayısı güncellenen kodlar/ilkeler ile gün geçtikçe artmaktadır. Her ne kadar kurumsal yönetim ilgili bütün taraflar açısından önemli ve değerli bulunsa da her ülke için aynı uygulamalardan bahsetmek mümkün değildir. Ülkelerin yasaları, kültürleri, ekonomik alt yapıları birbirinden oldukça farklıdır. Dolayısıyla, yapılan çalışmaların birbirinden farklı ampirik bulgular ortaya çıkarması normal karşılanmaktadır. Bununla birlikte yapılan çalışmaların çoğunluğunun, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarına odaklandıkları görülmektedir. Yapılan çalışmalarda, KYİ'ni başarılı bir biçimde uygulayan şirketlerin hem karlılıklarının hem de şirket değerlerinin arttığı gözlemlenmektedir.

Ülkemizde ise SPK tarafından açıklanan KYİ, ilk yayımlandığı 2003 yılından itibaren hem uygulamacıların hem de araştırmacıların dikkatini çekmiş ve seneler içinde konu ile ilişkili farklı disiplin uzmanları tarafından üzerinde çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Özellikle, 2007 yılından itibaren KYİ'ne uyum notuna sahip halka açık şirketlerin fiyat-getiri performanslarını ölçmek amacıyla hesaplanan BİST-Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) ile bu araştırmalar yoğunlaşmıştır. Kurumsal yönetim derecelendirme notları ve endeks değerlerinin şirketlerin değeri ve finansal performansı üzerindeki etkileri, farklı araştırma yöntemleri kullanılarak incelenmiştir.

Gompers ve diğerlerinin (2003), şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının bir bütün olarak firma değerinde etkili olup olmadığını tespit etmeyi amaçlayan ilk ve temel çalışmayı gerçekleştirmişlerdir. Yapılan çalışmada, hissedarlarının haklarını etkili bir biçimde savunan firmaların yıllık getiri düzeylerinin, savunmayanlara oranla, ortalama %8,5 oranında daha fazla olduğu ve daha iyi finansal performansları olduğu tespit edilmiştir. Aynı çalışmada, kurumsal yönetim mekanizmalarının doğurduğu demokratik yönetim anlayışına sahip olan firmalarda piyasa değerlerinin yanı sıra, karlılık ve satışlardaki büyüme oranlarının daha yüksek; sermaye harcamalarının ise nispeten düşük oldukları sonucuna da ulaşılmıştır.

Core ve diğerlerinin (2004) yaptıkları araştırma ile Gompers ve diğerleri (2003)'nin çalışmalarını eleştirmişlerdir. Gompers ve diğerleri (2003)'nin çalışmalarında yatırımcı hakları yetersiz firmaların hisse senetlerinin daha kötü performans gösterdiğini tespit etmekle birlikte, firmaların yatırımcı haklarının korunması konusunda yetersiz bir düzeyde olmalarına rağmen bu firmaların finansal tablolarından hareketle aynı düzeyde yetersiz sayılabilecek finansal performans gözlemleyememişlerdir. Ayrıca bu araştırmacıların çalışmalarında, zayıf kurumsal yönetim uygulamalarının düşük hisse senedi performansına yol açmadığı gibi herhangi bir farklılığın da meydana gelmediğini ortaya koymuşlardır. Buradan da anlaşılmaktadır ki, kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerini artırıp artırmadığı konusunda ihtilaflar yaşanmaktadır.

Başka bir önemli çalışma olan La Porta ve diğerlerinin (1998) çalışmasında, pay sahiplerinin haklarını hangi düzeyde kullandıkları araştırmanın temelini oluşturmaktadır. Çalışma kapsamında, her paya eşit oy verilmesi ve oy hakkı kullanımının kolaylığı ilk iki önemli göstergiyi oluşturmaktadır. Diğer bir gösterge, azınlıkların korunması ve olağanüstü kurul toplanabilmesi için gerekli oy yüzdesidir. Bu oran ne kadar düşükse, o ülkenin kurumsal yönetim konusunda o kadar etkin olduğu kabul edilmektedir. Bu oran ABD'de yüzde 1 iken, Türkiye'de yüzde 10, Meksika'da yüzde 33'tür. Diğer bir gösterge ise, kar payı dağıtılmasının zorunlu olup olmadığı konusudur. Söz konusu göstergeler baz alındığında, pay sahiplerini en fazla koruyan ülkelerin başta ABD ve İngiliz kaynaklı hukuk sisteminin geçerli olduğu Anglo-Sakson modelini uygulayan ülkeler olduğu ifade edilmiştir.

Klapper, Love (2004) yaptıkları çalışmada, zayıf hukuki altyapısı olan gelişmekte olan ülkelerde, ortalama olarak şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin de düşük olduğunu ve daha iyi kurumsal yönetimin, daha iyi şirket performansı ve daha yüksek

piyasa değeri ile yüksek korelasyonu olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca hukuk altyapısı zayıf olan ülkelerde, şirketlerin ortalamasının üzerinde olan kurumsal yatırım kalitesi yatırımcıların daha çok dikkatini çekmektedir. Bu araştırmada ayrıca, gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin ABD’de işlem gören şirketlere göre daha yüksek kurumsal yönetim notları olduğu da saptanmıştır.

La Porta ve diğerlerinin (2002) yaptıkları araştırmada şirketlerin kurumsal yönetim mekanizmalarının kalitesini ve etkinliğini artırma suretiyle sermaye maliyetlerini azaltarak piyasa değerlerini artırıp artıramayacağı hipotezi test edilmiştir. Araştırmacıların yaptıkları analizlerin sonucunda, ortaya attıkları hipotezin kuramsal modellerle uyumlu olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerindeki olumlu etkilerinden birisi de, kontrol gücüne sahip hissedarların firmaların nakit akışlarına el koyma yönünde daha az araca sahip olduklarına ilişkin daha yüksek güven duymaları ile açıklanır. Yüksek yatırımcı güveni, yatırımcıları, firmaya daha düşük maliyetle daha fazla sermaye sağlamaya istekli hale getirir bu da firma değerinin yükselmesine yardımcı olmaktadır.

Garay ve Gonzales (2008), Caracas Borsasında işlem gören tüm şirketler için 2004 sonu itibariyle bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Daha sonra şirketlerin temettü dağıtım oranı, fiyat defter değeri çarpanını ve Tobin’s Q değerinin, kurumsal yönetim endeksi ile ilişkili olup olmadığını araştırmışlardır. Sonuç olarak, kurumsal yönetim endeksi ile fiyat defter değeri (F/DD), Tobin’s Q ve temettü dağıtım oranı arasında artı ve güçlü bir ilişkinin olduğunu saptamışlardır.

Bhagat ve Bolton (2008), şirket performanslarının ölçümü esnasında kurumsal yönetim endeksinin ne kadar etkili olduğunu araştırmışlardır. Yapılan araştırma sonucunda, kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansları üzerinde etkileyici ve istikrarlı bir ilişkinin olmadığını saptamışlardır. Araştırmanın sonucunda, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini belirleyen bir ölçütün doğru bir şekilde belirlenemediğini, en etkin kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin faaliyette bulundukları piyasa şartlarına göre belirlenebileceğini ifade etmişlerdir.

Karamustafa ve diğerleri (2009), 2007 yılı itibariyle hesaplanmaya başlanan kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların, endekse girmeden önceki dönemlere ilişkin finansal ve faaliyet performansları ile endekse girdikten sonraki performansları arasında

anlamalı bir değişimin ortaya çıkıp çıkmadığının araştırılmasını amaç edilen araştırmacılar, kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki beş çeyrek dönem ve endekse girdikten sonraki iki çeyrek dönem performansları 8 ayrı oran açısından ölçülmüş ve dönemler arasındaki farklılıkların olup olmadığı ortaya konmaya çalışılmıştır. Yapılan çalışmada, endekste yer alan 8 firma için, dönemler arası performans değişiklikleri t-testi ile analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, aktif devir hızı, aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı arasında anlamlı ilişki bulunmuştur. Araştırmada kullanılan diğer 5 oran (cari oran, borç oranı, finansal kaldıraç derecesi, net kar marjı ve faaliyet kar marjı) ile alakalı olarak endeks kapsamına girmenin herhangi bir değişiklik yarattığı gözlemlenmemiştir.

Sakarya (2011), çalışmasında BİST'te işlem gören ve 2009 yılında ilk kez kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olarak BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kapsamına alınan şirketlerin derecelendirme notu ilanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi saptamaya çalışmıştır. Araştırmacı çalışmasında Olay Çalışması (Event Study) yöntemini kullanarak, kurumsal yönetim derecelendirme notu ilan edilmesi ile hisse senedi getirisi arasında olumlu bir ilişki olduğunu bulmuştur.

Yenice ve Dölen (2013), çalışmalarında 2007-2011 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kapsamında işlem gören 37 şirketin, kurumsal yönetim uyum notlarının şirketlerin borsa değerine etkisinin olup olmadığı, uyum notunun açıklandığı tarihten 30 gün öncesi ve sonrası borsa değerleri karşılaştırılmıştır. İstatistiki analiz olarak Wilcoxon İşaretli Sıra Sayıları Testi ve Bağımlı Örneklem T-testi kullanmışlardır. Araştırmanın sonucunda gözlem sayısının az olduğu 2007 ve 2008 yıllarında KYİ'ni uygulayan işletmelerin açıklanan derecelendirme notları ile hisse senetleri fiyatları arasında bir ilişkiye rastlanmaz iken diğer yıllarda kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu gözlenmiştir.

Kula ve Baykut (2013), tarafından yapılan çalışmada 2007-2012 dönemleri arasında 5'i BİST XKURY'de yer alan 14 adet ticari bankanın verileri kullanılarak kurumsal yönetim endeksinde yer alma durumu ile piyasa değeri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, kurumsal yönetim derecelendirme notu değişkenine karlılık, öz sermaye büyüklüğü ve sektörel ayırım değişkenlerini de ekleyerek yöntem olarak en küçük kareler ile yatay-kesit regresyon yöntemini kullanmışlardır. Çalışmalarının sonucuna göre, kurumsal

yönetim derecelendirme notları ile şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu saptanmıştır.

Kula ve Baykut (2014), tarafından yapılan bir diğer çalışmada, BİST XKURY’de yer alan 47 şirketin, 2013 yılının üçüncü çeyrek verileri kullanarak, kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasındaki ilişki yatay-kesit regresyon yönetimi ile araştırılmıştır. Yapılan araştırmada, kurumsal yönetim derecelendirme notu değişkeninin yanı sıra karlılık, öz sermaye büyüklüğü ve sektörel ayırım değişkenleri de eklenerek analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notları, kârlılık ve sektörel ayırım ile şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif anlamlı ilişki; öz sermaye büyüklüğü ve piyasa değeri arasında ise negatif anlamlı bir sonuç elde edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, ileri kurumsal yönetim uygulamalarının; yüksek piyasa değeri ve daha iyi finansal performans getirdiği hipotezini desteklemektedir.

Ege ve diğerleri (2013), 2009-2011 dönemleri arasında TOPSIS yöntemini kullanarak BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) kapsamında yer alan 18 firmanın finansal tablolarındaki veriler kullanılarak Kurumsal Yönetim Endeksi’ne tabi olmanın firma performansları üzerine etkisinin olup olmadığını araştırılmışlardır. Araştırmada sonuç olarak, Kurumsal Yönetim Endeksi’ne tabi olmanın firma performansları üzerinde pozitif etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir.

Acar ve diğerleri (2013), BİST XKURY endeksinde yer alan şirketlerin hisse senetlerinin anormal getiri yaratıp yaratmadığını ve şirket performansı üzerine etkilerini olay çalışması (event study) yöntemiyle 10 günlük olay penceresinde (t-10, t+10) incelemişlerdir. 2008 küresel finansal krizinin etkisini görebilmek için endekste yer alan firmalar 2007-2009 ve 2010-2012 olmak üzere iki grupta incelenmiştir. Yapılan inceleme sonucunda, BIST XKURY’de yer almanın şirketlere anormal hisse senedi getirileri meydana getirmediği gözlemlenmiştir. Fakat endekse girdikten sonra piyasa değeri/defter değeri ve dönem net karı/toplam aktif oranlarında anlamlı pozitif değişimler olduğu tespit etmişlerdir.

Ersoy ve diğerleri (2011), çalışmalarında 1998-2007 dönemlerinde BİST-100 Endeksinde yer alan 51 firmanın kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Panel Lojistik Regresyon modelleri kullanarak incelemişlerdir. Yapılan çalışmada, CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya yönetim kurulu üyesi olmaması durumu, yönetim kurulu üye sayısının büyüklüğü ve konsantre sahiplik yapısının şirket performans

temsilcisi olarak belirlenen Tobin's Q değerini artırdığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, yabancı yatırımcıların sahipliğinin artması şirket performansını pozitif yönde etkilerken, hisse senedi getirilerini azalttığı da saptanmıştır. Sonuçlara ek olarak, firmalarda denetim kurullarının var olmasının firma performansını artıracak beklenişinin boşa çıktığı belirtilmiştir.

Dağlı ve diğerlerinin (2010), çalışmalarında 2007 Eylül–2009 Kasım dönemi için Türkiye'deki Kurumsal Yönetim Endeksi'ni risk ve getiri açısından değerlendirmişlerdir. Günlük verilerle gerçekleştirilen değerlendirmede, Kurumsal Yönetim Endeksi, Sharpe, Treynor ve Jensen performans endeksleri kapsamında yer alan işletmelerin yatırımcılarına ek bir gelir sağlamadığı tespit edilmiştir. Ayrıca, yatırımcıların hisse senedine yatırım yapmayarak risksiz finansal araçlara yatırım yapmaları durumunda daha kazançlı çıkacaklarından dolayı potansiyel kar kaybına neden olacağı sonucuna varmışlardır.

Temizel ve diğerlerinin (2016) yaptıkları çalışmalarında, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan 50 işletme arasından finans sektörü dışında kalan 34 işletmenin finansal performans sıralamasını, 10 adet finansal performans oranına dayandırılarak TOPSIS (Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) yöntemi ile elde etmişlerdir. 2011-2015 yıllarını kapsayan 5 yıllık zaman aralığında performans sıralamaları elde edilip yıllar arası sıralama değişimleri saptanmaya çalışılmıştır. Sonuç olarak 5 yıllık ortalama performans sıralaması hesaplanarak endeksteeki işletmelerin son 5 yıl içerisindeki finansal performans dereceleri ortaya koymuşlardır.

Karakoç ve diğerlerinin (2016) yaptıkları çalışmalarında, BİST XKURY endeksin hesaplanmaya başladığı 2007 yılından 2014 yılına kadar sürekli işlem gören beş şirketin 2007-2014 yılları arasındaki finansal performansları, kurumsal derecelendirme notlarıyla karşılaştırılmıştır. Buradan hareketle, işletmelere ait finansal oranlar (likidite oranları, mali yapı oranları, faaliyet oranları, karlılık oranları) hesaplanmış ve şirketlerin finansal performansları Gri İlişkisel Analiz (GİA) yöntemi kullanılarak sıralanmıştır. Elde edilen bulgular, beş şirketin kurumsal derecelendirme notlarındaki sıralamaları ile karşılaştırılmıştır. Araştırmada sonuç olarak, söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim notları sıralamaları ile finansal performans sıralamaları arasında bir bağıntı olmadığı belirlenmiştir.

Uçkun (2014), çalışmada 2012 yılında BİST XKURY endeksi kapsamında işlem gören 43 şirketin kurumsal yönetim puanlarıyla şirket değerleri arasında ilişki olup olmadığı araştırılmıştır. Yazar, analiz için oluşturduğu ekonometrik modelde, bağımlı değişken olarak şirket değer temsilcilerinden birisi olan Tobin's Q rasyosu ve bağımsız değişken olarak şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme puanlarını ve kontrol değişkenleri olarak da şirket büyüklüğü, aktif getiri oranı ve kaldıraç oranı belirleyerek değişkenler arasındaki ilişkileri korelasyon analizi ve en küçük kareler regresyon modeliyle test etmiştir. Yapılan analiz sonucuyla 43 şirket için kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değerleri arasında pozitif ama istatistiksel olarak zayıf ilişkiler tespit edilmiştir. Analizin bir sonraki aşamasında finansal şirketler ile farklı sektörlerde faaliyet gösteren holding şirketleri analizden çıkartılmış ve geriye kalan 25 şirket için aynı yöntemin tüm aşamaları sırasıyla kullanılmıştır. Buradaki analiz sonucunda da benzer bir şekilde, şirketlerin kurumsal yönetim puanlarıyla şirket değerleri arasında pozitif yönlü ancak istatistiksel açıdan zayıf ilişki tespit edilmiştir.

Aghabaki (2014), yazar çalışmasında kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine ve hisse senedi getiri oranı üzerinde etkilerini tespit etmeye çalışmıştır. 2008-2012 yılları arasında 5 yıllık dönem itibarıyla İMKB'de işlem gören ve kurumsal yönetim uygulamalarıyla ilişkili firmaların oluşturduğu bir örneklem üzerinde çoklu regresyon modeli oluşturularak şirketlerin kurumsal yönetim endeksi ile şirketlerin öz kaynak ve net karlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir. Regresyon modelinde kullanılan şirketlerin büyüklüğü ve firma kaldıraç oranlarının ise firma değeri temsilcisi Tobin's Q rasyosu üzerinde olumlu etkisinin bulunmadığını saptamıştır.

Güzeldere (2014), çalışmasında OECD ve uluslararası kuruluşların yayınladıkları KYİ'nde şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ilkesinin öne çıktığına dikkat çekmiş ve S&P şeffaflık ve kamuyu aydınlatma endeksinin metodolojisini takip ederek benzer bir endeksi payları BIST-30'da işlem gören hisse senetleri için oluşturmuştur. Elde edilen endeks skorlarıyla firma değeri temsilcisi olarak Tobin's Q, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Fiyat/Kazanç, Fiyat/Nakit Akımı, Fiyat/Satış Oranları ve finansal performans göstergesi olarak hisse senetlerinin normalüstü getirisi ve faaliyet performans göstergeleri olarak Aktif Karlılığı (ROA) ve Öz sermaye Karlılığı (ROE) arasındaki ilişki araştırılmıştır. Araştırma yöntemi olarak Panel Veri Analizi kullanılmış ve oluşturulan şeffaflık endeksi ile Piyasa Değeri/Defter Değeri,

Aktif Karlılığı (ROA) ve Öz sermaye Karlılığı (ROE) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir.

Yalçın (2012), çalışmasında 2004-2009 yıllarını kapsayan 6 yıllık bir dönem için borsada işlem gören 215 şirkete yönelik 58 kriterin baz alındığı bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuştur. Şirket ana sözleşmeleri, KYİ'ne uyum raporları, faaliyet raporları ve finansal tablolar ile şirketlerin internet sitesindeki bilgilerden yararlanılarak oluşturulan ana endekse ek olarak pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu olmak üzere 3 alt endeks de hesaplamıştır. Hesaplanan endekse ek olarak kontrol değişkenleri ile beraber bağımlı değişken firma değeri temsilcisi Tobin's Q oranını test etmek için panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. İzlenilen 6 yıllık süreçte şirketlerin ortalama kurumsal yönetim notlarının %15 civarında yükseldiği tespit edilmiştir. Ayrıca, firma değeri ile hesaplanan kurumsal yönetim endeksi arasındaki ilişkinin yıllar itibariyle zayıfladığı saptanmıştır. Ancak, hesaplanan ana endeksin tersine alt endekslerden pay sahipleri endeksinde bu durumun olmadığı gözlemlenmiştir.

Süer (2011), çalışmasında şirketlerin KYİ'ne uyum derecesi ile firma değeriyle ilişkisinin olup olmadığını araştırmıştır. KYİ'ne uyum derecesini, literatürde oluşturulan endekslerden hareketle yazarın kendisinin belirlediği 70 kritere göre şeffaflık, yönetim kurulu ve işlevleri ile pay sahipleri ana başlıkları için İMKB-100 endeksinde işlem gören şirketlere ilişkin kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuş ve bu endeksin firma değer temsilcilerinden Tobin's Q ve Fiyat/Defter değeri ile karşılaştırmıştır. Analiz yöntemi çoklu regresyon modeli olarak belirlenmiş ve kontrol değişkenleri Şirket Büyüklüğü, Kaldıraç Oranı ve Aktiflerin Getiri Oranı (ROA) olarak belirlenmiştir. Araştırmanın ana kümesini İMKB-100 şirketleri oluştururken, örneklem kümesini ise verilerine ulaşılabilen banka ve finansal kuruluşlar ile başka sektörlerde de yatırımları bulunan holdinglerin dışlanması ile 35 şirket oluşturmuştur. Araştırma sonucunda mevcut ilişkilerin yönlerini saptanmış fakat istatistiksel olarak güçlü bir anlamlılık tespit edilememiştir.

Okoth (2016), çalışmasında, SPK'nın 2013 yılındaki tebliğiyle duyurulan genel kurumsal yönetim derecelendirme notunun hesaplamasında kullanılan alt başlıkların ağırlıklarının değiştirilmesine odaklanarak özellikle ağırlığı %25'ten %35'e çıkarılan yönetim kurulu alt başlığını incelemiştir. Yönetim kurulu endeksinin firma performansı ile ilişkisi araştırılırken, muhasebe ölçütleri olan ROA ve ROE'ya ek olarak farklı bir performans değerlendirme yöntemi olan EVA uygulanmıştır. Ayrıca yazar, yönetim kurulunda görev yapan kadın üye sayısının

firma performansını artırmada etkili olabileceğini de etmiştir. Yönetim kurulu endeksi ile firma performansı arasındaki ilişki araştırılırken muhasebe ölçütü olarak sıklıkla kullanılan Aktif Karlılığı (ROA) ve Öz sermaye Karlılığı (ROE)'e ek olarak farklı bir performans değerlendirme yöntemi olan Ekonomik Katma Değer (Economic Value Added- EVA) kullanılmıştır. Çalışmanın veri setini, 2009-2013 yılları arasında BİST-100 endeksinde işlem gören ve kurumsal yönetim uygulamalarıyla ilişkili olan şirketlerden finansal sektörde faaliyet gösteren banka, sigorta ve diğer farklı fon şirketleri ile emlak ve holding şirketleri çıkarılmış ve geriye kalan ve sağlıklı biçimde verilerine ulaşılabilen 52 şirket oluşturmaktadır. Şirket performans temsilcisi olarak bağımlı değişken Ekonomik Katma Değer (EVA)'ın doğal logaritması belirlenmiştir. Bağımsız değişkenler ise yönetim kurulu endeksi, yönetim kurulunda görevli kadın üye sayısının toplam üye sayısına oranı, yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu başkanını aynı zamanda başka firmalarda görevli olması/olmaması, şirketin yaşı ve şirket satışlarındaki büyüme oranı olarak belirlenerek çoklu regresyon modeli kullanılarak göre panel veri analizi yapılmıştır. Araştırmanın sonucunda, oluşturulan endeks ile EVA performans ölçütü arasında güçlü ve pozitif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, muhasebe ölçütleri olan ROA ve ROE ile oluşturulan endeks arasında bir ilişkinin olmadığı saptanmıştır. Bu sonuçlar ışığında, kurumsal yönetimin bir firmanın performansını belirlemede çok önemli bir yere sahip olduğu tespiti yapılmıştır.



4. KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİNİ BELİRLEMeye YÖNELİK BİST SEKTÖR ENDEKSLERİNDE BİR ÇALIŞMA

4.1. Araştırmanın Amacı Ve Hipotezi

Kurumsal yönetim kavramı, dünyada olduğu gibi ülkemizde de son derece önemli bir kavram haline gelmiştir. Günümüz firmaları, kurumsal yönetim uygulamalarında etkinliği sağlamanın firma değerini pozitif yönde arttırdığının farkına varmış olup, stratejilerini bu yönde oluşturmaya çaba harcamaktadır.

Literatür bölümünde belirtildiği üzere, ulusal ve uluslararası alanda yapılan çalışmalar kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Yapılan araştırmaların sonuçlarından hareketle şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin (yüksek KYN), genel itibariyle yatırımcıların güvenini sağladığı çıkarımına ulaşmak mümkündür. Pay piyasasında sağlanan yatırımcı güveni ile birlikte yatırımcıların borsada işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalara ilgileri artmakta ve dolayısıyla bu firmalar rakiplerine göre daha kolay finansman imkanına kavuşmaktadırlar. Bu durum, teorik olarak sermaye maliyetini azaltmakta ve bunun neticesinde de firmaların amacına ulaşmasına başka bir deyişle firmanın değerlerini artırmaya yardımcı olmaktadır.

Kurumsal yönetim ve firma değeri konusunda yapılan araştırmalar öncelikle gelişmiş ülkelerde başlamış daha sonra da gelişmekte olan ülkeler için yapılmıştır. Ancak, KYİ'ne uyum sağlamanın firma değeri üzerine etkilerini değerlendirmeye yönelik araştırmaların sayıca yetersiz, daha çok niteliksel analizlerin var olduğu, benzer araştırma modellerinin kullanıldığı, veri toplama açısından da belirgin sınırlılıkların olduğu gözlemlenmiştir.

Literatürde yapılan bazı çalışmalar kurumsal yönetim derecelendirme notlarının hisse senedi performansına etkisini 5, 10, 15, 30 gün gibi kısa zaman periyodlarında olay çalışması (event study) yöntemi ile araştırmışlardır (Acar ve diğerleri, 2013; Yenice ve Dölen, 2013; Sakarya, 2011; Aksu ve Aytekin, 2015). Fakat kurumsal yönetim derecelendirme notları senelik bazda verilen puanlardır. Bu durum, yatırımcılar açısından kısa bir zaman dilimi içerisinde

konuyu özümsemeleri ve buradan hareketle yatırım tercihlerini değiştirmeleri birbirinden farklı olacağı normal varsayılmaktadır. Bilindiği üzere, hisse senedi yatırımları uzun vadeli yatırımlardır. Bu sebeple, bu çalışmada yıllık bazda analizler yapılacaktır.

Bu araştırmanın amacı; Türkiye’de BİST Sektör Endeksleri’nde işlem gören ve aynı zamanda kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar ile kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmayan firmaların her biri için dahil oldukları sektörde piyasa değerleri bakımından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılığın olup olmadığının analiz edilmesidir. Başka bir deyişle; diğer faktörler ihmal edilerek (all else equal/ceteris paribus) yalnızca KYİ’ne uyum göstererek yeterli düzeyde derecelendirme notu alan firmaların bu notu almak üzere katlandıkları maliyet ve çabaların karşılığında notuna sahip olmayan firmalara göre hisse senedi piyasasında rekabet üstünlüğüne geçerek sektörel bazda bir ayrışma yaratıp yaratmadığının araştırılmasıdır.

Bu bağlamda araştırmanın sıfır (yokluk) hipotezi ve alternatif hipotezi aşağıdaki gibidir:

$H_0 =$ BİST Sektör Endeksleri kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.)

$H_1 =$ BİST Sektör Endeksleri kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık vardır. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilemektedir.)

4.2. Araştırmanın Veri Seti

Kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre sektörel bazda bir ayrışma yaratıp yaratmadığının araştırıldığı bu çalışmanın veri setini; 2011 ve 2015 yılları arasında notuna sahip olan ve olmayan, hisse senetleri BİST Sektör Endeksleri’nde işlem gören firmalar oluşturmaktadır.

Bu çalışmada, ülkemizde kurumsal yönetim uygulamalarının zamanla belirli bir olgunluk seviyesine ulaştığı varsayımı ile 2016 yılında BİST-XKURY’de işlem gören firmalar analiz

kapsamına alınmıştır. 2016 yılında ülkemizde meydana gelen darbe teşebbüsü ve 2017 yılındaki küresel etkiler nedeniyle borsamızda oynaklıklar görüldüğünden bu yıllar analiz kapsamı dışına alınmıştır.

Çalışmanın amacına uygun olarak, öncelikle çalışmanın zaman aralığı olan 2011 ile 2015 yılları arasında SPK’ca yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından firmalara tahsis edilen kurumsal yönetim derecelendirme notları Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nin (TKYD) resmi internet sitesinden elde edilmiştir. Firmaların 2011-2015 yılları arasında her ayın son işlem günü hisse senedi kapanış fiyatları Google Finance (<https://www.google.com/finance>) isimli internet sitesinden elde edilmiştir. Daha sonra, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların hangi sektör endeksine dahil oldukları Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun (KAP) resmi internet sitesi (<https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler#>) aracılığıyla belirlenmiştir. İlgili veriler Çizelge 4.1’de sunulmuştur.

Çizelge 4.1. Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları, Duyuru Tarihleri ve Dahil Oldukları Sektör Endeksleri

ŞİRKET, SEKTÖR/YIL			2011		2012		2013		2014		2015	
#	KOD	SEKTÖR	NOT	TARİH	NOT	TARİH	NOT	TARİH	NOT	TARİH	NOT	TARİH
1	AEFES	XGIDA	8,55	01.06.2011	8,94	01.06.2012	9,33	24.05.2013	9,42	23.05.2014	9,55	22.05.2015
2	AKBNK	XBANK					9,24	01.11.2013	8,77	03.03.2014		
3	AKSA	XKMYA							9,22	05.08.2014	9,50	23.07.2015
4	AKSGY	XGMYO							9,16	21.11.2014	9,28	20.11.2015
5	ANSGR	XSGRT									9,16	06.11.2015
6	ALBRK	XBANK	8,28	21.10.2011	8,22	18.10.2012	8,62	19.07.2013	8,44	10.07.2014	8,59	10.07.2015
7	ARCLK	XMESY	8,59	01.08.2011	9,10	30.07.2012	9,28	29.07.2013	9,41	23.07.2014	9,48	22.07.2015
8	ASELS	XUTEK			8,77	13.12.2012	9,07	13.12.2013	9,09	12.12.2014	9,13	11.12.2015
9	ASYAB	XBANK	8,26	01.07.2011	8,61	02.07.2012	8,92	28.06.2013	8,42	03.03.2014	8,88	26.06.2015
10	AYGAZ	XKMYA	8,49	30.06.2011	8,96	29.06.2012	9,27	01.07.2013	9,29	02.07.2014	9,36	01.07.2015
11	BOYNR	XHOLD			8,64	10.12.2012	8,61	10.12.2013	8,20	03.03.2014		
12	COLLA	XGIDA	8,50	01.07.2011	8,88	02.07.2012	9,20	01.07.2013	9,25	01.07.2014	9,40	01.07.2015
13	CEMAS	XMANA							7,62	28.05.2014	8,00	27.05.2015
14	CRDFA	XFINK					8,03	24.06.2013	7,79	03.03.2014	8,22	12.06.2015
15	DENTA	XKAGT	8,06	11.05.2011	8,69	11.05.2012	8,97	10.05.2013				
16	DOAS	XUHZ	7,70	01.02.2011	8,63	31.12.2012	9,00	27.12.2013	9,25	15.12.2014	9,42	15.12.2015
17	DOHOL	XHOLD	8,59	03.11.2011	9,03	05.11.2012	9,18	05.11.2013	9,35	05.11.2014	9,36	05.11.2015
18	DGGYO	XGMYO									8,01	07.07.2015
19	DYHOL	XHOLD	8,88	01.08.2011	9,00	31.07.2012	9,03	30.07.2013				
20	EGCYH	XHOLD	8,20	01.12.2011	8,60	30.11.2012	9,08	29.11.2013	8,58	03.03.2014	9,30	27.11.2015
21	ENKAI	XINSA			9,16	26.11.2012	9,20	21.11.2013	9,02	21.11.2014	9,16	03.11.2015
22	EREGL	XMANA									8,83	29.07.2015
23	GARAN	XBANK							9,14	11.12.2014	9,20	10.12.2015
24	GARFA	XFINK			8,36	23.08.2012	8,76	21.08.2013	8,90	21.08.2014	9,15	20.08.2015
25	GLYHO	XHOLD	8,36	28.12.2011	8,80	26.11.2012	8,86	26.11.2013	8,88	26.11.2014	8,79	26.11.2015
26	GRNYO	XYORT					9,01	31.12.2013	9,21	26.12.2014	9,32	25.12.2015

27	HALKB	XBANK	8,74	19.12.2011	8,77	19.12.2012	9,20	19.12.2013	9,19	19.12.2014	9,26	18.12.2015
28	HURGZ	XKAGT	8,55	23.09.2011	9,09	24.09.2012	9,09	24.09.2013	9,30	24.09.2014	9,36	18.09.2015
29	IHEVA	XMESY	7,39	20.12.2011	7,67	27.09.2012	8,05	01.08.2013	7,79	25.07.2014	8,06	27.07.2015
30	IHLAS	XHOLD	7,91	20.12.2011	8,09	28.09.2012	8,15	02.08.2013	7,84	25.07.2014	8,04	27.07.2015
31	ISFIN	XFINK	8,58	28.12.2011	9,03	28.12.2012	9,11	27.12.2013	9,07	26.12.2014	9,20	25.12.2015
32	ISGYO	XGMYO			8,53	27.12.2012	8,80	26.12.2013	9,09	04.12.2014	9,27	04.12.2015
33	ISMEN	XUMAL	8,63	23.12.2011	8,87	11.09.2012	9,06	10.09.2013	8,91	05.09.2014	9,05	04.09.2015
34	IZOCM	XTAST							8,76	30.12.2014	9,16	29.12.2015
35	LIDFA	XFINK	7,87	21.07.2011	8,28	4.06.2012	8,85	6.06.2013	8,67	06.08.2014	8,89	06.08.2015
36	LOGO	XUTEK	8,26	19.12.2011	8,60	14.12.2012	8,91	13.12.2013	9,03	15.12.2014	9,08	15.12.2015
37	MEMS	XTEKS	7,59	28.06.2011	7,75	25.06.2012						
38	MGROS	XUHIZ									9,46	30.12.2015
39	OTKAR	XMESY	8,47	18.03.2011	8,68	19.03.2012	9,01	19.03.2013	9,20	19.03.2014	9,28	19.03.2015
40	PETKM	XKMYA	8,52	24.08.2011	8,72	24.08.2012	8,91	20.08.2013	8,97	04.03.2014	9,03	19.08.2015
41	PETUN	XGIDA			8,77	07.12.2012	9,16	20.11.2013	9,11	21.11.2014	9,20	20.11.2015
42	PGSUS	XULAS					8,13	31.12.2013	8,77	24.10.2014	9,03	19.08.2015
43	PINSU	XGIDA					9,34	04.12.2013	9,28	05.12.2014	9,37	04.12.2015
44	PNSUT	XGIDA	8,34	24.11.2011	8,87	23.11.2012	9,15	20.11.2013	9,09	20.11.2014	9,18	20.11.2015
45	PRKAB	XMESY	8,15	22.12.2011	8,44	14.12.2012	8,65	16.12.2013	9,06	05.12.2014	9,09	04.12.2015
46	PRKME	XMADN	8,67	08.06.2011	8,82	06.06.2012	8,98	06.06.2013	8,95	06.06.2014	9,03	05.06.2015
47	SKBNK	XBANK	8,76	07.02.2011	8,82	07.02.2012	9,09	06.02.2013	9,07	03.03.2014	9,11	06.02.2015
48	SISE	XHOLD							9,28	29.12.2014	9,35	18.12.2015
49	TAVHL	XHOLD	9,09	26.08.2011	9,24	24.08.2012	9,40	23.08.2013	9,18	03.03.2014	9,52	21.08.2015
50	TOASO	XMESY	8,58	23.11.2011	9,02	09.11.2012	9,14	11.11.2013	9,01	05.11.2014	9,06	05.11.2015
51	TRCAS	XHOLD	8,12	08.03.2011	8,40	08.03.2012	8,75	08.03.2013	9,09	15.12.2014	9,27	03.03.2015
52	TSKB	XBANK	9,10	18.10.2011	9,10	18.10.2012	9,40	21.10.2013	9,44	20.10.2014	9,52	20.10.2015
53	TTKOM	XUHIZ	8,37	28.12.2011	8,80	12.12.2012	8,80	12.12.2013	8,72	12.12.2014	8,91	11.12.2015
54	TTRAK	XMESY	8,50	18.08.2011	8,90	17.08.2012	9,10	16.08.2013	9,05	15.08.2014	9,09	17.08.2015
55	TUPRS	XKMYA	8,62	05.10.2011	9,10	05.10.2012	9,34	04.10.2013	9,31	09.10.2014	9,44	02.10.2015
56	VESTL	XMESY	8,59	25.02.2011	8,83	24.02.2012	9,09	22.02.2013	8,94	03.03.2014	9,12	23.02.2015
57	VKFYO	XYORT	8,41	19.01.2011	8,73	18.01.2012	9,21	18.01.2013	9,31	04.03.2014		
58	YAZIC	XHOLD	8,30	03.11.2011	8,77	18.10.2012	9,07	11.10.2013	9,13	09.10.2014	9,17	08.10.2015
59	YGYO	XGMYO	8,56	18.04.2011	8,66	18.04.2012	9,02	17.04.2013	9,04	17.04.2014	9,18	17.04.2015
60	YKBNK	XBANK	8,80	28.12.2011	8,80	28.12.2012	9,32	27.12.2013	9,25	29.12.2014	9,34	28.12.2015

Kaynak: TKYD, (<http://www.tkyd.org.tr/tkyd-kurumsal-yonetim.html>)

Çizelge 4.1’de görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firma sayısı 60’dır. Ayrıca Çizelge 4.1’de nota sahip firmaların hisse kodları, işlem gördükleri sektör endekslerinin kodları ve notu aldıkları tarihler yer almaktadır. Hücrelerin boş olması, firmaların o dönem için not güncellemesi yaptırmadıkları anlamına gelmektedir.

Yıllar itibarıyla nota sahip olan firmaların notu elde ettikleri tarihler farklılık göstermektedir. Bu firmaların yıl içinde aldıkları notlar bir anlık olmaktan ziyade üzerinde uzun zaman harcanarak elde edilen kazanımların bir sonucu olduğu varsayılmıştır. Başka bir ifade ile, ilgili firmalar nota sahip olabilmek için kurumsal yönetim mekanizmalarını nota sahip olmadan önce geliştirmeye başlamakta ve bu çabaların sonunda derecelendirme notlarına sahip olmaktadır.

Çizelge 4.2’de ise 2011-2015 yılları arasında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmaların ticari unvanları verilmiştir.

Çizelge 4.2. 2011-2015 Yılları Arasında Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip Firmaların Ticari Unvanları

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SAN. A.Ş.	31	ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
2	AKBNK	AKBANK T.A.Ş.	32	ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
3	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	33	ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
4	AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORT. A.Ş.	34	IZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
5	ANSGR	ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ	35	LIDFA	LİDER FAKTÖRİNG A.Ş.
6	ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.	36	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
7	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.	37	MEMSA	MENSA SİNAİ TİCARİ VE MALİ YATIRIMLAR A.Ş.
8	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİC. A.Ş.	38	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
9	ASYAB	ASYA KATILIM BANKASI A.Ş.	39	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
10	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.	40	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
11	BOYNR	BOYNER BÜYÜK MAĞAZACILIK A.Ş.	41	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
12	COLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	42	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.
13	CEMAS	ÇEMAS DÖKÜM SANAYİ A.Ş.	43	PINSU	PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
14	CRDFA	CREDITWEST FAKTÖRİNG A.Ş.	44	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
15	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SANAYİ A.Ş.	45	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
16	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.	46	PRKME	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MAD. SAN. VE TİC. A.Ş.
17	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	47	SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.
18	DGGYO	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORT. A.Ş.	48	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
19	DYHOL	DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.	49	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
20	EGCYH	EREĞLİ & CO YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	50	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
21	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	51	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.
22	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	52	TSKB	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
23	GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	53	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
24	GARFA	GARANTİ FAKTÖRİNG A.Ş.	54	ITRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
25	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	55	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
26	GRNYO	GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	56	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
27	HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	57	VKFYO	VAKIF MENKUL KIYMET YATIRIM ORT. A.Ş.
28	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAA. A.Ş.	58	YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.
29	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SAN. TİC. A.Ş.	59	YGYO	YEŞİL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
30	IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	60	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) (<https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler#>)

Çizelge 4.3’te ise 2011-2015 yılları arasında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmaların dahil oldukları sektör endekslerinin isimleri verilmiştir.

Çizelge 4.3. 2011-2015 Yılları Arasında Firmaların Dahil Oldukları Sektör Endekslerinin İsimleri

SIRA	KOD	SEKTÖR ENDEKS İSİMLERİ	SIRA	KOD	SEKTÖR ENDEKS İSİMLERİ
1	XGIDA	BİST GIDA, İÇECEK	11	XILTM	BİST İLETİŞİM
2	XBANK	BİST BANKA	12	XYORT	BİST MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI
3	XKMYA	BİST KİMYA, PETROL, PLASTİK	13	XUMAL	BİST MALİ
4	XGMYO	BİST GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	14	XMADN	BİST MADENCİLİK
5	XMESY	BİST METAL EŞYA, MAKİNA	15	XTEKS	BİST TEKSTİL, DERİ
6	XUTEK	BİST TEKNOLOJİ	16	XINSA	BİST İNŞAAT
7	XHOLD	BİST HOLDİNG VE YATIRIM	17	XULAS	BİST ULAŞTIRMA
8	XFINK	BİST FİNANSAL KİRALAMA, FAKTÖRİNG	18	XTAST	BİST TAŞ, TOPRAK
9	XKAGT	BİST ORMAN, KAĞIT, BASIM	19	XMANA	BİST METAL ANA
10	XTCRT	BİST TİCARET	20	XSGRT	BİST SİGORTA

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) (<https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler#>)

Ancak, BİST Madencilik (XMADN) ve BİST İnşaat (XINSA) sektör endekslerinin, çalışmanın zaman periyodunun aksine 2013 yılından itibaren hesaplanmaya başlamasından dolayı, BİST Tekstil, Deri (XTEKS), BİST Taş, Toprak (XTAST) ve BİST Metal Ana (XMANA) sektör endekslerinde işlem gören firmaların çalışmanın zaman periyodunun aksine sadece 2014 ve 2015 yıllarında kurumsal yönetim derecelendirme notu almalarından dolayı, BİST Mali (XUMAL), BİST İletişim Endeksi (XILTM) sektör endeksinde yalnızca bir adet nota sahip şirketin işlem görmesinden dolayı, BİST Holding ve Yatırım (XHOLD), BİST Ulaştırma (XULAS) sektör endeksinde işlem gören firmanın çalışmanın zaman periyodunun aksine 2013,2014 ve 2015 yıllarında kurumsal yönetim derecelendirme notu almasından dolayı ve BİST Sigorta (XSGRT) sektör endeksinde işlem gören firmanın çalışmanın zaman periyodunun aksine yalnızca 2015 yılında kurumsal yönetim derecelendirme notu almasından dolayı veri setinden çıkartılmıştır.

Yukarıda belirtilen nedenlerden ötürü çalışma kapsamından çıkartılan sektör endekslerinden sonra oluşan nihai veri setini; BİST Gıda, İçecek Endeksi (XGIDA), BİST Banka Endeksi (XBANKA), BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMYA), BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi (XGMYO), BİST Metal Eşya, Makine Endeksi (XMESY), BİST Teknoloji Endeksi (XUTEK), BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi (XFINK), BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi (XKAGT), BİST Ticaret Endeksi (XTCRT), BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi (XYORT) olmak üzere toplam 10 adet sektör endeksi oluşturmaktadır.

2011 ve 2015 yıllarını kapsayan 5 yıllık bir zaman aralığında ilgili sektör endekslerinde olası giriş ve çıkışlar, firmaların sürekli aynı endüstride faaliyet göstermelerinden ötürü göz ardı edilmiştir. Literatürde benzer endeks çalışmalarında da rastlanılan bu durum benzer firmaların aynı kategoride toplanması ile çözülmektedir (Demir ve Tuncay, 2012).

Sektör endekslerinde işlem gören firmaların şirket unvanları ile yıllara göre kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar sırasıyla ayrı ayrı tablolar halinde verilmiştir.

Çizelge 4.4. BİST Gıda, İçecek Endeksi'ne (XGIDA) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	ALYAG	ALTINYAĞ KOMBİNALARI A.Ş.	12	OYLUM	OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş.
2	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	13	PENGÜ	PENGÜEN GIDA SANAYİİ A.Ş.
3	AVOD	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	14	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
4	BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.	15	PINSU	PINAR SU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
5	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	16	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
6	ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİİ A.Ş.	17	TATGD	TAT GIDA SANAYİİ A.Ş.
7	KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	18	TUKAS	TUKAŞ GIDA SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
8	KERVİT	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	19	TBORG	TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.

9	KNFRT	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20	ULUUN	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
10	KRSTL	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.	21	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
11	MERKO	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.			

Çizelge 4.4'te görüldüğü üzere BİST Gıda, İçecek Endeksi'nde (XGIDA) işlem gören firma sayısı 21'dir. Yıllar itibari ile BİST Gıda, İçecek Endeksi'ne (XGIDA) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar Çizelge 4.5'te verilmiştir.

Çizelge 4.5. BİST Gıda, İçecek Endeksi'ne (XGIDA) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

YILLAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLAN FİRMALAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLMAYAN FİRMALAR
2011	AEFES, CCOLA, PNSUT	ALYAG, AVOD, BANVT, ERSU, KENT, KERV, KNFRT, KRSTL, MERKO, OYLUM, PENG, PETUN, PINSU, TATGD, TUKAS, TBORG, ULUUN, ULKER
2012	AEFES, CCOLA, PNSUT, PETUN	ALYAG, AVOD, BANVT, ERSU, KENT, KERV, KNFRT, KRSTL, MERKO, OYLUM, PENG, PINSU, TATGD, TUKAS, TBORG, ULUUN, ULKER
2013	AEFES, CCOLA, PINSU, PETUN, PNSUT	ALYAG, AVOD, BANVT, ERSU, KENT, KERV, KNFRT, KRSTL, MERKO, OYLUM, PENG, PETUN, TATGD, TUKAS, TBORG, ULUUN, ULKER
2014	AEFES, CCOLA, PINSU, PETUN, PNSUT	ALYAG, AVOD, BANVT, ERSU, KENT, KERV, KNFRT, KRSTL, MERKO, OYLUM, PENG, PETUN, PINSU, TATGD, TUKAS, TBORG, ULUUN, ULKER
2015	AEFES, CCOLA, PINSU, PETUN, PNSUT	ALYAG, AVOD, BANVT, ERSU, KENT, KERV, KNFRT, KRSTL, MERKO, OYLUM, PENG, PETUN, PINSU, TATGD, TUKAS, TBORG, ULUUN, ULKER

Çizelge 4.5'te görüldüğü üzere BİST Gıda, İçecek Endeksi'ne (XGIDA) tabii şirketlerden 2011 yılında AEFES, CCOLA, PNSUT firmaları, 2012 yılında AEFES, CCOLA, PNSUT, PETUN firmaları, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise AEFES, CCOLA, PINSU, PETUN, PNSUT firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.6. BİST Banka Endeksi'ne (XBANKA) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	AKBNK	AKBANK T.A.Ş.	8	GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
2	ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.	9	HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
3	ASYAB	ASYA KATILIM BANKASI A.Ş.	10	ISCTR	TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.
4	DENİZ	DENİZBANK A.Ş.	11	TSKB	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
5	FINBN	FİNANSBANK A.Ş.	12	VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.
6	ICBCT	ICBC TURKEY BANK A.Ş.	13	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.
7	SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.			

Çizelge 4.6'da görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Banka Endeksi'nde (XBANKA) işlem gören firma sayısı 13'dür. Yıllar itibari ile BİST Banka Endeksi'ne (XBANKA) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.7'de verilmiştir.

Çizelge 4.7. BİST Banka Endeksi'ne (XBANKA) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

YILLAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLAN FİRMALAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLMAYAN FİRMALAR
2011	ALBRK, ASYAB, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK	AKBNK, DENİZ, FINBN, ICBCT, GARAN, ISCTR, VAKBN
2012	ALBRK, ASYAB, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK	AKBNK, DENİZ, FINBN, ICBCT, GARAN, ISCTR, VAKBN
2013	AKBNK, ALBRK, ASYAB, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK	DENİZ, FINBN, ICBCT, GARAN, ISCTR, VAKBN,
2014	AKBNK, ALBRK, ASYAB, GARAN, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK	DENİZ, FINBN, ICBCT, ISCTR, VAKBN
2015	ALBRK, ASYAB, GARAN, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK	AKBNK, DENİZ, FINBN, ICBCT, ISCTR, VAKBN

Çizelge 4.7'de görüldüğü üzere BİST Banka Endeksi'ne (XBANKA) tabii şirketlerden 2011 ve 2012 yıllarında ALBRK, ASYAB, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK firmaları, 2013 yılında AKBNK, ALBRK, ASYAB, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK firmaları, 2014 yılında AKBNK, ALBRK, ASYAB, GARAN, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK firmaları ve 2015 yılında ise ALBRK, ASYAB, GARAN, HALKB, SKBNK, TSKB, YKBNK firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.8. BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'ne (XKMYA) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	ACSEL	ACISELSAN ACIPAYAM SELÜLOZ SAN. VE TİC. A.Ş.	13	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
2	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	14	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
3	ALKİM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	15	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
4	ATPET	ATLANTİK PETROL ÜRÜNLERİ SAN. VE TİC. A.Ş.	16	MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SAN. A.Ş.
5	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.	17	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
6	BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	18	POLTK	POLİTEKNİK METAL SAN. VE TİC. A.Ş.
7	BRKSN	BERKOSAN YALITIM VE TERCİT MADDELERİ ÜRETİM VE TİCARET A.Ş.	19	RTALB	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNA SAN. TİC. A.Ş.
8	BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SAN. VE TİC. A.Ş.	20	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
9	DEVA	DEVA HOLDİNG A.Ş.	21	SEKUR	SEKURO PLASTİK AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
10	DYOBY	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	22	SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.
11	EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	23	TMPOL	TEMAPOL POLİMER PLASTİK VE İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.
12	GEDZA	GEDİZ AMBALAJ SAN. VE TİC. A.Ş.	24	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.

Çizelge 4.8'de görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'nde (XKMYA) işlem gören firma sayısı 24'dür. Yıllar itibari ile BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'ne (XKMYA) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.9'da verilmiştir.

Çizelge 4.9. BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'ne (XKMYA) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

YILLAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLAN FİRMALAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLMAYAN FİRMALAR
2011	AYGAZ, PETKM, TUPRS	ACSEL, AKSA, ALKİM, ATPET, BAGFS, BRKSN, BRISA, DEVA, DYOBY, EGGUB, GEDZA, GOODY, GUBRF, HEKTS, MRSHL, POLTK, RTALB, SASA, SEKUR, SODA, TMPOL

2012	AYGAZ, PETKM, TUPRS	ACSEL, AKSA, ALKIM, ATPET, BAGFS, BRKSN, BRISA, DEVA, DYOB, EGGUB, GEDZA, GOODY, GUBRF, HEKTS, MRSHL, POLTK, RTALB, SASA, SEKUR, SODA, TMPOL
2013	AYGAZ, PETKM, TUPRS	ACSEL, AKSA, ALKIM, ATPET, BAGFS, BRKSN, BRISA, DEVA, DYOB, EGGUB, GEDZA, GOODY, GUBRF, HEKTS, MRSHL, POLTK, RTALB, SASA, SEKUR, SODA, TMPOL
2014	AKSA, AYGAZ, PETKM, TUPRS	ACSEL, ALKIM, ATPET, BAGFS, BRKSN, BRISA, DEVA, DYOB, EGGUB, GEDZA, GOODY, GUBRF, HEKTS, MRSHL, POLTK, RTALB, SASA, SEKUR, SODA, TMPOL
2015	AKSA, AYGAZ, PETKM, TUPRS	ACSEL, ALKIM, ATPET, BAGFS, BRKSN, BRISA, DEVA, DYOB, EGGUB, GEDZA, GOODY, GUBRF, HEKTS, MRSHL, POLTK, RTALB, SASA, SEKUR, SODA, TMPOL

Çizelge 4.9’da görüldüğü üzere BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi’ne (XKMYA) tabii şirketlerden 2011, 2012 ve 2013 yıllarında AYGAZ, PETKM, TUPRS firmaları, 2014 ve 2015 yıllarında ise AKSA, AYGAZ, PETKM, TUPRS firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.10. BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi’ne (XGMYO) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	AKFGY	AKFEN GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	14	NUGYO	NUROL GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
2	AKSGY	AKİŞ GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	15	OZKGY	ÖZAK GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
3	AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	16	OZGYO	ÖZDERİCİ GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
4	ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	17	PAGYO	PANORA GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
5	ATAGY	ATA GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	18	PEGYO	PERA GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
6	AGYO	ATAKULE GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	19	RYGYO	REYSAŞ GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
7	AVGYO	AVRASYA GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	20	SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
8	DGGYO	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	21	TRGYO	TORUNLAR GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
9	EKGYO	EMLAK KONUT GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	22	TSGYO	TSKB GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
10	HLGYO	HALK GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	23	VKGYO	VAKIF GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
11	ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	24	YKGYO	YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
12	KLGYO	KİLER GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	25	YGGYO	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.
13	MRGYO	MARTI GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	26	YGYO	YEŞİL GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.

Çizelge 4.10’da görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi’nde (XGMYO) işlem gören firma sayısı 26’dır. Yıllar itibari ile BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi’ne (XGMYO) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.11’de verilmiştir.

Çizelge 4.11. BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi’ne (XGMYO) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

YILLAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLAN FİRMALAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLMAYAN FİRMALAR
2011	YGYO	AKFGY, AKSGY, AKMGY, ALGYO, ATAGY, AGYO, AVGYO, DGGYO, EKGYO, HLGYO, ISGYO, KLGYO, MRGYO, NUGYO, OZKGY, OZGYO, PAGYO, PEGYO, RYGYO, SNGYO, TRGYO, TSGYO, VKGYO, YKGYO, YGGYO
2012	ISGYO, YGYO	AKFGY, AKSGY, AKMGY, ALGYO, ATAGY, AGYO, AVGYO, DGGYO, EKGYO, HLGYO, KLGYO, MRGYO, NUGYO, OZKGY, OZGYO, PAGYO, PEGYO, RYGYO, SNGYO, TRGYO, TSGYO, VKGYO, YKGYO, YGGYO
2013	ISGYO, YGYO	AKFGY, AKSGY, AKMGY, ALGYO, ATAGY, AGYO, AVGYO, DGGYO, EKGYO, HLGYO, KLGYO, MRGYO, NUGYO, OZKGY, OZGYO, PAGYO, PEGYO, RYGYO, SNGYO, TRGYO, TSGYO, VKGYO, YKGYO, YGGYO
2014	AKSGY, ISGYO, YGYO	AKFGY, AKMGY, ALGYO, ATAGY, AGYO, AVGYO, DGGYO, EKGYO, HLGYO, KLGYO, MRGYO, NUGYO, OZKGY, OZGYO, PAGYO, PEGYO, RYGYO, SNGYO, TRGYO, TSGYO, VKGYO, YKGYO, YGGYO
2015	AKSGY, DGGYO, ISGYO, YGYO	AKFGY, AKMGY, ALGYO, ATAGY, AGYO, AVGYO, EKGYO, HLGYO, KLGYO, MRGYO, NUGYO, OZKGY, OZGYO, PAGYO, PEGYO, RYGYO, SNGYO, TRGYO, TSGYO, VKGYO, YKGYO, YGGYO

Çizelge 4.11’de görüldüğü üzere BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi’ne

(XGMYO) tabii şirketlerden 2011 yılında YGYO firması, 2012 ve 2013 yıllarında ISGYO, YGYO firmaları, 2014 yılında AKSGY, ISGYO, YGYO firmaları ve 2015 yılında ise AKSGY, DGGYO, ISGYO, YGYO firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.12. BİST Metal Eşya, Makine Endeksi'ne (XMESY) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	15	KATMR	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SAN. VE TİC. A.Ş.
2	ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	16	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
3	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.	17	MAKTK	MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.
4	BNTAS	BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ SANAYİ TİCARET A.Ş.	18	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
5	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	19	PARSN	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİ A.Ş.
6	DITAS	DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.	20	SILVR	SİLVRLİNE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
7	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	21	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
8	EMKEL	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.	22	TMSN	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.
9	FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRE. TES. A.Ş.	23	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
10	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	24	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
11	GEREL	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	25	ULUSE	ULUSOY ELEKTRİK İMALAT TAAHHÜT VE TİC. A.Ş.
12	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	26	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
13	JANTS	JANTSA JANT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
14	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.			

Çizelge 4.12'de görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Metal Eşya, Makine Endeksi'nde (XMESY) işlem gören firma sayısı 27'dir. Yıllar itibari ile BİST Metal Eşya, Makine Endeksi'ne (XMESY) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.13'te verilmiştir.

Çizelge 4.13. BİST Metal Eşya, Makine Endeksi'ne (XMESY) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

YILLAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLAN FİRMALAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLMAYAN FİRMALAR
2011	ARCLK, IHEVA, OTKAR, PRKAB, TOASO, TTRAK, VESTL	ALCAR, ASUZU, BNTAS, BFREN, DITAS, EGEEN, EMKEL, FMIZP, FROTO, GEREL, JANTS, KARSN, KATMR, KLMSN, MAKTK, PARSN, SILVR, TMSN, ULUSE, VESBE
2012	ARCLK, IHEVA, OTKAR, PRKAB, TOASO, TTRAK, VESTL	ALCAR, ASUZU, BNTAS, BFREN, DITAS, EGEEN, EMKEL, FMIZP, FROTO, GEREL, JANTS, KARSN, KATMR, KLMSN, MAKTK, PARSN, SILVR, TMSN, ULUSE, VESBE
2013	ARCLK, IHEVA, OTKAR, PRKAB, TOASO, TTRAK, VESTL	ALCAR, ASUZU, BNTAS, BFREN, DITAS, EGEEN, EMKEL, FMIZP, FROTO, GEREL, JANTS, KARSN, KATMR, KLMSN, MAKTK, PARSN, SILVR, TMSN, ULUSE, VESBE
2014	ARCLK, IHEVA, OTKAR, PRKAB, TOASO, TTRAK, VESTL	ALCAR, ASUZU, BNTAS, BFREN, DITAS, EGEEN, EMKEL, FMIZP, FROTO, GEREL, JANTS, KARSN, KATMR, KLMSN, MAKTK, PARSN, SILVR, TMSN, ULUSE, VESBE
2015	ARCLK, IHEVA, OTKAR, PRKAB, TOASO, TTRAK, VESTL	ALCAR, ASUZU, BNTAS, BFREN, DITAS, EGEEN, EMKEL, FMIZP, FROTO, GEREL, JANTS, KARSN, KATMR, KLMSN, MAKTK, PARSN, SILVR, TMSN, ULUSE, VESBE

Çizelge 4.13'te görüldüğü üzere BİST Metal Eşya, Makine Endeksi'ne (XMESY) tabii şirketlerden 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ARCLK, IHEVA, OTKAR, PRKAB, TOASO, TTRAK, VESTL firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.14. BİST Teknoloji Endeksi'ne (XUTEK) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	ALCTL	ALCATEL LUCENT TELETAS TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	8	INDES	İNDEKS BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ MÜHENDİSLİK SAN. VE TİC A.Ş.
2	ARENA	ARENA BİLGİSAYAR SAN. VE TİC A.Ş.	9	KAREL	KAREL ELEKTRONİK SAN. VE TİC A.Ş.
3	ARMDA	ARMADA BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ SAN. VE TİC A.Ş.	10	KRONT	KRON TELEKOMÜNİKASYON HİZMETLERİ A.Ş.
4	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SAN. VE TİC A.Ş.	11	LINK	LİNK BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ YAZILIMI VE DONANIMI SAN. VE TİC A.Ş.
5	DGATE	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİC. A.Ş.	12	LOGO	LOGO YAZILIM SAN. VE TİC A.Ş.
6	DESPC	DESPC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TİC. A.Ş.	13	NETAS	NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
7	ESCOM	ESCORT TEKNOLOJİ YATIRIM A.Ş.	14	PKART	PLASTİKKART AKILLI KART İLETİŞİM SİSTEMLERİ SAN. VE TİC A.Ş.

Çizelge 4.14'te görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Teknoloji Endeksi'nde (XUTEK) işlem gören firma sayısı 14'dür. Yıllar itibari ile BİST Teknoloji Endeksi'ne (XUTEK) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.15'te verilmiştir.

Çizelge 4.15. BİST Teknoloji Endeksi'ne (XUTEK) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

Yıllar	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip Olan Firmalar	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip Olmayan Firmalar
2011	LOGO	ALCTL, ARENA, ARMDA, ASELS, DGATE, DESPC, ESCOM, INDES, KAREL, KRONT, LINK, NETAS, PKART
2012	ASELS, LOGO	ALCTL, ARENA, ARMDA, DGATE, DESPC, ESCOM, INDES, KAREL, KRONT, LINK, NETAS, PKART
2013	ASELS, LOGO	ALCTL, ARENA, ARMDA, DGATE, DESPC, ESCOM, INDES, KAREL, KRONT, LINK, NETAS, PKART
2014	ASELS, LOGO	ALCTL, ARENA, ARMDA, DGATE, DESPC, ESCOM, INDES, KAREL, KRONT, LINK, NETAS, PKART
2015	ASELS, LOGO	ALCTL, ARENA, ARMDA, DGATE, DESPC, ESCOM, INDES, KAREL, KRONT, LINK, NETAS, PKART

Çizelge 4.15'te görüldüğü üzere BİST Teknoloji Endeksi'ne (XUTEK) tabii şirketlerden 2011 yılında LOGO firması, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise ASELS, LOGO firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.16. BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi'ne (XFINK) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	CRDFA	CREDITWEST FAKTÖRİNG A.Ş.	4	LIDFA	LİDER FAKTÖRİNG A.Ş.
2	GARFA	GARANTİ FAKTÖRİNG A.Ş.	5	VAKFN	VAKIF FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.
3	ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.			

Çizelge 4.16'da görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi'nde (XFINK) işlem gören firma sayısı 5'tir. Yıllar itibari ile BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi'ne (XFINK) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.17'de verilmiştir.

Çizelge 4.17. BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi'ne (XFINK) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

YILLAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLAN FİRMALAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLMAYAN FİRMALAR
2011	ISFIN, LIDFA	CRDFA, GARFA, VAKFN
2012	GARFA, ISFIN, LIDFA	CRDFA, VAKFN
2013	CRDFA, GARFA, ISFIN, LIDFA	VAKFN
2014	CRDFA, GARFA, ISFIN, LIDFA	VAKFN
2015	CRDFA, GARFA, ISFIN, LIDFA	VAKFN

Çizelge 4.17'de görüldüğü üzere BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi'ne (XFINK) tabii şirketlerden 2011 yılında ISFIN, LIDFA firmaları, 2012 yılında GARFA, ISFIN, LIDFA firmaları 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise CRDFA, GARFA, ISFIN, LIDFA firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.18. BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi'ne (XKAGT) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	ALKA	ALKİM KAĞIT SAN. VE TİC. A.Ş.	8	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
2	BAKAB	BAK AMBALAJ SAN. VE TİC. A.Ş.	9	IHGZT	İHLAS GAZETECİLİK A.Ş.
3	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SAN. A.Ş.	10	KARTN	KARTONSAN KARTON SAN. VE TİC. A.Ş.
4	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK A.Ş.	11	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN KAĞIT VE AMBALAJ SAN. A.Ş.
5	DGKLB	DOĞTAŞ KELEBEK MOBİLYA SAN. VE TİC. A.Ş.	12	OLMIP	OLMUKSAN INTERNATIONAL PAPER AMBALAJ SAN. VE TİC. A.Ş.
6	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.	13	PRZMA	PRİZMA PRES MATBAACILIK YAYINCILIK SAN. VE TİC. A.Ş.
7	GENTS	GENTAŞ GENEL METAL SAN. VE TİC. A.Ş.	14	SAMAT	SARAY MATBAACILIK KAĞITÇILIK KIRTASIYECİLİK TİC. VE SAN. A.Ş.

Çizelge 4.18'de görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi'nde (XKAGT) işlem gören firma sayısı 14'tür. Yıllar itibari ile BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi'ne (XKAGT) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.19'da verilmiştir.

Çizelge 4.19. BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi'ne (XKAGT) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

YILLAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLAN FİRMALAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLMAYAN FİRMALAR
2011	DENTA, HURGZ	ALKA, BAKAB, DGZTE, DGKLB, DURDO, GENTS, IHGZT, KARTN, TIRE, OLMIP, PRZMA, SAMAT
2012	DENTA, HURGZ	ALKA, BAKAB, DGZTE, DGKLB, DURDO, GENTS, IHGZT, KARTN, TIRE, OLMIP, PRZMA, SAMAT
2013	DENTA, HURGZ	ALKA, BAKAB, DGZTE, DGKLB, DURDO, GENTS, IHGZT, KARTN, TIRE, OLMIP, PRZMA, SAMAT
2014	HURGZ	ALKA, BAKAB, DENTA, DGZTE, DGKLB, DURDO, GENTS, IHGZT, KARTN, TIRE, OLMIP, PRZMA, SAMAT
2015	HURGZ	ALKA, BAKAB, DENTA, DGZTE, DGKLB, DURDO, GENTS, IHGZT, KARTN, TIRE, OLMIP, PRZMA, SAMAT

Çizelge 4.19'da görüldüğü üzere BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi'ne (XKAGT) tabii

şirketlerden 2011, 2012, 2013 yıllarında DENTA, HURGZ firmaları, 2014 ve 2015 yıllarında ise HURGZ firması kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.20. BİST Ticaret Endeksi (XTCRT) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	ADESE	ADESE ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ TİCARET A.Ş.	10	MIPAZ	MİLPA TİCARİ VE SİNAİ ÜRÜNLER PAZ. SAN. VE TİC. A.Ş.
2	BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	11	PSDTC	PERGAMON STATUS DIŞ TİCARET A.Ş.
3	BMEKS	BİMEKS BİLGİ İŞLEM VE DIŞ TİCARET A.Ş.	12	PIMAS	PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.
4	BİZİM	BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZALARI A.Ş.	13	SANKO	SANKO PAZARLAMA İTHALAT İHRACAT A.Ş.
5	CRFSA	CARREFOURSA CARREFOUR SABANCI TİCARET MERKEZİ A.Ş.	14	SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
6	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.	15	TKNSA	TEKNOSA İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.
7	İNTEM	İNTEMA İNŞAAT VE TESİSAT MALZEMELERİ YATIRIM VE PAZ. A.Ş.	16	KIPA	TESCO KİPA KİTLE PAZ. TİC. LOJİSTİK VE GIDA SAN. A.Ş.
8	MEPET	MEPET METRO PETROL VE TESİSLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.	17	TGSAS	TGS DIŞ TİCARET A.Ş.
9	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.	18	VAKKO	VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SANAYİ İŞLETMELERİ A.Ş.

Çizelge 4.20’de görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Ticaret Endeksi (XTCRT) işlem gören firma sayısı 18’dir. Yıllar itibari ile BİST Ticaret Endeksi’ne (XTCRT) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.21’de verilmiştir.

Çizelge 4.21. BİST Ticaret Endeksi’ne (XTCRT) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

Yıllar	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip Olan Firmalar	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip Olmayan Firmalar
2011	DOAS	ADESE, BIMAS, BMEKS, BİZİM, CRFSA, İNTEM, MEPET, MGROS, MIPAZ, PSDTC, PIMAS, SANKO, SELEC, TKNSA, KIPA, TGSAS, VAKKO
2012	DOAS	ADESE, BIMAS, BMEKS, BİZİM, CRFSA, İNTEM, MEPET, MGROS, MIPAZ, PSDTC, PIMAS, SANKO, SELEC, TKNSA, KIPA, TGSAS, VAKKO
2013	DOAS	ADESE, BIMAS, BMEKS, BİZİM, CRFSA, İNTEM, MEPET, MGROS, MIPAZ, PSDTC, PIMAS, SANKO, SELEC, TKNSA, KIPA, TGSAS, VAKKO
2014	DOAS	ADESE, BIMAS, BMEKS, BİZİM, CRFSA, İNTEM, MEPET, MGROS, MIPAZ, PSDTC, PIMAS, SANKO, SELEC, TKNSA, KIPA, TGSAS, VAKKO
2015	DOAS, MGROS	ADESE, BIMAS, BMEKS, BİZİM, CRFSA, İNTEM, MEPET, MIPAZ, PSDTC, PIMAS, SANKO, SELEC, TKNSA, KIPA, TGSAS, VAKKO

Çizelge 4.21’de görüldüğü üzere BİST Ticaret Endeksi (XTCRT) tabii şirketlerden 2011, 2012, 2013, 2014 yıllarında DOAS firması, 2015 yılında ise DOAS, MGROS firması kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

Çizelge 4.22. BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi’ne (XYORT) Dahil Firmalar

#	KOD	ŞİRKET UNVANI	#	KOD	ŞİRKET UNVANI
1	ATLAS	ATLAS MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	6	GRNYO	GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
2	ECBYO	ECZACIBAŞI YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	7	ISYAT	İŞ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
3	EUKYO	EURO KAPİTAL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	8	OYAYO	OYAK YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
4	EUYO	EURO MENKUL KIYMET YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	9	VKFYO	VAKIF MENKUL KIYMET YATIRIM ORT. A.Ş.
5	ETYAT	EURO TREND YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.			

Çizelge 4.22’de görüldüğü üzere 2011-2015 yılları arasında BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi’nde (XYORT) işlem gören firma sayısı 9’dur. Yıllar itibari ile BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi’ne (XYORT) dahil firmalardan kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar aşağıda Çizelge 4.23’te verilmiştir.

Çizelge 4.23. BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi’ne (XYORT) Dahil Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahiplik Durumları

YILLAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLAN FİRMALAR	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME NOTUNA SAHİP OLMAYAN FİRMALAR
2011	VKFYO	ATLAS, ECBYO, EUKYO, EUYO, ETYAT, GRNYO, ISYAT, OYAYO
2012	VKFYO	ATLAS, ECBYO, EUKYO, EUYO, ETYAT, GRNYO, ISYAT, OYAYO
2013	GRNYO, VKFYO	ATLAS, ECBYO, EUKYO, EUYO, ETYAT, ISYAT, OYAYO
2014	GRNYO, VKFYO	ATLAS, ECBYO, EUKYO, EUYO, ETYAT, ISYAT, OYAYO
2015	GRNYO	ATLAS, ECBYO, EUKYO, EUYO, ETYAT, ISYAT, OYAYO, VKFYO

Çizelge 4.23’te görüldüğü üzere BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi’ne (XYORT) tabii şirketlerden 2011, 2012 yıllarında VKFYO firması, 2013, 2014 yıllarında GRNYO, VKFYO firmaları, 2015 yılında ise yalnızca GRNYO firması kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmuşlardır.

4.3. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmanın veri setini oluşturan sektör endekslerinde işlem gören firmaların piyasa değerlerinin hesaplanmasında her ayın son işlem günü hisse senedi kapanış fiyatları üzerinden logaritmik getirileri kullanılmıştır. Getirilerin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılmıştır (Brooks 2008: 7-8):

$$rt = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) \text{ veya } rt = \ln(P_t/P_{t-1}) \quad (1)$$

Buradaki;

rt = Getiri Oranı,

P_t = t işlem zamanındaki borsa kapanış fiyatı,

P_{t-1} = t-1 işlem zamanındaki borsa kapanış fiyatı,

ifade etmektedir.

Araştırmaya dahil olan her bir sektör endeksi aynı zamanda endeksin ana kütlesi olarak tanımlanmış ve ilgili endeks kapsamında işlem gören firmalar kurumsal yönetim derecelendirme notu kategorik değişkeni ile iki bağımsız örnekleme ayrılmıştır. Bu

yöntemde örnekler iki açıdan birbirinden bağımsız olmalıdır. İlk olarak, ilk örneğe giren veriler ikinci örneğe giren verilerden bağımsız (ayrık) olmalıdır. İkinci olarak, her iki örnekteki veriler ait oldukları örnekteki diğer verilerden bağımsız olmalıdır. Diğer bir deyişle, hem örnek içinde ve hem de örnekler arasında bağımsızlık olmalıdır (Daniel 1990: 82).

Oluşturulan iki bağımsız örneklem içerisinde yer alan firmaların her biri için aylık hisse senedi logaritmik getirileri MS Excel programı aracılığı ile hesaplanmıştır.

Araştırmanın veri seti kısmında verilen bilgilerden hareketle, belirlenen 10 adet sektör endeksinde işlem gören firma sayısının her biri 30'un altında olması nedeniyle parametrik test koşulları sağlanamadığından dolayı çalışmada non-parametrik (parametrik olmayan) hipotez testlerinden iki bağımsız örneklem için uygun olan Mann-Whitney U Testi uygulanmıştır. Mann-Whitney U testi kısaca U-testi olarak da ifade edilmektedir.

T-testinde olduğu gibi iki grup ortalamalarının karşılaştırılması yerine, Mann-Whitney U testi grupların medyanlarını karşılaştırır. Sürekli değişkenlerin, iki grup içerisinde değerlerini sıralı hale dönüştürür. Böylece, iki grup arasındaki sıralamanın farklı olup olmadığını değerlendirir. Değerler sıralı hale dönüştürüldüğü için, değerlerin asıl dağılımları önemli değildir (Kalaycı, 2006: 99).

Eğer veriler bir aralık ölçekte ifade ediliyorsa ve anakütlelerin normal dağılım gösterdikleri farzedilirse, bu durumda ortalamaların farkı için T-testi yapılır. Bu şartlar altında U-testi yapılırsa fazla bir kayıp olmaz. Çünkü, U testinin gücü, büyük örnekler için, T-testi ile mukayeseli olarak %95'tir (Siegel, 1956: 126). Yani, T-testinin gücü 100 ise, U-testinin gücü 95'tir. Bu güç küçük örnekler için daha yüksektir. Bu sebeple U-testi, T-testine çok güçlü bir alternatiftir. (Kartal, 2014:192).

Bu yaklaşımla oluşturulan veri seti ile ilgili olarak istatistiki modelin test edilmesinde IBM SPSS 24.0 paket programı kullanılmıştır.

4.4. Verilerin Analizi

Araştırma kapsamında belirlenen araştırmanın hipotezi, veri seti ve yöntemine uygun olarak; öncelikle firmaların borsa kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan logaritmik getirilerine ilişkin genel yapıyı ortaya koymak amacıyla tanımlayıcı istatistikler her bir sektör için

sırayla sunulmuştur. Yine aynı yaklaşımla araştırmanın amacına uygun hipotez testleri uygulanarak bulunan test sonuçları tablolar halinde sunulmuştur. Elde edilen bulgular çalışmanın 5. Bölümü olan Sonuç ve Öneriler başlığında değerlendirilmiştir.

Firmaların dahil oldukları sektör endeksleri ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarına dair detaylı bilgiler veri seti başlığı altında detaylı olarak ele alınmıştır.

4.4.1. BİST Gıda, İçecek Endeksi (XGIDA)’nin analizi

BİST Gıda, İçecek Endeksi (XGIDA) kapsamında bulunan 21 firmadan 2011 yılında 3’ünün (AVOD, OYLUM, ULUUN), 2012 yılında 2’sinin (OYLUM, ULUUN), 2013 ve 2014 yıllarında 1’inin (ULUUN) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 yılında 18 firma, 2012 yılında 19 firma, 2013 ve 2014 yıllarında ise 20 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.24’de sunulmuştur.

Çizelge 4.24. XGIDA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	3	-0,002165	0,008535	0,003680	0,005418
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	15	-0,070286	0,037755	-0,021331	0,032286
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	4	0,002629	0,041081	0,017022	0,016758
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	15	-0,128370	0,048466	-0,005911	0,042335
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	5	-0,010736	0,027959	0,005189	0,015654
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	15	-0,069953	0,047889	-0,010213	0,035513
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	5	-0,002038	0,020653	0,009803	0,010942
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	15	-0,009997	0,065190	0,025814	0,022027
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	5	-0,025607	0,017713	-0,011883	0,017184
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	16	-0,028169	0,096488	0,010828	0,032542

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.24’de sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XGIDA sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması 2014 ve 2015 yılları hariç diğer yıllarda, sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Buna bağlı olarak, yine aynı yıllarda diğer yıllara nazaran standart sapmanın nota sahip olma kriterine göre birbirine yakın olduğu söylenebilir. Başka bir deyişle, nota sahip olan firmaların getirilerinin daha yüksek olduğu yıllarda, standart sapmalarının daha düşük olduğu ve getirilerin ortalama etrafında dağıldığı çıkarımı yapılabilir. Bu çıkarımları bilimsel bir sonuca bağlamak maksadıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.25’te verilmiştir.

Çizelge 4.25. XGIDA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney-U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	10,000000	0,138641
2012	17,000000	0,193601
2013	28,000000	0,406975
2014	19,000000	0,106351
2015	18,000000	0,069280

($p < 0,05$ ise H_0 :Red veya $p > 0,05$ ise H_0 :Kabul)

Çizelge 4.25'te verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05'ten küçük olduğunda $H_0 = BİST Gıda, İçecek Endeksi (XGIDA)$ kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.) şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, "Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler." yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.25'teki analiz sonuçları incelendiğinde, BİST Gıda, İçecek Endeksi (XGIDA) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

4.4.2. BİST Banka Endeksi (XBANKA)'nin analizi

BİST Banka Endeksi (XBANK) kapsamında bulunan 13 firmanın 2011-2015 yılları arasında eksik veriye sahip olmaması sayesinde firmaların tamamı analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.26'da sunulmuştur.

Çizelge 4.26. XBANK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	6	-0,056362	-0,023340	-0,042009	0,012753
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	7	-0,046250	0,008555	-0,028013	0,018403
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	6	0,006629	0,057762	0,035517	0,020935
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	7	-0,014959	0,052678	0,025949	0,026980
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	7	-0,035119	0,012048	-0,018745	0,016138
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	6	-0,030788	0,015349	-0,017465	0,016808

2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	8	-0,066862	0,025221	0,002753	0,030297
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	5	-0,001351	0,046968	0,022161	0,018147
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	7	-0,033025	-0,006670	-0,020107	0,009557
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	6	-0,035439	0,050684	-0,005137	0,035474

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.26’da sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XBANK sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması yalnızca 2012 yılında, KYN’na sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.27’de verilmiştir.

Çizelge 4.27. XBANK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney-U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	10,000000	0,116083
2012	17,000000	0,567709
2013	20,000000	0,886403
2014	12,000000	0,241567
2015	17,000000	0,567709

($p < 0,05$ ise H_0 :Red veya $p > 0,05$ ise H_0 :Kabul)

Çizelge 4.27’de verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda $H_0 = BİST Banka Endeksi (XBANK)$ kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.) şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, “Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.” yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.27’deki analiz sonuçları incelendiğinde, BİST Banka Endeksi (XBANK) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

4.4.3. BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMYA)’nin analizi

BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMYA) sektör endeksi kapsamında bulunan 24

firmadan 2011 yılında 8'inin (ACSEL, ATPET, BRKSN, GEDZA, POLTK, RTALB SEKUR, TMPOL), 2012 yılında 7'sinin (ACSEL, ATPET, GEDZA, POLTK, RTALB SEKUR, TMPOL), 2013 yılında 5'inin (GEDZA, POLTK, RTALB, SEKUR, TMPOL), 2014 yılında 2'sinin (POLTK, RTALB) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 yılında 16 firma, 2012 yılında 17 firma, 2013 yılında 19 firma ve 2014 yılında ise 22 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.28'de sunulmuştur.

Çizelge 4.28. XKMYA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	3	-0,016142	0,005253	-0,002640	0,011749
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	13	-0,060653	0,050666	-0,005508	0,033124
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	3	0,005472	0,028763	0,018431	0,011866
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	14	-0,017537	0,039744	0,018938	0,018219
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	3	-0,015226	-0,001362	-0,009441	0,007211
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	16	-0,064141	0,037074	-0,017014	0,027316
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	4	-0,006368	0,030679	0,015145	0,015708
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	18	-0,037090	0,066361	0,032353	0,026404
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	4	0,002258	0,028503	0,015636	0,011047
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	20	-0,100164	0,181094	0,011015	0,055058

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.28'de sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XKMYA sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması 2011, 2013 ve 2015 yıllarında, KYN'na sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.29'da verilmiştir.

Çizelge 4.29. XKMYA Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	19,000000	0,946369
2012	17,000000	0,614295
2013	18,000000	0,593955
2014	19,000000	0,147859
2015	29,000000	0,394183

(p<0,05 ise H₀:Red veya p>0,05 ise H₀:Kabul)

Çizelge 4.29'da verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05'ten küçük olduğunda $H_0 = BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMYA)$ kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini

etkilememektedir.) şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, “Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.” yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.29’daki analiz sonuçları incelendiğinde, BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMYA) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

4.4.4. BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi (XGMYO)’nin analizi

BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi (XGMYO) sektör endeksi kapsamında bulunan 26 firmadan 2011 yılında 7’sinin (AKFGY, AKSGY, HLGYO, KLGYO, OZKGY, PAGYO, YGGYO), 2012 yılında 5’inin (AKFGY, HLGYO, OZKGY, PAGYO, YGGYO), 2013 yılında 5’inin (AKFGY, EKGYO, OZKGY, PAGYO, YGGYO) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 yılında 19 firma, 2012 ve 2013 yılında 21 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.30’da sunulmuştur.

Çizelge 4.30. XGMYO Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	-0,062057	-0,062057	-0,062057	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	18	-0,132124	0,034947	-0,030456	0,037481
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	-0,036642	0,033789	-0,001426	0,049802
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	19	-0,072571	0,227463	0,045231	0,075425
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	-0,040927	-0,005749	-0,023338	0,024874
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	19	-0,054801	0,076921	-0,009010	0,037837
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	3	-0,032139	0,033108	0,000717	0,032626
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	23	-0,116118	0,057460	0,008738	0,031799
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	4	-0,043946	0,017888	-0,010341	0,025984
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	22	-0,041673	0,035826	-0,001444	0,020318

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.30’da sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XGMYO sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması içim herhangi bir yılda notuna sahip firmaların sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu gözlemlenememiştir. Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.31’de verilmiştir.

Çizelge 4.31. XGMYO Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	2,000000	0,201243
2012	11,000000	0,337827
2013	17,000000	0,810627
2014	28,000000	0,601899
2015	36,000000	0,569672

($p < 0,05$ ise H_0 :Red veya $p > 0,05$ ise H_0 :Kabul)

Çizelge 4.31’de verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda $H_0 = BİST$ Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi (XGMYO) kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.) şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, ‘‘Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.’’ yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.31’deki analiz sonuçları incelendiğinde, BİST Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Endeksi (XGMYO) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

4.4.5. BİST Metal Eşya, Makine Endeksi (XMESY)’nin analizi

BİST Metal Eşya, Makine Endeksi (XMESY) sektör endeksi kapsamında bulunan 27 firmadan 2011 ve 2012 yıllarında 4’ünün (BNTAS, JANTS, TMSN, ULUSE), 2013 ve 2014 yıllarında 2’sinin (BNTAS, ULUSE), 2015 yılında 1’inin (BNTAS) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 ve 2012 yıllarında 23 firma, 2013 ve 2014 yıllarında 25 firma, 2015 yılında ise 26 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.32’de sunulmuştur.

Çizelge 4.32. MESY Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	7	-0,064225	0,030288	-0,013068	0,030602
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	16	-0,100331	0,050694	-0,019854	0,041589
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	7	-0,003169	0,054002	0,029609	0,023727
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	16	-0,023358	0,080440	0,020420	0,020420
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	7	-0,049208	0,021682	-0,000764	0,024922
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	18	-0,034960	0,056462	-0,007327	0,023311
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	7	-0,010838	0,117517	0,027653	0,042591
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	18	-0,003953	0,114492	0,036844	0,033133
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	7	-0,018105	0,052965	0,003238	0,024527
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	19	-0,041950	0,071054	0,005360	0,033512

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.32’de sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XMESY sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması 2011, 2012 ve 2013 yıllarında, KYN’na sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.33’de verilmiştir.

Çizelge 4.33. XMESY Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	51,000000	0,738322
2012	41,000000	0,316233
2013	48,000000	0,363962
2014	43,000000	0,226104
2015	69,000000	0,955877

($p < 0,05$ ise H_0 :Red veya $p > 0,05$ ise H_0 :Kabul)

Çizelge 4.33’de verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda $H_0 = \text{BİST Metal Eşya, Makine Endeksi (XMESY) kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.)}$ şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, “Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.” yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.33’deki analiz sonuçları incelendiğinde BİST Metal Eşya, Makine Endeksi (XMESY) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

4.4.6. BİST Teknoloji Endeksi (XUTEK)’nin analizi

BİST Teknoloji Endeksi (XUTEK) sektör endeksi kapsamında bulunan 14 firmadan 2011 yılında 2’sinin (KRONT, LINK), 2012, 2013, 2014, 2015 yıllarında 1’inin (LINK) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 yılında 12 firma, 2012, 2013, 2014, 2015 yıllarında ise 13 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.34’de sunulmuştur.

Çizelge 4.34. XUTEK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	-0,037213	-0,037213	-0,037213	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	11	-0,073502	0,058813	-0,011619	0,039874
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	0,002404	0,074460	0,038432	0,050951
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	11	-0,201231	0,051948	-0,033092	0,075834
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	0,001952	0,016723	0,009337	0,010445
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	11	-0,075940	0,005233	-0,030223	0,024003
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	0,027375	0,151861	0,089618	0,088025
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	11	0,001190	0,136142	0,038553	0,038603
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	0,028435	0,035659	0,032047	0,005108
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	11	-0,029812	0,115525	0,031775	0,039432

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.34’de sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XUTEK sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, KYN’na sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.35’de verilmiştir.

Çizelge 4.35. XUTEK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	3,000000	0,468939
2012	4,000000	0,167064
2013	1,000000	0,048398
2014	6,000000	0,323678
2015	10,000000	0,843526

(p<0,05 ise H₀:Red veya p>0,05 ise H₀:Kabul)

Çizelge 4.35’de verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda $H_0 = \text{BİST Teknoloji Endeksi (XUTEK) kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık}$

yoktur. (*Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.*) şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, ‘‘Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.’’ yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.35’deki analiz sonuçları incelendiğinde, BİST Teknoloji Endeksi (XUTEK) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir. Fakat 2013 yılında, nota sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmiştir. 2013 yılında test istatistiğinin değeri 0,048398 olarak bulunmuştur. Bu değer, çalışmanın anlamlılık değeri olan 0,05’ten küçük olduğundan dolayı, sıfır hipotezi red edilerek yerine çalışmanın alternatif hipotezi $H_1 = \text{BİST Sektör Endeksleri kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık vardır.}$ kabul edilir. Buradan hareketle, 2013 yılı için BİST Teknoloji Endeksi (XUTEK)’nde diğer tüm koşullar sabit olmak üzere (ceteris paribus) ‘‘Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.’’ yargısı bilimsel olarak kabul edilir.

2013 yılında BİST Teknoloji Endeksi’nde işlem gören ve kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar ASELS (*Aselsan Elektronik Sanayi ve Tic. A.Ş.*) ve LOGO (*Logo Yazılım San. ve Tic. A.Ş.*)’dur. Bu iki firmanın kurumsal yönetim derecelendirme notları sırasıyla 9,07 ve 8,91’dir. Saha Derecelendirme kurumunun vermiş olduğu notlar ile firmaların büyük ölçüde ilkelere uyum sağladığı ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya koyduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca firmaların aldıkları notlar ile şirket pay ve menfaat sahiplerinin hakları en adil şekilde gözetildiği; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetlerinin en üst düzeyde ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisinde olduğu belirtilmiştir.

Dikkat çeken diğer bir nokta ise Aselsan A.Ş’nin Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık ana bölümünden 9,91 değerinde not almasıdır. Bu not ile birlikte, şirketin ortaklarına ve olası

yatırımcılarına düzenli ve güvenilir bilgi verdiği, piyasada herkesin firma ile ilgili tam bilgiye sahip olduğu veya diğer bir açıdan firmaya ilişkin bilgi asimetrisinin olmadığı söylenebilir. Bu durum, hem firmanın kendisine hem de piyasaya olan güveni sağlayarak finansal piyasaların derinleşmesine, sermayenin tabana yayılmasına yardımcı olduğu teorik olarak kabul edilebilir.

Günümüzde teknolojinin hızla gelişmesi, teknoloji ile bir şekilde uğraşan şirketlerin yeni yatırım fırsatları yakalamasına yardımcı olmaktadır. Bu yeni yatırım projelerinin hangi yolla finanse edileceği konusu önem arz etmektedir. Bu noktada firmalar artan rekabet koşullarında yatırımcıların dikkatini çekmek için kurumsal yönetim uygulamalarına yönelmekte ve yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notu elde etmeye çalışmaktadır.

Ayrıca, bu iki firmanın gerek ulusal endeks gerekse bağlı oldukları sektör endeks bileşenlerine göre daha fazla firma repütasyonuna sahip olduğu sektör uzmanlarınca ve finans çevrelerince kabul edilmektedir.

4.4.7. BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi (XFINK)'nin analizi

BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi (XFINK) sektör endeksi kapsamında bulunan 5 firmadan 2011, 2012, 2013, 2014 yıllarında 1'inin (LIDFA) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011, 2012, 2013, 2014 yıllarında 4 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.36'da sunulmuştur.

Çizelge 4.36. XFINK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	-0,015795	-0,015795	-0,015795	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	3	-0,073107	-0,010354	-0,040527	0,031446
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	-0,009997	0,053707	0,021855	0,045045
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	2	-0,009135	0,026685	0,008775	0,025329
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	3	-0,126496	-0,005052	-0,062637	0,060965
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	1	-0,044627	-0,044627	-0,044627	0
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	3	-0,000873	0,018695	0,008306	0,009840
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	1	0,017898	0,017898	0,017898	0
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	4	-0,034135	-0,013849	-0,020066	0,009558
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	1	0,000697	0,000697	0,000697	0

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.36'da sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XFINK sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması 2011 ve 2012 yıllarında, KYN'na sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir.

Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.37’de verilmiştir.

Çizelge 4.37. XFINK Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	1,000000	0,654721
2012	2,000000	1,000000
2013	1,000000	0,654721
2014	1,000000	0,654721
2015	0,000000	0,157299

($p < 0,05$ ise H_0 :Red veya $p > 0,05$ ise H_0 :Kabul)

Çizelge 4.37’de verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda $H_0 =$ BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi (XFINK) kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.) şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, “Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.” yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.37’deki analiz sonuçları incelendiğinde BİST Finansal Kiralama, Faktoring Endeksi (XFINK) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

4.4.8. BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi (XKAGT)’nin analizi

BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi (XKAGT) sektör endeksi kapsamında bulunan 14 firmadan 2011 yılında 2’sinin (PRZMA, SAMAT), 2012 yılında 1’inin (PRZMA), 2014 ve 2015 yıllarında 1’inin (DENTA) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 yılında 12 firma, 2012 yılında 13 firma, 2014 ve 2015 yıllarında ise 13 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.38’de sunulmuştur.

Çizelge 4.38. XKAGT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	-0,079626	-0,026046	-0,052836	0,037887
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	10	-0,088291	0,020893	-0,031663	0,030890
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	0,022774	0,070779	0,046777	0,033945
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	11	-0,083825	0,069639	0,004195	0,038647
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	-0,035620	0,001019	-0,017300	0,025908
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	12	-0,059380	0,021515	-0,018808	0,022551
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	0,030000	0,030000	0,030000	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	12	-0,064432	0,050396	0,003482	0,029107
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	-0,030000	-0,030000	-0,030000	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	12	-0,033291	0,050679	-0,003912	0,023326

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.38’de sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XKAGT sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması 2012, 2013 ve 2014 yıllarında, KYN’na sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.39’da verilmiştir.

Çizelge 4.39. XKAGT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	6,000000	0,390154
2012	2,000000	0,075656
2013	11,000000	0,855132
2014	2,000000	0,285049
2015	1,000000	0,181449

($p < 0,05$ ise H_0 :Red veya $p > 0,05$ ise H_0 :Kabul)

Çizelge 4.39’da verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda $H_0 = BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi (XKAGT)$ kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.) şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, “Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.” yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.39’daki analiz sonuçları incelendiğinde BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi (XKAGT) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse

senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

4.4.9. BİST Ticaret Endeksi (XTCRT)'nin analizi

BİST Ticaret Endeksi (XTCRT) sektör endeksi kapsamında bulunan 18 firmadan 2011 yılında 7'sinin (ADESE, BMEKS, BİZİM, MEPET, PSDTC, TKNSA, TGSAS), 2012 yılında 3'ünün (PSDTC, TKNSA, TGSAS), 2013 ve 2014 yıllarında 1'inin (PSDTC) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 yılında 11 firma, 2012 yılında 15 firma, 2013 ve 2014 yıllarında ise 17 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.40'da sunulmuştur.

Çizelge 4.40. XTCRT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	-0,067358	-0,067358	-0,067358	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	10	-0,070278	0,029503	-0,019760	0,031964
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	0,088969	0,088969	0,088969	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	14	-0,085802	0,044200	0,001673	0,035635
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	-0,020611	-0,020611	-0,020611	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	16	-0,058193	0,126159	0,003603	0,048517
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	0,048219	0,048219	0,048219	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	16	-0,077859	0,055986	0,007934	0,036666
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	-0,022102	-0,006752	-0,014427	0,010854
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	16	-0,085041	0,047231	-0,016415	0,035542

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.40'da sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XTCRT sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması 2012, 2014 ve 2015 yıllarında, KYN'na sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.41'de verilmiştir.

Çizelge 4.41. XTCRT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	1,000000	0,205903
2012	0,000000	0,105193
2013	6,000000	0,683091
2014	3,000000	0,307434
2015	15,000000	0,888275

(p<0,05 ise H₀:Red veya p>0,05 ise H₀:Kabul)

Çizelge 4.41’de verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda $H_0 = BİST Ticaret Endeksi (XTCRT)$ kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.) şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, “Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.” yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.41’deki analiz sonuçları incelendiğinde BİST Ticaret Endeksi (XTCRT) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

4.4.10. BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi (XYORT)’nin analizi

BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi (XYORT) sektör endeksi kapsamında bulunan 9 firmadan 2011 yılında 1’inin (EUKYO) hisse senedi verilerine ulaşamadığı için analiz kapsamı dışına alınmıştır. Böylece, 2011 yılında 8 firma, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında ise 9 firma analize dahil edilmiştir. Bu firmaların getiri ortalamalarına yönelik tanımlayıcı istatistikler Çizelge 4.42’de sunulmuştur.

Çizelge 4.42. XYORT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Yıl	Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
2011	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	-0,078041	-0,078041	-0,078041	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	7	-0,040595	0,135607	0,009913	0,061261
2012	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	0,008865	0,008865	0,008865	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	8	-0,080423	0,021041	-0,019122	0,039524
2013	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	-0,023719	-0,007698	-0,015708	0,011329
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	7	-0,032260	0,087348	-0,005399	0,041656
2014	KYN Sahip Firmaların Getirileri	2	0,013999	0,015863	0,014931	0,001318
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	7	-0,055868	0,015622	-0,002322	0,024603
2015	KYN Sahip Firmaların Getirileri	1	-0,011925	-0,011925	-0,011925	0
	KYN Sahip Olmayan Firmaların Getirileri	8	-0,020012	0,020943	-0,005436	0,012702

(KYN: Kurumsal Yönetim Notu)

Çizelge 4.42’de sunulan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, XYORT sektör endeksinde işlem gören firmaların getiri ortalamalarının ortalaması 2012 ve 2014 yıllarında, KYN’na sahip firmaların, nota sahip olmayan firmalara göre daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Ancak, endeks analizinin bilimsel bir sonuca ulaşması amacıyla, uygun istatistiksel analiz olan Mann Whitney-U testinin sonuçları Çizelge 4.43’te verilmiştir.

Çizelge 4.43. XYORT Sektör Endeksinde İşlem Gören Firmaların Getirilerine Yönelik Test İstatistikleri

Yıl	Mann Whitney U	Anlamlılık Değeri (p)
2011	0,000000	0,121335
2012	3,000000	0,698535
2013	6,000000	0,769698
2014	1,000000	0,078983
2015	2,000000	0,438578

($p < 0,05$ ise H_0 :Red veya $p > 0,05$ ise H_0 :Kabul)

Çizelge 4.43’te verilen test istatistiklerinin olasılık değerleri, 0,05’ten küçük olduğunda $H_0 = \text{BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi (XYORT) kapsamında işlem gören, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalaması arasında istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yoktur. (Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkilememektedir.)}$ şeklinde kurulan yokluk hipotezi reddedilerek, nota sahip firmalar ile sahip olmayan firmaların getirileri arasında anlamlı bir farklılık olduğuna %5 anlamlılık düzeyinde karar verilir. Başka bir deyişle, ‘‘Kurumsal yönetim derecelendirme notu, firma değerini etkiler.’’ yargısını içeren alternatif hipotez kabul edilir.

Çizelge 4.43’teki analiz sonuçları incelendiğinde BİST Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksi (XYORT) kapsamında araştırılan firmaların 2011, 2012, 2013, 2014 ve 2015 yıllarında, kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmaların hisse senetlerinin aylık logaritmik getirilerinin ortalamaları arasında, %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel bir farklılık tespit edilmemiştir.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Kurumsal yönetim son yıllarda işletmeler açısından uluslararası boyutta sermaye hareketlerinden ve dünya ticaretinden pay almak, ulusal boyutta ise kolay finansman imkanına kavuşmak ve rekabet üstünlüğüne geçmek amacıyla büyük önem taşımaktadır. Bu önemin farkına varan işletmeler, daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olmak için çaba harcamaktadırlar. Günümüzde, sermaye piyasalarının hızla gelişmeye devam ediyor olması otomatik olarak sermayenin tabana yayılmasına yardımcı olmakta, böylece şirketlerin ortaklık yapısı çok sayıda şirket ortağının bulunduğu bir yapıya evrilmektedir. Çağa uygun halka açık şirketlerin sahipleri (hissedarlar) ile şirketi kontrol edenler (yöneticiler) arasında çıkar çatışmaları yaşanmakta ve bu problem vekalet (agency) problemi olarak adlandırılmaktadır. Bu dönüşüm şirketlerin daha verimli olarak nasıl yönetileceği sorununu ortaya çıkartmakta ve yeni yönetim anlayışlarının doğup gelişmesine yardımcı olmaktadır. Temelini vekalet probleminden alan kurumsal yönetim ile firma değeri arasında teorik olarak ilişki bulunduğu varsayılmaktadır.

Bu araştırmada öncelikle kurumsal yönetimin ne olduğu, hangi teorileri kapsadığı ve dünyadaki uygulama modelleri detaylı olarak işlenmiştir. Daha sonra, kurumsal yönetimin ülkemizdeki gelişimi, SPK'nın kurumsal yönetim ilkeleri, derecelendirilmesi, oluşturulan endeks hakkında genel yapı verilmiştir.

Bu çalışmanın amacı; BİST sektör endekslerinde işlem gören ve aynı zamanda kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar ile nota sahip olmayan firmaların hisse senedi getirilerinin, sektörel bazda bir ayrışma yaratıp yaratmadığının istatistiksel olarak analiz edilmesidir.

BİST sektör endeksleri kapsamında 2011 ile 2015 yılları arasında işlem gören ve her ayın son işlem günü kapanış fiyatları verilerine ulaşılabilen firmalar analize dahil edilmiştir. Verilerine ulaşılamayan firmalar ise analize dahil edilmemiştir.

Çalışmanın kapsamını; XGIDA, XBANKA, XKMYA, XGMYO, XMESY, XUTEK, XFINK, XKAGT, XTCRT, XYORT olmak üzere toplamda 10 adet sektör endeksi ve bu endekslerde işlem gören 171 firma oluşturmaktadır. 5 yıllık bir zaman periyodunda aylık hisse senedi getirilerinin hesaplandığı bu çalışmada yaklaşık 10.250 adet gözlem değeri

saptanmış ve her bir sektör endeksi için ayrı ayrı olmak üzere toplamda 50 tane test istatistiği hesaplanmıştır.

Yapılan analizler sonucunda yalnızca XUTEK sektör endeksinde 2013 yılında, sektör endeksinde işlem gören kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan ve olmayan firmalar arasında hisse senedi getirileri bakımından %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık tespit edilmiştir.

2013 yılında BİST Teknoloji Endeksi'nde işlem gören ve kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan firmalar ASELS (*Aselsan Elektronik Sanayi ve Tic. A.Ş.*) ve LOGO (*Logo Yazılım San. ve Tic. A.Ş.*)'dur. Bu iki firmanın gerek Ulusal Endeks gerekse bağlı oldukları sektör endeks bileşenlerine göre daha fazla firma repütasyonuna sahip olduğu işletme ve finans çevrelerince kabul edilmektedir.

Yapılan araştırmada ortaya çıkan bulgular ışığında kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmanın çalışma kapsamında bulunan endeksler arasında sadece teknoloji sektör endeksinde pozitif bir ayrışma yarattığı bulunmuştur. Buna neden olan temel nedenin teknolojinin hızla gelişmesi ve ana faaliyet konusu teknolojinin varyasyonları olan şirketlerin daha kolay yeni yatırım fırsatları yakalaması olarak açıklanabilir. Bu yeni yatırım projelerinin hangi yolla finanse edileceği konusu sektör aktörleri açısından önem arz etmektedir. Bu noktada sektördeki firmalar artan rekabet koşullarında yatırımcıların dikkatini çekmek için kurumsal yönetim uygulamalarına yöneldiği ve yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notu elde etmeye çabalamaktadır.

Diğer sektör endekslerinde araştırma sonuçlarının beklenen yönde çıkmamasının nedeni, SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde uyulması gereken zorunlu prensiplerin tüm halka açık şirketler tarafından uygulanması olarak açıklanabilir. Ayrıca, tüm halka açık şirketler ilkelerde bulunan diğer isteğe bağlı prensiplere ise neden uymadıklarını açıklamak zorundadırlar. Buradan hareketle, diğer sektör endekslerinde işlem gören şirketlerin hali hazırda kurumsal yönetim uygulamalarıyla bir bakıma ilişkili olduğu söylenebilir.

Bu çalışmanın ampirik bulguları firma pay sahiplerine, paydaşlarına, olası yatırımcılara, şirket yöneticilerine, konuya ilgi duyan kişi ve kurumlara bilgi sağlayacağı ve literatüre katkı yaparak ilerleyen dönemlerde yapılacak çalışmalara yol göstereceği umulmaktadır.

Gelecekte firmaların kurumsal yönetime olan ilgilerinin günümüzden daha fazla olacağı, dolayısıyla kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olan şirket sayısının da fazla olacağı düşünülmektedir. İlerleyen yıllarda, konuya ilgi duyan kişiler e kurumlar tarafından farklı zaman dilimlerinde ve farklı bilimsel yöntemler ile daha geniş ve daha kapsamlı araştırmalar yapılabilir.



KAYNAKLAR

- 26580 Sayılı Resmi Gazete. (2007). Sermaye Piyasası Kurulu. Seri:VIII, No:51 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği. Ankara, 49.
- 28871 Sayılı Resmi Gazete. (2014). Sermaye Piyasası Kurulu. Kurumsal Yönetim Tebliği. II-17.1. Ankara, 14-53.
- Acar, M., Temiz, H. ve Karan, M. B. (2013). “BİST (Borsa İstanbul) Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) Yer Alan Şirketlerin Getiri ve Performans Analizi: Olay Çalışması Örneği”. 17. Finans Sempozyumu 23-26 Ekim 2013/Muğla, 130, 142.
- Act, S. O. (2002). Sarbanes-Oxley Act. Washington DC.
- Aghabaki, M. (2014). Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri Ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. Doktora Tezi, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Erzurum.
- Akın, A. (2004). “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”. Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, (22). 127-148.
- Akın, A. ve Aslanoğlu, S. (2007). “İşlevsel ve Yapısal Açısından Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi”. Bankacılar Dergisi, (61), 28-42, 28.
- Aktan, C. C. (2006). Kurumsal şirket yönetimi. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Araştırmalar Serisi. Ankara: Onuray Reklamcılık ve Matbaacılık, 16.
- Aktan, C. C., ve Börü, D. (2007). Kurumsal Sosyal Sorumluluk: İşletmeler Ve Sosyal Sorumluluk, İstanbul: İgiad Yayınları, 17-18.
- Alayoğlu, N. (2003). Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma. İstanbul: Müsiad Yayınları. 1. Baskı, 1.
- Ali, P. and Gregoriou, G. N. (2011). International Corporate Governance After Sarbanes-Oxley (Vol. 338). John Wiley & Sons, 9.
- Alp, A., ve Kılıç, S. (2014). Kurumsal Yönetim: Nasıl Yönetilmeli. İstanbul: Doğan Kitap,
- Ararat, M. and Ugur, M. (2003). “Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations”. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 3(1), 58-75, 70-71.
- Bhagat, S. and Bolton, B. (2008). “Corporate Governance and Firm Performance”. Journal of Corporate Finance, 14(3), 257-273.

- Block, P. (1993). *Stewardship: Choosing Service Over Self-Interest*. San Fransisco: Berrett-Koehler Publishersp, 245.
- Cadbury Report. (1992), *The Report Of The Comittee On Financial Aspects Of Corporate Governance*. London: The Committee On The Financial Aspects Of Corporate Governance.
- Chris, B. (2008). *Introductory Econometrics For Finance*. Cambrige: Cambrige University, 7-8.
- Coffee Jr, J. C. (2005). “A Theory of Corporate Scandals: Why The USA And Europe Differ”. *Oxford review of economic policy*, 21(2), 198-211, 2-4.
- Core, J. E., Guay, W. R., and Rusticus, T. (2004). “Does Corporate Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Analysts’ Expectations,” Working Paper.
- Coşkun, M., Erdem, S., ve Yörük, N. (2005). “Aile işletmelerinde Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi”, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongre Kitabı, 398.
- Dağlı, H., Ayaydin, H. ve Eyüboğlu, K. (2010). “Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”. *MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48, 18-31.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. and Donaldson, L. (1997). “Toward A Stewardship Theory of Management”. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Demir, M. ve Tuncay, M. (2012). “Türk Gıda Sektörünün Faaliyet ve Kârlılık Oranları Açısından Analizi: İMKB Gıda Sektöründe İşlem Gören İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma (2000-2008 Dönemi)”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(2). 367-392.
- Denis, D. K. and McConnell, J. J. (2003). “International Corporate Governance”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Dinç, E. ve Abdiğlu, H. (2009). “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İmkb-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma”. *Balikesir University Journal of Social Sciences Institute*, 12(21), 157-184.
- Doğan, M. (2007). *Kurumsal Yönetim*. Ankara: Siyasal Yayınevi, 8.
- Düren, Z. (2002). *2000’li Yıllarda Yönetim (İkinci baskı)*. İstanbul: Alfa Yayıncılık, 51.
- Erdönmez, P. A. (2003). “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”. *Bankacılar Dergisi*, 47, 38-55.
- Ersoy, E., Bayrakdaroglu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki 104 İlişkinin Analizi”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt:48, Sayı:554.

- Ferrarini, G. and Giudici, P. (2006). "Financial Scandals and The Role of Private Enforcement: The Parmalat Case". After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and the US, 159.
- Garay, U. and González, M. (2008). "Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela". Corporate Governance: An International Review, 16(3), 194-209.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. (2003). "Corporate Governance and Equity Prices". The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 107-156.
- Grove, H. and Basilico, E. (2011). "Major Financial Reporting Frauds Of The 21st Century: Corporate Governance And Risk Lessons Learned".
- Güçlü, H. (2010). Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi. İstanbul: İMKB Yayınları,
- Gürbüz, A. O. ve Ergincan, Y. (2004). Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler. İstanbul: Literatür Yayınları, 14.
- Güzeldere, H. (2014). Kurumsal şeffaflık, firma performansı ve firma değeri ilişkisi: Bist incelemesi. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Hayri, Ü. Ve Mirze, S. K. (2004). İşletmelerde Stratejik Yönetim. İstanbul: Literatür Yayıncılık, 423.
- İlhan, E., Opaloğlu, E. E. ve Özyamanoğlu, M. (2013). "Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama". Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD), 5(9), 100-117.
- İnternet: Borsa İstanbul, Pay Endeksleri, Kurumsal Yönetim Endeksi. Web: <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> adresinden 22 Mart 2017 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: Drobetz, W., Schillhofer, A., and Zimmermann, H. (2003). "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence From Germany". Basel, Switzerland: University of Basel. Web: <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf> adresinden 15 Ağustos 2017'de alınmıştır.
- İnternet: Eroğlu, C. A. (2003). "Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması", Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri Dairesi Yeterlilik Etüdü, Web: <http://www.spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=403&ct=f&action=displayfile> adresinden 28 Şubat 2017'de alınmıştır.
- İnternet: Kamuyu Aydınlatma Platformu, Web: <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler#> adresinden 15 Nisan 2017 tarihinde alınmıştır.
- İnternet: SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kurumsal Yönetim Derecelendirme Metodolojisi, Web: <http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/> adresinden 22 Mart 2017 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Sermaye Piyasası Kurulu (2011), SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine Ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, Ankara, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/66> adresinden 20 Mart 2017 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Sermaye Piyasası Kurulu, Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar. Web: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1> adresinden 20 Mart 2017 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Sermaye Piyasası Kurulu. (2011). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ. Ankara: Sermaye Piyasaları Kurulu, Web: <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf&submenuheader=null> adresinden 18 Mart 2017 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TKYD, Web: <http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim.html> adresinden 12 Nisan 2017 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TÜİK. (2016). TÜİK Haber Bülteni, Sayı:21540, Web: <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21540> adresinden 25 Kasım 2016 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Türkiye (2006), “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?”. İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları. Web: http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/kyd_yayinlari/nedir_bu_kurumsal_yonetim.pdf adresinden 16 Mart 2017 tarihinde alınmıştır.

İnternet: TÜSİAD. (2002). Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi. TÜSİAD, 2002-12. (Yayın No. TÜSİAD-T/2002-12/336). Web: <http://www.tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/1877-kurumsal-yonetim-en-iyi-uygulama-kodu--yonetim-kurulunun-yapisi-ve-isleyisi> adresinden 16 Mart 2017 tarihinde alınmıştır.

İnternet: Yalçiner, B. (2005). “Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uluslararası Kurumsal Yatırımcılar”. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Web: <http://spk.gov.tr/yayingoster.aspx?yid=940&ct=f&action=displayfile> adresinden 20 Şubat 2017’de alınmıştır.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.

John, K. And Senbet, L. W. (1998). “Corporate Governance and Board Effectiveness”. Journal of Banking & Finance, 22(4), 371-403.

Kalaycı, Ş. (2006). SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri. Ankara: Asil Yayın Dağıtım, 99.

- Karakoç, M., Tayyar, N. ve Erhan, G. (2016). “Gri İlişkisel Analiz Yöntemiyle Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Finansal Performanslarının Ölçümü ve Kurumsal Derecelendirme Notları İlişkisi”. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(59).
- Karamustafa, O., Varıcı, İ., ve Er, B. (2009). “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama”. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1 (17), 100 – 119.
- Kartal, M. (2014). *Bilimsel Araştırmalarda Hipotez Testleri Parametrik ve Nonparametrik Teknikler*. (4. Basım). Ankara: Nobel Yayıncılık, 192.
- Kaymaz, Ö., Alp, A., & Aktaş, R. (2007). “İyi Kurumsal Yönetim Yapıları ve Üç Temel Ayağı: İç Kontrol”. *Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları, İMKB Dergisi*, 40, 39-67.
- Klapper, L. F., and Love, I. (2004). “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”. *Journal of corporate Finance*, 10(5), 703-728.
- Kula, V. ve Baykut, E. (2013). “Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alanın Mevduat Bankalarının Performansına Etkisi: BİST Örneği”. *Afyon Kocatepe University Journal of Social Sciences*, 15(2).
- Kula, V. ve Baykut, E. (2014). “Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma”. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 19(19), 1-17.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. And Robert Vishny, (1998). “Law and Finance”. *Journal of Political Economy*, 106(6). p. 1113–1150.
- Maher, M. And Andersson, T. (1999). “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth”. *OECD Working Paper*. Paris: OECD.
- Mallin, A. C. (2004). *Corporate Governance*, New York: Oxford University Press, 1.
- Maw, N. G., Lane, P., and Craig-Cooper, M. (1994). “Maw on corporate governance”. Dartmouth Pub Co.
- McKinsey, (2000). *Investor Opinion Survey June 2000*. London: McKinsey& Company.
- Menteş, A. (2009). *Kurumsal Yönetişim Ve Türkiye Analizi*. İstanbul: Derin Yayınları.
- Metiner, B. (2006). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulu Yapılanması*. Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Millstein, I. M. (2000). “Corporate Governance: The Role of Market Forces”. *Organisation for Economic Cooperation and Development. The OECD Observer*, (221/222), 27, 3.
- Mintzberg, H. and Quinn, J. B. (1996). *The Strategy Progress*. New Jersey: PrenticeHall, 76.

- OECD, (2004). Corporate Governance: A Survey of OECD Countries. OECD Publishing.
- OECD. (1999). Principles of Corporate Governance. Rev. 2004, Paris: OECD.
- Okoth. O. B. (2016). Evaluating The Impacts Of Corporate Governance On Firm Performance Using The Board Index. Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Öztürk, B. ve Demirgüneş, K. (2005). “Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye”. 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, Ankara.
- Paslı, A. (2005). Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi. Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 53.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2002). “Investor Protection and Corporate Valuation”. The Journal Of Finance, 57(3), 1147-1170.
- Romano, R. (2004). The Sarbanes-Oxley Act And The Making Of Quack Corporate Governance. Yale LJ, 114, 1521, 5.
- Sakarya, Ş. (2011), “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin KurumsalYönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi”. Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (13), 147-162.
- Sermaye Piyasası Kurulu (2005). Kurumsal Yönetim İlkeleri. Ankara: SPK Yayınları.
- Shleifer A. and Vishny R. B. (1997). “A Survey of Corporate Governance”. The Journal of Finance, (2), 737-783.
- Siegel, S. (1956). Nonparametric Statistics For The Behavioral Sciences, New York: Mc Graw-Hill Book Company, 126.
- Süer, C. H. (2011). İMKB’de Kurumsal Yönetim Ve Firma Değeri İlişkinin Modellenmesine İlişkin Bir Uygulama. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Şehirli, K. (1999), “Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Yeterlilik Etüdü”, Sayı: XIV-4/55-3, 2.
- Temizel, F., Doğan, H. ve Bayçelebi, B. E. (2016). “Financial Performance Analysis of Enterprises Under The Corporate Governance Index”. Business & Management Studies: An International Journal, 4(2).
- Tuzcu, A. (2004). Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB 100 Örneği. Ankara: Turhan Kitapevi.
- TÜSİAD. (2007). Avrupa Birliği Şirketler Hukuku’ndaki Son Gelişmeler, TÜSİAD Şirket İşleri Bülteni Nisan Ayı, 11.

- Uçkun, R. (2014). Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Puanlarıyla Şirket Değeri Arasındaki İlişki. Yüksek Lisans Tezi, TOBB ve Ekonomi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Vernon, H. (1998). Business and Society A Managerial Approach. 6th Edition, Irwin McGraw Hill, 140.
- Wayne, W. D. (1990). Applied Nonparametric Statistics. Boston, MA: PWS-Kent, 82.
- Yalçın, B. (2012). Kurumsal Yönetim Ve Firma Değeri İlişkisi: Türkiye Örneği. Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). “İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”. Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi, 9(19), 199-213.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : ÖZÇELİK, Kansu
 Uyuğu : T.C.
 Doğum tarihi ve yeri : 12.02.1991 / Çankaya
 Medeni hali : Bekar
 e-mail : kansu.ozcelik@gmail.com



Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Yüksek lisans	Gazi Üniversitesi/SBE/İşletme(Tezli)	31.07.2018
Lisans	Anadolu Üniversitesi/İ.İ.B.F./İşletme	01.09.2014
Önlisans	Anadolu Üniversitesi/AÖF/Dış Ticaret	29.06.2015
Lise	Bahçelievler Deneme Lisesi	12.06.2009

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2015-2018	Ufuk Üniversitesi/İ.İ.B.F./İşletme	Araştırma Görevlisi

Yabancı Dil

İngilizce

Yayınlar

Özçelik K. (2017). “Kurumsal Yönetimin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul Holding ve Yatırım Endeksi (XHOLD) Firmaları ile Ampirik Bir Uygulama ”. *Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (11), 123-141.

Hobiler

Ekonomi, Yüzme, Fotoğrafçılık, Sinema, Tiyatro, Bilardo, Futbol, Bağlama, Sudoku



GAZİ GELECEKTİR..

