

T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSMAN ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE SAHİPLİK YAPISINI
ETKİLEYEN SEKTÖRE ÖZGÜ FİRMA BELİRLEYİCİLERİNİN
ANALİZİ: İMKB'DE SEKTÖREL KARŞILAŞTIRMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Hilal KARABIYIK

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Mehmet ARSLAN

Ankara-2011

T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANSMAN ANABİLİM DALI

TÜRKİYE'DE FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE SAHİPLİK YAPISINI
ETKİLEYEN SEKTÖRE ÖZGÜ FİRMA BELİRLEYİCİLERİNİN
ANALİZİ: İMKB'DE SEKTÖREL KARŞILAŞTIRMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Hilal KARABIYIK

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Mehmet ARSLAN

Ankara-2011

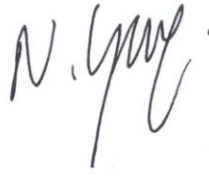
T.C.
ATILIM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

Hilal KARABIYIK tarafından hazırlanan “Türkiye’de Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısını Etkileyen Sektöre Özgü Firma Belirleyicilerinin Analizi: İMKB’de Sektörel Karşılaştırma” başlıklı bu çalışma, 10.06.2011 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oy birliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından Finansman Anabilim Dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



Doç. Dr. Mehmet ARSLAN

(Başkan-Danışman)



Doç. Dr. Nildağ Başak CEYLAN

(Üye)



Dr. Pelin ÖZGEN

(Üye)

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	I
TABLolar LİSTESİ.....	VI
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	IX
KISALTMALAR LİSTESİ.....	X
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

YÖNETİM KAVRAMI VE YÖNETİMİN TEORİK TEMELLERİ

1.1. YÖNETİMİN TANIMI VE KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ	8
1.2. YÖNETİMİN TEORİK TEMELLERİ	10
1.2.1. Klasik Yönetim Teorisi	10
1.2.1.1. Bilimsel Yönetim Yaklaşımı	11
1.2.1.2. Yönetim Süreci Yaklaşımı	13
1.2.1.3. Bürokrasi Yaklaşımı.....	14
1.2.2. Neo-Klasik (Davranışsal) Yönetim Teorisi	15
1.2.3. Vekâlet Teorisi	18
1.2.3.1. Vekâlet Teorisinin Kavramsal Çerçevesi	19
1.2.3.2. Vekâlet Problemleri.....	21
1.2.3.2.1. Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri.....	22
1.2.3.2.2. Firma Sahiplerinden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri....	24
1.2.3.2.3. Borç Verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri	26
1.2.3.3. Vekâlet Maliyetleri.....	27
1.2.3.3.1. Denetleme Maliyeti	28
1.2.3.3.2. Sözleşme Maliyeti	29
1.2.3.3.3. Artık Zarar/Önlenemeyen Kayıplar.....	29
1.2.4. Paydaşlık Teorisi.....	30
1.2.5. Kaynak Bağımlılığı Teorisi.....	32

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM (CORPORATE GOVERNANCE)

2.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI VE KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ.....	35
2.2. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ	38
2.2.1. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi	38
2.2.2. Kurumsal Yönetimin Teorik Gelişimi	40
2.2.2.1. Mülkiyet Kapitalizmi	40
2.2.2.2. İdari Kapitalizmi	41
2.2.2.3. Hissedar Kapitalizmi	42
2.2.2.4. Paydaş (Çıkar Grubu) Kapitalizmi	43
2.3. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞMESİNİN NEDENLERİ	44
2.3.1. Küreselleşme ve Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hız Kazanması	44
2.3.2. Hisse Senedi Sahiplik Oranlarının Artması	45
2.3.3. Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Şiddetlenmesi	46
2.3.4. Özel Sektörün Rolünün Artması	46
2.3.5. Uluslararası Ekonomik Bağımlılığın Artması	47
2.3.6. Ortakların İçinde Bulunduğu Rekabet Ortamının Şartlarının Değişmesi... ..	47
2.4. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ	48
2.5. KURUMSAL YÖNETİMİN AMAÇLARI VE FAYDALARI	50
2.6. OECD ESASLI KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ	52
2.6.1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi	53
2.6.2. Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri	54
2.6.3. Hissedarların Adil Muamele Görmesi	55
2.6.4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü.....	56
2.6.5. Kamuoyuna Açıklama Yapma ve Şeffaflık	57
2.6.6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları	59
2.7. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI.....	60
2.7.1. İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	60
2.7.1.1. Yönetim Kurulu.....	60
2.7.1.2. Sahiplik Yapısı	62
2.7.2. Dışsal Yönetim Mekanizmaları.....	64

2.7.2.1. Yasal Düzenleyici Sistem.....	64
2.7.2.2. Yönetici Emek Piyasası.....	66
2.7.2.3. Firma Kontrol Piyasası.....	67
2.8. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ.....	68
2.8.1. Anglo-Sakson Sistemi.....	69
2.8.2. Kıta Avrupa Sistemi.....	71
2.9. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI.....	72
2.9.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları	72
2.9.2. İngiltere'de Kurumsal Yönetim Uygulamaları	73
2.9.3. Almanya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları	74
2.9.4. Japonya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları	74
2.10. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI.....	75
2.10.1. Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD).....	75
2.10.2. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)	76
2.10.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD).....	77
2.10.4. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi.....	78
2.10.5. Uluslararası Finansal Muhasebe Standartları (UFRS).....	78

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ, BÜYÜME VE SAHİPLİK YAPISI

3.1. FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE BÜYÜME	80
3.1.1. Firma Büyüklüğü ve Büyümenin Kavramsal Çerçevesi.....	80
3.1.2. Firmaların Büyüklüklerine Göre Sınıflandırılması.....	82
3.1.3. Firmaların Büyüme Yöntemleri	84
3.1.3.1. İçsel Büyüme.....	85
3.1.3.2. Dışsal Büyüme	86
3.1.4. Optimal Firma Büyüklüğü	86
3.1.5. Firma Büyüklüğüne ve Büyümesine Etki Eden Faktörler	87
3.2. FİRMA SAHİPLİK YAPISI.....	90
3.2.1. Firma Sahiplik Yapısının Tanımı ve Kavramsal Çerçevesi.....	90
3.2.2. Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar.....	92

3.2.2.1. Sahiplik ve Kontrol Ayrımı	93
3.2.2.2. Sermaye Girişi ve Borç / Öz Sermaye.....	93
3.2.2.3. Maddi Duran Varlıklar	94
3.2.2.4. Vekâlet Maliyetleri	94
3.2.2.5. Sermaye (Mülkiyet) Yoğunluğu.....	95
3.2.2.6. AR-GE Harcamaları	95
3.2.2.7. Varlık Çeşitliliği	96
3.2.2.8. Firma Yaşı (Faaliyet Süresi).....	96
3.2.3. Farklı Sahiplik Yapılarında Kurumsal Yönetim	97
3.2.3.1. Kontrol Edici Hissedar ve Mülksüzleştirme	97
3.2.3.2. Dağınık Sahiplik Yapısı	98
3.2.3.3. Yönetici Sahiplik Yapısı.....	99
3.2.3.4. Aile Sahiplik Yapısı	100
3.2.3.5. Devlet Sahiplik Yapısı	102
3.2.4. Sahiplik Yapısının Firma Performansına Etkileri	103
3.3. FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE SAHİPLİK YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ..	105
3.3.1. Sektör Yapısı ve Analizi	106
3.3.2. Oranlar Yöntemiyle Finansal Analiz	107

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE SAHİPLİK YAPISINI ETKİLEYEN SEKTÖRE ÖZGÜ FİRMA BELİRLEYİCİLERİNİN ANALİZİ: İMKB’DE SEKTÖREL KARŞILAŞTIRMA

4.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU	110
4.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ	110
4.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI	111
4.4. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZİ	112
4.5. ARAŞTIRMANIN VARSAYIMLARI	113
4.6. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI	113
4.7. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ VE YÖNTEMİ	113
4.8. ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE YORUMLANMASI	117

4.8.1. Betimsel İstatistik Analizi (Descriptive Statistics)	117
4.8.2. Faktör Analizi.....	122
4.8.3. Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way Anova).....	124
4.8.4. Çoklu Regresyon Analizi	127
4.8.4.1. Tüm Sektörlere Yönelik Çoklu Regresyon Analizi	128
4.8.4.1.1. Halka Açılma Oranı ve Sektör Özellikleri	128
4.8.4.1.2. I. Büyük Ortak Payı ve Sektör Özellikleri	130
4.8.4.1.3. Firma Büyüklüğü ve Sektör Özellikleri	132
4.8.4.1.4. Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısı.....	134
4.8.4.2. Enerji Sektörüne Yönelik Çoklu Regresyon Analizi	136
4.8.4.2.1. Halka Açılma Oranı ve Sektör Özellikleri	136
4.8.4.2.2. I. Büyük Ortak Payı ve Sektör Özellikleri	138
4.8.4.2.3. Firma Büyüklüğü ve Sektör Özellikleri	140
4.8.4.3. İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik Çoklu Regresyon Analizi.....	142
4.8.4.3.1. Halka Açılma Oranı ve Sektör Özellikleri	142
4.8.4.3.2. I. Büyük Ortak Payı ve Sektör Özellikleri	144
4.8.4.3.3. Firma Büyüklüğü ve Sektör Özellikleri	146
4.8.4.4. Teknoloji Sektörüne Yönelik Çoklu Regresyon Analizi	148
4.8.4.4.1. Halka Açılma Oranı ve Sektör Özellikleri	148
4.8.4.4.2. I. Büyük Ortak Payı ve Sektör Özellikleri	150
4.8.4.4.3. Firma Büyüklüğü ve Sektör Özellikleri	152
SONUÇ.....	154
KAYNAKÇA	161
EKLER.....	180
ÖZET.....	182
ABSTRACT	184

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Firmaların Büyüklüklerine Göre Sınıflandırılması.....	84
Tablo 2: Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar	92
Tablo 3: Finansal Analizde Kullanılacak Oranlar	108
Tablo 4: Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Yönelik Betimsel İstatistikler	118
Tablo 5: Bağımsız Değişkenlere Yönelik Kaiser Meyer Olkin (KMO) testi.....	122
Tablo 6: Bağımsız Değişkenlere Yönelik Rotasyon Unsur Matrisi	123
Tablo 7: Bağımsız Değişkenlere Yönelik Toplam Varyans Açıklaması	123
Tablo 8: Sektörlere Yönelik Finansal Performans Betimleyicileri	124
Tablo 9: Faktör Gruplarına Yönelik Tek Yönlü Varyans (Anova) Analizi	124
Tablo 10: Tüm Sektörlere Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	128
Tablo 11: Tüm Sektörlere Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	129
Tablo 12: Tüm Sektörlere Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar	129
Tablo 13: Tüm Sektörlere Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	130
Tablo 14: Tüm Sektörlere Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi.....	131
Tablo 15: Tüm Sektörlere Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar	131
Tablo 16: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	132
Tablo 17: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	133
Tablo 18: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar	133
Tablo 19: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sahiplik Yapısına İlişkin Model Özeti	134

Tablo 20: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sahiplik Yapısına İlişkin Anova Testi	135
Tablo 21: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sahiplik Yapısına İlişkin Katsayılar...	135
Tablo 22: Enerji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	136
Tablo 23: Enerji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	136
Tablo 24: Enerji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar	137
Tablo 25: Enerji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	138
Tablo 26: Enerji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	138
Tablo 27: Enerji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar	139
Tablo 28: Enerji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	140
Tablo 29: Enerji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	140
Tablo 30: Enerji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar	141
Tablo 31: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	142
Tablo 32: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	142
Tablo 33: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar	143
Tablo 34: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	144
Tablo 35: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	144

Tablo 36: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar.....	145
Tablo 37: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	146
Tablo 38: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	146
Tablo 39: İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar.....	147
Tablo 40: Teknoloji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	148
Tablo 41: Teknoloji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	148
Tablo 42: Teknoloji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar.....	149
Tablo 43: Teknoloji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	150
Tablo 44: Teknoloji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	150
Tablo 45: Teknoloji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar.....	151
Tablo 46: Teknoloji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti	152
Tablo 47: Teknoloji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi	152
Tablo 48: Teknoloji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar.....	153

ŞEKİLLER LİSTESİ

Grafik 1: Tüm Sektörlerde Halka Açılma Oranının Dağılımı	119
Grafik 2: Tüm Sektörlerde I. Büyük Ortak Payının Dağılımı	119
Grafik 3: Tüm Sektörlerde Borç Oranının Dağılımı.....	120
Grafik 4: Tüm Sektörlerde Öz Sermaye Oranının Dağılımı.....	121
Grafik 5: Tüm Sektörlerde Net Kâr Marjının Dağılımı.....	121
Grafik 6: Likidite ve Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Yönelik Farklılıkları .	126
Grafik 7: Kârlılık Oranlarının Sektörlere Yönelik Farklılıkları.....	126
Grafik 8: B.K.M. ve Faaliyet Performansı Oranlarının Sektörlere Yönelik Farklılıkları	127

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AR-GE	: Araştırma ve Geliştirme
BKM	: Brüt Kâr Marjı
BOP	: Büyük Ortak Payı
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
FB	: Firma Büyüklüğü
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYH	: Gayri Safi Yurt içi Hâsıla
HAO	: Halka Açılma Oranı
IMF	: International Monetary Fund
IOSCO	: International Organization of Securities Commissions
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KMO	: Kaiser Meyer Olkin
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
SEC	: United States Securities and Exchange Commission
SOX	: Sarbanes Oxley Yasası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TMSK	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	: Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği
UNDP	: United Nations Development Programme
UFRS	: Uluslararası Finansal Muhasebe Standartları

GİRİŞ

Yönetim kavramının ortaya çıkış süreci, kavramın önemini ortaya koymaktadır. İlk gelişmeler, sermayenin uluslararası hale gelmesi ve teknolojik gelişmelerle birlikte yönetimin ulusal sınırlarını ortadan kaldırmıştır (Weiss, 1999)¹. Bu süreç içerisinde sanayileşme, bilgi teknolojilerinin güçlenmesi, ekonomik entegrasyonlar, tüketim kültüründeki kaymalar ve benzeri değişimler sonrasında firma yönetimi konusunda yeni yöntemler arayışına gidilmiştir. Özellikle 19. yüzyıldan itibaren bilimsel bir nitelik kazanan firma yönetimi çalışmaları kapsamında geliştirilen eski teoriler, değişen dünya ve değişen firmalar karşısında yetersiz kalmıştır².

Klasik firma yapısında firma sahibi aynı zamanda firmayı yönetirken, modern firma yapısında vekâlet teorisiyle birlikte sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılarak firmanın profesyonel yöneticiler tarafından yönetildiği görülmektedir. Nitekim sermayenin belirli kişiler üzerinde yoğunlaşması, bilimsel yöntemlerden uzak olan yönetim yapısı, küçük ve orta ölçekli firmaların yerini, günümüzde uluslararası alanda faaliyet gösteren, halka açık ve faaliyetleriyle bölgesel ekonomilere yön verebilecek kapasitede olan büyük ölçekli firmalar almıştır. Bu bakımdan küreselleşmenin yarattığı rekabet düzeninde küçük ve orta ölçekli firmalar kendi çabalarıyla veya diğer firmalarla birleşerek ya hızla büyümüş ya da tamamen yok olup gitmişlerdir. Diğer yönden, küreselleşme firmalar açısından tüm dünyayı bir sermaye piyasası durumuna getirmiştir³.

Vekâlet teorisi, Adam Smith (1776)'den bu yana üzerinde tartışılan bir konudur. Berle ve Means (1932) tarafından derinlemesine incelenmiş, Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilmiştir. Gelişmiş ülke ekonomilerinde özellikle 1980'li yıllarda hız kazanan firma birleşmeleri ve tüm dünyaya yayılan sermaye

¹ L. Weiss, "Globalization and National Governance: Antinomy or Interdependence?", **Review of International Studies**, Cilt: 25, Sayı: 5, 1999. (Aktaran: Gökhan Demirtaş, **Yönetişimin Ekonomik Performans Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Afyonkarahisar, 2009, s.1.)

² Faruk Gökhan Şenyapar, **Küreselleşme Sürecinde Değişen İşletme Yönetimi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Üniversitesi, Kırıkkale, 2008, s.XII.

³ Ozan Ali Suyolcu, **Yönetişim Mekanizmalarının Kurumsal Açıklamalar ve Finansal Raporlama Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006, s.1.

hareketleriyle ile birlikte günümüzde vekâlet teorisi çok daha yaygın bir şekilde incelenmektedir. Nitekim vekâlet teorisinde; firma sahiplerinin firma sahipliğine karşılık, firmanın tamamına sahip olmayan yöneticiler tarafından yönetilmesi durumunda yöneticiler, firma değerini maksimize etmek yerine kişisel çıkarları ve amaçları doğrultusunda hareket ederek vekâlet problemlerine yol açabilmektedirler. Bu nedenle vekâlet problemlerinin minimize edilmesine yönelik yapılan çalışmalar vekâlet maliyeti olarak adlandırılmaktadır.

Diğer bir yönden vekâlet teorisi sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması üzerinde dururken, paydaşlık teorisi tüm paydaş gruplarının çıkarlarını temsil edecek bir yönetim anlayışını savunmuş, kaynak bağımlılığı teorisi ise firmaların sermaye ihtiyacını karşılamaları için yabancı yatırımcıların ülkeye teşvikinin sağlanmasının yönetimin temel görevi olması gerektiğini öne sürmüştür. Böylelikle bu teorilerin temel teşkil ettiği sahiplik ve kontrol ayrımı, tüm paydaş gruplarının çıkarları ve sermaye ihtiyacının karşılanması noktasında kurumsal yönetim uygulamalarına öncülük etmiştir. Bu uygulamayla yöneticiler, faaliyetlerini yerine getirirken paydaşlarına yönelik sorumluluk bilinciyle hareket ederek şeffaf, adil ve hesap verebilir bir tutum sergilemeleri temin edilmeye çalışılmıştır.

Firmaların yapısındaki değişimin yanı sıra, çok hızlı değişen çevresel koşullarda da varlıklarını sürdürdükleri gözlenmektedir. Bu bakımdan günümüzde yaşanan firma skandalları ve finansal krizlerden sonra kurumsal yönetim kavramı finansal piyasalar için vazgeçilmez bir unsur haline gelmiştir. Etkin kurumsal yönetim uygulamaları yatırımcı güveninin kazanılmasında, firma performansının artırılmasında, rekabet avantajının elde edilmesinde, ülkede ekonomik kalkınmanın ve refahın sağlanmasında önemli rol oynamaktadır.

Nitekim kurumsal yönetim politikalarını uygulamada yetersizliklerin görülmesi ve yaşanan problemlerin toplumsal ve ekonomik hayat üzerindeki etkileri sadece firmaları değil ülke ekonomisini de olumsuz yönde etkilemektedir. Bu olumsuz etkilerin en önemli göstergeleri, 1990'lı yıllarda uygulanan para

politikasıyla birlikte, özelleştirme ve ekonomideki kamu payının azaltılması yönünde hızlı adımlar oluşturmaktadır⁴.

Küresel ekonomik ortamda ve finansal piyasalarda, firma faaliyetlerinin sürekliliği, sermaye birikimi oluşturmak ve sürdürülebilir büyümeyi sağlamak büyük önem taşımaktadır. Bu yapıdaki piyasa düzeni içinde firmalar, sermaye ihtiyacının temininde ülke içi kaynaklar yetersiz kalabilmekte ve ülke dışı kaynaklara yönelmektedir. Nitekim firmaların yabancı kaynak temin edebilmesi, ülkedeki düzenlemelere, yasalara ve firma uygulamalarına bağlıdır. Bu durum firma uygulamalarının yatırımcıların ve firma faaliyetlerinden etkilenen tüm çıkar gruplarının haklarının korunmasına yönelik yeni düzenlemeler geliştirilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Böylelikle kurumsal yönetimin devlet öncülüğünde yasa ve düzenlemelerle birlikte firma uygulamalarına getirilmesi bir zorunluluk haline gelmiştir.

Yapılan ampirik çalışmalar da, uluslararası yatırımcıların, firmalardaki kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulduklarını; yatırım kararlarının alınmasında, bu konunun reform ihtiyacı olan ülkeler için daha önemli olduğunu düşündüklerini ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firmalar için daha fazla fiyat ödemeye hazır olduklarını göstermiştir⁵.

Finans literatüründe firmaların normalüstü getiriler elde edebilmek için firma büyümesini destekleyen politikalar takip etmelerini açıklayan birçok faktör vardır. Firma büyüklüğü, firma yaşı, firmanın sahiplik yapısı, firmanın faaliyet gösterdiği sektör, makroekonomik değişimler, firma büyümesine etki eden faktörlerin başında yer almaktadır.

Firmaları büyüklüklerine ve sahiplik yapılarına göre değerlendirildiğinde, küçük ve orta ölçekli firmaların ülke ekonomisi içerisindeki payı oldukça önemli bir yer tutmaktadır. Bu firmaların ülkenin toplumsal ve ekonomik kalkınmasında rolü

⁴ Filiz Çulha Zabcı, "Dünya Bankası'nın Küresel Pazar için Yeni Stratejisi: Yönetişim", **Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:57, Sayı:3, 2002, s.56.

⁵ SPK, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, 2. baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Şubat 2005, s.2.

çok önemlidir. Küçük ve orta ölçekli firmalar, sermayenin tabana yayılmasını sağlayarak gelir dağılımını olumlu yönde etkilemektedirler. Fakat ülkemizdeki küçük ve orta ölçekli firmaların önemli bir çoğunluğunun büyümeden, kısa bir süre sonra yok oldukları gözlemlenmektedir. Bunun sebeplerinden biri, firmaların aile sahipliği şeklinde yapılanmalarından ve yönetimin profesyonel yöneticilere devredilmemesinden kaynaklanan problemlerdir⁶.

Küreselleşme olgusunun artan etkisiyle KOBİ'lerin yoğun rekabet ortamında mücadele edebilmek için yaşamlarını sürdürebilme yollarından biri büyüüp sınırlarını aşmalarıdır. Bir firmanın küçük olmasının kararlarında yarattığı esneklik, çabukluk gibi avantajlarını kullanmak istemesi, rakipleri büyürken küçük ölçekte kalması sonucu yaşam süresinin kısılmasına yol açacaktır. İşte bu nedenle günümüz ekonomik koşullarında optimum büyüklüğün belirlenmesi önem arz etmektedir⁷.

Firmaların sahiplik yapısı, çeşitli paydaşlar tarafından oluşturulan bir bütündür. Sahiplik yapısını oluşturan bu paydaşlar, kendi aralarında sürekli bir çıkar çatışması içinde mücadele etmektedirler. Bu bahsedilen paydaşların firma büyüklüğüne etki eden finansal performansı etkileyip etkilemediği önemli bir tartışma konusu olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca sektörel ayırım söz konusu olduğunda, bu sahiplik yapısı paydaşlarının firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığı da diğer bir tartışma konusudur. Bu çalışmada yapılan analizlerle, bu ve benzeri sorulara cevap aranması amaçlanmıştır.

Araştırmada, firma büyüklüğü ve sahiplik yapısını etkileyen sektöre özgü firma belirleyicilerini açıklayabileceği ve sermaye yapısı değişkenlerinin tümünün firma değeri üzerindeki etkisinin aynı şekilde olmadığı varsayılmaktadır. Bu nedenle araştırmanın konusu, İMKB'de işlem gören firmaların kendine özgü ekonomik, hukuki ve sosyal özelliklerinden ortaya çıkan farklılıkları kurumsal yönetim

⁶ Necdet Sağlam, **Dünya'da ve Türkiye'de Aile Şirketlerinin Durumu**, t.y.

(Erişim) http://www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020603/455 (08.04.2011)

⁷ Arif Özsağır, "21. Yüzyıl İşletmeleri: Küçük ve Orta Boy İşletmeler (KOBİ'ler)", **21. Yüzyılda KOBİ'ler: Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu**, Antalya, Doğu Akdeniz Üniversitesi, İşletme ve Ekonomi Fakültesi, 3-4 Ocak 2002, s.8.

(Erişim) http://www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf%5Cbildiri_19.pdf (08.04.2011)

mekanizmaları ışığında firma büyüklüğü ve sahiplik yapısının firma performansı ile olan ilişkisini ortaya koyabilmeye yönelik analizlerden oluşmaktadır.

Bu araştırmanın temel amacı; reel sektörde faaliyet gösteren firmaların, kurumsal yönetim mekanizmaları öncülüğünde firma büyüklüğü ve sahiplik-kontrol yapısının özelliklerinin belirlenmesi ve bu yapıların sektörel farklılıklara göre firmaların finansal performans göstergelerine etkisinin saptanarak aralarındaki ilişkinin analiz edilmesidir.

Ülkemizde kurumsal yönetim uygulamaları, düzenleyici otoritelerce getirilen uyum zorunlulukların ülkemizde halka açık firmalarca ne kadar uygulandığı ve kurumsal yönetim uygulamalarında firmaların geldiği noktaların değerlendirilmesi ile ilgili oldukça fazla araştırmalar olduğu tespit edilmiştir. Fakat kurumsal yönetim uygulamalarının, sektörel farklılıklara yönelik olarak firma büyüklüğü ve sahiplik yapısının sektöre özgü belirleyicilerinin analiz edilmesine yönelik kısıtlı araştırmalar olduğu gözlemlenmiştir. Bu araştırmanın bulgularının hissedarlar, yatırımcılar, yöneticiler, bu konuda araştırma yapan kişi veya kişilerin amaçlarına uygunluk açısından faydalı olacağı düşünülmektedir.

Araştırmada Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları ışığında firma büyüklüğü ve sahiplik yapısını etkileyen sektöre özgü firma belirleyicilerinin analizinde; 2003-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören firmalar, imalat sanayinde yer alan yedi farklı alt sektör, enerji ve teknoloji sektörlerinden seçilmiştir. Analizde, betimsel istatistik, faktör analizi, tek yönlü varyans analizi ve çoklu regresyon analizi olmak üzere dört farklı istatistiksel analiz uygulanmıştır. Bağımlı değişkenimiz firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı, bağımsız değişkenimiz ise sektörel özellikler olarak belirlenmiştir.

Araştırmada, firma büyüklüğünün belirleyicisi olarak personel sayısı alınmış, firmadaki birinci büyük ortak, halka açıklık oranı temel sahiplik yapısı çıkar grupları olarak belirlenmiştir. Bu çıkar gruplarına ilave olarak sektörel özelliklerde, likidite oranları, faaliyet oranları, finansal yapı oranları, kârlılık oranları, büyüme oranları,

hisse senedi fiyatındaki değişim gibi finansal eşitlikler de literatürde kullanıldığı şekliyle araştırmaya dâhil edilmiştir.

Araştırmanın birinci bölümünde, temel yönetim ve yönetişim kavramlarının açıklanması ile özellikle 19 yy. sonlarına doğru yönetimin bilim olarak ele alınmaya başlanmasından itibaren oluşan belirli yönetim teorileri incelenmiş, gerekli ilke ve prensipleri kısaca açıklanmış ve teorilere getirilen eleştiriler göz önüne alınarak incelenmiştir.

İkinci bölümünde kurumsal yönetimin kavramsal çerçevesi ayrıntılı bir şekilde açıklanmış, teorik ve tarihsel gelişimi özetlenmiş, önemine, son yıllarda gelişim göstermesinin nedenlerine değinilmiş, kurumsal yönetim ilkeleri ve yönetim mekanizmaları açıklanmış, kurumsal yönetime ilişkin Türkiye ve dünya genelindeki reform çalışmaları incelenmiştir.

Üçüncü bölümünde firma büyüklüğü, büyüme ve sahiplik yapısı açıklanmış, firma büyüklük ölçütleri, optimal firma büyüklüğü ve büyüme yöntemleri ile etki eden faktörler incelenmiş, farklı sahiplik yapılarının kurumsal yönetime ve firma performansına etkilerine değinilmiş, sektöre özgü belirleyicileri açıklanmıştır.

Araştırmanın dördüncü bölümde ise, araştırmanın konusu, amacı ve önemi, kapsamı, hipotezi, varsayımı ve sınırlılıkları ilgili genel bilgilere yer verildikten sonra verileri ve yöntemi hakkında teorik bilgiler açıklanmıştır. Devamında ise, analizde uygulanan yöntemlere göre istatistikî sonuçlar yorumlanmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

YÖNETİM KAVRAMI VE YÖNETİMİN TEORİK TEMELLERİ

Firma yönetimi konusunda geçirilen tarihsel gelişimi incelemek, çağdaş yönetsel kavramları anlayabilmek için gereklidir. Yönetim kavramı her alanda kendini göstererek çok eski olmakla birlikte yönetim biliminin gelişmesi yenidir⁸. Yönetim biliminin gelişimini incelemek, geçmişle günümüz arasında bir sentez kurmak, gelecekte nelere ulaşmak istediğimizi ve geliştirilen yöntemlerin eksik yönlerini ve geliştirilecek yöntemlerin uygunluğunu belirlemek bakımından oldukça önemlidir. Bu bakımdan firmalar değişen koşullara ve gelişmelere uyum sağlayabilmek için gelişmelere paralel olarak iyi bir yönetime ihtiyaç duyarlar⁹.

Yönetim; sosyal, politik ve iktisadi yönden tüm örgütlerde vazgeçilmez bir unsurdur. Bu nedenle yönetim, örgütler için hayati öneme sahiptir. Toplumda rasyonelliğin sağlanabilmesi için çeşitli örgütler kurulmuş, yönetim sürecinde başarının ve devamlılığın sürdürülebilmesine, firma örgütü yanında sosyal sorumluluk ilkesine temel teşkil eden diğer örgütlerinde olumlu yönde etkisi olmuştur. Yönetim en küçüğünden, en büyüğüne kadar tüm örgütlerde geçerli ve gerekli bir işlemdir¹⁰. Bu nedenle yönetimin kalitesi toplumun her kesimini etkilemektedir. Nitekim yönetim, örgütlerin vazgeçilmez ve gelişen bir pusulasıdır.

Araştırmanın bu bölümünde konumuza temel teşkil eden yönetim ve yönetişim kavramlarının açıklanması ile özellikle 19 yy. sonlarına doğru yönetimin bilim olarak ele alınmaya başlanmasından itibaren oluşan belirli yönetim teorilerinin incelenmesi, gerekli ilke ve prensiplerinin kısaca açıklanması ve teorilere getirilen eleştiriler ile konumuzun teorik temelleri özetlenecektir.

⁸ Halil Can, **Organizasyon ve Yönetim**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 1999, s.29.

⁹ Dilaver Tengilimoğlu, Asuman Atilla, Meral Bektaş, **İşletme Yönetimi**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2008, s.77.

¹⁰ Dilaver Tengilimoğlu, Asuman Atilla, Meral Bektaş, **a.g.e.**, s.77.

1.1. YÖNETİMİN TANIMI VE KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Yönetim evrensel bir kavramdır ve çeşitli bilim dallarınca farklı şekillerde tanımlanabilir. Örneğin ekonomistlere göre; toprak, sermaye ve emekle birlikte üretim fonksiyonlarından biridir. Sosyal bilimcilere göre; yönetim, bir otorite sistemi olarak kabul edilir. Toplumbilimcilerin gözünde yönetim, bir sınıf ve saygınlık sistemidir. Hatta yönetim bilimcilerin bile üzerinde anlaştıkları bir tanım vermek zor olsa bile bunları ortak bir çatı altında toplamak mümkün olabilir. Örneğin klasik yönetim düşünürleri; para, makine, insan, araç, gereç ve yöntemin uyumlaştırılması olarak tanımlarken, davranış bilimciler; kararların alınması ve uygulamaya aktarılması olarak belirler. Genellikle yönetim denildiğinde akla hiyerarşik basamakta üst düzey gelir. Fakat örgütlenmiş bir toplumda yönetim, çeşitli düzeyleri kapsayan bir süreçtir¹¹.

Yönetim, belirli bir takım amaçlara ulaşmak için başta insanlar olmak üzere parasal kaynakları, donanımı, demirbaşları, hammaddeleri, yardımcı malzemeleri ve zamanı birbiriyle uyumlu, verimli ve etkin kullanabilecek kararlar alma ve uygulama süreçlerinin toplamıdır¹².

Çağımızın önde gelen yönetim bilimcisi Peter Drucker, yönetimi genel olarak iş ünitesinin bir birimi olarak tarif etmiştir. Drucker, yönetime ilişkin yeni değerleri şöyle özetlemektedir: “Yönetimin görevi insanları ortak performansı başarabilir duruma getirmek, onların güçlü yanlarını etkili kılmak, zayıflıklarını da önemli olmaktan çıkarmaktır.”¹³

Geleneksel yönetim kavramından farklı olarak, iyi bir yönetim modeli olarak aktarılan yönetişim (governance) kavramını bugünkü anlamıyla ilk kez 1989 tarihinde duyuran Dünya Bankası'na göre, yönetişim "bir ülkenin ekonomik ve sosyal kaynaklarının gelişimi için yönetimde gücünü kullanması" dır. Bu anlamda,

¹¹ Halil Can, Doğan Tuncer, Doğan Yaşar Ayhan, **Genel İşletmecilik Bilgileri**, 8. baskı, Ankara, Siyasal Kitabevi, 1995, s.105.

¹² Erol Eren, **Yönetim ve Organizasyon: Çağdaş ve Küresel Yaklaşımlar**, 6. baskı, İstanbul, Beta Yayınevi, 2003, s.3.

¹³ Peter F. Drucker, **Yönetim Uygulaması**, Çev: E. Sabri Yarmalı, İstanbul, İnkılâp Kitabevi, 1996, s.8, 166.

yönetişim kavramı, hem kamu hem özel sektör dâhil, geliştirme sürecinin yönetimi ile doğrudan ilgilidir. Bu işleyişi ve kapasitesi kamu sektörünü kapsayan kurallar ve kurumların yanı sıra firmalar, kurumlar ve ortaklıklar ile ilgili olarak düzenleyici sistemler, ekonomik ve mali performans için hesap verilebilirde dâhil olmak üzere kamu ve özel sektörün yönetiminde yeni bir taslak oluşturmaktır. Daha geniş anlamda yönetim, kendi aralarında ve devlet kurumları / yetkilileri ile etkileşim içerisinde bulunan toplumların oluşturduğu kurumsal bir ortamdır¹⁴.

Yönetişim konusundaki araştırmaları destekleyerek daha da gelişmesini sağlayan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü'ne göre (Organization for Economic Cooperation and Development-OECD) bu kavram, bir ülkenin ekonomik ve sosyal kaynaklarının yönetiminde gerekli ekonomik, siyasi ve idari otoritenin kullanımını ifade etmektedir¹⁵.

Yönetişimin yönetime ikame edilecek bir anlayış olduğu düşünülmemelidir. Sadece geçmişte kullanılan uygulamalarla üstesinden gelinemeyen yönetsel sorunları ortadan kaldırmak için ileri sürülmüştür. Bu iki kavram arasındaki temel farklılığa değinecek olursak; yönetim, merkezi otorite tarafından desteklenen faaliyetlere vurgu yaparken, yönetim ortak paylaşılan amaçlarla beslenen uygulamalara işaret ederek resmi olmayan örgütleri de içine almakta ve yönetimde söz sahibi vermektedir. Dolayısıyla yönetim tüm çıkar gruplarına hizmet ederek farklı özelliklere sahip grupların talep ve beklentilerini açıkça ifade edebilecekleri, yasalarla tanınmış haklarını rahatça kullanabildikleri, tarafların üzerine düşen sorumlulukları yerine getirebildikleri, söz konusu kişiler arasında işbirliğinin ve uzmanlaşmanın sağlanabildiği mekanizma süreç ve kurumları ifade etmektedir¹⁶.

Bu nedenle araştırmada yönetim kavramı modern yönetim olarak ifade edilecek ve geleneksel yönetime getirilen bazı düzenlemelerle iyi bir yönetim modeli amaçlanacaktır. Fakat tüm sektörlerle hitap etmek üzere genel anlamda kullanılan ve

¹⁴ Adel M. Abdellatif, **Good Governance and Its Relationship to Democracy & Ekonomik Kalkınma Economic Development**, Korea, UNDP, Mayıs 2003, s.5.

(Erişim) <http://www.undp-pogar.org/publications/governance/aa/goodgov.pdf>, (10.12.2010)

¹⁵OECD, **Governance**, 2007, (Erişim) <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=7236> (10.12.2010)

¹⁶ Arcan Tuzcu, **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği**, Yayınlanmış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi S.B.F. İşletme Bölümü, 2004, s.10.

menfaat sahiplerinin de amaçlarını hedef alan yönetişim (governance) kavramı, OECD'nin raporlarında yer alan iyi bir firma yönetimini ifade eden kurumsal yönetimle (corporate governance) karıştırılmamalıdır. Kurumsal yönetimde yapılan düzenlemelerin, tüm menfaat sahiplerinin korunması amacına yönelik yasa ve yazılı usullerle belirlenmiş olması yönetişim kavramıyla benzerlik gösteriyor olsa da belirgin farklılıklar vardır. Yönetişimde resmi olmayan örgütleri de içeren bir yapılaşma kastedilirken demokratiklik, açıklık, hesap verme gibi ilkelere de işaret etmektedir. Yönetişimin etkili bir şekilde uygulanmış ve geliştirilmiş hali olan kurumsal yönetim ise; tüm bunların yanında katılımcı, öngörülebilir, şeffaf, adil, sorumlu, meşru ve hukuk devletine dayalı bir ilkeler bütünü ifade etmektedir¹⁷. Bazı kesimler tarafından yönetişim ile kurumsal yönetim kavramı aynı anlamda kullanılsa da araştırmada farklı anlamlarda değerlendirilecektir.

1.2. YÖNETİMİN TEORİK TEMELLERİ

1.2.1. Klasik Yönetim Teorisi

Klasik yönetim teorisi esasında üç ayrı yaklaşımı içermektedir. Bu üç yaklaşım; Frederick Taylor'un yaptığı Bilimsel Yönetim Yaklaşımı, Henri Fayol'un yaptığı Yönetim Süreci Yaklaşımı ve Max Weber'in yaptığı Bürokrasi Yaklaşımıdır. Bu düşünürlerin yazıları, yönetimin bilimsel yollarla incelenmesinde bir çığır açmıştır. Bu teoriye Luther Gulick, L. Urwick, Herbert Simon ve Ernest Dale gibi isimlerde katkıda bulunmuştur.

Klasik yönetim teorisi üç ana fikir etrafında toplanmıştır. Birincisi rutin işlerin görülmesinde insan unsurunun makinelere ek olarak nasıl etkin bir şekilde kullanılabileceği, ikinci olarak formel organizasyon yapısının bir düzen çerçevesinde oluşturulması, üçüncüsü de, verimlilik ve etkinliğin sağlanabilmesi için kaynakların rasyonel biçimde kullanılmasıdır. Taylor'un Bilimsel Yönetim Yaklaşımı birinci fikri, Yönetim Süreci Yaklaşımı ile Bürokrasi Yaklaşımı da ikinci fikri ayrıntılı

¹⁷ Arcan Tuzcu, a.g.e., s.13-14.

olarak ele almışlardır¹⁸. Üçüncü fikir ise üç düşünüründe yaklaşımında yakından incelediği bir yetkidir.

Yönetim teorisi alanında Henri Fayol ve Max Weber'in görüşleri, Kamu yönetimi disiplinin gelişmesine katkıları sağlarken, Frederick Taylor'un görüşleri, özel yönetim ya da firma yönetiminin gelişmesine katkıları sağlamıştır¹⁹.

Klasik yönetim teorisine getirilen eleştiriler ise, firmaları kapalı sistem anlayışı ile ele almış ve dış çevreyle iletişimin düzeyi ile nasıl sağlanacağı konularını ihmal etmiştir. Formel örgüt yapısı üzerinde durarak, informel ilişkileri ve iletişimi göz ardı etmiş ve insan unsuruna önem vermeyerek örgütün bir makine gibi işletilmesi varsayımıyla mekanik kuram olarak da anılmıştır. Nitekim "akılcı, ekonomik insan" modeliyle de insanlar her zaman rasyonel gerekçelerle iletişimde bulunmayıp duygusal nedenlerle de iletişimde bulunarak çıkarlarını en üst düzeye çıkarmaya çalışırlar²⁰.

1.2.1.1. Bilimsel Yönetim Yaklaşımı

Sınaî bir firmanın yönetimini bilimsel esasa göre kurmak amacını taşıyan Frederick Taylor'un Bilimsel yönetim yaklaşımı; yöneticilerin ve işçilerin sorumlulukları farklı olmalı, yöneticiler işlerin planlaması, organizasyonu ve nasıl yapılması gibi faaliyetlerle ilgilenmeli, işçiler ise kendilerine verilen işleri yerine getirmekten sorumlu olmalıdır. Bu bakımdan Taylor işçiler ile yöneticiler arasında uyum, anlayış bulunması gerektiğine inanmıştır. Taylor'a göre yönetim biliminin konuları işin gözlemi, ölçülmesi, analizi, çalışma yöntemlerinin geliştirilmesi ve çalışanların özendirilmesidir²¹.

¹⁸ Peter Schoderbek, Asterios Kefalas and Charles Schoderbek, **Management Systems: Conceptual Considerations**, Business Publications Inc., 1975. (Aktaran: Tamer Koçel, **İşletme Yöneticiliği: Yönetim ve Organizasyon, Organizasyonlarda Davranış, Klasik-Modern-Çağdaş ve Güncel Yaklaşımlar**, 10. baskı, İstanbul, Arıkan Yayınları, 2005, s.195.)

¹⁹ Nurullah Genç, **Meslek Yüksekokulları için Yönetim ve Organizasyon**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2007, s.49.

²⁰ Gökse Ataman, **İşletme Yönetimi**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2009, s.81-82. ve Nurullah Genç, **a.g.e.**, s.42.

²¹ Zeyyat Hatiboğlu, **Özet Yönetim ve Organizasyon**, İstanbul, Lebib Yalkın Yayınları, 1999, s.17.

Taylor'un yöneticilerin yeni görevleri olarak nitelendirdiği bilimsel yönetim yaklaşımının temel ilkeleri şöyle açıklanabilir²²:

- İşleri yapmada standart araç, gereç, yöntem ve süreler belirlenmeli ve bu standartları belirlemede hareket ve zaman etütlerinden yararlanılmalıdır.
- İşe uygun eleman seçilmeli, seçim bilimsel esaslara göre yapılmalıdır.
- İş yapan kişiler sürekli eğitime tabi tutulmalı, bu yolla işlerini daha iyi yapmaları sağlanmalıdır.
- Her işçi tüm yeteneklerini kullanacak şekilde çalıştırılarak maksimum üretim esası alınmalı, işçiler ürettiklerine göre ödüllendirilmelidir.
- İş yapanla planlayan birbirinden ayrılmalı, yönetim ile ilgili sorumluluklar işçilerin üzerinden alınmalıdır.
- İş bölümü ve uzmanlaşmaya geniş ölçüde yer verilmeli, fonksiyonel ustabaşılık gerçekleştirilmelidir.

Taylor bu ilkelerin bir bütün olarak uygulanmasını gerektiren bilimsel yönetim yaklaşımını; tecrübe yerine bilim, anlaşmazlık yerine ahenk, bireycilik yerine işbirliği, kısıtlanmış üretim yerine maksimum üretim ve bireyleri kişisel olarak ulaşabilecekleri en yüksek verimlilik ve refah düzeyine ulaşmaları için geliştirmek şeklinde ifade etmiştir²³.

Taylor'un en büyük katkısı bilimsel ilkeleri yönetsel sorunlara uygulamaya çalışmasıdır. Diğer yönden Taylor'un görüşleri, iki öneri üzerinde toplanmıştır. İlki, zaman ölçümlerine dayanan iş standartlarının konulması üzerinedir. Diğeri ise, ustabaşının veya bizzat iş görenin diğer birimlerden ayrı tutularak çeşitli fonksiyonları temsil eden yöneticilerle ilişki kurmasını öngören fonksiyonel uzman kavramıdır²⁴.

Taylor'un teorisinin eksik yönleri, kapalı sistem anlayışını benimseyerek içinde bulunduğu çevresel koşulları göz ardı etmiş, örgüt içyapı ve koşullarıyla ilgilenmiştir. Diğer yönden Taylor'un motivasyon aracı olarak maddi unsuru kabul

²² Gökseñ Ataman, **a.g.e.**, s.86.

²³ Nurullah Genç, **a.g.e.**, s.44.

²⁴ Halil Can, **a.g.e.**, s.33.

etmesi ve insanların her zaman rasyonel davranacağı düşüncesi de eleştirilere uğramıştır²⁵.

Taylorizm olarak da adlandırılan yaklaşımın, üretiminin azamileştirilmesine, işçi-makine ilişkisine verdiği ağırlık, işçi düzeyinde üretim sorunlarına eğilmiş, teknik ve ekonomik verimliliği arttırmayı amaçlamış ve bir mikro yaklaşımının sınırları içerisinde kalmasına neden olmuştur. Bu sistemin yönetimin üst kademelerine uygulanabileceğini belirterek, konuyu makro seviyeye yükseltip klasik yönetim teorisi oluşturma görevini ise yönetim süreci yaklaşımıyla Henri Fayol gerçekleştirmiştir²⁶.

1.2.1.2. Yönetim Süreci Yaklaşımı

Yönetim süreci yaklaşımının öncüsü Henri Fayol, firma faaliyetlerini ana bölümler açısından incelemiş ve kendi içinde altı grupta toplamıştır. Bu faaliyetler; ticari, teknik, finansal, güvenlik, muhasebe ve yönetim faaliyetleridir. Fayol'a göre üst kademe yöneticilerinde yönetim faaliyetlerinin önemi daha çok artmakta diğer beş firma faaliyetlerinin önemi ise azalmaktadır. Nitekim diğer faaliyetleri etkileyen, yönlendiren, sistematik bir şekilde çalışmasını sağlayan yönetim faaliyetidir²⁷.

Fayol'un yönetim düşünce ve uygulamasına yaptığı katkıların başında yönetim ve örgüt olgusunun daha kapsamlı incelemesini sağlayarak, makro nitelikte ele alması gelmektedir. Diğer katkılar ise; bir firmada gerçekleştirilen faaliyetleri ortaya koyması, yöneticilerin sahip olması gereken özellikleri belirtmesi ve son olarak yönetsel faaliyetlerin yerine getirilmesinde uyulması gereken 14 temel ilkeden bahsetmektedir. Bunlar; iş bölümü, yetki ve sorumluluk, yönetim birliği, merkezilik, hiyerarşi, kumanda birliği, disiplin, adil ve eşit davranma, çalışanların ödüllendirilmesi ve ücretler, genel çıkarların kişisel çıkarlara üstünlüğü, düzen, personel devamlılığı, inisiyatif, birlik ve beraberlik ruhudur²⁸.

²⁵ Göksen Ataman, **a.g.e.**, s.96.

²⁶ Cem M. Kozlu, **Kurumsal Kültür**, İstanbul, Defne Yayıncılık, 1986, s.16.

²⁷ Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.201., Göksel Ataman, **a.g.e.**, s.97. ve Erol Eren, **a.g.e.**, s.27.

²⁸ Göksel Ataman, **a.g.e.**, s.97.

Fayol kumanda birliği ilkesi yönünden Taylor'dan ayrılır. Kumanda birliği bir astın sadece bir üstten emir alması gerekliliği üzerinde dururken; Taylor'un ilkeleri arasında yer alan uzmanlaşma, kişinin ilgilendiği konuda en iyi olması gerekliliğinden bahsetmektedir²⁹.

Yönetim süreci yaklaşımının eksik yönleri ise; konuyu makro açıdan sadece üst kademelerinin incelenmesiyle birlikte ilkelerinin genel olduğu ve bu ilkeleri herkesin farklı bir şekilde yorumlayabilme sakıncasıdır. Böylece kapalı sistem yaklaşımı ile olaylara yaklaşp çevre koşullarının etkilerini göz ardı etmiş olmasıdır³⁰.

1.2.1.3. Bürokrasi Yaklaşımı

Maximilian Weber tarafından geliştirilen Bürokrasi yaklaşımında bürokrasi kavramı belli bir örgütlenme ve yönetim şeklini belirtir. Burada kırtasiyecilik, sorumluluktan kaçma, işlerin yavaş yürütülmesi anlamında kullanılmayacaktır.³¹

Weber'e göre bürokratik örgüt yetkinin ortaya çıkış biçimini simgeler ve ona göre üç tip yetkiden söz edilebilir. Bunlardan ilki kişisel ve doğuştan kazanılan geleneksel yetkidir. İkincisi, kişinin kutsallık ve kahramanlık gibi üstün özelliklerinden kaynaklanan yetki karizmatik yetkidir. Weber'in üçüncü yetkisi ise yasal yetkidir. Gücünü kanun ve idari kararlardan alır ve emir verenlerde dâhil olmak üzere kural ve yasalara uygun davranmak zorundadırlar³².

Weber'in geliştirdiği bürokratik örgüt yapısının özellikleri; fonksiyonel uzmanlaşmaya dayanan ileri derecede bir iş bölümü, otoritenin merkezileşmesi, bürokratik ilke ve yöntemler, gayrişahsî ilişkiler, rasyonel bir personel yönetimi sistemi, yasal yetkinin uygulanması şeklinde özetlenebilir³³.

²⁹ Halil Can, **a.g.e.**, s.36.

³⁰ Göksel Ataman, **a.g.e.**, s.112.

³¹ İsmail Efil, **İşletmelerde Yönetim ve Organizasyon**, 8. baskı, Bursa, Alfa Aktüel Yayıncılık, 2006, s.53.

³² Halil Can, **a.g.e.**, s.38.

³³ İsmail Efil, **a.g.e.**, s.54.

Weber, mikro açıdan bir örgüt modeli olarak geliştirilen bürokrasi yaklaşımının ortaya koyduğu ilkelerin izlenmesi ile ideal örgütün kurulabileceğini, etkin, ideal, şahsa göre değişmeyen ve rasyonel bir örgüt yapısının oluşacağını savunmuştur. Toplumun ekonomik ve politik yapısını incelerken biçimsel örgütlerle dolaylı olarak ilgilenmiştir³⁴.

Bürokrasi yaklaşımı, özellikle şekilcilik anlayışına sahip olduğu gerekçesiyle eleştirilerin odak noktası olmuştur. Bu dönemde firmalarda gelişigüzel ve şahsi ilişkilere dayanan bir iş düzeninin hâkim olduğu görülür. Weber'in ortaya koyduğu bürokrasi yaklaşımı her firmanın ihtiyaç duyduğu önemli ilkeleri sunmaktadır. Ancak şekilcilik üzerinde fazla durduğu için, örgütün asıl amaçlarından uzaklaştığı gerekçesiyle eleştirilmiştir³⁵.

1.2.2. Neo-Klasik (Davranışsal) Yönetim Teorisi

Neo-Klasik yönetim teorisi olarak adlandırılan ikinci temel yaklaşımın en önemli özelliği, Klasik yönetim teorisinin eksik bıraktığı yönü, insan davranışları ve ilişkilerini inceleme konusu yapmıştır. Bu açıdan neo-klasik teori, klasik teorisinin kavramlarına yeni kavramlar eklemiş, onları daha açık hale getirmiştir³⁶. Diğer bir ifadeyle neo-klasik teorisinin bu kavram ve ilkeleri, insan ilişkileri yaklaşımına uygun olarak geliştirilmiştir.

Neo-Klasik yönetim teorisine temel kuramsal görüşleriyle katkıda bulunan düşünürler; Elton Mayo Hawthorne Araştırmaları, Douglas McGregor'un X ve Y Kuramları, George V. Homans'ın İnsan Grubu Yaklaşımı, Chris Argyris'in Olgunlaşma Kuramı, Rensis Likert'in Yönetim Sistemleri Yaklaşımı, Kurt Lewin'in Güç Alanı Analizidir. Bu teorisinin gelişmesine katkıda bulunan yazarlar psikoloji, sosyoloji, sosyal-psikoloji, antropoloji gibi çok değişik alanlardan gelmişlerdir. Bu nedenle neo-klasik teoriye katkı sağlayan düşünürlerin davranış bilimlerinden

³⁴ Göksel Ataman, **a.g.e.**, s.118.

³⁵ Nurullah Genç, **a.g.e.**, s.48.

³⁶ Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.225.

yetişmiş olmaları, bu yaklaşımın insan ilişkileri yaklaşımı olarak gelişmesini sağlamıştır³⁷.

1929 Dünya Ekonomik Krizi'yle birlikte firmalarda çeşitli örgüt sorunlarının artmasının bir sonucu olarak, klasik teorinin "etkinlik", "düzen", ve "rasyonellik" kavramlarının yönetim için yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Bu kavramların yerine Elton Mayo'nun Hawthorne araştırmalarının neticesinde neo-klasik düşüncesinin gelişmesiyle "insan unsurunun özellikleri", "motivasyon", "örgütsel davranış", "karara ve yönetime katılma", "iş tatmini" gibi insan merkezli bir yönetim anlayışı getirmiştir³⁸. Nitekim neo-klasik teori insan ilişkileri yaklaşımı, motivasyon, liderlik, grup davranışı ve haberleşme gibi mikro konularla, biçimsel ve biçimsel olmayan örgüt, sosyal ve teknik sistemler arasında etkileşim gibi makro konular üzerine eğilerek gelişip, örgütsel davranış yaklaşımı ve endüstriyel hümanizma hareketine dönüşmüştür³⁹.

Özetle Hawthorne araştırmaları, insanın bir makine olmadığını, faaliyetlerini belli kurallara bağlayarak verimin her zaman artırılamayacağını ve onun verimliliğinde bazı toplumsal ve psikolojik faktörlerin büyük ölçüde rol oynadığını ortaya koymuş ve verimliliğin artırılması için, işe değil işçiye, organizasyonun biçimsel yönüne önem verilmesi gerektiği görüşünü savunmuştur⁴⁰. Bu yaklaşım klasik teorinin ekonomik rasyonellik anlayışını esas almakla beraber buna yeni bir boyut, insan unsurunun tatmin olması boyutunu getirmiştir⁴¹.

McGregor'un X ve Y Kuramlarında, klasik yönetim kuramını özetleyerek X kuramı adını vermiştir. Daha sonra da bu teoriyi şiddetle eleştirerek ve tamamen farklı olarak karşıt görüşlere sahip Y teorisini önermiştir. McGregor, kendi zamanına kadar birçok bilinmeyen yönleri olan insan karmaşasını çözmüş, motive olmasını sağlayacak şartları aramaya yönelmiş ve beşeri ilişkiler kuramını ortaya atmıştır⁴².

³⁷ Göksel Ataman, **a.g.e.**, s.133.

³⁸ Nurullah Genç, **a.g.e.**, s.50.

³⁹ İsmail Efil, **a.g.e.**, s.57.

⁴⁰ Nurgün Ersan, **Yönetim Süreçleri ve Teorileri**, Ankara, Semih Matbaacılık, 1987, s.150.

⁴¹ Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.226.

⁴² Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.228-229.

Homans'ın İnsan Grubu Yaklaşımında, iş grupları arasındaki biçimsel olmayan güçlü bağlılığın nedenlerini araştırmış ve sosyal bir model geliştirmiştir. Bu model de faaliyetler, karşılıklı ilişkiler ve duygular olmak üzere üç ögenin, iş grubu içerisinde birbirleriyle sıkı ilişkileri vardır. Yine bu yaklaşımda örgütlerin psikolojik bir etkileşim sistemi içerisinde olduğu vurgulanmaktadır⁴³.

Argyris'in Olgunlaşma Kuramına göre, bireyle örgüt arasındaki psikolojik sorunları çözümlenerek, kişinin sorumluluk alanının artırılması, onu daha olgunlaştırmakta, hem kendisi ve hem de firma için yararlı faaliyetlerde bulunma olanağı vermektedir. Bu durumda bireyler geliştikçe olgun olmayan bir insan özelliğinden olgun insan özelliklerine doğru gelişirler⁴⁴.

Likert'in Yönetim Sistemleri Yaklaşımı, yönetim sistemlerinin 1'den 4'e kadar uzanan bir süreklilik içerisinde olduğunu açıklamıştır. Sistem 1; görev eğilimli, otoriter ve biçimsel bir yönetim şeklini temsil etmektedir. Sistem 4 ise, grup çalışmasına ve karşılıklı güvene dayanan ilişkilere eğilimli bir yönetim sistemidir. Sistem 2 ve 3 ise, bu iki ucun arasındaki orta aşamalıdır. Örgütün yönetim yapısı sistem 4'e ne kadar yakınsa o ölçüde yüksek ve sürekli bir verim sağlanacaktır⁴⁵.

Lewin'in Güç Alanı Analizi, birbirine zıt olan iki grup gücün çarpışma alanı olarak tanımlanmaktadır. Bu güçlerden birinci gruba giren sürükleyici güçler örgütsel güçleri örgütsel amaçlara yöneltici görev yaparlar. İkinci gruba giren kısıtlayıcı güçler, sürükleyici güçlerin etkilerini azaltan veya sınırlandıran güçlerdir⁴⁶.

Neo-klasik yaklaşıma katkıda bulunan düşünürlerin görüşleri açıklandıktan sonra yaklaşımın başlıca eksik yönü, küçük ve informel gruplar üzerinde, dolayısıyla bunlar arasındaki informel iletişimin üzerinde gereğinden çok durmuş, formel organizasyonu ve buradaki formel iletişimi ihmal etmiştir. Böylece örgütlerin sadece insan unsuru üzerinde durulmuş, onların rasyonel kurallara göre işleyen ekonomik ve

⁴³ Erol Eren, **a.g.e.**, s.44.

⁴⁴ İsmail Efil, **a.g.e.**, s.83.

⁴⁵ Erol Eren, **a.g.e.**, s.47.

⁴⁶ Erol Eren, **a.g.e.**, s.49.

teknik yapısı üzerinde durulmamıştır. Bununla beraber örgütlerin dış çevreyle etkileşimi formel iletişim sayesinde kurulabilir. Neo-klasik teoride de formel organizasyon ve çevre faktörleri arasındaki etkileşimler dikkate alınmamış ve kapalı sistem esasını benimsemiştir⁴⁷.

1.2.3. Vekâlet Teorisi

İlk olarak temelleri Adam Smith (1776) tarafından ortaya atılan bu teori, Berle ve Means (1932) tarafından derinlemesine incelenmiş, Jensen ve Meckling(1976) tarafından geliştirilerek akademik kitlelere ulaşmıştır.

Modern firma olgusunda, sahiplik ve yönetim yapısının değişmesi ve pay sahipliğinin çoğalması ile birlikte ortaklıklar oluşmaya başlamış, ticaretin büyük ölçülere ulaşmasının etkisiyle de büyüyen bu firmalarda sahiplik (mülkiyet)- kontrol ayrımı belirgin bir hale gelmiş böylece firmaların belirli mülkiyet sahibi grupları, ellerinde bulundurdukları yönetim hakkını vekâlet ilişkisi kurdukları yöneticilere devretmişlerdir⁴⁸. Bu durumda yöneticiler, kendi faydalarını en yüksek düzeye çıkarmak için çalışacak, etki ve ilgi alanı içerisinde bulunan çıkar gruplarını ihmal edecektir. Buna bağlı olarak firma sahipleri ile yöneticiler arasında çıkarlarının birbirinden farklılaşması nedeniyle çıkar çatışması yaşanacaktır. Bu durumda devamlılığını sürdürebilmesi için firmanın temel amacı, kâr maksimizasyonu ile birlikte çıkar gruplarının da memnuniyetini sağlamaya çalışmak olmalıdır⁴⁹.

Firma içi çıkar grupları ve firma dışı çıkar grupları olarak iki grubu ayrılan çıkar gruplarında firma içi çıkar grubu; firma sahipleri, yöneticiler ve personel, firma dışı çıkar gruplarında ise, tedarikçiler, meslek odaları, sendikalar, devlet, halk, rakipler, kamu kuruluşları, müşteriler ve borç verenler yer almaktadır⁵⁰.

⁴⁷ Nurullah Genç, **a.g.e.**, s.51-52.

⁴⁸ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, **İşletmelerde Stratejik Yönetim**, İstanbul, 3. baskı, Literatür Yayınları, 2006, s.427.

⁴⁹ Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet-Temsil-Problem ve Maliyetler”, **Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 51, Bahar 2004, s.110.

⁵⁰ Kemal Tosun, “Yönetim ve İşletme Politikası”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları**, Yayın No:232, 1990, s.16.

İktisatçılar tarafından uzun yıllar çıkar grupları içerisinde yer alan tüm organların ortak bir fayda sağlamak için çalışıldığı düşünülmesine rağmen çıkar çatışmalarının beraberinde ortaya çelişkili amaçlar çıktığı kabul edilmiş, yönetici ve firma sahipleri arasındaki bu çelişkiler vekâlet teorisi adı altında incelenmiştir⁵¹.

1.2.3.1. Vekâlet Teorisinin Kavramsal Çerçevesi

Vekâlet teorisinin ana hatlarını ilk kez geniş bir biçimde ortaya koyan ve firmayı bir sözleşmeler bütünü olarak gören Jensen ve Meckling'e göre sözleşme olarak vekâlet ilişkisi; bir veya birkaç kişinin/grubun (yetki veren), bir başka kişiyi/grubu (vekil), bazı kararlar almak üzere yetkilendirerek kendi yararına faaliyette bulundurmaya yönlendirmesidir⁵².

Vekâlet teorisi, amaçları ve çıkarları farklı iki kişinin (tarafın) birbiri ile yardımlaşma durumunda ortaya çıkan sorunları inceleyen bir yaklaşımdır. Esas itibariyle bu teori, iktisatçıların, yardımlaşma durumunda olan tarafların motivasyonları, birbirini kontrol etmeleri ve aralarındaki bilgi akışı konularını incelemesi ile gelişmeye başlamıştır⁵³.

İktisatçıların bakış açısına göre vekil kendi kişisel çıkarlarına göre motive olur, rasyonel davranır ve riskten kaçınır. Vekâlet veren, çeşitli özendirmelerle vekili motive edebilir. Eğer vekâlet veren vekilin davranışlarını değerlendirip, yönlendiremiyorsa aralarında çatışma başlayacaktır. Firmalarda sahiplik ve yöneticiliğin ayrılması ve yönetimin profesyonel yöneticilere geçmeye başlaması ile birlikte firma performansının kim tarafından, nasıl ve nereye kadar kontrol edilebileceği önemli bir sorun olarak belirmiştir. Amaca ulaştıracak işler konusunda “vekil” daha fazla bilgiye sahiptir. “Vekâlet veren”, çeşitli teşvik ve kontrol

⁵¹ Müge İşeri, “Anonim Şirketlerde Vekâlet Sorunu ve Bu Sorunun Çözümlemesinde Kullanılan Teknikler”, **Journal of İstanbul Kültür University**, Cilt: 1, Sayı: 2 Kasım 2002, s.77.

⁵² Michael C. Jensen, William A. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, **Harvard University The Journal of Financial Economics**, Vol: 3, No: 4, October 1976, p.309.

⁵³ Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.358.

önlemleri ile vekilin amaçlar doğrultusunda çalışmasını denetlemek isteyecektir. Bu sorunun nasıl çözüleceği vekâlet yaklaşımının uğraştığı konular arasındadır⁵⁴.

Vekâlet teorisi kendi içerisinde iki ayrı yönde gelişmektedir. Vekâlet veren-Vekil yaklaşımı ve Pozitivist Vekâlet yaklaşımıdır. Vekâlet veren-Vekil yaklaşımı; iki tarafın çıkarları arasında dengeyi ve işbirliğini sağlayacak optimal sözleşmeyle birlikte bir ilişki düzeni geliştirmekle ilgilidir. Pozitivist Vekâlet veya Kurumsal Kontrol yaklaşımı ise firma sahibiyle yöneticisi arasındaki amaç farklılıkları ve vekilin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesi ile temsil probleminin yanı sıra bu problemlerin çözümüne yönelik önlemleri de içerir⁵⁵.

Vekâlet teorisi; bilgi asimetrisi ve riske karşı farklı tutumlar olmak üzere sözleşmeyle kurulan bu ilişkinin doğurduğu iki sorunun incelenmesi ve çözümlenmesiyle ilgilenmektedir. Bilgi asimetrisi; yöneticilerin firma faaliyetleri hakkında hissedarlara oranla daha fazla bilgiye sahip olmasını ifade etmektedir. Vekâlet ilişkisinin getirdiği ikinci sorun ise, firma sahipleri ile yöneticilerin risk almaya karşı tutumlarının farklı olmasıdır⁵⁶.

Modern firma olgusuyla birlikte firmalarda vekâlet ilişkisi, sadece mülkiyeti elinde bulunduran pay sahipleri ile onların vekili olan üst yöneticiler arasında bulunmamaktadır. Örgüt yapılarında vekâlet ilişkisi; firma sahipleri, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler vb. gibi olmak üzere farklı kesimlerdeki firma çıkar grupları arasındaki sözleşmelerden oluşmaktadır.

Organizasyon teorisi açısından bakılırsa, vekâlet veren olarak hissedar (sahip), vekil olarak yönetici veya vekâlet veren olarak üst yönetici, vekil olarak ast (çalışan), müşteri-satıcı ele alınabilir⁵⁷.

Vekâlet ilişkisi; halka açık anonim ortaklıklarda ortaklar (hissedarlar) ile yöneticiler arasında çok sıkı bir şekilde görülür. Şahıs ortaklıkları ve dışa kapalı aile

⁵⁴ Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.359.

⁵⁵ Göksel Ataman, **a.g.e.**, s.227. ve Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.359-360.

⁵⁶ Burak Koçer, **İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları: İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Araştırma**, Ankara, SPK Yayını, Yayın No: 201, 2006, s.12-13.

⁵⁷ Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.359.

ortalıklarında temsil ilişkisinden söz edilemez. Çünkü firmanın sahibi ve yöneticisi aynı kişidir⁵⁸.

Vekâlet teorisine yöneltilen eleştiriler ise; teorinin dayandığı çok sayıda gizli varsayımların çoğalmasıyla pratik hayatta geçerli olabilmesi için yerine getirilmesi gereken koşulların sayısının arttığı ve insan davranışlarının fazla basite indirildiğidir. Sadece kişisel çıkarla motive olma varsayımının insan davranışlarındaki karmaşıklığı açıklamada yetersiz olduğu, firmanın hissedarların amaçları doğrultusunda yönetilmesi gerektiğini savunurken bütün hissedarların amaçlarının örtüştüğünü varsaymasıdır⁵⁹.

1.2.3.2. Vekâlet Problemleri

Büyük ve halka açık anonim şirketlerde; sahiplik ve yönetim yapısının ayrılması üzerine, firmanın amaçlarına ulaşmak için göstereceği faaliyetlerinin yürütülebilmesini sağlayacak biçimde firma sahipleri veya borç verenler tarafından yönetim haklarının yöneticilere devredilmesi gerekliliği ortaya çıkar⁶⁰.

Firmanın mülkiyeti ile yönetiminin farklı kişilerde olması ise, bazı sorunları da beraberinde getirmektedir. Her ne kadar firma nakit akışlarının dağıtımı; yönetici, firma sahipleri ve borç verenler arasında yapılan anlaşmalarla belirleniyorsa da, çıkar gruplarından birine yönelik nakit akışı, diğer çıkar gruplarının davranışlarından etkilenecektir⁶¹. Diğer taraftan farklı bilgilenme düzeyi ve risk paylaşımında farklılıklar olması durumunda çıkar grupları arasında oluşacak çatışmalar vekâlet sorununa yol açacaktır. Bir diğer ifadeyle, çıkarlarını direkt olarak ilgilendiren ve firma sermaye yapısını etkileyebilecek politikaları, vekillerin yetki verenlere maliyet

⁵⁸ Göksel Ataman, **a.g.e.**, s.226.

⁵⁹ Burak Koçer, **a.g.e.**, s.18-19.

⁶⁰ Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims", **Journal of Law and Economics**, Vol: 26, No: 2, June 1983, p.328.

⁶¹ Tuncay Turan Turaboğlu, "Vekâlet Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi", **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 4, 2003

yükleyen davranışlarını kendi lehlerine oluşturmaya çalışması ve birbirlerine duydukları güvensizlik nedeniyle vekâlet problemleri ortaya çıkacaktır⁶².

Vekâlet problemlerinde, yöneticilerden kaynaklanan vekâlet problemi, firma sahiplerinden kaynaklanan vekâlet problemi son olarak da borç verenlerden kaynaklanan vekâlet problemi olarak üç farklı durum söz konusudur.

1.2.3.2.1. Yöneticilerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri

Yöneticilerin, firma sahipleri ve borç verenlerin öngörmedikleri biçimde hareket ederek yol açtıkları problemler belirli başlıklar altında sıralanabilir:

a. Aldatma-Kaytarma: Bilgi asimetrisi olarak da ifade edilen farklı bilgilenme düzeylerinin zıt seçimlere yol açması firma üzerinde olumsuz sonuçlara neden olacaktır. Firmanın ekonomik durumu hakkında daha fazla bilgiye sahip olan yöneticiler, kendi çıkarlarını maksimize etmek uğruna yetki verenleri bilgilendirmek amacıyla, firmanın durumunu iyi veya kötü göstermek üzere hesaplar üzerinde değişiklik yapabilir ve bazı bilgileri piyasadan gizleyebilirler. Dolayısıyla denilebilir ki ahlaki tehlike sınıfına giren aldatma, finansal piyasalarda yöneticiler, kötü kararlarının sonuçlarına katlanamayabileceklerini düşündüklerinde ortaya çıkar⁶³.

b. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması: Yöneticiler ve firma yönetiminde söz sahibi olan hissedarlar, kendilerine yönelik getiriler arttıkça temettü ödemelerine sıcak bakmamaya başlarlar. Bu durumda firmanın tüm nakit akışları, yönetimce tüketilen imtiyazlara ve daha az riskli ama bir o kadar da daha düşük getirili yatırımlara kayabilir⁶⁴. Faydalarını serbest nakit akışlarının tutarıyla bütünleştirmiş olan yöneticilerin, bunu azaltacak yatırım harcamaları ve yatırımın getirileriyle finanse edilecek borç ve kâr payı ödemelerine sıcak bakmamaları, onları kârlı yatırım fırsatlarından yararlanmamaya iter⁶⁵.

⁶² Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet-Temsil-Problem ve Maliyetler”, s.112.

⁶³ Murat Ertuğrul, “Asimetrik Bilginin Hissedar Değerine Etkisi”, **Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri**, Ed: Nurhan Aydın, Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2009, s.85-86.

⁶⁴ Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi”, s.y.

⁶⁵ Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet-Temsil-Problem ve Maliyetler”, s.113.

c. Varlık İkametine Gidilmesi: Yöneticilerin kendi faydalarını maksimize etmenin tek yolu olarak firmayı görmeleri durumunda risk paylaşımında çıkar gruplarının lehine hareket etmeyeceklerdir. Nitekim firma aleyhine gelişen nakit akışında zorluğa düşme, iflas etme gibi olumsuz bir durumla karşılaşıldığında yöneticiler işlerini ve hisse senetlerine bağlı tanınmış bir takım haklarını kaybetme endişesi duyarlar. Bu nedenlerle risk paylaşımında yaşanan belirsizliklerden dolayı yöneticiler düşük getirili ancak daha az riskli projeleri seçebilir. Dolayısıyla firma varlıklarının değerinin düşmesini kapsayan bu durum, varlık ikamesi probleminin özünü oluşturur⁶⁶.

d. Finansman Kaynaklarının Seçiminde Yanlış Tercihlerde Bulunulması: Yöneticilerden kaynaklanan problemlerden bir diğeri olan bu problemde esas sorun, yeni projelerin finansmanında yöneticilerin önünde, otofinansman, yeni hisse senedi ihraç etmek ve borçlanma olmak üzere başlıca üç alternatif yöntemin seçiminde yanlış tercihlerde bulunulmasıdır. Fakat her zaman bu saydığımız üç yöntemden her biri kolay ulaşılır olmamaktadır. Firma sahiplerinin kâr dağıtımında oldukça yüksek kâr payı istemeleri firmanın yatırım kaynaklarını azaltmaktadır. Bu sebepten ötürü yöneticiler, finansman teminde borçlanmaya gitmek zorunda kalırlar. Bunun yetersiz kalması üzerine hisse senedi ihracı yoluna gidildiğinde hissedar ile yönetici arasında çıkar çatışması çıkabilmektedir⁶⁷.

e. Firma El Değiştirmelerinde Yetki Verenlerin Zararına Hareket Edilmesi: İşletme piyasa değeriyle, iyi bir ürün ile yaygın bir itibara sahip olmakla birlikte, uygunsuz finansal politikalar ve yönetim hataları yüzünden, kârları ve hisse senedi başına değeri hızla azalır, serbest nakit akışlarının yönetici çıkarları için kullanıldığı firmalar kolaylıkla ele geçirilebilirler⁶⁸.

Yine yöneticiler işlerini kaybetme korkusuyla veya borçlanarak satın alınan özel bir biçimi olan ve yönetimce satın alma olarak adlandırılan işlem öncesinde, firma hakkında daha çok bilgiye sahiptir ve bu bilgiyi gizli tutup kendi çıkarlarına

⁶⁶ Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi”, s.y.

⁶⁷ Keyfilik Yerine Kurumsallaşma III, **Vekâlet İlişkisi Çeşitleri**, t.y.

(Erişim) <http://www.ingilizcefinans.com/?id=634&kid=3&sfl=1> (04.12.2010)

⁶⁸ Müge İşeri, **a.g.m.**, s.79.

kullanır. Bu durumda yöneticiler, hissedarların zararına olacak biçimde firma düşük faizli borç ihraç ederek veya hisse senetlerinin değerini kasıtlı olarak düşürerek, firmayı daha düşük maliyetle ellerinde olmasını sağlarlar⁶⁹.

f. Tünelleme/Hortumlama: Yöneticilerden kaynaklanan vekâlet problemlerinde son olarak yöneticilerin, firma varlıklarını veya temettü ödemesi yapmaksızın kârlarını kendi yararlarına firma dışına çıkardıklarını belirtmişlerdir. Nitekim azınlıktaki pay sahiplerinin haklarını zedeleyici işlemlerle herhangi bir varlık koymaksızın firmadaki payını artırabilir⁷⁰.

Burada açıklanması gereken diğer bir sorun da içeriden öğrenenlerin ticareti meselesidir. Bu sorun özetle, firmanın stratejik kararlarında yer alan yöneticilere ve diğer firma çalışanlarına kısıt getirilmez ise firmanın mali yapısı, yatırım planları gibi birçok konuda bilgiye sahip olabilirler. Bu bilgilere ulaşan yöneticiler olumlu veya olumsuz haberlerin piyasada duyulmasından önce usulsüz hisse senedi ticareti yaparak anormal kazançlar sağlayabilirler⁷¹.

1.2.3.2.2. Firma Sahiplerinden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri

Firma sahiplerinin, gerek yöneticiler ve gerekse de borç verenlerin zararına olacak biçimde yol açtıkları problemler belirli başlıklar altında toplanabilir:

a. Firmanın Zararına Olacak Şekilde Temettü Ödenmesi: Bir firmada geniş nakit rezervleri ve az sayıda iyi yatırım projesi varsa, firmanın hissedarları eldeki nakdin temettü olarak ödenmesini veya yeni hisse almayı isteyeceklerdir. Hâlbuki tahvil sahipleri de firmanın nakdi tutmasını ister çünkü bu para riski azaltmak için borç ödemelerinde kullanılır. Bazı durumlarda temettü ödemeleri öyle bir miktara ulaşır ki firmanın borcu ödeyememe riski oldukça artar ve tahvil değeri düşer. Bunun yanında temettü ödemeleri de firmaya ayrı bir işlem maliyeti yükleyecektir. Tahvil

⁶⁹ Ali Ata ve Yusuf Ağ, "Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı:11, 2010, s.47.

⁷⁰ Ümit Can Güvençer, **Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa, 2008, s.44.

⁷¹Keyfilik Yerine Kurumsallaşma III, **Vekâlet İlişkisi Çeşitleri**, t.y. (Erişim) <http://www.ingilizcefinans.com/?id=634&kid=3&sfl=1> (07.12.2010)

sahipleri para kayıplarını karşı korunmak için yeni yatırımlardaki temettü artış oranlarını veya kâr payı ödemelerini kazancın belli bir oranıyla sınırlandırabilir⁷².

b. Hakların Sınırlandırılması: Yöneticilerin yetkileri ve hakları (maaş ve imtiyazlar) sınırlandırıldığında kendilerinden beklenen performansı gösteremeyebilirler. Burada açıklanması gereken diğer bir sorunda, sınırlı sorumluluk ilkesiyle hareket eden firma sahiplerinin borç verenlerden sağlanan kaynaklarla yüksek risk-yüksek getirilere sahip projelerin kabul edilmesi yönünde yöneticileri teşvik ederek borç verenlerden kendilerine refah artışı sağlayabilir⁷³.

c. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması: Firma sahipleri, kârlı yatırım fırsatlarını temsil eden pozitif net bugünkü değeri yüksek projeleri reddedebilir. Diğer bir yönden, firma kârının temettü olarak ödenmeyip yatırım projelerinin finansmanında kullanılabilir. Bu durumda yüksek risk getiren bu projelerin maksimum getiriyi elde ettiğinde, tahvil sahiplerine sabit bir getiri sağlamakta büyük bir bölümü ise firma sahiplerine gitmektedir. Ancak proje beklenen getiriyi sağlamadığı takdirde firma sahipleri, elde edilen nakit akışlarını borç geri ödemesi olarak tahvil sahiplerine veya kâr payı ödemesi olarak firmaya ortak olan yeni firma sahiplerine transfer edilmesinin, kendi getirilerini azaltacağını düşünmelerinden bu projeleri reddedebilirler⁷⁴.

d. Varlık İkamesine Gidilmesi: Riskten kaçınan veya yüksek getirili projelerden kaynaklanacak getirilerin borç geri ödemesi olarak tahvil sahiplerine ve yöneticilerin menfaatlerine yarayacağını düşünen firma sahiplerinin, firma varlıklarını yüksek risk-yüksek getirili yatırımlardan düşük risk-düşük getirili yatırımlara kaydırmasıdır⁷⁵.

⁷² Müge İşeri, **a.g.m.**, s.81.

⁷³ Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet-Temsil-Problem ve Maliyetler”, s.116.

⁷⁴ Tuncay Turan Turaboğlu, **a.g.m.**, s.116 ve Müge İşeri, **a.g.m.**, s.83.

⁷⁵ Michael Jensen and Clifford Smith, “Stockholders, Managers and Creditor Interests: Applications of Agency Theory”, **Recent Advances in Corporate Finance**, Derl: E.I. Altman, M.G. Subrahmanyam, (Homewood, IL: Irwin), 1985, p.111, (Aktaran: Tuncay Turan Turaboğlu, **a.g.m.**, s.117.)

1.2.3.2.3. Borç Verenlerden Kaynaklanan Vekâlet Problemleri

Firma çıkar gruplarından borç verenlerin kendi çıkarlarını gözetmeleri sonucu ortaya çıkan problemler belirli başlıklar altında sıralanabilir:

a. Hakların Sınırlandırılması: Borç verenlerin firma ile yaptıkları borç sözleşmelerinde çeşitli kısıtlamalarla firma sahiplerine ve yöneticilere karşı kendilerini güvence altına almaktadırlar⁷⁶. Böylece yöneticilerin maaş ve imtiyazlarının azaltılması, kâr payı ödenmemesi veya sınırlandırılması ve pozitif getiriye sahip bazı yatırımlara gidilmemesi yönünde hükümler koydurarak bunların yerine getirilip getirilmediğini izlemeleri, yönetici ve firma sahiplerinin getirilerinin negatif yönde etkilenmesine yol açmaktadır⁷⁷. Eğer borç verenler, firmanın kendilerinden söz konusu şekilde yararlandığına inanırlarsa, o firmayla ilişkiyi kesmekte veya artan riski karşılamak için normalden daha yüksek bir faiz oranı talep etmektedirler⁷⁸.

b. Kârlı Yatırım Fırsatlarından Yararlanılmaması: Yatırımın risk düzeyi arttıkça tahvil sahibi ve borç verenlerin getirisi azalır. Tahvil sahibinin kaybı hissedarın getirisidir. Çünkü tahvil sahiplerinin kaybı da firmanın öz sermaye değerini artırır. Tahvil sahipleri ve firmaya borç verenlerde yüksek riske karşı kendilerini korumak için firma yatırımlarının riskliliğini artırıcı kararlara sınırlamalar koyarlar. Firmaya kaynak aktarımında bulunan borç verenlerin bu davranışları, net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapılamamasıyla sonuçlanabilir⁷⁹.

c. Kısa Vadeli Yatırımlara Yönelme Problemi: Borçlanma, yöneticileri uzun vadeli kârlı yatırım projelerine girmektense daha çabuk ödeme bekledikleri kısa vadeli düşük net bugünkü değerli projelere girmeye yöneltir⁸⁰.

⁷⁶ Müge İşeri, **a.g.m.**, s.84.

⁷⁷ Tuncay Turan Turaboğlu, **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2002, s.45.

⁷⁸ Müge İşeri, **a.g.m.**, s.84.

⁷⁹ Müge İşeri, **a.g.m.**, s.80.

⁸⁰ Ümit Can Güvençer, **a.g.e.**, s.46.

d. Firmanın Tasfiye Edilmesi: Firma sahipleri, tahvil sahiplerine göre sınırlı sorumluluk, temettü ödemeleri ve sermaye kazancı gibi önemli sayılabilecek bazı avantajlara sahiptirler. Buna göre hissedarlar, tahvil sahiplerinden sağlanan kaynakların kullanılarak firmanın daha fazla risk üstlenmesini önemsemezler⁸¹. Nitekim firma borç ödeyemez duruma geldiği takdirde borç verenler, firma ile borçların ertelenmesi veya yeni ödeme cetvellerinin oluşturulmasına ilişkin anlaşmaya varamayabilirler. Sonuç olarak; borç verenler, firmanın varlıklarının satılarak alacaklarını tahsil etmek isteyebilirler. Firmanın tasfiyesi olarak adlandırılan bu durumda, firmanın varlıkları satılarak elde edilen gelire; borç ödemeleri, müşterilerden alınan depozitolar, vergi borçları, çalışanların maaşları, mahkeme ve avukat masrafları ödendikten sonra geri kalan tutar hisse senedi sahipleri arasında paylaştırılarak firmanın hukuki varlığı sona erdirilir. Yine bu durumda en yüksek maliyete hisse senedi sahipleri katlanmaktadır⁸².

1.2.3.3. Vekâlet Maliyetleri

Kendileri de maliyet içeren vekâlet maliyetleri; yöneticiler, hissedarlar ve borç verenlerden oluşan ve birbirleriyle ilişkilerinde, vekil ve yetki veren konumuna sahip firma çıkar gruplarının, öncelikle kendi faydalarını maksimize etmeye çalışmalarından kaynaklanmaktadır⁸³.

Firma sahibinin yöneticiye karar verme yetkisini devretmesi neticesinde imzalanan sözleşmeden dolayı sözleşme tarafları arasında bilgi farklılıkları ve belirsizliklerden ötürü yöneticiler ve diğer çalışanlar firma sahiplerinin zenginliğini arttıracak çalışmalar dışında başka işlerle ilgilenirler. Buna göre; bireysel değer maksimizasyonunu amaç edinen firma sahibi ile kendi çıkarını ön planda tutan yönetici arasında meydana gelen çıkar çatışmaları vekâlet maliyetlerinin doğuşuna zemin hazırlar⁸⁴.

⁸¹ Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi”, s.y.

⁸² Tuncay Turan Turaboğlu, **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, s.46.

⁸³ Michael C. Jensen, William A. Meckling, **a.g.m.**, p.309.

⁸⁴ Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet-Temsil-Problem ve Maliyetler”, s.118.

Vekâlet ilişkisinde vekilin vekâlet verenin lehine optimal kararlar vereceğini belirlemek sıfır maliyetle mümkün olmamaktadır. Bu noktada kaynakların optimal kullanımı ve firma huzurunu sağlamak gerekçesiyle, çıkar gruplarının önceliklerine ulaşma isteklerinden kaynaklanan problemlerin azaltılmasına çalışmak ve bazı düzenlemelerle bu çabanın getirdiği maliyetlere katlanmak kaçınılmaz olacaktır⁸⁵.

Söz konusu problemler firma sahipleri ile yönetici arasında kurulan ilişki sonucunda içsel ve dışsal kaynaklı olabilen düzenlemeler sonrasında denetleme ve sözleşme maliyetleri ile söz konusu maliyetlere katlanılmakla birlikte firma değerinde meydana gelen azalıştan kaynaklanan artık zarar/önlenemeyen kayıpların toplamı vekâlet maliyetlerini oluşturur⁸⁶.

Vekâlet maliyetleri; vekâlet veren tarafından katlanılan denetleme maliyetleri, vekil tarafından yüklenilen sözleşme maliyetleri ve hem vekâlet veren hem de vekil tarafından üstlenilen artık zarar/önlenemeyen kayıp biçiminde sınıflandırılmıştır⁸⁷.

1.2.3.3.1. Denetleme Maliyeti

Vekâlet ilişkisi sonucunda oluşan yöneticilerin firma faaliyetleri hakkında hisse senedi sahiplerine oranla daha fazla bilgiye sahip olmasına bağlı olarak, hissedarlar yöneticilerle ilgili kararları kısıtlı rasyonellik koşulu altında vermektedir. Bu durum bilgi asimetrisi azaltılmadığı sürece, vekillerin kendi çıkarlarına yönelik faaliyetlerde bulunmalarını önlemenin daha da güçleşeceğini belirtmektedir⁸⁸. Dolayısıyla, firma sahiplerinin kazançlarını daha yüksek seviyeye çıkartabilmek için yöneticilerin davranışları finansal uzmanlar tarafından denetlenecektir⁸⁹.

Nitekim hissedarlar tarafından, yöneticilerin firmanın gelirlerini artırmaya yönelik olmayan faaliyetlerini denetim altında tutmak için bir takım mekanizmalar kurulması gerekmektedir. Ek yönetim kademeleri, maliyet muhasebesi, bütçeleme

⁸⁵ Ümit Can Güvençer, **a.g.e.**, s.52.

⁸⁶ Michael C. Jensen, William A. Meckling, **a.g.m.**, p.5, 309.

⁸⁷ Michael C. Jensen, William A. Meckling, **a.g.m.**, p.310.

⁸⁸ Burak Koçer, **a.g.e.**, s.16.

⁸⁹ Müge İşeri, **a.g.m.**, s.83.

sistemleri, çeşitli raporlama sistemleri ve yönetim kurulları gibi araçlar bu denetleme mekanizmalarını temsil etmektedir⁹⁰. Bu denetleme mekanizmalarının sebep olduğu ve hissedar tarafından üstlenilen maliyetlerin toplamına denetleme maliyeti denir.

Yöneticilerin kendi faydalarını maksimize etme güdüsüyle hareket etmesini kısıtlamak için, hissedarların yönetici üzerindeki gözlem ve kontrollerini artırmaları, bütçe kısıtlamaları ve teşvik prim sistemleri oluşturulması, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekâlet çatışmalarını azaltarak firma değerini artıracaktır⁹¹.

1.2.3.3.2. Sözleşme Maliyeti

Sözleşme maliyetleri, yöneticiler (vekiller) tarafından yüklenilen maliyetlerdir. Sözleşme maliyetleri yöneticilerin hissedarlara zarar verecek faaliyetlerde bulunmayacaklarını, bulunurlarsa bu zararları telafi etmek için ne gibi yaptırımlar üstleneceklerini belirten sözleşmelerin getirdiği maliyetlerdir⁹². Bunlar her zaman finansal olmayabilir bazen pay sahiplerine fazladan bilgi vermeyi de içerebilirler.

Her ne kadar denetleme maliyetlerinin yetki verenler tarafından üstlenildiği söyleniyorsa da, gerçekte yetki verenlerce üstlenilen bu faaliyetlerin yürütülmesidir. Çünkü denetleme maliyetlerini; borç verenler yönetici ve hisse senedi sahiplerine, hisse senedi sahipleri de yöneticilere yüklemektedir. Bu açıdan bakıldığında, sözleşme yapılması, haklarını azaltan denetleme maliyetlerini yüklenmelerini önleyeceğinden vekiller açısından yararlıdır⁹³.

1.2.3.3.3. Artık Zarar/Önlenemeyen Kayıplar

Her vekâlet ilişkisinde teorik olarak, hissedar denetleme maliyeti, yönetici ise sözleşme maliyeti yüklenir. Denetleme ve sözleşme maliyetlerine katlanılsa da,

⁹⁰ Burak Koçer, **a.g.e.**, s.16.

⁹¹ Ümit Can Güvençer, **a.g.e.**, s.53.

⁹² Michael C. Jensen, William A. Meckling, **a.g.m.**, p.309.

⁹³ Tuncay Turan Turaboğlu, “Vekâlet-Temsil-Problem ve Maliyetler”, s.120.

önlenemeyen birtakım maliyetler ortaya çıkar. Nitekim mülkiyet ve kontrol ayrımının söz konusu olmadığı durumlar ile yöneticinin hissedarın çıkarını en üst düzeye çıkarmak için aldığı kararlar arasında bir farklılık olacaktır. Bu durumda hissedar namına verilecek optimal kararlar yöneticinin kararı arasındaki sapma nedeniyle doğan maliyetlerde vekâlet maliyetinin bir unsurudur. Vekâlet maliyetinin bu son unsuru artık zarar olarak adlandırılır⁹⁴.

Yöneticiler, düşük riskli projelere girmeyi taahhüt ederek borç veren veya tahvil sahiplerinden borç alır ve aldığı borcu daha yüksek riskli ve getirili projelere yatırırlarsa, bu durumu fark edemeyen borç veren veya tahvil sahiplerinden kendilerine refah transferi sağlamış olurlar. Yüksek riskli projelere girilerek, beklenen getirinin elde edilememesi durumunda ise, aradaki fark kadar refah kaybı olacaktır ve bu kayıp da artık zarar/önlenemeyen kayıp olarak tanımlanmaktadır⁹⁵.

1.2.4. Paydaşlık Teorisi

Firmanın canlı bir varlık olarak devamlılığını sürdürmesi sonucunda meşru çıkarları olan başka gruplara karşı sorumluluklarının neler olduğu bir hayli tartışma konusu olmuştur. Bunun üzerine, Edward Freeman 1984 yılında yayımladığı klasik çalışmasıyla *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (Stratejik Yönetim: Paydaş Yaklaşımı) adlı eserinde literatürde oldukça geniş bir yer tutan Paydaşlık teorisi olarak anılan yeni bir yaklaşım geliştirmiştir⁹⁶.

Paydaşlık teorisine temel teşkil eden Freeman (1984)'a göre paydaş kavramı; örgüt amaçlarının gerçekleştirilmesini etkileyebilen veya bu amaçların gerçekleştirilmesinden etkilenebilen birey veya grup olarak tanımlanmıştır⁹⁷. Nitekim paydaş kavramının altında yatan etken, firmaların çok büyük olduğu ve toplum üzerindeki etkilerinin yaygınlaştığı, bu nedenle de firmaların hissedarlar

⁹⁴ Michael C. Jensen, William A. Meckling, *a.g.m.*, p.309.

⁹⁵ Ümit Can Güvençer, *a.g.e.*, s.57.

⁹⁶ Burak Koçer, *a.g.e.*, s.21.

⁹⁷ R. Edward Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman/Ballinger, 1984, p.25. (Aktaran: Ozan Ali Suyolcu, *Yönetişim Mekanizmalarının Kurumsal Açıklamalar ve Finansal Raporlama Üzerindeki Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2006, s.31.)

dışında geniş bir topluluğa karşı hesap verme sorumluluğu üstlenmeleri gerekliliğidir.

Firmanın paydaşları ile olan etkileşimi üzerine inşa edilmiş paydaş teorisi üç genel araştırma akımının birleşmesi sonucu olmuştur. İlk araştırma akımı paydaşların kim oldukları, nasıl belirlendiklerini ve ne tür sınıflara ayrıldıklarını araştırmakta ve “Firmanın paydaşları kimlerdir?” sorusuna yanıt aramaktadır. İkinci araştırma akımı “Paydaşlar firmadan ne istemektedirler, amaçları nedir?” sorusunu yanıtlamak amacıyla paydaşların çıkarları üzerine odaklanmıştır. Üçüncü araştırma akımı ise “Paydaşlar amaçlarına ulaşabilmek için nasıl davranmakta ve bu davranışları firmaları nasıl etkilemektedir?” sorusunu yanıtlamaya çalışmış, firma yöneticilerinin paydaşların etkilerine karşı verdikleri yanıtları ve bunlara ilişkin geliştirdikleri stratejileri de içerecek şekilde incelenmiştir⁹⁸.

Paydaşlık teorisinin önerdiği firma modelinde, klasik girdi-çıktı bakış açısına dayanan modelden farklı olarak firmanın varlığında sadece ekonomik olarak değil başka şekillerde etkilenen gruplara da yer verilmektedir⁹⁹. Bu bakımdan paydaşlık teorisini daha iyi anlayabilmek için firmanın iç ve dış çevresinde paydaşlar arasında çatışmalara neden olan “çıkar sahipleri”ni daha yakından tanımak gereklidir. Firmanın örgüt yapısında kendi iç çevresi denildiğinde bundan firma sahip ve yöneticilerinin, çalışanların, organizasyon kültürünün analiz edilmesi anlaşılır. Faaliyet çevresi ise firmanın faaliyet bulunduğu sektörde ilişkide bulunduğu kişi ve kurumları (müşteriler, tedarikçiler, rakip firmalar, kamu yönetimi vs.) kapsar. Dış çevre ise firmanın kendi iç çevresi ve faaliyet çevresi dışında kalan alanı kapsar. Makro ekonomik ortam, uluslararası çevre, kültürel çevre, teknolojik çevre, demografik çevre dışsal çevrenin kapsamına girer. Diğer bir ifadeyle iç ve dış çevreyi iç ve dış paydaş olarak da tanımlanabilir. Ancak, paydaşları tanımlamak için kesin kriterler yoktur. Bir firmanın faaliyetlerinden doğrudan ve/veya dolaylı olarak etkilenen tüm kesimleri “paydaş” olarak değerlendirmek mümkündür¹⁰⁰.

⁹⁸ Jeff Frooman, “Stakeholder Influence Strategies”, *Academy of Management Review*, Vol: 24, No:2, 1999, p.191. (Aktaran: Ozan Ali Suyolcu, **a.g.e.**, s.32.)

⁹⁹ Burak Koçer, **a.g.e.**, s.21.

¹⁰⁰ Coşkun Can Aktan ve Deniz Börü, **Önemli Bir Tanımlama Ögesi: Paydaşlar**, t.y., (Erişim) www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-sosyalsorum/kurumsal-sosyal/paydaslar.htm (20.11.2010)

Freeman (1984)'a göre, firma dışı gruplarla ne kadar güçlü ilişkiler olursa, ortak hedeflerin gerçekleştirilmesi o kadar kolaylaşacak, aksi halde ilişkiler kötüleştikçe ortak hedeflere ulaşılması zorlaşacaktır. Bu yaklaşım paydaş teorisinin temel önermesini oluşturmaktadır. Paydaş teorisi öncelikle bir stratejik yönetim kavramıdır. Paydaş teorisinin amacı rekabet avantajı geliştirmek için organizasyonun iç ve dış çevresi ile olan ilişkilerini güçlendirmesine yardımcı olmaktır¹⁰¹.

Nitekim firma faaliyetleri üzerinde tüm paydaşların söz hakkı olması ve firmanın sadece hissedarların değil bütün paydaşların çıkarları doğrultusunda yönetilmesi iyi bir yönetim yapısının gereği olarak da görülmektedir. Bu durumda yöneticiler, iç çevreyle birlikte faaliyet ve dış çevrenin de vekili olarak görev yapmakta ve sorumluluğu tüm paydaşları kapsayacak şekilde genişlemektedir.

Paydaşlık teorisine getirilen eleştiriler ise; yöneticilerin hem bir paydaş grubu olması hem de çeşitli paydaş gruplarının çıkarları arasındaki dengeyi kurmakla yükümlü kişiler olmasıdır. Diğer yünden paydaş gruplarının net bir şekilde belirlenememesi ve bu grupların farklı ve çoğunlukla çatışan çıkarları arasındaki dengenin nasıl sağlanacağına açıklanamamasıdır. Herkes paydaş olarak tanımlandığında ve bunların her birine belli oranda katılım olanağı verildiğinde ise, bu çıkarlardan hangisinin diğerlerine göre öncelikli olduğuna dair bir çözüm önerisi getirilememiştir¹⁰².

1.2.5. Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Kaynak bağımlılığı teorisini temel alan yaklaşım, 1967 yılında James Thompson ile ortaya atılmış ve daha sonrasında Aldrich, Pfeffer ve Salancik'in çalışmalarlarıyla geliştirilmiştir.

Günümüzde yoğun rekabet ortamında firmalar kendi faaliyetlerini devam ettirebilmek ve mal/hizmet üretebilmek için enerji, bilgi, yetenek, beceri, işgücü, para, sermaye, toprak gibi pek çok kaynağa ihtiyaç duyduklarından ötürü gittikçe

¹⁰¹ Coşkun Can Aktan ve Deniz Börü, **a.g.e.**, s.y.

¹⁰² Burak Koçer, **a.g.e.**, s.25-26.

daha fazla çevrelerine bağımlı olmaktadır. İşletmelerin buldukları çevrelerinde yerine getirmeleri gereken faaliyetlerinin gerektirdiği kaynaklara bağımlılık derecesi ise kaynak bağımlılığı yaklaşımı olarak ifade edilmektedir¹⁰³.

Kaynak bağımlılığı yaklaşımında iki temel tez vardır. Birincisi örgütlerin makro perspektifte ne yaptıklarının sadece kendi amaçlarına veya yöneticilerinin ne düşündüğüne göre değil de, çevrenin oluşturduğu kısıt ve baskılara bağımlı olduğu, ikincisinde de örgütlerin kendi bünyesinde de gücün önemli bir rol oynadığı ve karar alma süreçlerinin siyasi bir nitelik taşıdığıdır¹⁰⁴.

İşletme ile çevresi arasındaki bu bağımlılık ve etkileşim dış çevrenin değişim hızına, belirsizlik ve karmaşıklık derecesine göre ve ilgili çevrenin kapasitesine göre değişiklik gösterecektir. Bu açıdan kaynak bağımlılığı yaklaşımı, hem örgüt-çevre etkileşiminin düzenlenmesi hem de sistem anlayışına ilişkin olarak çevreye uyumun ön planda olduğu bir yaklaşımdır¹⁰⁵.

Kaynak bağımlılığı yaklaşımı açık sistem anlayışını esas almaktadır. Bu yaklaşım, firmaların yaşamlarını sürdürebilmeleri için, kendi yapı ve davranışları ile diğer firmalar arasındaki ilişkiler ve onların davranışları üzerinde durmaktadır¹⁰⁶.

Kaynak bağımlılığı teorisinde firmalar kendilerinde olmayan kaynakları diğer firmalardan sağlayabilir. Bu nedenle firmanın diğer firmalardan sağladığı stratejik kaynaklara olan ihtiyacı, işbirliğinin en önemli sebeplerinden biri sayılabilir. Kaynak bağımlılığı teorisi de bu bağımlılığın ve bu sayede gerçekleşen işbirliğinin yönetimi ile ilgilidir. Eğer firma rekabette avantaj sağlayacak ek kaynakları, pazardaki işlemleri ve değişimleri neticesinde elde edemiyor, firma içinde kabul edilebilir bir maliyetle (risk) ve zamanla geliştiremiyor ise ittifaklar oluşmaktadır. Bu teoriye göre ittifaklar, bir firmanın bireysel olarak yaratamayacağı değer yaratmaya yönelik

¹⁰³ Pfeffer, J. ve Salancik, S. R., **The external control of organizations: A Resource Dependence Perspective**, New York, Harper ve Row, 1978. (Aktaran: Gürhan Uysal ve İsa İpçioğlu, “Kaynak Bağımlılığı Teorisi’nin Kritik Bir Unsuru Olarak Kaynak Belirsizliği ve Müşteri-Tedarikçi Arasındaki İlişkisel Değişime Etkisi”, **Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:15, Sayı:2, 2008, s.50.)

¹⁰⁴ Pfeffer, J. ve Salancik, S. R., **a.g.e.**, p.24.

¹⁰⁵ Göksel Ataman, **a.g.e.**, s.222.

¹⁰⁶ Tamer Koçer, **a.g.e.**, s.355.

kaynaklar dizisini sağlamakta çok daha başarılı olmaktadır. Bununla firmalar; birleşmeler, konsorsiyumlar, yasal anlaşmalar, stratejik birlikler ile kaynak bağımlılığını azaltmaya çalışırlar¹⁰⁷.

Kaynak bağımlılığı teorisini savunanlar güç maksimizasyon stratejilerinin yani gücün bir veya bir grup firmada merkezileşmesi stratejilerinin önemini vurgulamışlardır¹⁰⁸. Fakat kritik kaynakların dış çevreden örgüte girişini etkileyecek durumdaki kişiler veya bölümler önemli bir güce sahip olması ile kaynak teminini sağlama ile güce sahip olma arasında doğru orantılı bir ilişki mevcut olacaktır¹⁰⁹. Dolayısıyla kaynak temini ile güç arasındaki ilişkiye bağlı olarak sürekli el değiştirmelerin yarattığı sıkıntılar baş gösterecek ve firmanın geleceği tehlikeye girecektir.

Türk firmalarında kaynak bağımlılığı ele alınırsa, ham madde ve yarı mamul piyasasında rekabetin yoğun olmadığı ve dolayısıyla firmaların kaynak temininde sorun yaşamadığı ve kaynak bağımlılığı sorununun çok şiddetli olmadığı ifade edebilir. Zira kaynak bağlantılandırılması ile firma (müşteri) ve tedarikçiler yakın ticari ilişkiler kurarak bu sorun aşılmıştır¹¹⁰.

¹⁰⁷ Sonay Zeki Aydın, **Tedarik Zinciri Yönetiminde Stratejik İttifak Olarak Üçüncü Parti Lojistik**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2005, s.102.

¹⁰⁸ Kaynak Bağımlılığı Teorisi, t.y. (Erişim) www.angelfire.com/nt/zeus/yl/y17.doc (04.12.2010)

¹⁰⁹ Tamer Koçel, **a.g.e.**, s.355.

¹¹⁰ Gürhan Uysal, İsa İpçioğlu, **a.g.m.**, s.59.

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM (CORPORATE GOVERNANCE)

Firmalar, 20. yüzyılda dünyanın en güçlü kuruluşları haline gelmiştir. Bu nedenle, modern ekonominin temel unsurunu oluşturan ve ekonominin gidişatını belirleyen büyük ve halka açılmış anonim şirketlerin iyi yönetilmesi firmalar ve ülke açısından oldukça önemlidir. Bu sebeple kamusal alan veya özel sektör için sözü edilen katılımcılık, şeffaflık, hesap verilebilirlik, meşruluk, adil olma, sorumluluk ve saydamlık ilkeleri iyi yönetimin özünü teşkil etmektedir¹¹¹.

Araştırmanın bu bölümünde kurumsal yönetimin kavramsal çerçevesi ayrıntılı bir şekilde açıklanacak, teorik ve tarihsel gelişimi özetlenecek, önemi, son yıllarda gelişim göstermesinin nedenleri anlatılacak, kurumsal yönetim ilkeleri ve yönetim mekanizmaları açıklanacak, kurumsal yönetime ilişkin Türkiye ve Dünya genelindeki reform çalışmaları incelenecektir.

2.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI VE KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

Kurumsal Yönetim, İngilizce “Corporate Governance” kavramının karşılığıdır. Ülkemizde, “Kurumsal Yönetişim”, “İyi Yönetim” veya “İyi Yönetişim” biçiminde ifade edilmektedir. Hangi terim kullanılırsa kullanılsın, aynı yönetim ve yaklaşım biçimi anlaşılmalıdır¹¹².

Kurumsal yönetim (corporate governance), kavram olarak 1980’li yıllarda yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmış ve uluslararası organizasyonlar, hükümetler, iş dünyası ve akademik çevrelerden kabul ve onay gören bir yönetim felsefesi olarak finansal piyasalar ile finansla ilgili herkesin gündeminin başına yerleşmiştir. İlk olarak “governance” kavramı Dünya Bankası ve Birleşmiş Milletler’in öncü girişimleriyle iyi devlet yönetimi anlamında kullanılmaya başlanmıştır. Daha sonra, OECD’nin girişimiyle “governance” kavramı özel sektörde

¹¹¹ Arcan Tuzcu, **a.g.e.**, s.15.

¹¹² Mustafa A. Aysan, **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) ve Risk**, İstanbul, Elif Ofset Matbaacılık, 2007, s.20.

iyi yönetimi ifade etmek üzere “corporate governance” şeklinde kullanılmaya başlanmıştır.¹¹³

Kurumsal yönetime dar açıdan bakıldığında, firmaların öncelikle hissedar haklarının korunarak yönetilmesidir. Bu yaklaşım, genel olarak, çok sayıda hissedarları bulunan, sermaye piyasalarının derin olduğu, bu nedenle borçla finansman yerine öz sermaye ile finansmanın yaygın olduğu ABD ve İngiltere’de uygulanan Anglo-Sakson hukuk sisteminden kaynaklanmaktadır¹¹⁴. En geniş anlamda ise; modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir¹¹⁵.

Kurumsal yönetim, mülkiyet ve kontrol ayrımının ortaya çıkardığı sorunları asgariye indirmeyi amaçlayan, esasen hakkaniyet, şeffaflık, katılımcı, iç sorumluluk ve dış sorumluluk ilkeleri üzerine oturan, ortaklığın yönetim ve denetim esaslarını temel kurallara bağlayan, ülkeden ülkeye değişmekle beraber uluslararası geçerliliği olan bazı kuralları bünyesinde barındıran özel bir yönetim sistemini ifade eder¹¹⁶.

Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (United Nations Development Program)’na göre kurumsal yönetim olarak da ifade edilen iyi yönetişim; şeffaf, katılımcı ve hesap verebilir gibi diğer konuları da içerir. Aynı zamanda etkin, adil olmakla birlikte hukukun üstünlüğünü savunmaktadır. İyi yönetişim, sosyal politik ve ekonomik önceliklerin toplumda geniş uzlaşmaya dayalı olmasını ve kaynakların tahsisi üzerine karar vermede en savunmasız ve zayıf kişilerin seslerini duyurmasını sağlar¹¹⁷.

Dünya bankasına göre kurumsal yönetim kodları mikro ve makro düzeylerde etkilere sahiptir; piyasalarda yatırımcı güvenini sağlamak ve firmalar içinde politik

¹¹³ C. Can Aktan, “Kurumsal Yönetim”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara, SPK Yayını, Yayın No: 196, 2006, s.1.

¹¹⁴ Güler Manisalı Darman, **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, Ankara, ICC Milletlerarası Ticaret Odası, 2008, s.12.

¹¹⁵ TÜSİAD, “**Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**”, İstanbul, Lebib Yalkın Yayınları, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12-336, 2002, s.9.

¹¹⁶ Ali Paşlı, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)**, İstanbul, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2005, s.36-38.

¹¹⁷ UNDP, **Good governance - and sustainable human development**, Governance for sustainable human development A UNDP policy document, January 1997, (Erişim) <http://mirror.undp.org/magnet/policy/chapter1.htm#b> (11.12.2010)

ve pratik bir şekilde denetleme ve uygulama içinde kriterler belirlemektedir. Yatırımcının güvenini kazanmak; yatırımcı haklarının güvence altına alınması, yönetim kurulu uygulamalarını izlenmesi ve yeterli kurumsal açıklamaların yapılması gibi esasları içermektedir¹¹⁸.

OECD'ye göre kurumsal yönetim, firmaların yazılı usul ve yöntemlere göre yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem olarak tanımlanabilir. Kurumsal yönetim yapısı; yönetim kurulu, yöneticiler, hissedarlar ve diğer paydaşlar gibi firmalar da farklı pay sahipleri arasında karar vermek için kurallar ve prosedürler belirlemekte, hak ve sorumlulukların dağılımını açıklamaktadır¹¹⁹.

Yine OECD'ye göre kurumsal yönetim, ürün ve faktör piyasalarındaki rekabetin derecesi ve makroekonomik politikalar gibi firma faaliyetlerini içeren geniş ekonomik çerçevenin sadece bir parçasıdır. Kurumsal yönetim çerçevesi aynı zamanda yasal, düzenleyici ve kurumsal ortama da bağlıdır. Ayrıca toplulukların çevresel ve toplumsal çıkarlarının kurumsal farkındalık ve iş ahlakı gibi faktörlerin firma faaliyetlerinde, itibarı ve uzun vadeli başarısı üzerinde bir etkisi olabilir¹²⁰.

Kurumsal yönetimin çok çeşitli tanımları yapılmakla birlikte yapılan tanımların değindiği ortak öğeler vardır. Yapılan tanımlar büyük ölçüde¹²¹:

- Firma içindeki kontrol mekanizmalarına,
- Firma yöneticileri, kurulları, hissedarları ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkilere,
- Firma hissedarlarının ve/veya menfaat sahiplerinin çıkarları doğrultusunda yönetilmesine,
- Kurum içinde üretilen bilgilerin daha şeffaf ve hesap verebilir olmasına

vurgu yapmaktadır. Bu bağlamda geleneksel firma yönetimi denildiğinde, genellikle yöneticilerin hissedarlara karşı sorumlu olduğu firma faaliyetleri anlaşılmaktadır.

¹¹⁸ World Bank, **Corporate Governance**, t.y.

(Erişim) <http://rru.worldbank.org/Toolkits/CorporateGovernance/> (11.12.2010)

¹¹⁹ OECD, **Corporate Governance**, 2005,

(Erişim) <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778> (10.12.2010)

¹²⁰ OECD, **OECD Principles of Corporate Governance**, France, OECD Publications, 2004, p.12.

¹²¹ Mustafa Doğan, **Kurumsal Yönetim**, Ankara, Siyasal Kitabevi, 2007, s.42.

Kurumsal yönetimde ise yönetim kurulunun önemi ve sorumluluğu artmakta, yönetim ve icra fonksiyonları ayrılmakta, şeffaf bir yönetim ve denetim ile hissedarlar ve diğer menfaat sahiplerinin haklarının korunması önem kazanmaktadır.

2.2. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ

Kurumsal yönetim; mülkiyet ve kontrolün ayrılmasından kaynaklanan problemlere, muhasebe ve finans alanında yapılan usulsüzlüklere çözüm olarak getirilmiş, firmanın hissedarlara ve borç verenlere kaynak temininde verdiği taahhütlerin yerine getirilmesi ile çıkar grupları arasındaki çıkar çatışmasının minimize edilmesi amaçlanmıştır.

2.2.1. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Kurumsal yönetim konularının Avrupa, ABD ve Japonya'da 19'uncu yüzyıldan bu yana kullanıldığına işaret eden bazı çalışmaların varlığına karşın, kurumsal yönetim terimi tam anlamıyla 1980'lerde kullanılmaya başlanmıştır¹²².

Kurumsal yönetim kavramı ilk olarak Dünya bankası tarafından Amerika'da ele alınmış, oradan İngiltere'ye geçmiş ve özellikle 1990'lı yıllarda Kıta Avrupa'sında ve tüm dünyada, özellikle de Asya'da hem teorik baz da hem de uygulama açısından önemli bir araştırma konusu haline gelmiştir¹²³.

19'uncu yüzyılda yönetim sorunlarının ortaya çıkması, firmaların büyük ölçeklere ulaşması ve organizasyon yapılarının karmaşıklaşması sonucu kurumsal yönetime duyulan ihtiyaç artmıştır¹²⁴. Kurumsal yönetim 1980'li yıllarda, yeniden yapılanma dalgasının ardından kamuoyu, firmaların gözetim süreçlerine görülmemiş bir ilgi göstermeye başlamış ve yatırımcıların bu konuda harekete geçmesi

¹²² A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, İstanbul, Literatür Yayıncılık, 2004, s.5.

¹²³ Ali Paşlı, **a.g.e.**, s.19.

¹²⁴ Yusuf Işık ve Şeref Saygılı, "Kurumsal Şirket yönetimi-Performans İlişkisi ve Gelişme Perspektifi", **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196, 2006, s.157.

sonucunda ortaya sayısız reform önerisi çıkmıştır. Nitekim hissedarların bilinçlenmesiyle yönetim kurulu üyeleri de üstlendikleri risklerin baskısını üzerinde hissetmeye başlamış, firma yapısı içerisinde sayısız suiistimaller ortaya çıkmıştır¹²⁵.

Enron olayı ile ABD’de birçok küçük firmalarla birlikte Worldcom, Global Crossing, Qwest, Adelpha, Xerox, Tyco gibi firma skandalları ve Avrupa’da yaşanan Parmalat (İtalya), Ahold (Hollanda) ve Çin’deki Yanguangxia gibi büyük firmaların iflas etmesi üzerine 2000’lerden bu yana muhasebe, finansal bilgi açıklama ve denetim ilke ve kuralları önemli değişikliklere uğramıştır¹²⁶.

Bu gelişmeler nedeniyle son on yıl içerisinde ekonomi ve finans alanında oluşturulmuş OECD, IMF, IOSCO gibi uluslararası dayanışma örgütleri öncülüğünde kural koyucu ve düzenleyici ulusal otoritelerin tüm küresel ekonomiyi yaralama potansiyeli olan benzer finansal fiyaskoları daha firma seviyesinde öngörüp durdurabilmek için çeşitli tavsiye kararları almaya başladığı gözlenmiştir¹²⁷.

Kurumsal yönetim ilkelerinin tespitine yönelik çalışma 1992 yılında İngiltere’de Cadbury Raporu ile başlamış ve yasalaşma süreci çok hızlı bir şekilde 2000’li yıllarda gerçekleşmiştir. Cadbury Raporu’nun ardından 1995 yılında anonim şirket tepe yöneticilerinin zararlarının tazminine ilişkin Greenbury Raporu ve 1998 yılında da, yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarını genişleten, Hampel Raporu yayımlanmıştır. Hampel Raporu, esas itibarıyla, Cadbury Raporu’nun tüm ana hatlarını ve ilkelerini daha da kuvvetlendirmiştir. Ayrıca OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin belirlenmesinde; Cadbury Raporu kaynak teşkil etmiş ve 1999 yılında kabul edilerek uluslararası referans kazanmıştır. ABD ise; 2002 yılında Sarbanes-Oxley Yasasını çıkarmış, çeşitli düzenlemeler yapmış, kurumsal yönetim ilkelerini uygulama yönünden önemli mesafeler kaydetmiş ve uluslararası kıyaslamada öne geçmiştir. ABD ve İngiltere dışında Almanya ve Japonya gibi başka ülkelerde de

¹²⁵ Gordon Donaldson, “Yönetim Kurulları İçin Yeni Bir Araç: Stratejik Denetim”, **Harvard Business Review Dergisinden Seçmeler: Kurumsal Şirket Yönetimi**, Çev: Ahmet Karam, İstanbul, Mess Yayınları, Yayın No:389, 2003, s.64.

¹²⁶ Mustafa A. Aysan, **a.g.e.**, s.36-37.

¹²⁷ Murad Kayacan, “Küresel Mali Piyasalarda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Ülkemize Yansımaları”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196, 2006, s.88.

kurumsal yönetimle ilgili çalışmalar yürütülmüştür. Bazı farklılıklar içermekle birlikte, dünya genelinde, kurumsal yönetim konusunda yürütülen çalışmalarda, İngiltere ve ABD’de yapılmış düzenlemelerden etkilenildiği görülmektedir¹²⁸.

Türkiye’de ise kurumsal yönetim alanında TUSİAD tarafından, Haziran 2000’de OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkçeye çevrilmiş, Aralık 2002’de de yayınladığı “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı kurallar metniyle kamuoyunun dikkatini çekmiştir. Sermaye piyasaları açısından bakıldığında; SPK’nın kurumsal yönetim ilkelerini halka açık anonim şirketlerde yaygınlaştırmak için OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini ülkemiz koşullarına uyarlayarak “İyi Kurumsal Yönetim” adı altında bir kısım ilkeleri tavsiye amaçlı olarak 2003 senesinde yayınlamış ve 2005 senesinde güncellemiştir¹²⁹.

2.2.2. Kurumsal Yönetimin Teorik Gelişimi

Kurumsal yönetimin teorik gelişimini sırasıyla, temel teşkil eden mülkiyet kapitalizmi ve daha sonra firma sahipliği ile profesyonel yönetimin tamamen birbirinden ayrılması ile birlikte idari kapitalizm, hissedar kapitalizmi ve paydaş (çıkar grubu) kapitalizmi olarak dört başlık altında incelenecektir.

2.2.2.1. Mülkiyet Kapitalizmi

Mülkiyet kapitalizmi kurumsal yönetimin orijinal şekli olarak ifade edilebilir. Mülkiyet kapitalizminde firma hisselerinin firmayı kontrol edici miktarı birkaç kimliği belirlenebilir kişiye aittir. Yönetim fonksiyonu ise genellikle ikincil kapasitede ücretli profesyonel yönetici çalıştıran firma sahipleri tarafından yürütülür¹³⁰.

¹²⁸ Hasan Pulaşlı, **Corporate Governance (Kurumsal Yönetim İlkeleri): Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model**, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2003, s.7-32. ve

¹²⁹ Murad Kayacan, **a.g.e.**, s.89-90.

¹³⁰ Aslı M. Çolpan, “Kapitalizmin Evrimi ve Kurumsal Yönetim Teorileri”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196, 2006, s.50.

Mülkiyet kapitalizmini; kurucunun aile üyelerinin yönetime ve mülkiyete katıldığı aile kapitalizmi olarak farklı bir sınıflandırmaya da tabi tutulabilir. Aile kapitalizminde, sahiplik veya yönetim bir kişi veya aile üyelerinde toplanmaktadır¹³¹. Bu sistemin getirdiği sakınca ise, aile üyelerinden yönetsel ve örgütsel yeteneğe sahip olmayan kişilerin veya büyük hissedarın yönetim görevini üstlenmesiyle kendi çıkarlarını maksimize etmesinden dolayı küçük hissedarlarının haklarının yeterince korunamaması yani azınlık haklarına gereken önemin verilememesidir¹³².

Mülkiyet kapitalizmin bir diğer sınıflandırma şekli ise girişimci kapitalizmdir. Bu durumda genellikle aile üyeleri firmada mülkiyet ve kontrolüne sahip olmalarına karşın yönetimde üst düzey yöneticilerin yeteneklerinden yararlanmaktadır. Ancak bu kapitalizmde temel sorun, aile üyesi olmayan profesyonel yöneticilerin çalıştıkları firmanın faydasını üst seviyeye çıkarmalarını sağlayacak pozitif teşviklerin eksikliğidir¹³³.

Sonuç olarak firma yönetiminin iyileştirilmesinde ve sürekliliğinin sağlanmasında, ister kurumsallaşma, ister firma yönetiminin profesyonelleşmesi çözüm olarak görülsün, küçük ve orta ölçekli firmalarda bunun fiilen gerçekleştirilmesi kolay değildir. Ancak bu durum psikolojik açıdan zor, fakat ekonomik etkinlik ve özellikle süreklilik açısından oldukça önemlidir¹³⁴.

2.2.2.2. İdari Kapitalizmi

Mülkiyet kapitalizmin eleştirisi olarak ortaya çıkan idari kapitalizmde, firma hisseleri bir kişi veya kurumun kontrol edici payı olmayacak şekilde dağıtılmıştır. Bu kapitalizm de büyük hissedarların yönetimde etkin olma durumu ortadan kalkmış, üst düzey yöneticiler firmadaki mülkiyetleri nedeni ile değil, yalnız yönetsel yetenek ve tecrübelerinden dolayı işe alınmışlardır¹³⁵.

¹³¹ Aslı M. Çolpan, **a.g.e.**, s.50.

¹³² A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **a.g.e.**, s.11.

¹³³ Aslı M. Çolpan, **a.g.e.**, s.51.

¹³⁴ M. Tamer Müftüoğlu, "Türkiye'de Girişimcilik", **Girişimciler İçin İşletme Yönetimi**, Ed: Tülin Durukan, Ankara, Gazi Kitabevi, 2003, s.445.

¹³⁵ Aslı M. Çolpan, **a.g.e.**, s.52.

Mülkiyetin ve kontrolün tam olarak birbirinden ayrılması ve üst düzey yöneticilerin yönetimi üstlenmeleriyle ortaya çıkan idari kapitalizmin aktif ve pasif olmak üzere iki nedeni bulunmaktadır. Pasif nedende, hiçbir hisse sahibi tek başına firmanın tüm faaliyetlerini karşılayabilecek yeterli finansal kaynağı sağlayamadığından, yönetim mülkiyetten ayrılmıştır. Aktif nedende ise; yöneticiler ile hisse sahipleri arasındaki bilgi asimetrisi stratejik karar vermenin yönetici kontrolüne geçmesinde temel oluşturmaktadır. Eğer yöneticiler firma hakkında en iyi bilgilere sahip ise firmanın çıkarlarını maksimize edebilecek ve firma en iyi performansı gösterebilecektir. Bu esnada çıkan en önemli sorun, tam olarak denetlenmediği takdirde yöneticilerin bilgi asimetrisinden yararlanarak kendi çıkarlarını maksimize etme olasılığının bulunmasıdır¹³⁶.

2.2.2.3. Hissedar Kapitalizmi

İdari kapitalizmin eleştirisi olarak ortaya çıkan hissedar kapitalizmine göre her firma hissesine sahip olan hissedarlar tarafından sahiplenilmeli ve de kontrol edilmelidir. Ancak firma yönetimi hissedarlar tarafından gerçekleştirildiğinde özellikle halka açılmış anonim şirketlerde yönetim zorlaşmaktadır. Burada karşılaşılan en büyük sorun, hissedarların muhasebe ve finans alanındaki önemli bilgileri yönetimden alması üzerine çıkan bilgi asimetrisi problemidir¹³⁷.

Hissedarlar açısından bakıldığında, yetenekli personelin muhafaza edilmesi, firmanın çalışanlara bağlılığı yöneticilerin en zor görevleri arasındadır ve kârı, hâsılatı artırarak uzun vadeli hissedar değerini maksimize etmede en iyi yollardan biridir¹³⁸.

Hissedar kapitalizmin uygulama alanı tartışıldığında ise, firma sahipliği ve yöneticiliğinin aynı kişilerde bütünleşmesi ancak orta ve küçük firmalarda mümkün olabilmektedir. Zira firma mülkiyeti birkaç kişiye ait olabilmekte ve bu durumda

¹³⁶ Aslı M. Çolpan, **a.g.e.**, s.52-53.

¹³⁷ Aslı M. Çolpan, **a.g.e.**, s.54.

¹³⁸ Şule Koyuncuoğlu, “Hissedarlar ile Paydaşlar Karşı Karşıya”, **The Ekonomist**, Nisan 2010, s.2. (Erişim) www.iyisirket.com/Rapor/may2010.pdf (15.12.2010).

yönetimi kolaylaştırabilmektedir. Aksi takdirde firma açısından düşündüğümüzde yönetimin profesyonel bir yöneticiye devredilmesi, firmayı mali ve ekonomik bakımdan zor duruma düşürebilmektedir¹³⁹.

Kurumsal yönetim ilkelerinin temel noktası olan şeffaflık ve sorumluluk kavramlarının öncülüğünde yöneticilerin ve çalışanların hissedarlara karşı sorumluluğundan ötürü firmanın durumu ve faaliyetleri hakkında açıklamaları, mali tabloları açık ve şeffaf bir şekilde düzenlemeleri gerekmektedir¹⁴⁰.

2.2.2.4. Paydaş (Çıkar Grubu) Kapitalizmi

Paydaş kapitalizmi hissedar kapitalizmine eleştiri olarak çıkmıştır. Bu kapitalizme göre firma sadece hissedarlara ait değil, hissedarla birlikte tüm çıkar gruplarının hak sahibi olduğu bir kurumdur. Dolayısıyla hissedarların firma üzerindeki sahiplik haklarının temelinde sosyal, filozofik ya da ekonomik değil; ticari ve diğer amaçlı yasal belgelerin firmaların hissedarlara ait olduğunu ifade etmelerinden ötürü sadece yasaldir¹⁴¹. Bu nedenle firmalar işe daha kapsamlı bakmalı, yalnız hissedarların değil; tüm paydaşların, ortakların, çalışanların, müşterilerin, toplumun ve çevrenin ihtiyaçlarını göz önünde tutmalı ve bir yandan değer yaratırken bir yandan da sosyal adalet de yaratma peşinde olmalıdır¹⁴². Diğer bir yönden çevresel etkilerden dolayı tüm topluma hizmet etmeli ve refahını maksimize etmeyi amaçlamalıdır.

Paydaş kapitalizmindeki paydaşların eşitliği, söylendiği gibi, hiç bir paydaşın çıkar veya yararının diğerinden daha üstün olmaması prensibine dayanır. Diğer bir ifadeyle, paydaşların çıkarları birbirini sınırlandıramaz veya diğerlerine göre üstün olamaz. Bu durumda paydaş kapitalizminin olumlu etkileri olmasının yanında her yeni yaklaşımın kusursuz çalışması mümkün olmamakla birlikte mutlaka bir takım

¹³⁹ M. Tamer Müftüoğlu, **a.g.e.**, s.440.

¹⁴⁰ Aslı M. Çolpan, **a.g.e.**, s.55.

¹⁴¹ Aslı M. Çolpan, **a.g.e.**, s.55-56.

¹⁴² Özer Ertuna, "Yeni Kapitalizm Arayışları", **Okan Üniversitesi Finans Riskleri Araştırma ve Uygulama Merkezi**, 25 Şubat 2010, (Erişim) okfram.okan.edu.tr/OKFRAM/YAZARLAR/Entries/2010/2/25_Yeni_Kapitalizm_Arayislar.html (15.12.2010)

eksik yönleri de olacaktır. Bu eksik yönlerden en önemlisi, yöneticilerin farklı paydaş gruplarının çıkarlarına eşzamanlı özen göstermeleri durumunda paydaşların ne şekilde tanımlanabileceği, yani kimlikleri netlik kazanmaması ihtimalidir¹⁴³.

2.3. KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞMESİNİN NEDENLERİ

Hukuki anlamda kurumsal yönetime olan ihtiyaç oldukça yüksektir. Nitekim kurumsal yönetim gelişmesinin nedenleri arasında dünyada yaşanan finansal krizler, önemli firmalardaki ortaklık yönetiminde yaşanan suiistimler, skandallar ve başarısızlıklar, küreselleşme ve dünya genelinde özel sektöre olan ilgi, sermaye piyasalarının entegrasyonu, yatırımcıların talepleri yer almaktadır. Yine bu nedenler arasında ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine bağımlılıklarının artması ve uluslararası sermaye hareketlerinin, hisse senedi sahipliğinin ve sermaye piyasaları arasındaki rekabetin artması, ortakların içinde buldukları yeni rekabet şartları kurumsal yönetime neden ihtiyaç duyulduğunu gözler önüne sermektedir¹⁴⁴. Bu gereksinimler esas alındığında kurumsal yönetimin gelişmesine etki eden faktörler altı başlık altında incelenecektir.

2.3.1. Küreselleşme ve Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hız Kazanması

Günümüzde küreselleşme hareketleri sonucunda sınırların ortadan kalkması ve çok uluslu firmaların yerel pazarlarda etkin rol üstlenmesi, toplumlar arasındaki etkileşimi ve farkındalığı artırmıştır. Uluslararası firmaların hemen hemen tüm ekonomilerde gerek yerli firmalarla gerekse de birleşmeler yoluyla giderek daha da önemli hale gelmesi sonucu yatırımcılar ülke dışındaki alternatifleri de değerlendirir hale gelmişlerdir¹⁴⁵.

¹⁴³ Önder Kaymaz, Ali Alp ve Ramazan Aktaş, “İyi Kurumsal Yönetim Yapılan ve Üç Temel Ayağı: İç Kontrol, Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 40, 1997, s.52.

¹⁴⁴ Engin Dinç, Hasan Abdioğlu, “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 12, Sayı: 21, Haziran 2009, s.159.

¹⁴⁵ C. Can Aktan, Deniz Börü, “Kurumsal Sosyal Sorumluluk”, **Kurumsal Sosyal Sorumluluk: İşletmeler ve Sosyal Sorumluluk**, Ed: C. Can Aktan, İgiad Yayınları, 2007, s.26.

Nitekim küreselleşme ve artan dış finansman ihtiyacı ile oluşan toplumsal dönüşümler, firmaların toplumun birçok farklı kesimi ile ilgili tavırlarını değiştirmesine ve toplumla daha iyi ilişkiler kurmaya gereksinim duymalarına neden olmuştur¹⁴⁶. Bu ilişkilerin hız kazanması ile kurumsal yatırımcılar da yatırım yaptıkları ülkede ve yatırım yapacakları firmada daha fazla güven ve istikrar aramaya başlamışlardır. Bu yöndeki çabaların sonucunda gelişen piyasalara etkisi ise verimliliğin, yatırımların, gelirin ve ihracatın artması ile finans piyasalarının derinleşmesi ve gelişen piyasalarda uluslararası sermaye akışının hızlanması olmaktadır¹⁴⁷.

2.3.2. Hisse Senedi Sahiplik Oranlarının Artması

İşletmelerin sermaye artışı gereksinimlerinin artan oranda hisse satışı yoluyla veya hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ile kredili olarak karşılanması, ekonomideki hisse senedi sahipliğini artırmaktadır. Bu durumda yatırımcılar, tasarruflarını yönlendirecekleri firmanın mali raporları kadar, iyi yönetilip yönetilmediğini de göz önünde bulundurmaktadır. Sermaye piyasası araçlarını kullanarak, daha geniş bir yatırımcı potansiyelinden borçlanma olanağı tanıyan uluslararası sermaye akımlarından uzun vadeli kaynak sağlamak isteyen ülkeler için, kurumsal yönetim uygulamalarına işlerlik kazandırmak büyük önem taşımaktadır¹⁴⁸.

Dolayısıyla, yatırımcıları korumak amacıyla sermaye piyasalarını düzenlemek ile sorumlu olan kuruluşların kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler yapmaya başlamaları, yatırımcıların ve kredi verenlerin kurumsal yönetim kalitesine ve uygulamalarına dikkat etmeleri ve firmalara öz sermaye ya da kredili olarak yapılan yatırımlarda kurumsal yatırımcıların ağırlığının artmasıyla kurumsal yönetim uygulamaları daha da önem kazanmıştır¹⁴⁹.

¹⁴⁶ C. Can Aktan, Deniz Börü, **a.g.e.**, s.26.

¹⁴⁷ C. Can Aktan, "Kurumsal Yönetim", s.11 ve Güler Manisalı Darman, **a.g.e.**, s.49.

¹⁴⁸ Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, "Nedir Bu Kurumsal Yönetim ?", **Kurumsal Yönetim Serisi**, No: 1, Aralık 2006, s.6.

¹⁴⁹ A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **a.g.e.**, s.3.

2.3.3. Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Şiddetlenmesi

Kurumsal yönetimin ulusal ekonomiler için önemini artıran ve gelişmesini sağlayan temel etkenlerden biri de küresel rekabettir. Günümüzde, yabancı yatırımcılar bir hissedar grubu olarak önemli bir finansman kaynağını temsil etmektedir. Sermaye piyasalarının gittikçe daha küresel bir konuma ulaşmasına paralel olarak, yabancı yatırımcıların sağladıkları kaynaklara ilişkin kâr elde etmek kadar haklarının korunması açısından hesap verebilirlik beklentileri de artmaktadır. Bu beklentileri karşılamakta daha başarılı olan ülkeler, yabancı kaynak konusundaki uluslararası rekabette avantajlı konuma ulaşmıştır. Nitekim ülkelerin düşük maliyetli yatırım sermayesini cezbedebilmesi, ancak yatırımcı güveninin geliştirilmesi ile mümkün olabilir. Bu güvenin özünde ise, firmaya sağlanan kaynakların yatırımcılarla üzerinde anlaşıldığı amaçlar doğrultusunda kullanılması yatmaktadır. Bu bağlamda yabancı yatırımcıların güvenini kazanmak için yapılan kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeler ülkenin itibarını da artıracaktır¹⁵⁰.

2.3.4. Özel Sektörün Rolünün Artması

1980'lerden itibaren tüm dünyada yaygınlaşan özelleştirme uygulamaları kurumsal yönetimin önem kazanmasında etkili olmuştur. Şu nedenle ki, zayıf yasal ve kurumsal ortamlarda, hisselerin düşük bedelle halka satışı ile yapılan özelleştirmeler başarısızlıkla sonuçlanınca doğru kurumsal yönetim uygulamalarıyla desteklenmesi halinde uzun vadede beklenen performansın elde edilmesi mümkün olabilmiştir. Diğer bir yönden kamu mülkiyetinde olan kamu teşebbüslerinin özel mülkiyete geçmesinin ardından finans piyasalarında sermaye tedarikine ve firma birleşmelerine yönelmeleri kurumsal yönetim ilkelerinin önem kazanmasına neden olmuştur¹⁵¹.

Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları, sadece kaynakların boşa harcanmasını sağlayan iyi bir koruyucu olarak değil, aynı zamanda birçok ülkede

¹⁵⁰ Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, "Nedir Bu Kurumsal Yönetim?", s.6.

¹⁵¹ C. Can Aktan, "Kurumsal Yönetim", s.12 ve Güler Manisalı Darman, **a.g.e.**, s.34.

talep edilen finansal şeffaflığın, ortaklıkların kontrol edilebilirliğinin ve yatırımcıların korunmasının da garantisi olarak görülmektedir. Bu nedenle gerek kamu sektörü gerekse özel sektör, yatırımcıların güvenini koruyabilmek amacıyla daha yüksek kamuyu aydınlatma standartları kadar başarılı kurumsal yönetim anlayışının şartlarını da oluşturmak ve geliştirmek durumundadır¹⁵².

2.3.5. Uluslararası Ekonomik Bağımlılığın Artması

Günümüzde yatırımcılar hisse senedi yatırımı yaparken sadece kendi ülkelerinin ortaklıkları ile sınırlı kalmamakta, dünyanın her köşesindeki yatırım araçları ile ilgilenmektedirler. Böylece küreselleşmenin hız kazanması ve gelişen ticaret ilişkileri sonucunda uluslararası sermaye akışının hızlanmasıyla birlikte artan uluslararası ekonomik bağımlılık, gelişmekte olan piyasaların uluslararası fon kaynakları ve portföy yatırımları ile piyasalardaki dalgalanmalara karşı hassaslaşmasına sebep olmaktadır. Ayrıca yabancı yatırımcılar, farklı ülkelerde uzun vadeli yatırım yapabilmek için güven unsurunu ön planda tutmakta, yatırım yapmadan önce haklarının sınırlarını bilmek istemektedir. Dolayısıyla firmalar, uzun vadeli ve yatırımının karşılığını almak konusunda sabırlı olan sermayeyi kendilerine çekebilmek için güvenilir ve genel kabul görmüş kurumsal yönetim düzenlemeleri yapmak durumundadırlar. Nitekim tüm dünyada yatırım yapmak için aranan güven, başarılı kurumsal yönetim sistemi oluşturulmasına ve oluşturulan kurumsal yönetim sisteminin korunmasına yönelik temel prensiplerin belirlendiği uluslararası bir anlaşma ile sağlanabilir¹⁵³.

2.3.6. Ortakların İçinde Bulunduğu Rekabet Ortamının Şartlarının Değişmesi

Son yıllarda yaşanan küreselleşme ile birlikte firmaların içinde buldukları yeni rekabet şartları, kurumsal yönetimin öneminin daha da artmasına neden olmuş;

¹⁵² Kübra Şehirli, **Kurumsal Yönetim Araştırma Raporu**, Ankara, SPK Denetleme İdaresi, 1999, s.13.

¹⁵³ Kübra Şehirli, **a.g.e.**, s.14.

şeffaflık ve hesap verebilirliğin yatırımcı güveni üzerindeki etkisi daha da somut şekilde ortaya çıkmıştır¹⁵⁴.

Günümüz firmaları geleneksel yapıdan uzaklaşarak, hızlı büyüyen ve yüksek başarı düzeyini yakalayan, yatırımcıların ilgisini çekebilen patent, marka, stratejik ittifak gibi maddi olmayan duran varlıklara bağlı olarak faaliyette bulunan teşebbüsler haline almışlardır. Yaşanan gelişmeler istihdam yapısında da kendini göstermiş; işçiler, iş ortakları ve diğer iştirakçiler ile çok daha esnek sözleşmeler yaygınlaşmıştır. Böylece firma rakipleri karşısında rekabet üstünlüğü sağlamak ve yatırımcının güvenini kazanmak için söz konusu esnekliğe ve çoğulculuğa olan ihtiyacı, kurumsal yönetimin genel kabul görmüş standartlarının yerine getirilmesiyle kazanılabilir. Nitekim üretim metotlarının ve organizasyon yapısının sürekli değişim halinde olmasıyla ortaklıklar, kurumsal yönetim olgusunu başarının unsuru ve amacı olarak kabul etmektedirler¹⁵⁵.

2.4. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ

Hukuki alt yapı ne kadar gelişmiş olursa olsun, düzenleme süreci ne kadar esnek ve gelişmelere duyarlı olursa olsun, zaman içerisinde mevzuat ile uygulamalar arasında bir boşluk oluşması kaçınılmazdır. Bu boşluk yeni yasal düzenlemelerle giderilmeye çalışılmakta, ancak zaman almaktadır. Özellikle köklü ve radikal değişikliklerin söz konusu olduğu durumlarda, bu süreç daha da uzayabilmektedir. Bu açığın giderilmesinde kurumsal yönetim düzenlemeleri; firmalar, piyasa katılımcıları ve firma ile diğer çıkar grupları için adeta bir pusula görevi üstlenmektedir. Dolayısıyla kurumsal yönetim düzenlemeleri, doğası gereği mevcut yasal düzenlemelerin her zaman bir adım ilerisinde olmak zorundadır¹⁵⁶.

¹⁵⁴ Y. Ziya Toprak, **Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı**, İstanbul, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 26 Nisan 2002, s.2. (Erişim) www.tspakb.org.tr/.../ETM_baskanin_konusmalari_bk_2002_serm_piyslarinda_kurumsal_yntim_ilkle_ri.pdf (18.12.2010)

¹⁵⁵ Kübra Şehirli, **a.g.e.**, s.15.

¹⁵⁶ Doğan Cansızlar, "Kurumsal Yönetim ve Önemi", **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara, SPK Yayını, Yayın No: 196, 2006, s.35.

Yakın dönemde yaşanan finansal krizler ve 2009 yılında yıkıcı etkisini şiddetli bir şekilde gösteren küresel ekonomik krizle birlikte, krizlerin önlenmesinde kurumsal yönetim kavramının bir alternatif olarak kullanılabileceği vurgulanmaya başlamıştır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yönetsel yapıların şeffaflaştırılması, hesap verilebilirliğin artırılması, etkinlik ve hukukun üstünlüğü gibi kavramların yönetsel yapılara yerleştirilmesi ile bu ülkelerde yolsuzluğun, rüşvetin ve destek aldığı çıkar gruplarının çıkarları doğrultusunda hizmet etmek gibi olumsuz eylemlerin önüne geçilmesi sağlanmaktadır¹⁵⁷.

Kurumsal yönetimin son yıllarda bu kadar önem kazanmasının gerekçelerinden biri firmaların yönetiminde gözlemlenen başarısızlık ve suiistimallerdir. Kurumsal yönetimi çok daha güncel ve önemli yapan bir diğer gerekçe ise, gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizlerdir. Kurumsal yönetimin kamuoyunun dikkatini çekmesinin bir nedeni ise, genel olarak firmaların ve dolaylı olarak toplumun sağlıklı işleyişinde taşıdığı önemdir¹⁵⁸.

Kurumsal yönetimin önemine yatırımcılar açısından bakacak olursak, kurumsal yönetim ilkeleri ortaklık haklarını kullanmayı, firma yönetimine etkin olarak katılmayı, firma faaliyetleri hakkında bilgi edinmeyi ve gerektiğinde hesap sormayı sağlayan çok önemli ve etkin bir araç olarak görülmektedir¹⁵⁹.

Kurumsal yönetim yatırımcı güvenini artırmanın yanı sıra ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesinde de anahtar bir unsurdur. Kurumsal yönetim; firma yönetimi, yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer paydaşları arasındaki ilişkileri çözümlenmekle kalmayıp firmanın hedeflerinin belirlenmesini sağlar ve bu hedeflere ulaşmayı mümkün kılmaktadır¹⁶⁰.

¹⁵⁷ Emre Akcagündüz, “Küresel Krizlerde Yönetişim Kavramının Önemi”, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim, **Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi-I**, Malatya, 15-16 Nisan 2010, s.322.

¹⁵⁸ Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.40-41.

¹⁵⁹ Doğan Cansızlar, **a.g.e.**, s.44, A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **a.g.e.**, s.7. ve Güler Manisalı Darman, **a.g.e.**, s.17.

¹⁶⁰ OECD, **OECD Principles of Corporate Governance**, p.11.

2.5. KURUMSAL YÖNETİMİN AMAÇLARI VE FAYDALARI

Kurumsal firma yönetimi üzerine tartışmalar iktidar üzerine yoğunlaşmıştır. Amaç; yoldan çıkmış yöneticiler üzerinde kontrolü sıkılamak, hâkimiyeti ele geçirmektir. Son zamanlardaki reform girişimleri de yönetimin performansını daha resmi biçimlerde denetlemeyi içermektedir: baş icra sorumlusuyla yönetim kurulu başkanının konumlarını birbirinden ayırmak, dışarıdan gelen kurul üyelerinin sözcüsünü belirlemek ve firmanın yönetim kurulu üyelerini yabancı hissedarlar karşısında daha hesap verebilir hale getirmektir¹⁶¹.

Kurumsal yönetim; firmaların ekonomik performansını artırmak ve çıkar grupları arasındaki çıkar çatışmalarını minimize ederek uyum sağlamak gibi iki ana amacının bulunduğu ifade eder. Birinci amaç, firmanın faaliyet etkinliğini, yatırımların getirisini ve üretkenliğini uzun dönemde maksimize etmek için yönetici ve girişimcileri motive eden iş ortamını kurmak ve kollamak suretiyle toplumdaki ekonomik refah ve büyümenin önemli ölçüde sahibi olan firmaların performansını firma hedefleri doğrultusunda daha yüksek noktalara yükseltmektir¹⁶².

Kurumların yönetilip, kontrol edildiği sistemlerin bütününe verilen genel ad olan kurumsal yönetimin amacı, başta hissedarlar olmak üzere doğrudan ve dolaylı hak sahiplerinin beklentilerini yerine getirmektir. Nitekim kurumsal yönetimle hedeflenen temel amaç, piyasa değerini artırmaktır¹⁶³.

Kurumsal yönetim, sadece söz konusu yönetim ilkelerini uygulayan firmaya değil, aynı zamanda firmayla doğrudan ve dolaylı bir ilişki içerisinde olan tüm paydaşlarına (işçiler, alacaklılar, müşteriler gibi diğer menfaat sahipleri) ve ülke ekonomisine çeşitli yararlar sağlamaktadır¹⁶⁴.

¹⁶¹ John Pound, "Kurumsal Olarak Yönetilen Şirket Neler Sağlayabilir ?", **Harvard Business Review Dergisinden Seçmeler: Kurumsal Şirket Yönetimi**, Çev: Ahmet Kardam, İstanbul, Mess Yayınları, Yayın No:389, 2003, s.90.

¹⁶² A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **a.g.e.**, s.8.

¹⁶³ Şenol Babuşcu, Adalet Hazar, **Kurumsal Yönetim**, İstanbul, Akademi Consulting & Training, SPK Lisanslama Serisi: 52, 2007, s.72.

¹⁶⁴ C. Can Aktan, "Kurumsal Yönetim", s.18. ve Ali Pahlı, **a.g.e.**, s.44.

Etkin bir kurumsal yönetimin firmaya sağlayacağı başlıca yarar, uzun vadeli ve yatırımının karşılığını almak konusunda sabırlı olan yerli ve yabancı sermayeyi kendisine çekmesidir. Kurumsal yönetim, ortaklık hedefleri ile bu hedeflere nasıl ulaşılabileceğinin açık bir şekilde belirlenmesini ve yönetimin bu doğrultuda işleyip işlemediğini gözetim ve denetim olanağı sağlar¹⁶⁵.

Kurumsal yönetim uygulamasının *firmaya* sağlayacağı yararları kısaca özetleyecek olursak¹⁶⁶:

- Firmanın finans piyasalarından daha kolay finansman teminine imkân sağlar; bir firma ne kadar iyi yönetilirse sermaye maliyeti o ölçüde azalır.
- Böylece firmaların sermaye piyasalarından daha çok yararlanmaları sağlanır.
- Finansman imkânlarını artırarak likidite sıkıntısı içerisinde bulunan firmaya nakit para girişi sağlar.
- Yerli ve yabancı yatırımcıların güveni tesis edilir ve böylece uzun vadeli sermaye girişi hızlanır.
- Finansal krizlerin daha kolay atlatılmasına imkân sağlar.
- Firmanın performansını artırarak varlıklarının değeri yükseltir. Bir firma ne kadar iyi yönetilirse firma varlıklarının getirisi o kadar yüksek olur. Dolayısıyla, kurumsal yönetim firmanın değerini arttırır.
- Firma yönetiminde şeffaflık ve hesap verme sorumluluğu artar, dolayısıyla yolsuzluklar azalır.
- Firmada güç ve yetki istismarını engeller ve keyfi yönetimi ortadan kaldırır.
- Tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarına hizmet edeceği için firma ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin ve diyalogun artmasına katkı sağlar.
- Firma faaliyetlerinde uzun dönemli istikrar sağlar.
- Firmanın rekabet gücünü arttırır ve firma kârlılığında artış sağlar.

Kurumsal yönetimin genel anlamda bir ülke ekonomisi içinde sağlayacağı yararlar vardır. Başarılı bir kurumsal yönetim yapısı, firmaların performansını

¹⁶⁵ Ali Paşlı, **a.g.e.**, s.44-49.

¹⁶⁶ SPK, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, s.2. ve C. Can Aktan, **a.g.e.**, s.18-19.

artırarak özel sektörün gelişmesine sebep olur. Bu durum ise ulusal anlamdaki iktisadi kalkınmanın anahtarı niteliğindedir¹⁶⁷.

2.6. OECD ESASLI KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

Kurumsal yönetimin evrensel kabul ve geçerliliği olan ana ilkeleri adillik, hesap verebilirlik, şeffaflık ve sorumluluktur. Bu ilkeler ışığında kurumsal yönetim, kurumun en yüksek performansı göstermesini, en kârlı, en başarılı ve en rekabetçi olmasını hedefler. Kurumsal yönetim etik kurallar, kanunlara uyma, çevrenin korunması gibi bir dizi alanla örtüşen genel bir yaklaşımdır. Bir kurumun en üstün performansa ulaşarak başarılı olmasını amaçlayan kurumsal yönetim ilkeleri, bu anlamda yukarıda bahsi geçen yaklaşımların birleştirici çatısıdır¹⁶⁸.

OECD Bakanlar Kurulu, kurumsal yönetimin önemi konusundaki duyarlılığın artması karşısında, 1998'de OECD'den kendilerine Mayıs 1999'da sunulmak üzere bir dizi standart ve yol gösterici ilke geliştirmesini istemiştir. Kurumsal Yönetim ilkeleri işte bu isteğe yanıt vermektedir. OECD ilkeleri, hükümetlerarası bir örgütün iyi bir kurumsal yönetimin temel öğelerini oluşturma doğrultusundaki ilk girişimini temsil etmektedir. Kurumsal Yönetim ilkeleri, bu anlamda, hükümetler tarafından yasal düzenlemelerini değerlendirmede ve iyileştirmede temel bir ölçüt olarak kullanılabilirken, aynı şekilde, firma yönetim sistemlerinin ve en iyi uygulamaların geliştirilmesinde rol üstlenen özel sektör tarafından da uygulamaya konulabilirler¹⁶⁹.

Bu ilkeler, bağlayıcı nitelikte olmamakla birlikte kurumsal yönetimin temel öğeleri olarak ulusal yasa koyucular için sadece bir referans işlevine sahiptir. Ancak, rekabet gücünü koruyabilmek açısından, firmaların kendi yönetimlerini yenilemek ve geliştirmek amacıyla da bu ilkeleri kullanabileceği önemle tavsiye edilmektedir¹⁷⁰.

Dünyadaki uygulamalara paralel olarak Türkiye'de ise; SPK tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin hazırlanmasında birçok ülkenin düzenlemeleri

¹⁶⁷ Ali Paşlı, **a.g.e.**, s.49-52.

¹⁶⁸ TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu**, s.9.

¹⁶⁹ TÜSİAD, **a.g.e.**, s.9-10.

¹⁷⁰ Hasan Pulaşlı, **a.g.e.**, s.33.

incelenmiş, ilk olarak 1999 yılında yayınlanan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır¹⁷¹.

Araştırmanın bu bölümünde OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri esas alınacaktır. İlk olarak etkin kurumsal yönetimin çerçevesi anlatılacak daha sonraları ise hissedarların hakları ve temel sahiplik işlevleri, hissedarların adil muamele görmesi, kurumsal yönetimde paydaşların rolü, kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık, yönetim kurulunun sorumlulukları açıklanacaktır.

2.6.1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi

OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin ilk maddesinin ana fikri şu şekilde ifade edilmiştir: *“Kurumsal yönetim çerçevesi; şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, kanunlara uygun olmalı, farklı düzenleme, denetim ve icra makamları arasında sorumluluk dağılımı açıkça yapılmalıdır.”*

OECD'nin etkin kurumsal yönetim çerçevesi temelinin tesisine yönelik tavsiyeleri aşağıdaki gibidir¹⁷²:

A) Kurumsal yönetim çerçevesi genel ekonomik performansı, piyasaların güvenilirliği ve piyasa katılımcıları için oluşturduğu motivasyon ile şeffaf ve etkin piyasaların teşviki üzerindeki etkisini dikkate alarak geliştirilmelidir.

B) Herhangi bir ülkede kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen yasal ve düzenleyici şartlar; şeffaf, uygulanabilir ve kanunlara uygun olmalıdır.

C) Herhangi bir ülkede farklı otoriteler arasındaki sorumlulukların dağılımı açıkça ifade edilmeli ve bu dağılımın kamu yararına olması sağlanmalıdır.

D) Düzenleme, denetim ve icra makamları; profesyonel ve tarafsız bir şekilde görevlerini yerine getirmelerini sağlayacak yetki, güvenilirlik ve kaynaklara sahip

¹⁷¹ SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s.4.

¹⁷² OECD, OECD Principles of Corporate Governance, p.17.

olmalıdır. Aynı zamanda, kuralları zamanında şeffaf ve tam olarak açıklanmış olmalıdır.

2.6.2. Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri

OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin ikinci maddesinin ana fikri şu şekilde ifade edilmiştir: *“Kurumsal yönetim çerçevesi; hissedarlık haklarının kullanımını kolaylaştırmalı ve korumalıdır.”*

Hissedarların hakları ve temel sahiplik işlevleri, SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim düzenlemelerinde pay sahipleri ilkesi olarak yer almaktadır. SPK'ya göre pay sahibi; sermayedar olarak ekonomik anlamda firma malvarlığının mülkiyetine sahip olduğu kadar, malvarlıksal haklarının kullanımını sağlamak bakımından yönetsel hakları da bulunmaktadır¹⁷³.

Hissedarların haklarının belirlenmesi, korunması, denetlenmesine yönelik, OECD'nin hissedarların hakları ve temel sahiplik işlevleri ilkesi uyarınca yer alan tavsiyeleri aşağıdaki gibidir¹⁷⁴:

A) Temel hissedarlık hakları; mülkiyet tescil yöntemlerini güvence altına alma, hisseleri devir veya temlik etme, firma hakkında zamanında ve düzenli olarak temel bilgileri elde edinme, genel kurul toplantılarına katılma ve oy kullanma, yönetim kurulu üyelerini seçme ve görevden uzaklaştırma, firmanın kârından pay alma olarak belirlenmiştir.

B) Hissedarlar; firma tüzüğünde ya da kuruluş sözleşmesinde veya firmanın benzeri temel belgelerinde yapılan değişiklikler, ek hisse çıkarma yetkisi ve varlıklarının tümünün veya önemli bir kısmının devri de dâhil olmak üzere firmanın satışı ile sonuçlanabilecek olağanüstü işlemler gibi, firmayla ilgili temel kurumsal değişiklikleri ilgilendiren kararlara katılma ve bu kararlar hakkında yeterince bilgilendirilme hakkına sahip olmalıdır.

¹⁷³ SPK, *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, s.7.

¹⁷⁴ OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, p.18-19.

C) Hissedarlar genel kurul toplantısına etkin bir şekilde katılma ve oy kullanma fırsatına sahip olmalı ve genel kurul toplantısını düzenleyen oy kullanma usulleri dâhil olmak üzere, kurallar hakkında bilgilendirilmelidirler.

D) Bazı hissedarların öz kaynak mülkiyetiyle orantısız bir şekilde kontrol elde etmelerine olanak tanıyan sermaye yapıları ve düzenlemeleri açıklanmalıdır.

E) Kurumsal kontrol için piyasaların etkin ve şeffaf bir şekilde çalışmasına olanak tanınmalıdır.

F) Kurumsal yatırımcılar da dâhil olmak üzere tüm hissedarlar tarafından, mülkiyet haklarının kullanımı kolaylaştırılmalıdır.

G) Kurumsal ortaklar da dâhil olmak üzere hissedarlar, hakkın kötüye kullanımını engellemeye yönelik istisnalar dâhilinde ve ilkelerde tanımlanan temel hissedar haklarına ilişkin konularda birbirleriyle görüş alışverişinde bulunmalarına olanak tanınmalıdır.

2.6.3. Hissedarların Adil Muamele Görmesi

OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin üçüncü maddesinin ana fikri şu şekilde ifade edilmiştir: *“Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dâhil olmak üzere bütün hissedarların, adil bir şekilde muamele görmesini güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali halinde yeterli bir tazminat alma imkânına sahip olmalıdır.”*

Hissedarların adil muamele görme ilkesi, SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim düzenlemelerinde eşitlik ilkesi olarak yer almıştır. SPK'ya göre eşitlik; firma yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder¹⁷⁵.

Nitekim farklı çıkar gruplarının farklı ve birbirini dışlayacak nitelikteki çıkarları arasında bir dengenin sağlanamamasından kaynaklanan usulsüzlüklerin

¹⁷⁵ SPK, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, s.3.

giderilmesine yönelik, OECD'nin hissedarların adil muamele görmesi ilkesi uyarınca yer alan tavsiyeleri aşağıdaki gibidir¹⁷⁶:

A) Bir sınıfın aynı serisindeki tüm hissedarlara eşit muamele yapılmalıdır.

B) İçerden öğrenenlerin ticareti ve kötüye kullanılan çıkar amaçlı muameleler yasaklanmalıdır.

C) Yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticilerin firmayı doğrudan etkileyen herhangi işlem ya da konularla ilgili doğrudan, dolaylı veya üçüncü şahıslar adına maddi çıkarları olup olmadığını yönetim kuruluna açıklamaları gerekmektedir.

2.6.4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü

OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin dördüncü maddesinin ana fikri şu şekilde ifade edilmiştir: *“Kurumsal yönetim çerçevesi, paydaşların haklarını kanunla veya karşılıklı anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları oluşturma da firmalar ve paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü firmaların sürekliliğini teşvik etmelidir.”*

Kurumsal yönetimde paydaşların rolü ilkesi, SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim düzenlemelerinde menfaat sahipleri ilkesi olarak yer almaktadır. SPK'ya göre; menfaat sahipleri firmanın iyi bir şekilde yönetilmesinden ve sermayenin korunmasından yarar sağlarlar¹⁷⁷.

Kurumsal yönetimde paydaşların rolü ilkesi uyarınca OECD'nin paydaşların haklarının ihlal edilmemesi ve korunmasına yönelik yer alan tavsiyeleri aşağıdaki gibidir¹⁷⁸:

A) Paydaşların yasalar veya karşılıklı anlaşmalar yoluyla oluşturulan haklarına saygı gösterilmelidir.

¹⁷⁶ OECD, *OECD Principles of Corporate Governance*, p.20.

¹⁷⁷ SPK, *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, s.32.

¹⁷⁸ OECD, *a.g.e.*, p.21.

B) Paydaş çıkarları kanunlarla korunuyor olması durumunda, tarafların haklarının ihlali dolayısıyla yeterli tazminat elde etmesine olanak tanınmalıdır.

C) Çalışanların yönetime katılımı için performans geliştirici mekanizmalar geliştirmeye izin verilmelidir.

D) Paydaşların kurumsal yönetim sürecine katılmaları halinde, zamanında ve düzenli olarak, konu ile ilgili yeterli ve güvenilir bilgilere erişebilmelidir.

E) Çalışanlar ve onların temsil organları da dâhil olmak üzere paydaşlar, yasadışı ya da etik olmayan uygulamalar hakkında kaygılarını yönetim kuruluna özgürce iletebilmeli ve bu şekilde hareket etmeleri yüzünden hakları tehlikeye girmemelidir.

F) Kurumsal yönetim çerçevesi; etkin ve verimli iflas çerçevesi tarafından ve alacaklıların haklarının etkin bir şekilde icraya konulması ile tamamlanmalıdır.

2.6.5. Kamuoyuna Açıklama Yapma ve Şeffaflık

OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin beşinci maddesinin ana fikri şu şekilde ifade edilmiştir: *“Kurumsal yönetim çerçevesi, firmanın mali durumu, performansı, mülkiyeti ve yönetişimi de dâhil olmak üzere, firma ile ilgili bütün maddi konular hakkında doğru ve zamanında bilgilendirme sağlamalıdır.”*

SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim düzenlemelerine göre kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık ilkesi; pay ve menfaat sahiplerine, firmanın hak ve yararlarını da gözetecek bir şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin sunulmasını amaçlar¹⁷⁹.

Küreselleşme arttıkça piyasaların, ulusal ve uluslararası kuruluşların etkin ve rekabetçi olarak faaliyetlerini sürdürmelerinde şeffaflık giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Örneğin son yaşanan küresel krizde, ülkelerde şeffaflığın yeterli

¹⁷⁹ SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, s.20.

düzeyde olmaması, erken uyarı sistemlerinin işlemlerini engellemiş ve gerekli önlemlerin alınamamasına neden olmuştur¹⁸⁰.

Kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık ilkesi uyarınca OECD'nin usulsüzlükleri gidermeye yönelik yer alan tavsiyeleri aşağıdaki gibidir¹⁸¹:

A) Aşağıdaki açıklamalarla sınırlı olmamak kaydıyla şu maddi bilgileri içermelidir:

- Firmanın hedeflerini, öngörülebilir risk faktörleri, mali ve faaliyet sonuçlarını, yönetim yapısı ve politikalarını, özellikle de herhangi bir kurumsal yönetim kurulların kod veya politikanın içeriğini ve uygulama sürecini,

- Büyük hissedarlar ve oy kullanma haklarını, çalışanları ve diğer paydaşlarla ilgili konuları, ilgili taraflarla yapılan işlemleri ve yönetim kurulu üyeleri ile kilit yöneticilerle ilgili ücret politikası ve bunların nitelikleri, seçim süreci, diğer firma müdürlükleri ve yönetim kurulu tarafından bağımsız olarak görülüp görülmedikleri de dâhil olmak üzere yönetim kurulu üyeleri hakkında bilgileri açıklamalıdır.

B) Bilgiler yüksek kalitede muhasebe standartlarına ve mali ve mali olmayan bilgilendirme standartlarına uygun olarak hazırlanmalı ve açıklanmalıdır.

C) Mali tabloların, firmanın mali durumunu ve performansını doğru bir şekilde yansıttığı yönetim kurulu ve hissedarlarına harici ve objektif bir güvence sağlamak amacıyla yıllık denetim; bağımsız, yetkin ve nitelikli, denetçi tarafından yapılmalıdır.

D) Dış denetçiler hissedarlara karşı sorumlu olmalı ve denetimin yürütülmesinde gerekli mesleki özen göstererek firmaya karşı yükümlü olmalıdır.

E) Bilgi yayma kanalları, ilgili bilgilere kullanıcılar tarafından eşit, zamanında ve düşük maliyetle erişimini sağlamalıdır.

¹⁸⁰ Arcan Tuzcu, **a.g.e.**, s.17-18.

¹⁸¹ OECD, **OECD Principles of Corporate Governance**, p.22-23.

F) Kurumsal yönetim çerçevesi; analiz veya tavsiyelerin güvenilirliğini tehlikeye düşürecek çıkar çatışmalarından bağımsız bir şekilde analistler, brokerler, kredi derecelendirme kuruluşları ve diğer kişi ve kuruluşlarca yatırımcılar tarafından alınan kararlarla ilgili analiz veya tavsiyelerin hazırlanmasının sağlayan, etkili bir yaklaşım ile tamamlanmalıdır.

2.6.6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin altıncı maddesinin ana fikri şu şekilde ifade edilmiştir: *“Kurumsal yönetim çerçevesi; firmanın stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun firma ve hissedarlara karşı hesap vermesini sağlamalıdır.”*

SPK tarafından hazırlanan kurumsal yönetim düzenlemelerine göre yönetim kurulu; genel kurulda pay sahiplerinin kendisine vermiş olduğu yetki doğrultusunda, mevzuat, esas sözleşme, firma içi düzenlemeler ve politikalar çerçevesinde yetki ve sorumluluklarını kullanır ve firmayı temsil eder¹⁸².

Yönetim kurulu tarafından sorumluluklarının ihlali çerçevesinde OECD'nin usulsüzlükleri gidermeye yönelik yer alan tavsiyeleri aşağıdaki gibidir¹⁸³:

A) Yönetim kurulu üyeleri, konu hakkında tam bilgi sahibi olarak, gerekli dikkati ve özeni göstererek, firma ve hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmelidir.

B) Yönetim kurulu kararlarının hissedar gruplarını farklı şekillerde etkilediği durumlarda, yönetim kurulu bütün hissedarlara adil şekilde muamele etmelidir.

C) Yönetim kurulu, yüksek etik standartlarını uygulamalı ve hissedarların çıkarlarını dikkate almalıdır.

D) Yönetim kurulu çeşitli yönetsel ve idari işlevleri yerine getirmelidir.

¹⁸² SPK, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, s.37.

¹⁸³ OECD, **OECD Principles of Corporate Governance**, p.24-25.

E) Yönetim kurulu kurumsal konularda tarafsız, bağımsız yargı uygulamasına sahip olabilmelidir.

F) Yönetim kurulu üyeleri, sorumluluklarını yerine getirmek amacıyla, konuyla ilgili doğru ve zamanında bilgiye ulaşabilme olanağına sahip olmalıdır.

2.7. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI

19. yüzyıl sonlarında büyük sermayeli firmaların ortaya çıkması ile uzun dönemde mülkiyet, kontrol ve yönetimin işlevi, mekanizmaları ve aralarındaki fonksiyonel dinamikler değişe gelmiştir. Mülkiyet kapitalizminde, yönetim kurulu üyeleri ile yöneticiler aynı kişiler olacağından, bilgi asimetrisizliği sorunu bulunmazken, idari ve hissedar kapitalizmlerde bilgi asimetriği dolayısıyla mülkiyet, yönetim kurulu ve yöneticiler arasındaki ilişkiler daha karmaşık bir hale gelmiştir. Kurumsal yönetim mekanizmaları, firmayı ve yönetim çevresini oluşturan farklı çıkarlara sahip faktörler arasında bir denge kurulabilmesini sağlamaya yarayan mekanizmalardır¹⁸⁴. Dolayısıyla bilgi asimetrisi, çıkar odaklı davranış gibi kurumsal yönetim sorunlarının çözümüne yönelik geliştirilen kurumsal yönetim mekanizmaları içsel ve dışsal kurumsal yönetim mekanizmaları olarak iki gruba ayrılmıştır.

2.7.1. İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

İçsel yönetim mekanizmaları; yönetim üzerinde kontrol ve firma içerisinde sahiplik yapılarında birbirinin dengelenmesini sağlayan mekanizma olarak yönetim kurulu ve sahiplik yapısı olmak üzere iki ayrı başlık altında incelenecektir.

2.7.1.1. Yönetim Kurulu

Bir kurumun en önemli varlıkları arasında insan kaynağı ve özellikle yönetim ekibi yer alır. Bu ekibin yetkinliklerinin ve performansının değerlendirilmesi ile bu

¹⁸⁴ Aslı M. Çolpan, **a.g.e.**, s.50. ve Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.16.

ekibin motivasyonunu yüksek düzeyde tutabilecek adil ödüllendirme mekanizmalarına işlerlik kazandırılması da kurumun geleceğini belirleyen bir başka faktördür. Bu değerlendirmelerin adil olarak yapılması ise iyi çalışan bir yönetim kurulu ile mümkündür¹⁸⁵.

Yönetim kurulu, hak sahipleri olan pay sahipleri ile firma içi ve dışı çıkar gruplarını temsil eden, her ülkenin mevzuatında yer alan ve firma kapsamında bütün yetkilere sahip bir organdır. Yönetim kurulu toplantıları genellikle yönetim kurulu üyelerinin bir araya geldiği, birlikte tartışıp, karar aldığı toplantılardır. Bu nedenle büyük önem taşır ve doğru planlanıp etkin olarak yürütülmesi gerekir¹⁸⁶.

Anonim şirket hissedarlarının, özellikle de halka açılmış firma hissedarlarının karşı karşıya kaldıkları önemli bir sorun, firmayı izleme ve inceleme sorunudur. Yönetim kurulunun yapısı ve etkinliği, firma yönetiminde önemli bir noktadır. Kurul, grup hissedarlar, küçük hissedarlar ve onların bazıları yönetici sıfatıyla kurulda bulunabilen vekilleri arasında bir köprü gibi hareket etmelidir. Yönetim kurulunun yapısı, kurul ile firma üst yönetimi arasında bir güç dengesini şekillendirir¹⁸⁷.

Yönetim kurulu kurumsal itibarı korumak ve geliştirebilmek için kurumun tüm paydaşlarına karşı sadece kanunlar açısından değil, aynı zamanda taahhüt ettiği değerler, iş etiği ve kurumsal yönetim ilkeleri açısından da sorumludur. Dolayısıyla, yönetim kurullarına seçilen üyelerin yetkinlikleri ve deneyimlerine, bağımsız olmalarına ve kurulun işleme için oluşturulacak kurallara özen gösterilmesi, kurumun başarısı ve sürdürülebilirliğine katkı sağlar¹⁸⁸.

SPK, Kurumsal yönetim ilkelerinin vurguladığı temel noktalardan biri, sadece herhangi bir pay sahibi grubunun menfaatlerini temsil etmeyen, deneyim ve mesleki

¹⁸⁵ Yılmaz Argüden, "Kurumsal Yönetişim", **Dünya Gazetesi**, 02.11.2007, (Erişim) www.arguden.net/makale.aspx?id=280 (24.12.2010)

¹⁸⁶ Barış Baraz, "Yönetim Kurullarının Kurumsal Yönetişim Açısından Kritik Önemi: Eskişehir' de Bir Araştırma", **3. Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi**, Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Eskişehir, 25-26 Kasım 2004, s.765.

¹⁸⁷ Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kurumsal Yönetim Metodolojisi, **Yönetim Kurulu**, t.y. (Erişim) www.saharating.com/liste_goster.asp?bolum=6&id=31 (24.12.2010)

¹⁸⁸ Yılmaz Argüden, **a.g.m.**, s.y.

birikimine dayanarak ortaklığın menfaatlerini ön planda tutan bağımsız üyelerin, mümkün olduğunca daha fazla sayıda yönetim kurulunda yer alması gerekliliğidir¹⁸⁹.

2.7.1.2. Sahiplik Yapısı

İçsel kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri de firmaların sahiplik yapısıdır. Firmaların sahiplik yapısı farklı açılardan ele alınabilmektedir. Bunlar: halka açık veya kapalı; devlet sahipliği veya özel sahiplik; yerli veya yabancı sahiplik; yönetsel sahiplik; kurumsal sahiplik; blok sahiplik gibi konulardır¹⁹⁰.

Araştırmalar büyük firmaların çoğunun aileler veya kamusal kurumlardan oluşan hâkim hissedarların elinde olduğunu göstermektedir. Örneğin, Kıta Avrupa'sında, kayıtlı firmalar arasında %20 veya daha fazla hâkim hisse yaygındır. Buna karşılık, Doğu Asya'da kayıtlı firmaların üçte ikisinden çoğu tek bir hissedar tarafından kontrol edilmektedir. Mülkiyet yapıları genel olarak üç şekilde kategorize edilebilirler¹⁹¹:

- Aile kontrolünde firmalar: Asya, Latin Amerika ve bazı Batı Avrupa ülkelerinde (Almanya, İtalya) yaygındır.
- Devlet mülkiyeti: Eski Sovyet bloğunun halen geçiş aşamasında olan ülkelerinde ve ayrıca Asya'da yaygındır.
- Finans ve sanayi grupları: Japonya, Rusya ve daha az olarak Batı Avrupa'da görülür. Karakteristik özellikleri çapraz hissedarlık ve diğer finansal ve operasyonel bağlantılardır.

Aile kontrolünde olan firmalarda halefiyet ve yönetimin meşruluğu; profesyonel yöneticiler çalıştıran firmalardan daha önemli yönetim sorunları

¹⁸⁹ Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, "Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları", **Kurumsal Yönetim Serisi**, No: 2, Mart 2007, s.16.

¹⁹⁰ Murat Kıyılar, Muhammet Belen, "Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye'de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi", **İSMMMO 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu**, Antalya, 20-24 Nisan 2005, s.8. (Erişim) <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07sempozyum/10-murat%20kıyılar%20muhammed%20belen.doc> (25.12.2010)

¹⁹¹ Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kurumsal Yönetim Metodolojisi, **Pay Sahipleri**, t.y. (Erişim) www.saharating.com/liste_goster.asp?bolum=6&id=31 (25.12.2010)

oluşturur. Finans ve sanayi gruplarında firma içi bağlantılar, çıkar çatışması olan blok hissedarların hâkim olduğu şeffaf olmayan işlemlere yol açabilir. Devlet mülkiyetindeki firmalarda ise firmanın devlet çıkarlarıyla bağlantısı hissedarların lehine olmayan sonuçlar doğurabilir¹⁹².

Sahiplik yapısı konusunda literatür hem hissedar yöneticileri hem de hissedar olmayan yöneticileri konu alır. Genel kabul görmüş bir tanıma göre; bir firmanın ortak hisselerinin %5'inden fazlasına sahip olan hissedarlar “önemli” hissedarlar olarak adlandırılır. Bu önemli hisse sahipleri bireysel yatırımcılar olabileceği gibi kurumsal yatırımcılarda olabilirler. Bunların önemli denmesinin sebebi, sahip oldukları hisse miktarının firmanın içinde neler olduğunu gözlemleme ve müdahale etme şansı vermesinden kaynaklanmaktadır¹⁹³.

Yöneticilerin mülkiyet hakları ile oy kullanma haklarından dolayı özel yarar sağlamalarının yanı sıra büyük hissedarların da kendi refahlarını maksimum kılmak için, kontrol haklarını kullanarak firma varlıklarını etkin olmayacak şekillerde dağıttıkları görülmektedir. Kendi refahını maksimize etmek ve getiriye diğer kişilerden kendilerine aktarmak amacı ile kontrol gücü kullanılma sürecinin mülksüzleştirme olarak adlandırılmaktadır¹⁹⁴.

Mülkiyet yoğunlaşması hissedar haklarının zayıf olduğu ülkelerde tespit edilmiştir. Yatırımcıların vekâlet problemlerini göz ardı ederek blok hissedarlığa yönelmeleri durumunda mülkiyetin büyük hissedarlar arasında paylaşıldığı görülmüştür¹⁹⁵. İlave olarak, iyi kurumsal yönetim sistemlerinin, yatırımcıların yasal korunması ile sahiplik yoğunlaşmasının uygun bir kombinasyonundan geliştiği ifade

¹⁹² Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., **Pay Sahipleri**, s.y.

¹⁹³ Diane K. Denis, “**Twenty-Five Years of Corporate Governance Research... and Counting**”, *Review of Financial Economics*, Vol:10, 2001, (Aktaran: Emine Serap Kurt, **Kurumsal Yönetimin Halka Açık İşletmelerde Mevzuat ve Uygulama Yönünden İncelenmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Edirne, 2008, s.36.)

¹⁹⁴ Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, Ankara, Papatya Yayıncılık, 2006, s.20.

¹⁹⁵ Şebnem Arıkboğa, Ahmet Menteş, “Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 59, Sayı: 2, 2009, s.96.

edilmektedir. Dolayısıyla firmaların sahiplik yapısı kurumsal yönetimin en önemli unsurlarından birini oluşturmaktadır¹⁹⁶.

2.7.2. Dışsal Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Dışsal yönetim mekanizmaları, kaynağı firma dışında olan firmanın içyapısını etkileme gücü bulunan denetim mekanizmasıdır. Dışsal yönetim mekanizması yasal düzenleyici sistem, yönetici emek piyasası, firma kontrol piyasası olmak üzere üç ayrı başlık altında incelenecektir.

2.7.2.1. Yasal Düzenleyici Sistem

Firmaların faaliyetleri yasalarla, yönetmeliklerle, yetkili kurul ve kurumların yayımladığı tebliğlerle düzenlenebilir. Bu düzenlemeler; firmalarda verimlilik, maliyetler, denetim mekanizmaları ve kâr dağıtım düzenlemeleri gibi faktörler üzerinde etki yapabilir¹⁹⁷.

La porta ve diğerleri araştırmalarında, kuvvetli yaptırım gücü olan bir yasal sistemin zayıf yasaların sebep olduğu aksaklıkları giderebileceğini, firma yöneticileri tarafından suiistimal edilen hissedarların, etkin çalışan yargı sistemi aracılığı ile korunabileceğini iddia etmişlerdir. Yasal haklardan doğan yaptırımların kalitesini incelemek için; yargının etkinliği, hukuk düzeni, yolsuzluk, el koyma / kamulaştırma ve sözleşme ihlali riski olmak üzere beş kriter kullanılmıştır¹⁹⁸.

Kurumsal yönetim yasal çerçeve açısından incelendiğinde; finansal krizler ve skandallar ile yaşanan ciddi sıkıntılar sonucu kurumsal yönetim uygulamalarının güvence altına alınmasına yönelik İngiltere’de Cadbury Raporu, Greenbury Raporu,

¹⁹⁶ Murat Kıyılar, Muhammet Belen, **a.g.m.**, s.8.

¹⁹⁷ Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.23.

¹⁹⁸ Rafael La Porta, v.d., “Investor Protection, Origins, Consequences, Reform” **Journal of Financial Economics**, Vol. LVIII, 2000, s.1140,1145. (Aktaran: Süleyman Ahmet Menteş, **Kurumsal Yönetişim Etkinlik Ölçüm Aracı Olarak Tepe Yöneticisi Değişimi: Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2008, s.93,95.)

Hampel Raporu yayınlanmış, ABD’ de yeni yasal düzenlemeler yapılmıştır. Özellikle Sarbanes-Oxley Kanunu ile iç kontrol sistemi ve iç denetim fonksiyonuna verilen önem daha da arttırılmıştır. Bu süreçte iç denetimin 60 yıllık uluslararası mesleki örgütlenmesinden oluşan kurumsal birikim yapılan düzenlemelere yol gösterici olmuştur. Ülkemizde ise; SPK ve yeni Türk Ticaret Kanunu, Sarbanes-Oxley Kanununda yer alan esasları benimseyen bir yaklaşımla hazırlanmıştır¹⁹⁹.

Kurumsal yönetim sistemi sonucunda hazırlanan en iyi uygulama kodları mevcut yasal mevzuata ilişkin ve kurumsal çerçeveyi tamamlayan yararlı bir araçtır²⁰⁰. Ancak yönetim kurulunun ve üst düzey yönetim teşkilatının kurumsal yönetim donanımı ne denli üst düzeyde olursa olsun, yöneticilerin bir “kurumsal yönetim kılavuzuna” gereksinimleri vardır. Yeni TTK, kurumsal yönetime ilişkin çeşitli hükümlere serpiştirdiği kurallar ve SPK İlkeleri, kurumsal yönetim anlayışı adına Türk Hukuku’nda önemli bir adım teşkil etmekle birlikte, bir anonim ortaklığın somut kurumsal yönetim yönelimi açısından genel bir çerçeve çizmektedir. Bu çerçevenin içi, her bir anonim ortaklığın somut kurumsal yönetim değerleriyle ve stratejisiyle doldurulmalıdır. Bunun aracı ise “kurumsal yönetime ilişkin yan düzenleme”dir. Bu tür düzenlemeler, “Kurumsal Yönetim Kuralları”, “Kurumsal Yönetim Taahhüdü”, “Kurumsal Yönetim Kılavuzu” gibi başlıklarla hazırlanmakta ve bazı anonim ortaklıklar tarafından ilan edilmektedir²⁰¹.

Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda ticari anlamda son yılların en kapsamlı yasal değişiklikleri yapılmıştır. Yeni kanununda yapılan önemli yeniliklerden biri; genel kurulun bütün yetkilerini kullanabilir ve tüm kararlarını alabilir, tek pay sahipli anonim ve tek ortaklı limited şirket kurma olanağı getirilmektedir. Muhasebe uygulamalarına getirdiği en önemli yenilik ise, Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının özdeşi olan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS)’na uyma mecburiyetinin getirilmesidir. Bu konuda getirilen diğer önemli bir yenilik; firma

¹⁹⁹ Ali Kamil Uzun, “Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve İç Denetimin Rolü”, **Dünya gazetesi**, t.y., (Erişim) www.icdenetim.net/ic-denetim-nedir/84-aile-isletmelerinde (26.12.2010) ve Şebnem Arıkboğa, Ahmet Menteş, **a.g.m.**, s.101.

²⁰⁰ Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, s.39.

²⁰¹ Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, “Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında ana sözleşmenin ve yan düzenlemelerin İşlevleri”, **Kurumsal Yönetim Serisi**, No: 6, Mart 2008, s.12.

faaliyetlerinin ne şekilde yürütüldüğünün takip edilmesine yönelik getirilen denetçiler anonim şirketin organı olmaktan çıkarılmış; her ölçekteki firmaların denetimi, bağımsız denetim kuruluşlarına bırakılmıştır. Kanun da, mali yapısı bozulan veya bozulmaya yüz tutan sermaye firmalarında tehlikelerin erken teşhisi komitesinin kurulması zorunlu hâle getirilmiştir. Yeni kanunda pay sahiplerinin kendi çıkarlarına yönelik olarak kullanmak amacıyla firmaya borçlanmaları, iştirak taahhüdünden doğan borç hariç, yasaklanmıştır. Yönetim kuruluna yönelik olarak getirilen değişikliklerde özen borcuna ilişkin yöneticilerin mesleki yeterliliğine önem verilmiş “tedbirli yönetici” ölçüsü getirilmiş ve basiretli iş adamı ölçüsünden vazgeçilmiştir. Bu kanunda diğer önemli bir değişiklikte, yönetim kuruluna murahhaslar ve genel kurulda dâhil hiçbir organa devredemeyeceği görev ve yetkiler vermesidir. Ayrıca hâkim ortak ve bağlı ortaklıklar arasındaki ilişkiler, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve menfaat dengesi temelinde kurallara bağlanmış ve yönetimde azınlık hissedarlara da söz sahibi verilerek azınlık hakları korunmuştur. Yeni TTK şeffaflaşmaya büyük önem vermekte ve her firmanın, kendi web sitesi olmasını zorunlu tutmaktadır. Web sitesi üzerinden firmaca yapılması gerekli tüm ilanları, finansal tabloları, denetleme raporları başta olmak üzere tüm raporlar ve sermaye piyasası aktörlerini ilgilendiren tüm bilgilerin ilan edilmesini zorunlu kılmaktadır²⁰².

2.7.2.2. Yönetici Emek Piyasası

Her mal ve hizmetin bir piyasası olduğu gibi, yöneticilerin de hizmetlerini arz ettikleri ve firmaların de işgücü talep ettikleri bir piyasa vardır. Yönetici emek piyasası, üst yönetimi faaliyet sonuçları açısından kontrol edebilen, pay sahipleri ve diğer çıkar grupları ile uyumlu olan etkin kurumsal yönetim mekanizmalarından birisidir²⁰³.

²⁰² Yeni TTK'nın Muhasebe ve Mali İşler, Finansal Raporlama ve Denetim Fonksiyonlarına İlişkin Getirdiği Yenilikler Nelerdir?, t.y.

(Erişim) www.cerebra.com.tr/turkce/site/yenittkmuhasebevemaliisler.html (13.01.2011)

Hüseyin Amanet, **Yeni Türk Ticaret Kanununun Getirdiği Yenilikler**, 5 Ocak 2010,

(Erişim) suadiyedenetim.com.tr/mesleki_makaleler/huseyin-amanet-1.pdf (13.01.2011) ve

Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Anonim Ortaklıklar Alanında Getirdiği Yenilikler”, **CEO Serisi**, İstanbul, 4 Temmuz 2006.

²⁰³ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, **a.g.e.**, s.434.

Üst düzey yöneticilerin dış çevredeki olayları algılamaları, örgütlerin çevresel değişimlere karşı almış oldukları kararları büyük bir oranda etkilemektedir. Bu nedenle, değişen dış çevre şartlarına uyum sağlamanın bir yolu, örgütün değişen stratejik ihtiyaçlarına uyum sağlayabilecek yeni bilgiler, yetenekler ve bakış açısı getirebilecek yeni liderler seçmektir²⁰⁴. Pfeffer (1997)'e göre; örgütlerin değişen durumlara uyum sağlayamamalarındaki önemli sebep ise, işe alım ve terfi politikaları gibi fırsat olanakları ve ödüllendirme sistemleridir. Bunlar, genç yöneticilerin sorumluluklarını arttırabilecekleri ve stratejik karar alma süreçlerine yeni bakış açıları katabilecekleri yüksek mevkilere doğru ilerlemeleri sırasında belirgin bir gecikmeye neden olmaktadır²⁰⁵.

Fama (1980)'ya göre; yönetici emek piyasasında yöneticilerin ücretleri belirlenirken veya alternatif iş fırsatları sunulurken geçmişteki performansının göz önünde bulundurulur. Bu görüş ile birlikte her yöneticinin üst ve ast yöneticilerin performansından dolayı çıkarı olduğunu, dolayısıyla üst ve ast yöneticilerini gözetleme görevinin etkililiği de savunulmaktadır²⁰⁶. Ayrıca Türk üst düzey yöneticilerinin içinde buldukları sosyal ve kültürel çevre koşulları dikkate alındığında, üst düzey yöneticiler için “sadakat” en önemli performans kriterlerinden birisidir. Dolayısıyla bağlı oldukları kontrol edici hissedarların etkinlik alanı içerisinde hareket etmek zorunda olan üst düzey yöneticilerin performansları daha çok sadakatleri dikkate alınarak değerlendirilmektedir²⁰⁷.

2.7.2.3. Firma Kontrol Piyasası

İçsel mekanizmalar yeterli derecede başarılı olamadığında, yani firmanın piyasa değeri ile potansiyel değeri arasında dikkate değer negatif bir fark varsa, dışsal kesimler için firmanın kontrolünü ele geçirmeye yönelik teşvik var demektir.

²⁰⁴ Ayşe Karaevli, “Yönetici Yedekleme Planı Bir Örgütün Değişim Kapasitesini Nasıl Azaltabilir? Kuramsal Bir Model”, **Sabancı Üniversitesi Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 2, 2008.

²⁰⁵ Pfeffer, J., **New Directions for Organization Theory**, New York, Oxford University Press, 1997, s.86. (Aktaran: Ayşe Karaevli, **a.g.m.**, s.5.)

²⁰⁶ Eugene F. Fama, “Agency Problems and The Theory of The Firm”, **Journal of Political Economy**, Cilt: 88, Sayı: 2, Nisan 1980, s.293.

²⁰⁷ Şebnem Arıkboğa, Ahmet Menteş, **a.g.m.**, s.108.

Firmaların kontrolünün el değiştirmesi neredeyse her zaman hedef firmanın hissedarları için değer yaratan bir primle gerçekleşir. Daha da ötesi, kontrol üzerindeki çok küçük bir değişiklik tehdidi yönetimin firma değerini yüksek tutmasını sağlar ve bu sayede dışarıdan gelecek bir saldırıyı garanti edecek değer açığı yeterli büyüklükte olmaz. Dolayısıyla kontrolü el geçirme piyasası, etkin ve önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır²⁰⁸.

Çok sayıda hissedarı bulunan bir firmada küçük hissedarların denetim maliyetlerini üstlenerek yönetimi denetleme olanakları çok kısıtlıdır. Buna karşılık, firma satın almayı diğer kurumsal yönetim mekanizmalarının işlemediği veya faydasız oldukları durumda devreye giren bir son çare mekanizması olarak görmek mümkündür²⁰⁹.

Nitekim yönetim yetersizse veya hissedarların çıkarlarını gözetmiyorsa, dışarıdan firmayı ucuza almak için girişimde bulunanlar ortaya çıkarak ucuz bir fiyatla firmayı satın alabilir, daha iyi bir yönetim kadrosunu oluşturduktan sonra kârlı biçimde firmayı satabilir²¹⁰. Bu nedenle, satın alma teklifi süresince, hedef firmanın finansal danışmanlarının ve hisse senedi brokerlarının, hedef firmanın hisse senetlerini satın almaları ve bu türden hisse senetlerinin satın alınması ile ilgili diğer belirli anlaşmalara dâhil olmaları yasaklanmıştır²¹¹.

2.8. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ

Ülkelerin ortaklıklar hukuku düzenlemeleri; sahip oldukları ortaklık kültürü, para ve sermaye yapılarının özelliği, ulusal kimlikleri, tarihi geçmişleri, hedefleri, öncelikleri, gelenekleri, kültürel ve sosyal değerleri gibi birçok faktörün etkisiyle farklılık göstermektedir. Bu farklılık, ülkelerin ortaklık yapılarının ve ortakların

²⁰⁸ Murat Kıyılar, Muhammet Belen, **a.g.m.**, s.13.

²⁰⁹ Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.18 ve Süleyman Ahmet Menteş, **a.g.e.**, s.99.

²¹⁰ Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.18.

²¹¹ Hakan Güçlü, **İngiltere’de Şirket Ele Geçirmeleri ve Birleşmeleri ile İlgili İlke Kararları**, t.y., s.45-47. (Erişim) www.hakanguclu.com/calismalar/ingilterede_sirketEleGecirmeleri.pdf (28.12.2010)

işleyiş düzenlerinin de birbirine benzememesine yol açmaktadır²¹². Buna karşılık özellikle küreselleşme ve artan yabancı sermaye yatırımları sayesinde kurumsal yönetim sistemleri açısından ülkeler arasındaki farklılıklar giderek azalmaktadır²¹³.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, birbirinden farklı kurumsal yönetim düzenlemeleri olmakla birlikte, dünyada kurumsal yönetime yönelik iki temel sistem bulunmaktadır. Bunlardan birincisi; Amerika ve İngiltere’de uygulanan ve hisse senedi kültürünün yoğun olarak gelişmiş olduğu “Anglo-Sakson Sistemi” diğeri ise, büyük yatırımcıların ve bankaların hâkimiyetinde olan, menfaat sahipleri olarak da bilinen, Avrupa, Latin Amerika ve Japonya’da görülen “Kıta Avrupa Sistemi”dir²¹⁴.

2.8.1. Anglo-Sakson Sistemi

Anglo-Sakson Sistemi, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu, Amerika ve İngiltere’de şekillenen bir sistemdir. Bu sistem kurumsal yönetimi, firmanın kontrol ve iradesini belirleyen, firmanın öncelikli katılımcıları arasındaki ilişkileri açıklayan kural ve kurumlar olarak ifade etmektedir²¹⁵.

Anglo-Sakson Sistemi’nde yaygın olarak görülen firmanın sahiplik ve kontrolü birbirinden ayrılmaya başlaması ile yöneticinin kişisel çıkarları doğrultusunda hareket etmesi firma varlıklarının yanlış kullanılmasına yol açabilmektedir. Bu ülkelerde, sanayinin gelişimi sürecinde hissedarlık ve yöneticilik sorumluluklarının artan bir hızla birbirinden ayrıldığı gözlenmiştir. Özellikle, ABD ve İngiltere’de büyük firmalar, payları küçük olan çok sayıda hissedarın ortak olduğu bir mülkiyet yapısına sahiptir²¹⁶. Sonuçta hissedarların firmayı, öz sermaye sağlama yoluyla finanse ettikleri görülmektedir. Bu bağlamda Anglo-Sakson Sistemi’nin daha çok bireysel yatırımcıya ve onun korunmasına yönelik olduğu söylenebilir²¹⁷.

²¹² I. M. Millstein vd., **Corporate Governance-Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets**, France, OECD Publications, 1998, s.9. (Aktaran: Ali Paslı, **a.g.e.**, s.52.)

²¹³ Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.83-84.

²¹⁴ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, **a.g.e.**, s.423. ve Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.83.

²¹⁵ Arcan Tuzcu, **a.g.e.**, s.36.

²¹⁶ Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?”, s.3.

²¹⁷ Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, s.42. ve Arcan Tuzcu, **a.g.e.**, s.36.

Nitekim Anglo-Sakson Sistemi'nde hissedarların sayısı fazla, hisse senedi yoğunluğu az, buna bağlı olarak da halka açıklık oranı çok yüksektir. Bu durumda az sayıda yatırımcının firmayı kontrol etmesi mümkün değildir. Yatırımcılar firma ile ilişkilerini finansal kurumlar aracılığıyla sürdürürler. Dolayısıyla Amerika ve İngiltere'de hâkim olan anlayış, yönetici baskın model olarak da ifade edilebilir²¹⁸.

Anglo-Sakson Sistemi yönetim sistemleri açısından değerlendirildiğinde, özellikle 1992'de Cadbury Raporunun uygulanmaya başlanmasından sonra İngiltere ve Amerika arasında pratikte pek fazla fark görülmemektedir. Amerika'da yöneticilerin atanması ve işten çıkarılması kararları, temettü politikalarının belirlenmesi, önemli firma devralmaları ve firma birleşmesi gibi stratejik kararlar yönetim kurullarının yetkisindedir. Yönetim kurulunda yönetimden üyelerin bulunması kurulun firmanın işleyişi hakkında daha iyi bilgi sahibi olması gibi bir fayda sağlarken, hissedarların çıkarlarını savunacağı varsayımıyla dışarıdan gelen üyelerin faydası yöneticiler ile hissedarlar arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarında önem kazanır²¹⁹.

Anglo-Sakson Sistemi'ne göre kurumsal yönetimin hissedarlar, yönetim kurulları ve firma yönetimi olmak üzere önemli üç temel bileşeni vardır. Bu sistemde kurumsal yönetimin gerçek ilgisinin yöneticilerin sağlayacakları başarılarla bağlı olarak hissedarların haklarının korunması olması gerektiği düşünülmektedir. Nitekim firma yöneticilerinin hissedarlarla doğrudan teması az ve yöneticilerin gücünün fazla olması nedeniyle; firmayı ele geçirme tehdidi, yatırımdan çıkma, performans dayalı ödeme, azınlık hissedarlarının korunması gibi dışsal yönetim mekanizmaları ile firmalara sermaye sağlayarak ortaklık hakkı elde eden hissedarların korunması amaçlanmaktadır²²⁰.

²¹⁸ Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.84. ve Arcan Tuzcu, **a.g.e.**, s.37.

²¹⁹ B. Burçin Yurtoğlu, "Kurumsal Yönetimde Hukuk Sistemleri ve İktisadi Aktörlerin Ekonomik Performansa Etkileri", **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara, SPK Yayını, Yayın No: 196, 2006, s.133.

²²⁰ Arcan Tuzcu, **a.g.e.**, s.38, Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.85 ve Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, 42.

2.8.2. Kıta Avrupa Sistemi

Kıta Avrupa Sistemi, esas olarak büyük yatırımcıların ve bankaların hâkimiyetinde olan Avrupa, Latin Amerika ve Japonya’da şekillenen sistemdir. Bu sistem de kurumsal yönetim; firmaların yönetiminde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve hissedarlarına dağıtma ana amacını taşıyan geleneksel yaklaşımın yanında, hissedarlar ve yöneticiler de dâhil, tüm menfaat gruplarının haklarının korunması ve bu çerçevede söz konusu menfaat grupları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesini amaçlayan bir anlayış olarak ifade edilmiştir²²¹.

Kıta Avrupa Sistemi’nde hâkim olan temel anlayış, hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran hissedarlara dayalı model olarak açıklanabilir. Bu sistemde ortaklık yoğunlaşmış olup firma kontrolü büyük hissedarların elindedir. Nitekim hisse senedi piyasasında koteli firma sayısının ve likiditenin az, karşılıklı hissedarlık sisteminin de yaygın olduğu görülmüştür. Dolayısıyla hisse senetlerinin yoğunluğu fazla ve halka açıklık oranı düşüktür. Bu sistemde dış yatırımcılar hisse senedi piyasası kanalı ile hisse getirilerine katılım gösterip çok kontrol uygulayamazken, kontrol firmalar ya da aileler elindedir²²².

Kıta Avrupa Sistemi’nde ise kurumsal yönetim anlayışına ilişkin olarak paydaş modeli üzerinde durmaktadır. Bu bakış açısı hissedarlar kadar firma için değer yaratan tüm paydaşların katkısını göz önüne almayı da vurgulamakta olup; firmaların topluma karşı bir takım sosyal sorumlulukları yerine getirmesi gerektiğinin de altını çizmektedir²²³.

Bu sistemde icra kurulu, firmanın gündelik karar alma mekanizmalarından sorumludur. İcra kurulu mensuplarının yer almadığı teftiş kurulu ise; firmanın stratejik kararlarını almakla sorumludur. Teftiş kurulu üyelerinin yarısı hissedarlar,

²²¹ I. M. Millstein vd., **a.g.e.**, s.27. (Aktaran: Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.87.)

²²² Arcan Tuzcu, **a.g.e.**, s.37, Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, s.40, 42. ve Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.85.

²²³ I. M. Millstein vd., **a.g.e.**, s.27. (Aktaran: Murad Kayacan, **Küresel Mali Piyasalarda “Kurumsal Yönetim” Kavramının Gelişimi ve Ülkemize Yansımaları**, Nisan 2006, (Erişim) www.tavsanci.com/dokuman/kurumsalyonetim1.doc (29.12.2010))

diğer yarısı da işçi temsilcileri tarafından seçilmektedir. Bu nedenle teftiş kurulu bir anlamda firma dışındaki kesimlerin de çıkarlarını temsil eden bir yapıya sahiptir²²⁴.

Kurumsal yönetim sistemlerini ülkemiz açısından değerlendirecek olursak, Türkiye’de Kıta Avrupa hukuk sistemi geçerlidir. Türkiye’nin de içinde bulunduğu hukuk sistemi, Anglo-Sakson hukukuna göre yatırımcılara verilen haklar konusunda zayıf kaldığı görülmüştür. Bu durumda kurumsal yönetim zayıf korumaya karşı mülkiyet yoğunlaşmasına gidecektir. Nitekim Türk firmalarında da mülkiyet yoğunluğu etkin bir şekilde görülmektedir²²⁵.

2.9. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

Her ülkedeki kurumsal yönetim uygulamaları söz konusu ülkenin yönetim biçimine, hukuksal altyapısına, firma yapılanmalarına ve insan faktörüne bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Bir ülkenin kurumsal yönetim düzeyini, ülkenin içinde bulunduğu genel şartlar, finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve firmaların uygulamaları belirlemektedir²²⁶. Nitekim tüm ülkelerde düzenlenen kurumsal yönetimle ilgili kanun, ilke ve kuralların temel hedefi, finansal krizler ve muhasebe skandallarının sonucunda büyük ölçüde yitirilmiş bulunan firmalarla ve muhasebe mesleği ile ilgili “kamu güveni”nin yeniden kazandırılmasıdır²²⁷. Araştırmanın bu bölümünde belirli ülkelerde son zamanlarda yapılan önemli kurumsal yönetim düzenlemelerine yönelik gelişmeler yer almaktadır.

2.9.1. Amerika Birleşik Devletleri (ABD)’nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları

ABD ve Avrupa’da yaşanan ekonomik krizler ve skandallar (Enron, Worldcom vb.) neticesinde ortaya çıkan kurumsal yönetim ile ilgili daha katı yasal

²²⁴ B. Burçin Yurtoğlu, “Kurumsal Yönetimde Hukuk Sistemleri ve İktisadi Aktörlerin Ekonomik Performansa Etkileri”, s.133-134.

²²⁵ Veysel Kula, “Kurumsal Yönetim: Sorunun Boyutları ve Beklenen Gelişmeler”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara, SPK Yayını, Yayın No: 196, 2006, s.109.

²²⁶ Mutlu Başaran Öztürk, Kartal Demirgüneş, “Kurumsal Yönetim Bakış açısıyla Entellektüel Sermaye”, **IV. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi**, Ankara, 2005, s.397.

²²⁷ Mustafa A. Aysan, **a.g.e.**, s.74.

düzenlemelerin "derlenmiş şekli" olarak adlandırılan Sarbanes Oxley Yasası, 30 Temmuz 2002'de yürürlüğe girmiştir. Yasa genel olarak, ABD Sermaye Piyasası Kurulu'na kayıtlı firmaların, finansal raporlama üzerindeki iç kontrollerin etkinliğini değerlendirecek bir iç kontrol sistemi oluşturmalarını öngörmektedir²²⁸.

ABD'de borsa kayıtlı firmalar, finansal raporlarının Hisse Senetleri ve Borsalar Komisyonu (Securities and Exchange Commission–SEC)'na sunmakta ve kamuya açıklamak zorunda bulunmaktadır. Bu açıklama, 1933 tarihli Hisse Senetleri Kanunu hükümlerine uymak zorundadır. Bu kanun, halka hisse satışı yapılabilmesi için, firma hakkındaki önemli finansal bilgilerin kamuya açıklanmasını emretmiştir. Bu tür anonim şirketlerin finansal raporları, SEC'e sunulmadan ve halka açıklanmadan önce bağımsız muhasebe uzmanınca denetlenmiş olmalıdır²²⁹. Böylece sermaye piyasalarına düzen getirilmesi açısından bazı uygulamaların zorunluluk esasına, çoğu uygulamalarında gönüllülük esasına göre çıkarılan ABD'de kurumsal yönetime ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır²³⁰.

2.9.2. İngiltere'de Kurumsal Yönetim Uygulamaları

İngiltere'de ortakları sınırlı sorumlu olan bütün firmalar kamuya finansal açıklama yapmak zorundadır. Bu firmaların kâr-zarar tablosu, yönetim kurulu üyesince imzalı bilanço, denetçi imzasını taşıyan bir denetim raporu, yönetim kurulu üyesi ve firma sekreterince imzalanmış bir yönetim kurulu faaliyet raporu, finansal rapor dipnotları ve gerekiyorsa gruba ait finansal raporlar ticaret siciline sunulmalıdır²³¹. Kurumsal yönetim en iyi uygulamalarını ilk defa formülize eden 1992 yılında yayınlanan Cadbury Raporu; kurumsal yönetim firmaların yönetilmesi ve kontrol edilmesini sağlayan bir sistem olarak tanımlanmış, yönetim kurulu ve

²²⁸ Aslı Eryılmaz, "J-SOX, Amerikalı SOX'un yerini alır mı?", **Deloitte İç Denetim Makaleleri**, t.y., s.1. (Erişim) <http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/DeloitteMakaleleri/JSOX%202.pdf> (30.12.2010)

²²⁹ OECD, **International Experts Meeting on Corporate Governance of Non-Listed Companies**, İstanbul, 19-20 April 2005, (Aktaran: Mustafa A. Aysan, **a.g.e.**, s.280.) ve Ayrıntılı bilgi için bakınız: www.sec.gov/about/laws.shtml (30.12.2010)

²³⁰ European Corporate Governance Institute, **Codes & Principles**, t.y., Ayrıntılı bilgi için bakınız: (Erişim) www.ecgi.org/codes/all_codes.php (30.12.2010)

²³¹ OECD, **a.g.e.**, (Aktaran: Mustafa A. Aysan, **a.g.e.**, s.281.)

denetim kurulunun görev ve sorumluluklarına ilişkin tavsiyeler verilmiş ve bunları uyması gereken standartlar olarak belirlenmiştir. Bu yasa, İngiltere için önemli olduğu kadar diğer ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamaları açısından günümüzde standart uygulama haline gelmiştir²³². Cadbury Raporu'ndan sonra kurumsal yönetime ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır²³³.

2.9.3. Almanya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Alman hukukunda finansal krizler sonucunda 1998 yılında hızlı bir şekilde yayınlanan "İşletmelerde Şeffaflık ve Kontrolün İyileştirilmesine İlişkin Kanun" başlı başına bir yasa olmayıp, sadece Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'ndaki birçok maddeleri, terim ve kavramları değiştiren ve onlara cümle, bent ve fıkra ekleyen bir düzenleme niteliğindedir²³⁴. Büyük anonim şirketler, şirketin tescil edildiği yerdeki ticaret siciline finansal raporlarını sunmak zorundadırlar. Sicile kaydedilen raporlar halka açıktır²³⁵. Nitekim krizlerin, skandalların ve usulsüzlüklerin önüne geçilmesi için Almanya'da kurumsal yönetime ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır²³⁶.

2.9.4. Japonya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Japonya da skandallardan nasibini almış olmanın etkisiyle, 2006 yılının Haziran ayında "Financial Instruments and Exchange Law" Yasası ile kısaca J-SOX²³⁷ olarak adlandırılan uygulamayı yasalaştırmıştır. Japonya kendine özgü kültürel yapısı ve firma anlayışı sonucunda, kurumsal yönetim, iç kontrol ve SOX uygulamalarındaki bazı kavramları değiştirerek, bazı yeni kavramlar ekleyerek veya kavramlara ilişkin kapsam daraltması yaparak SOX'un kapsamını J-SOX adı altında

²³² A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergıncan, **a.g.e.**, s.17. ve Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s.57.

²³³ European Corporate Governance Institute, **a.g.e.**, s.y.

²³⁴ Hasan Pulaşlı, **a.g.e.**, s.25.

²³⁵ OECD, **International Experts Meeting on Corporate Governance of Non-Listed Companies**, (Aktaran: Mustafa A. Aysan, **a.g.e.**, s.280.)

²³⁶ European Corporate Governance Institute, **a.g.e.**, s.y.

²³⁷ 2006 yılında yasalaştırılan 2008'de uygulamaya konulan J-SOX yasası, Amerika'da 2002 yılında yürürlüğe giren Sarbanes Oxley Yasasının Japon versiyonudur.

yeniden düzenlemiştir²³⁸. Japon ticaret kanuna göre, büyük özel firmalar, finansal raporlarını bağımsız muhasebe uzmanlarına denetlemek zorundadırlar²³⁹. J-SOX yasasına temel teşkil eden ve geliştirilmesini sağlayan Japonya’da kurumsal yönetime ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır²⁴⁰.

2.10. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

Türkiye’de kurumsal yönetim alanında özellikle son yıllarda uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizler ile Amerika’da meydana gelen firma iflasları sonrasında dünyadaki gelişmelerin dışında kalmamak ve sermaye piyasalarının, ekonomik kalkınmaya olan katkısının artırılmasını teminen bir takım düzenlemeler gerçekleştirilmiş ve gerçekleştirilmektedir²⁴¹. Araştırmanın bu bölümünde çeşitli kurumların yapmış olduğu önemli kurumsal yönetim düzenlemelerine yönelik gelişmeler yer almaktadır.

2.10.1. Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD)

Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişmesinde ve yerleşmesinde öncü kuruluşlardan birisidir. Bu doğrultuda OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Haziran 2000’de Türkçeye çevirerek yayınlamıştır²⁴². Aralık 2002’de “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”ni yayınlamıştır. Bu çalışma, bir “kurumsal anayasa” anlayışı çerçevesinde, kurumsal yönetimin bir firmada oluşması için gerekli olan ana ilkeler ışığında, kurumsal yönetimin gerek yerleşmesi gerekse iyi uygulanması için en büyük sorumluluğa sahip olan yönetim

²³⁸ Aslı Eryılmaz, **a.g.m.**, s.2.

²³⁹ OECD, **International Experts Meeting on Corporate Governance of Non-Listed Companies**, (Aktaran: Mustafa A. Aysan, **a.g.e.**, s.280.)

²⁴⁰ European Corporate Governance Institute, **a.g.e.**, s.y.

²⁴¹ Pelin Ataman Erdönmez, “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, TC Maliye Bakanlığı Mali Suçları Araştırma Kurulu Türkiye Bankalar Birliği, **Bankacılar Dergisi**, No: 47, Aralık 2003, s.44.

²⁴² TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu**, s.9.

kurullarının oluşumu, bağımsızlığı, gündemleri gibi konular üzerine odaklanmaktadır²⁴³.

TÜSİAD tarafından hazırlanmış bir diğer çalışma; Haziran 2005 Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı Raporudur. TÜSİAD, Nisan 2006'da OECD Kamu İşletmeleri İçin Kurumsal Yönetim Rehberi"ni Türkçeye çevirmiştir. Bu Rehber, temel alınan ve tümüyle uyumlu olmasına dikkat edilen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni tamamlayıcı nitelikte bir doküman olarak görülmelidir. İçerdiği ilkeler tamamen kamu firmalarının kurumsal yönetimine özgü sorunlara yönelik olarak hazırlandığı için, sahiplik haklarını kullanan birim olarak devletin bakış açısından konuya eğilmekte, iyi kurumsal yönetimi sağlayacak politikalar üzerine odaklanmaktadır²⁴⁴.

2.10.2. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)

SPK tarafından kurumsal yönetim ilkeleri ilk olarak Temmuz 2003 yılında yayınlanmış Şubat 2005'de düzenleme ve eklemeler yapılmıştır. İlkelerin hazırlanmasında birçok ülkenin düzenlemeleri incelenmiş, başta 1999 yılında yayınlanan "OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri" olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır. İlkeler öncelikle halka açık anonim şirketler için hazırlanmıştır. Ancak bu İlkelerde yer alan prensiplerin kamuda veya özel sektörde faaliyet gösteren diğer firmalar ve kuruluşlar tarafından da uygulama alanı bulabileceği düşünülmektedir²⁴⁵.

Diğer taraftan SPK, ülkemizdeki kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesine yönelik esasları düzenlemek amacıyla kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan bir takım prensiplerin de yer aldığı Seri: IV, No: 41 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ" 19.03.2008 tarih ve 26821 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe

²⁴³ TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu**, s.10.

²⁴⁴ TÜSİAD, "OECD Kamu İşletmeleri İçin Kurumsal Yönetim Rehberi" **Özet Bulgular**, İstanbul, Nisan 2006, s.2. (Erişim) www.tusiad.org.tr/FileArchive/duyuruno808.pdf (31.12.2010)

²⁴⁵ SPK, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, s.4.

girmiştir²⁴⁶. Tebliğ'e göre; kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi, ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi'nde yer alan ilkelere uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir²⁴⁷.

Ayrıca SPK, İMKB'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin uygulamalarını "Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu"yla açıklamaktadır²⁴⁸. Bu amaçla SPK, kurumsal yönetim uygulamalarının hangi aşamada olduğunu anlayabilmek için kurumsal yönetim uygulama anketi de yapmaktadır²⁴⁹.

Geçtiğimiz yıllarda SPK; bağımsız denetim, muhasebe standartları, önemli olayların açıklanması ve azınlık haklarının korunması konularında bir takım düzenlemeler yapmıştır. SPK'nın rolü; ulusal düzenleyiciler ve OECD de dâhil ilgili uluslararası kuruluşlar ile kurumsal yönetimin her boyutunda işbirliği yapmak ve ilkeleri güncelleştirerek sürekli olarak gözden geçirilmesini sağlamaktır²⁵⁰.

2.10.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)

TÜSİAD'ın öncülüğüyle kurulmuş olan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), ülkemiz kurumlarının yüksek performanslı, rekabetçi ve uluslararası yönetim ilkelerine sahip, paydaşlarına en fazla değer yaratan kurumlar haline gelmesi, kurumsal yönetim anlayışının ülkemizde tanınmasına ve gelişmesine katkıda bulunmak, en iyi uygulamalarıyla hayata geçirilmesini sağlamak amacıyla Ocak 2003 yılından bu yana faaliyetlerini sürdürmektedir²⁵¹.

²⁴⁶ SPK, "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ", Seri: IV, No: 41, 19 Mart 2008.

²⁴⁷ A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **a.g.e.**, s.21-22.

²⁴⁸ SPK, "Payları İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporu", 2007, (Erişim) www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=10&pid=4&submenuheader=-1 (31.12.2010)

²⁴⁹ SPK, "Kurumsal Yönetim Uygulamaları Anket Sonuçları", Kasım 2004, (Erişim) www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=10&pid=2&submenuheader=-1 (31.12.2010)

²⁵⁰ Doğan Cansızlar, **a.g.e.**, s.45.

²⁵¹ TKYD, **İç Tüzüğü**, Madde 3.1.

2.10.4. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

İMKB'nin 23.02.2005 tarih ve 237 sayılı Genelgesi ile Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayan firmaların dâhil olacağı Kurumsal Yönetim Endeksinin, geçerli kurumsal yönetim derecelendirme notu olan beş firmanın İMKB'ye bildirilmesi halinde, İMKB Günlük Bülteninde yapılan duyurudan bir hafta sonra hesaplanmaya başlanmasına karar verilmiştir²⁵².

Daha sonra 23.02.2005 tarih ve 237 sayılı Genelge, çağrı yoluyla toplanan paylara ilişkin değişiklikleri içerecek şekilde 12.04.2007 tarih ve 263 sayılı genelge ile yeniden düzenlenmiştir²⁵³. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına ise, 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir. Bu yeni düzenlemeyle birlikte değişen temel kurullarla kurumsal yönetim endeksinin amacı, hisse senetleri İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan firmaların fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan kuruluşlarca, firmanın tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki derecelendirme notlarına, firmaların Kamuyu Aydınlatma Platformu'ndaki açıklamalarından ulaşılabilmektedir²⁵⁴.

2.10.5. Uluslararası Finansal Muhasebe Standartları (UFRS)

Küreselleşme süreci ile sermaye hareketlerine getirilmiş olan sınırlamaların kaldırılması ve finansal kurumlar ile diğer piyasa katılımcılarının çeşitli ülkelerde işlemler yapabilmesi, tarafları uluslararası anlamda borçlu ve alacaklı konuma

²⁵² TSPAKB, **Sermaye Piyasası Düzenlemeleri**, 2005, s.157.

(Erişim) www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Yillik_Yayinlar_2005_mevzuat2005.pdf (01.01.2011)

²⁵³ TSPAKB, **Sermaye Piyasası Düzenlemeleri**, 2007, s.172.

(Erişim) www.tspakb.com.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Yillik_Yayinlar_2007_mevzuat2007.pdf (01.01.2011)

²⁵⁴ İMKB, **Kurumsal Yönetim Endeksi**, t.y.

(Erişim) www.imkb.gov.tr/Indexes/StockIndexesHome/CorporateGovernanceIndex.aspx (01.01.2011)

getirmiştir. Bu durum sistemde yer alan ülkelerin ilgili düzenleyici otoritelerin işbirliğini zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle gerek sermaye piyasalarının küreselleşmesi, gerek uluslararası stratejik yatırım kararları ve sermaye hareketleri ile firma birleşmeleri; doğru, güvenilir, karşılaştırılabilir, açık ve anlaşılabilir, ihtiyaca uygun, şeffaf ve etkin finansal raporlamaya duyulan gereksinim, muhasebe uygulamalarının uluslararası ölçekte uyumlaştırılmasını zorunlu kılmaktadır²⁵⁵. Bu amaçla Avrupa Birliği Parlamentosu halka açık firmalar tarafından yayınlanacak tabloların 2005 yılından itibaren UFRS ile uyumlu olmasını zorunlu kılmıştır. Buna ek olarak; Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK), AB ülkeleri ve UFRS'yi kullanan diğer ülkeler ile uyum sağlamak amacıyla, Türkiye Muhasebe Standartları'nı (TMS) hazırlamıştır²⁵⁶.

²⁵⁵ Orhan Çelik, "Avrupa Birliği'nde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Muhasebe Uygulamalarının Uyumlaştırılması Süreci: Türkiye'nin Uyumlaştırma Sürecindeki Konumu", **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 60, Sayı: 1, Ocak-Mart 2005, s.91, 95.

²⁵⁶ Seçkin Gönen, Gülşah Uğurluel, **Türkiye'de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) Uygulamalarına Geçişte Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, t.y., s.3-4. (Erişim) www.tmsk.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=82&Itemid=92 (01.01.2011)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ, BÜYÜME VE SAHİPLİK YAPISI

Ülkemizde kurumsal yönetim uygulamalarının, firma büyüklüğü, büyüme ve sahiplik yapısını etkileyen sektöre özgü firma belirleyicilerini açıklayabileceği savunulmaktadır. Sermaye yapısı değişkenlerinin tümünün firma değeri üzerindeki etkisinin aynı şekilde olmadığı varsayılmaktadır. Nitekim araştırmanın konusu, kurumsal yönetim uygulamaları ile firma büyüklüğü ve sahiplik yapısını buna bağlı olarak finansal performansını nasıl etkilediğidir. Bu nedenle araştırmanın bu bölümünde firma büyüklüğü, büyüme ve sahiplik yapısı incelenecek, farklı sahiplik yapılarının kurumsal yönetime ve firma performansına etkileri anlatılacak ve sektöre özgü firma belirleyicileri açıklanacaktır.

3.1. FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE BÜYÜME

Firma büyüklüğünün büyüme ve finansal performans üzerindeki etkisi, finans çevrelerinde en çok araştırılan konulardan biridir. Büyüme üzerinde etkili olan birçok faktör vardır. Firma büyüklüğü, firma yaşı, firmanın sahiplik yapısı, firmanın faaliyet gösterdiği sektör, AR-GE faaliyetlerinde bulunup bulunmaması ve makroekonomik değişimler firma büyümesine etki eden faktörlerden birkaç tanesidir. Bu faktörler içerisinde en çok tartışılardan biri ise, firma büyüklüğüdür²⁵⁷.

3.1.1. Firma Büyüklüğü ve Büyümenin Kavramsal Çerçevesi

Firma büyüklüğü (firmaların piyasa değeri) kavramı, somut bir bütünlüğü belirtmesine karşın gerçekte belirlenmesi kolay bir kavram değildir. Firma büyüklüğü; girişimci tarafından bir araya getirilen üretim araçlarının tümünün toplamı şeklinde tanımlanabileceği gibi, firmanın iktisadi faaliyet hacmi ve kapasitesi olarak da tanımlanabilir²⁵⁸.

²⁵⁷ Ömer İskenderoğlu, **İşletmelerin Büyümesinde Büyüklüğün Etkisi: Türkiye İçin Bir İnceleme**, Yayınlanmış Doktora Tezi, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2008, s.1.

²⁵⁸ Serdar Kılıçkaplan, Feride Hayırsever Baştürk, "Gibrat Yasası ve Firmalarda Büyüme", **İnönü Üniversitesi 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi**, Malatya, 24-25 Mayıs 2007, s.3.

Firmada büyüme kavramı ise, firmanın satışlarının artması veya mevcut üretim kapasitesinin artırılması anlamına gelmektedir. Benzer şekilde büyüme, personel sayısı ile ilişkilendirilmekte ve personel sayısındaki artış büyümenin bir işareti olarak kabul edilmektedir. Muhasebe ve finans açısından bakıldığında da büyüme, firmanın bilançosundaki aktif toplamı ve sermaye artışı ile ilgili bir olay niteliğine bürünmektedir. Genel olarak bakıldığında; “büyüme belli bir zaman süreci içinde firmanın belli bir ölçekten başlayarak yapısını oluşturan maddi ve beşeri unsurlarda meydana gelen niteliksel ve niceliksel bir dizi değişim ve gelişim faaliyetidir” denilebilir²⁵⁹.

Firma büyüklüğünün belirlenebilmesi ve büyümenin ölçülebilmesi için ilk olarak bu kavramlar arasındaki farkın açıklanması gerekmektedir. Büyüme ve büyüklük birbirinden türetilmiş olsalar dahi yapısal olarak birbirinden farklıdır. Büyüme dinamik bir süreci ifade ederken, büyüklük statik bir kavramı ifade etmektedir. Büyüme uzun vade de oluşurken, büyüklük sürece bağlı değildir. Büyüme iki farklı zaman aralığında, büyüklük ölçütündeki değişimdir. Büyüklük ise tek bir zamanda firmanın hacminin bir göstergesidir. Ancak bu kavram birbirinden ayrı ve bağımsız düşünülemez²⁶⁰.

Finans literatüründe firmaların öz kaynak piyasa değeri ile ifade edilen firma büyüklüğü, öz kaynak defter değeri / piyasa değeri oranı, fiyat / kazanç oranı, fiyat, borç oranı gibi çeşitli bilgilere dayalı olarak geliştirilen yatırım stratejileri yatırımcıların normalüstü getiriler elde edebileceği deneysel çalışmalarla ortaya konulmuştur²⁶¹. Firma büyüklüğü ve firma kazanç verileri kullanılarak normalüstü getiriler sağlayan portföylerin yaratılabileceğini savunan bu araştırmalar finansal teori ile çatışmaktadır. Bulgularda bir firmanın büyüklüğü ve F/K oranı ile o firmanın hisse senetlerinin ortalama getirisi arasında negatif bir ilişki dile getirilmiştir²⁶².

²⁵⁹ Tamer Koçel, **Büyüyen İşletmelerde Karşılaşılan Yönetim ve Organizasyon Sorunları**, İstanbul, İTO Yayınları, Yayın No:32, 1993, s.2-3,9.

²⁶⁰ Ömer İskenderoğlu, **a.g.e.**, s.3,5.

²⁶¹ Mukadder Horasan, “Firma Büyüklüğünün Hisse Senedi Getirilerine Etkisi”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 1, 2008, s.327.

²⁶² Feride Hayırsever Baştürk, **F/K Oranı ve Firma Büyüklüğü Anomalilerinin Bir Arada Ele Alınarak Portföy Oluşturulması ve Bir Uygulama Örneği**, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1564, 2004, s.103.

Firma büyüklüğü, küçük firmaların hisse senetlerinin büyük firmaların hisse senetlerine oranla yatırımcısına daha yüksek getiri kazandırması durumunu ifade etmektedir. Yani firmaların piyasa değerleri arttıkça getiri azalmakta, piyasa değeri azaldıkça getiri artmaktadır²⁶³.

Firma büyüklüğü; çıkar çatışmalarının düzeylerini, bilgi asimetrisini ve kamuyu aydınlatmanın nispi fayda ve maliyetlerini belirlediğinden kamuyu aydınlatma düzeylerini ve şeffaflığı etkileyen önemli bir değişkendir. Literatürde bu alanda yapılan çalışmalar incelendiğinde firma büyüklüğünün kamuyu aydınlatma seviyelerini artırması beklenir ve bu hususta yapılan deneysel bulgular tutarlıdır. Nitekim firma büyüklüğü arttıkça asimetrik bilginin arttığı ve kamuyu aydınlatmanın maliyetinin azaldığı göz önüne alındığında, firma büyüklüğünün kamuyu aydınlatma düzeyini pozitif etkilemesi beklenmektedir²⁶⁴.

3.1.2. Firmaların Büyüklüklerine Göre Sınıflandırılması

Büyüklük ölçütleri başarının değerlendirilmesinde bir standart olarak kullanılmaktadır. Bu amaçla, firmanın iktisadi faaliyet hacminin veya firma büyüklüğünün göstergesi olarak pek çok ölçüt kullanılabilir²⁶⁵. Nitekim bu ölçütler, nicelik ve nitelik belirten ölçütler olmak üzere iki grupta toplanmaktadır²⁶⁶:

1. Nicelik ölçütleri: Öz sermaye tutarı, satışlar toplamı, çalıştırılan personel sayısı, öz varlıklara (aktiflere) yatırılan tutar, sağlanan kâr, makine parkı değeri, pazar payı, kullandıkları enerji miktarı, üretim hacmi, firmanın kapladığı fiziki alan gibi göstergeler sayılabilir. Ancak bu ölçüler kullanılış amacına, sanayi dalı ile firmanın özelliklerine göre değişiklikler gösterecektir. Bu nedenle, öz varlıklara yapılan yatırım tutarının bir ölçek olarak daha sağlıklı olduğunu söylenebilir.

²⁶³ Gökhan Özer, Murat Özcan, “İMKB’de Ocak Etkisi, Etkinin Sürekliliği, Firma Büyüklüğü ve Portföy Denkleştirilmesi Üzerine Deneysel Bir Araştırma” **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 2, 2002, s.136,141.

²⁶⁴ Bengi Ertuna, Ali Tükel, “Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 40, 1997, s.21.

²⁶⁵ Tamer Koçel, **Büyüyen İşletmelerde Karşılaşılan Yönetim ve Organizasyon Sorunları**, s.10-12. ve **İşletmelerde Büyüme ve Çevre**, t.y. (Erişim) <http://www.forumturka.net/forum/ekonomi/72829-iletmelerde-buyume-ve-cevre.html> (14.01.2011)

²⁶⁶ Ömer İskenderoğlu, **a.g.e.**, s.3. ve Serdar Kılıçkaplan, Feride Hayırsever Baştürk, **a.g.m.**, s.3.

2. Nitelik ölçütleri: Firmanın faaliyet gösterdiği iş kolu içerisinde sahip olduğu pay, firma sermayesinin tümünün veya büyük bir bölümünün firma sahibine ait olması, hissedarların sayısı ve yapısının değişmesi, iş bölümü ve uzmanlaşma derecesi, girişimcinin firmada fiilen çalışması, bağımsız yönetim (genelde firmanın sahibi aynı zamanda yöneticisidir) ve modern yönetim tekniklerini uygulama düzeyi gibi göstergeler sayılabilir.

Ülkemizde de küçük, orta ve büyük firmaların tanımlanması ve sınırları konusunda henüz objektif bir tanımın bulunmadığı, konuyla ilgili literatürde de açıkça vurgulanmaktadır. Ülkemizde firma büyüklüğünü belirlemede farklı ölçütlerin kullanılması, benzer şekilde konuyla ilgili kurumların farklı amaçlarından kaynaklanmaktadır. Bu kurumlar, sundukları hizmetlere uygun olabilecek sınıflamayı benimsemekte ve yıllar itibariyle büyüyen ve değişen ekonomik yapıya paralel olarak da ölçütlerin sınırları değişmektedir²⁶⁷. Nitekim farklı kuruluşlar ve yasalar, tüm sınırlılıklarına rağmen çalıştırılan personel sayısını ölçüt kabul ederek farklı tanımlar geliştirmişlerdir²⁶⁸:

OECD'ye göre firmaların büyüklük sınıflandırması şu şekildedir: İşçi sayısı 20'den az olan firmaları çok küçük firma, 20-99 arası olanları küçük firma, 100-499 arası orta firma, 500'den çok işçi sayısına sahip ise büyük firmalar olarak tanımlamıştır.

Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)'nin 12.04.1990 tarihli kuruluş kanununda; 1-50 arası işçi çalıştıran sanayi firmaları küçük firma, 51-150 arası işçi çalıştıran sanayi firmaları orta ölçekli firma ve 150'den fazla işçi çalıştıran firmaları ise büyük firmalar olarak tanımlamıştır.

²⁶⁷ İ. Melih Baş, “Şirket Büyümelerine Finansal Bir Bakış: Özellikle Birleşmeler”, **Verimlilik Dergisi**, Sayı: 1, 1990, (Aktaran: Serdar Kılıçkaplan, Feride Hayırsever Baştürk, **a.g.m.**, s.3-4.)

²⁶⁸ Güray Küçükkoçaoğlu, **TOBB(Ticaret ve Sanayi Odaları), Organize Sanayi Bölgesi, KOBİ'ler**, t.y. (Erişim) www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma10.doc (19.01.2011) ve www.ekodialog.com/isletme_ekonomisi/isletme_ekonomisi_siniflandirilmasi_2.html (19.01.2011)

Türkiye’de AB uyum sürecinde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yasal düzenlemeler yapılmış ve KOBİ’nin tanımına yönelik 18.11.2005 tarihinde “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik” kapsamında küçük ve orta büyüklükteki firmaların ölçütleri yayınlanmıştır, büyük firmalar ise bu ölçütleri aşan firmalar olarak belirlenmiştir²⁶⁹. Bu yönetmeliğe göre firmalar; ölçeklerine, mali bilançolarına ve türlerine göre şöyle sınıflandırılmışlardır:

Tablo 1: Firmaların Büyüklüklerine Göre Sınıflandırılması

	Tanım Kriteri	Mikro Firma	Küçük Firma	Orta Firma
AB	Çalışan Sayısı	≤10	≤50	≤250
	Net Satış Hâsılatı	≤2 Milyon €	≤10 Milyon €	≤50 Milyon €
	Yıllık Mali Bilançosu	≤2 Milyon €	≤10 Milyon €	≤50 Milyon €
TÜRKİYE	Çalışan Sayısı	0–9	10–49	50–249
	Net Satış Hâsılatı	≤1 Milyon TL (606,000 €)	≤5 Milyon TL (3 Milyon €)	≤25 Milyon TL (15.15 Milyon €)
	Yıllık Mali Bilançosu	≤1 Milyon TL (606,000 €)	≤5 Milyon TL (3 Milyon €)	≤25 Milyon TL (15.15 Milyon €)

Kaynak: DPT, **KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı (2007-2009)**, s.22.

3.1.3. Firmaların Büyüme Yöntemleri

Küreselleşmeyle birlikte uluslararası bağımlılığın artması ve iletişimin kolaylaşması; malların, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımına ve rekabetin yoğunlaşmasına neden olmuştur. Artık küçük ve orta ölçekli firmaların günümüz serbest piyasa koşullarında faaliyet göstermeleri mümkün görülmemektedir. Son yıllarda ulusal ve uluslararası üne sahip firmalar, ülkemiz firmalarıyla iş birliği yaparak, birlikte ürettikleri ve/veya piyasadan temin ettikleri ürünleri uluslararası piyasalarda satışa sunmaktadırlar. Böyle bir gelişme karşısında şahıs ve/veya küçük

²⁶⁹ Devlet Planlama Teşkilatı, **KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı (2007-2009)**, Ocak 2007, s.22. (Erişim) www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3077/2007.pdf (19.01.2011)

aile firmalarının rekabet şansı zayıf hatta imkânsız olmaktadır. Bu nedenle firmaların içsel ya da dışsal olarak büyümeleri gerekmektedir²⁷⁰.

3.1.3.1. İçsel Büyüme

İçsel büyüme; bilgi, beşeri sermaye ve teknolojik gelişmenin, tıpkı emek ve sermaye faktörlerinde olduğu gibi, büyüme modellerinde içselleştirildiği büyümedir. Bilgi, beşeri sermaye ve teknolojik gelişmenin büyümedeki rolünde uzmanlaşmaya vurgu yapan A. Smith'e, dışsallıklara vurgu yapan A. Marshall'a ve yeniliğe vurgu yapan J. Schumpeter'e kadar uzanmasına karşın, ölçme zorluğu ve diğer girdilerle iç içe girmişliği yüzünden, önceki büyüme modellerinde ya hiç dikkate alınmamış, ya da dışsal sayılmışlardır. Romer (1986) ve Lucas'ın (1988) öncü çalışmalarıyla hız kazanan içsel büyüme çalışmaları 1990'lı yıllarda artarak devam etmiştir²⁷¹.

İşletmelerin kendi olanaklarıyla, faaliyetlerinin sonucu yarattıkları kaynakları ya da sağladıkları yabancı kaynakları yeni yatırımlara ayırarak büyümeleri içsel büyüme olarak tanımlanmaktadır²⁷². İşletmelerin faaliyetleri sonucu yaratılan kaynaklar net kâr, amortisman, yedekler ve diğer firma içi fonların ödenmemiş sermayeye eklenmesi halinde firmanın iç kaynaklarla büyümesinden diğer bir ifade ile içsel büyümesinden söz edilmektedir²⁷³.

İçsel büyüme firmaların mevcut kapasitelerini artırmak için firma içi fonlarla büyümeleridir. Özellikle küçük firmalar büyük firmalara göre içsel büyümeyi tercih etmektedir. Öte yandan birçok büyük firma, yılsonu kâr dağıtmayarak yenileme, rasyonelleştirme yatırımlarıyla kapasite artırımına gitmektedir²⁷⁴.

²⁷⁰ Hüseyin Demir, **Küreselleşme Sürecinde Şirketlerde Birleşme ve Tür Değiştirme**, t.y., (Erişim) www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/kureselhtm.doc (15.01.2010)

²⁷¹ Osman Demir, Adem Üzümcü, Serap Duran, "İçsel Büyümede İçselleşme Süreçleri: Türkiye Örneği", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 1, 2006, s. 27.

²⁷² Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 7. baskı, İstanbul, Avcıol Yayınevi, 1998, s.891.

²⁷³ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 6. baskı, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2002, s.442.

²⁷⁴ Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 8. baskı, Bursa, Ekin Kitabevi, 2003, s.318.

3.1.3.2. Dışsal Büyüme

İşletmeler kendi iç kaynakları yeterli olmadığı zaman, dış kaynaklardan yararlanma yoluna giderler. Bu nedenle dışsal büyüme; firmaların, diğer firmaların tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek ya da yöntemlerini denetim altına alarak büyümeleri şeklinde ifade edilebilir. Bu büyüme yolu batı ülkelerinde uzun bir geçmişe sahiptir. İlk olarak tröstleşme hareketi şeklinde kendini göstermiştir. Uygulamada en çok görülen dışsal büyüme yöntemleri; devralma, birleşme, tröst, kartel ve holdingdir²⁷⁵.

Bu büyüme modelinde sinerji etkisi, piyasaya hâkim olmak, tekelci bir yapıya kavuşmak ve piyasadaki konumunu güçlü hale getirmek isteği büyümenin itici faktörleridir. Bu amaçla; firmalar bütün güçlerini birleştirirler, zayıf taraflarını kuvvetlendirirler, giderlerini azaltırlar ve daha etkin bir faaliyet gösterirler²⁷⁶.

Dışsal büyüme çeşitli şekillerde ortaya çıkmaktadır. Bu tür büyüme modeli, ekonomik yapının gelişmesi, piyasaların büyümesi, üretim teknolojisinin değişmesi, yeni üretim ve pazarlama yöntemlerinin uygulamaya konulmasıyla özellikle 20. yüzyılın başlarından itibaren önem kazanmıştır. Bu tür büyümede amaç; maliyetlerin düşürülmesi, finansman kolaylığı, vergi avantajı, riskin ve rekabetin azaltılması vb. faktörler tarafından belirlenir. Buna göre; dışsal büyüme, içsel büyümeye oranla daha avantajlı ve aktiftir²⁷⁷.

3.1.4. Optimal Firma Büyüklüğü

Optimal firma büyüklüğü, riskin ve sermaye maliyetinin minimize edildiği borç ve öz sermaye oranını veren sermaye yapısıdır. Firmanın sermaye maliyeti minimize edildiğinde firmanın değeri maksimize olacaktır. Bu durum piyasaya yansıtacağı için hisse senetlerinin piyasa fiyatı maksimize olacak dolayısıyla ortakların varlıkları maksimize olmuş olacaktır²⁷⁸.

²⁷⁵ Ali Ceylan, **a.g.e.**, s.318-319.

²⁷⁶ Osman Okka, **Finansal Yönetime Giriş**, 2. baskı, Ankara, Nobel Yayınevi, Şubat 2006, s.519.

²⁷⁷ Öztin Akgüç, **a.g.e.**, s.891. ve Ali Ceylan, **a.g.e.**, s.318.

²⁷⁸ Osman Okka, **İşletme Finansmanı**, Ankara, Nobel Yayınevi, Eylül 2006, s.223.

Firmanın piyasa değerini en yüksek düzeye çıkaran ve sermaye maliyetini en düşük düzeye indiren sermaye yapısı firma için optimaldir. Nitekim finans literatüründe; optimal firma büyüklüğünde yapılacak değişikliklerin firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyetine etkilerine yönelik farklı görüşler iki ayrı grupta incelenmektedir²⁷⁹:

Firma büyüklüğünün sermaye maliyetini etkilediğini ileri süren görüş sahiplerine göre, toplam firma kârlılığı ve faiz oranı arasındaki negatif ilişkiye bağlı olarak, öz sermaye kârlılığı ile borç oranları arasında optimum nokta belirlenmektedir. Ancak optimum noktaya ulaşıldıktan sonra toplam sermaye içerisinde borç tutarı arttıkça, kredi verenler artan risklerine karşılık daha yüksek faiz talep edeceklerdir. Bu durumda firmanın ortalama sermaye maliyeti de yükselecektir.

Optimal firma büyüklüğü ile ilgili ikinci görüş, modern görüştür. Bu görüşe göre, sermaye yapısının firmanın piyasa değerini etkilemediği savunulmaktadır. Bu nedenle, optimal firma büyüklüğünün olamayacağı ve böyle bir yapıyı aramamak gerektiği ileri sürülmektedir.

Lucas (1978)'a göre; optimum ölçekle ilgili firma ölçeklerinin yönetici yeteneklerinden ötürü log-normal dağılım gösterdiğini belirtmiştir. Buna göre, büyük firmalar yöneticileri yetenekli olduğu ve büyük örgütlerin zor ve karmaşık yapılarında başarılı oldukları için büyüktürler. Küçük firmalar ise, görevli olan yöneticilerin yetenek düzeyleri düşük olduğu için küçük kalmaya devam edecektir²⁸⁰.

3.1.5. Firma Büyüklüğüne ve Büyümesine Etki Eden Faktörler

Firma büyüklüğüne ve büyümesine etki eden çok sayıda faktör vardır. Firma büyüklüğü ve büyümesi üzerinde etkili olan belli başlı faktörler aşağıdaki gibi özetlenebilir:

²⁷⁹ Öztin Akgüç, **a.g.e.**, s.500. ve Ali Ceylan, **a.g.e.**, s.213.

²⁸⁰ Jr.R.E Lucas, "On the Size Distribution of Business Firms", **Bell Journal of Economics**, Sayı:9, 1978, s.508-523. (Aktaran: Hakan Demirgil, **Firmaların Hayatta Kalma ve Büyüme Performanslarını Belirleyen Faktörler: Göller Bölgesi Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2008, s.75.)

a) Firmanın Sahiplik Yapısı: İşletmenin, tek kişi firması, adi ortaklık, kolektif ve komandit gibi şahıs (kişisel) ortaklıklar veya anonim ortaklık gibi sermaye ortaklığı biçiminde kurulmuş olmaları büyümelerine etki eden faktörlerden bir tanesidir. Sermayesi yalnızca bir kişi veya küçük bir gruba ait olan tek kişi firmaları veya adi ortaklıklar genelde küçük firmaları; sermayeleri kısıtlı sayıda girişimcilere ait olan kolektif ve komandit ortaklıklar orta büyüklükteki firmaları, sermayesi çok sayıda hissedarlar ait olan anonim ortaklıklar ise genelde büyük firmaları oluştururlar²⁸¹.

b) Firmada Çalışan Personel Sayısı: İşletmenin istihdam ettiği kişi sayısında meydana gelen değişiklikler, gerek yurdumuzda gerekse diğer ülkelerde büyüklüğün belirlenmesine etki eden faktörlerden birisidir.

c) Firmanın Yönetim Yeteneği: Firma yöneticilerinin risk alma ve firma yönetimini ellerinde bulundurma hususundaki tutumları, firma büyüklüğüne yönelik finans kaynakları arasındaki seçimini etkiler. Küçük firmalarda firma sahibi, aynı zamanda yönetici ise, büyük finansman riski yüklenerek, kontrol yetkisini kaybetme kaygısıyla öz sermayesini ve firmasının geleceğini tehlikeye atmaktan kaçınarak, çok tutucu bir finansman politikası izleyebilirler. Büyük firma yöneticileri ise kontrol yetkilerini kaybetmeden sermaye artışına gidebilirler ve emniyetli bir sermaye yapısını tercih edebilirler²⁸².

d) Firma Yaşı: Firmanın kâr maksimizasyonu veya büyüme arasındaki tercihi çoğunlukla firmanın yaşıyla ilgilidir. Mevcut ampirik çalışmalara bakıldığında, firma yaşı ile firma büyümesi arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir²⁸³.

e) AR-GE Harcamaları: AR-GE'nin geliştirilmesi ve nitelikli personel çalıştırılması sayesinde faaliyet giderlerinde azalma ve kalitede iyileşme görülür. Nihayet büyüyen firmalar ulusal ve uluslararası para ve sermaye piyasalarından

²⁸¹ Büyüklüklerine Göre İşletmeler, (Erişim)

www.ekodialog.com/isletme_ekonomisi/isletme_ekonomisi_siniflandirilmesi_2.html (19.01.2011)

²⁸² Öztin Akgüç, **a.g.e.**, s.511.

²⁸³ Ömer İskenderoğlu, **a.g.e.**, s.35.

yararlanarak, ortaklarına daha iyi olanaklar sunarlar ve kapasite artırımıyla ölçek büyümesine giderler²⁸⁴.

f) Çeşitlendirme: Uluslararası piyasalara yönelen başarılı firmalar çeşitlendirmenin de yardımıyla kaynaklarını daha iyi değerlendirirler. Çeşitlendirme, bir firmanın faaliyette bulunduğu sanayi dallarının sayısını arttırarak gelirlerindeki istikrarsızlığı ve dalgalanmaları gidermesi amacıyla tercih edilen bir yoldur. Bu sayede de firmalar, optimum kapasite düzeyine ulaşarak, ölçek ekonomilerinden yararlanırlar²⁸⁵.

g) Finansman Kaynakları: Talep kısıtlaması olmadığında, girişimciler yatırım fonlarının elverdiği ölçüde firma kapasitesini büyük tutma eğilimindedirler. Firmanın finansman gereksinimini karşılayabilmesi için sağlayabileceği borç hacmi genellikle öz sermayesinin önemine bağlıdır. Nitekim büyük ölçekte planlanan firmalar finansman kaynaklarını sermaye piyasasından temin etmede, küçük ve orta büyüklükteki firmalara göre daha avantajlı durumdadırlar²⁸⁶.

h) Sektörün Yapısı: Bir firmanın faaliyet gösterdiği sektördeki rakiplerin sermaye yapıları ve firmanın rekabet koşullarına ayak uydurabilmesi, optimum firma büyüklüğü ve firmanın büyümesi açısından önemlidir²⁸⁷.

i) Ürün Talep Düzeyi: Firma büyüklüğüne ve büyümesine yönelik üretilecek ürünle ilgili yapılan talep tahminleri, sonra bu ürünlere ait satış tahminleri zaman içinde sürekli değişmeler gösterdiği için, kuruluş aşamasındaki talebi esas alarak kurulan firma, talebin artmasıyla yetersiz kalacak, böylelikle firma, genişletme yatırımlarına başlayacaktır²⁸⁸.

²⁸⁴ Niyazi Berk, **a.g.e.**, s.441.

²⁸⁵ Niyazi Berk, **a.g.e.**, s.441. ve Şirket Birleşmeleri, t.y. (Erişim) www.angelfire.com/co2/muratdinc/sayfa2.html (20.01.2011)

²⁸⁶ Kapasite Büyüklüğü-Maliyet İlişkisi, t.y.

(Erişim) www.ekodialog.com/isletme_ekonomisi/isletme_kapasite_planlamasi_3.html (20.01.2011)

²⁸⁷ Süleyman Yükçü ve Mine Tükenmez, **Finansal Yönetim: Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği'ne göre**, İzmir, Vizyon Yayıncılık, 1999, s.933.

²⁸⁸ İşletme Büyüklüğü, t.y.

(Erişim) www.frntr.com/ekonomi-iktisat-isletme/698119-isletme-buyuklugu.html (20.01.2011)

j) Ülke Ekonomisi: Firmaları büyüklüğüne ve büyümesine etki eden bir başka faktör de, firmanın faaliyette bulunduğu ülkedeki ekonomik büyümedir. Bir ülkede ekonomik büyüme sonucunda belirli mal ve hizmetlerle ilgili pazar da büyüyeceğinden, firmalar pazar paylarını oransal olarak korumak ve rakiplerine pazardan daha fazla pay kaptırmamak için, ölçek olarak büyümek zorundadırlar²⁸⁹.

k) Anti-Tröst Kanunlar: Firma büyüklüğünü sınırlayıcı yönde etkileyen bir etken, daha çok gelişmiş ekonomilerde önem kazanan tüketicinin korunması yasalarıdır. Devlet, genellikle tüketiciyi korumak üzere, firmaların çok büyük firmalar durumuna gelmesini önlemek için anti-tröst kanunlar çıkarır. Bu yoldan, çoğunlukla, büyük olan firmaların birleşerek dev şirketler durumuna gelmeleri yolunda yasaklar ve sınırlamalar getirilir²⁹⁰.

l) Makro Ekonomik Faktörler: Firmaların büyüklüğü ve büyümesi üzerinde gayri safi milli hâsıla (GSMH), enflasyon oranı, faiz oranı gibi çeşitli makro ekonomik faktörlerinde etkisi vardır²⁹¹.

3.2. FİRMA SAHİPLİK YAPISI

3.2.1. Firma Sahiplik Yapısının Tanımı ve Kavramsal Çerçevesi

“Firma” veya “Sermaye Sahipliği” kavramları birbirleri yerine kullanılabilirse de aralarında küçük farklılıklar vardır. Firma sahipliği, kurulmuş veya kurulacak olan firmaya ortak olma yoluyla gerçekleşmektedir. Ortaklık sonucunda kâr veya zarar da üstlenmiş olunmaktadır. Sermaye sahipliği dar anlamda öz sermaye kavramıyla eş değer tutulabilir. Ancak öz sermaye, firma hissedarlarının varlıklar üzerindeki yasal hakkını gösteren parayla somutlaştırılan değerdir. İşte bu noktada sermaye sahipliği, firma sahipliği kavramından ayrılmaktadır. Nitekim sermaye sahipliği, hissedarın parasal değerinin yanında niceliksel özellikleri, yönetimle ilişkisi, firma kontrolünü elinde tutma yöntemleri ve sorumlu hissedar için

²⁸⁹ İşletmelerin Büyüklüğü ve Kapasite Kullanımı, t.y.

(Erişim) www.frmt.com/ekonomi-iktisat-isletme/3752477-isletmelerin-buyuklugu.html (20.01.2011)

²⁹⁰ A.g.e.

²⁹¹ Ömer İskenderoğlu, a.g.e., s.36.

kurumsal uygulamalarına rehberlik gibi parasal olmayan tüm unsurları kapsamaktadır²⁹².

Firma sahiplik (mülkiyet) yapısı, firma sermayesini sağlayanların kim olduğunu ve sermaye paylarının büyüklüğünü ifade etmektedir. Sahiplik yapısında yoğunlaşma kavramı ise, hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip olan kişi sayısını ifade etmektedir. Diğer bir ifadeyle, bir firmanın hisselerinin belirli kişiler elinde toplanması ve bu kişilerin hisse oranlarının diğer kişilerin hisse oranlarına göre büyük olması, firma yönetiminin ve kontrolünün bu kişilere ait olması demektir. Bu çerçevede, yoğunlaşma ne kadar fazlaysa, firmanın hâkim ortağı yönetime fazla risk almaması yönünde o oranda baskı yapacaktır²⁹³.

Literatürde sahiplik ve kontrolün ayrımı üzerine ilk çalışma Berle ve Means (1932) “Modern Firma ve Özel Mülkiyet” (The Modern Corporation and Private Property)’dir. Berle ve Means (1932), çalışmasında firma kontrolünü, yönetim kurulunun çoğunluğunu seçme gücü olarak ifade etmiştir ve firmaları kontrol edilme açısından farklı bir sınıflandırma yaklaşımı da geliştirmiştir²⁹⁴:

a) Özel Mülkiyetli Firmalar (Privately Owned): Firmanın baskın olan (largest) hissedarının, firma hisselerinin %80 den fazlasına sahip olduğu firmalardır.

b) Çoğunluk Kontrollü Firmalar (Majority Controlled): Firmanın baskın hissedarının, firma hisselerinin %80’inden az %50’sinden fazlasına sahip olduğu firmalar ise çoğunluk kontrollü firmalardır.

c) Azınlık Kontrollü Firmalar (Minority Controlled): Firmanın baskın olan paya sahip hissedarının, hisselerin %50’sinden az %20’sinden fazlasına sahip olduğu firmalardır. Bu firmalar, oylama hisselerinin yarısından az fakat önemli bir kısmını elinde bulunduran hissedarlar tarafından kontrol edilir.

²⁹² İlker Sakınç, **Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2008, s.15,17.

²⁹³ Abdurrahman Fettahoğlu, H. Aydın Okuyan, “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, Eskişehir, **Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi**, 17-19 Haziran 2009, s.4-5.

²⁹⁴ Selim Sidi, **The Effects Ownership Structure on Corporate Performance**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1996, s.4-5.

d) Yasal Araçlar Tarafından Kontrol Edilen Firmalar (Controlled By Means Of A Legal Device): Firmalarda yasal imkânların tanıdığı araçlar kullanılarak kontrol edilen firmalardır. Örneğin, holdingler yatırım yaptıkları firmalarda yönetimde ve kontrolde söz sahibi olmak için holdingleşerek firma hisselerini toplamaktadırlar.

e) Yönetim Kontrollü Firmalar (Management Controlled): Firmanın yönetim tarafından kontrol edildiği firmalardır. Yönetim firma sahiplerinden oluşabileceği gibi dışarıdan atanmış kişilerden de oluşabilmektedir.

3.2.2. Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasında Farklılıklar

Sahiplik yapısına göre firmalar arasındaki farklılıkları, sahiplik ve kontrol ayrımı, sermaye girişi ve borç / öz sermaye, maddi duran varlıklar, vekâlet maliyetleri, hisse (mülkiyet) yoğunluğu, AR-GE harcamaları, varlık çeşitliliği, firma yaşı (faaliyet süresi) esas alınarak firmaların farklı sahiplik yapılarındaki değişiklikler anlatılacaktır. Sahiplik yapısına göre ayırım gösteren söz konusu firma yapıları arasında, var olduğu kabul edilen temel farklılıklar, tablo 2’de kısaca özetlenmiştir:

Tablo 2: Sahiplik Yapısına Göre Firmalar Arasındaki Farklılıklar

Farklılık Konusu	Dağınık Sahiplik	Devlet Sahipliği	Aile Firmaları	Şahıs Firmaları
Sahiplik ve Kontrol Ayrımı	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük
Sermaye Girişi	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük
Borç / Öz Sermaye Oranı	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük
Maddi Duran Varlıklar	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük
Vekâlet Maliyetleri	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük
Sermaye Yoğunluğu	Düşük	Yüksek	Yüksek	Yüksek
AR-GE Harcamaları	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük
Varlık Çeşitliliği	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük
Firma Yaşı (Faaliyet Süresi)	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük

Kaynak: Tuncay Turan Turaboğlu, **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, s.63. çalışmasından esinlenerek türetilmiştir.

3.2.2.1. Sahiplik ve Kontrol Ayrımı

Herhangi bir firmada sahiplik ve kontrol nadir olarak tam anlamıyla ayrılmıştır. Çoğunlukla kontrolü elinde tutanlar, kontrol ettikleri firmalarda belli bir oranda hisseye sahiptirler. Bazı sahipler ise, özellikle aile firmaları ve büyük hissedarlar, öz sermaye pozisyonlarının büyüklüğünün sonucu olarak sahip oldukları firmalar üzerinde kontrolün bir kısmını ellerinde tutarlar. Sonuç olarak, bir firmanın sahiplik yapısı (öz sermaye sahiplerinin kimlikleri ve bunların pozisyonlarının büyüklüğü) kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir öğesidir²⁹⁵.

Halka açık firmalar yüksek sahiplik ve kontrol ayrımına sahip olup; sahip ve yöneticiler arasındaki ayrım belirgindir. Halka kapalı firmalarda ise sahiplerin aynı zamanda firma yönetim yapısında ağırlıklı rol oynadıkları görülür²⁹⁶. Küçük firmalarda da, sahip ile yönetici aynı kişi olmasından ötürü firma sahiplerinin kişisel özellikleri, büyük firmalara oranla, finansal kararlara daha fazla etki etmektedir.

Nitekim sahiplik ve kontrolün ayrışması firmaların sahiplik yapısına göre değerlendirildiğinde; tek elden yönetimin sağlandığı, özellikle aile üyelerinden birinin yönetime katıldığı aile firmalarında da durum aynıdır. Günümüzde kamu sahipliğinde firmanın performansı azalırken, sahiplik ve yönetime yabancı bir ortak alındığında firmanın performansı artmaktadır.

3.2.2.2. Sermaye Girişi ve Borç / Öz Sermaye

Firmaların kaynaklarını mevcut hisse senedi sahiplerinin koyduğu sermaye ile finanse edemediklerinde, finansal ihtiyaçlarını başka ortaklar olarak veya yabancı kaynaklar ile karşılama yoluna giderler. Bu durumda başvurabilecekleri kaynaklar; otofinansman, yeni hisse senedi çıkarımıyla elde edilen finansman veya borçlardan

²⁹⁵ Murat Kıyılar, Muhammet Belen, **a.g.m.**, s.21.

²⁹⁶ Tuncay Turan Turaboğlu, **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, s.63.

oluşmaktadır. Jensen ve Meckling (1976)'e göre, halka kapalı firmalarda maddi duran varlık düzeyi düşük, varlıkların belirli kalemlerde yoğunlaşma düzeyi ise yüksektir. Firmaya ilişkin bilgilere borç verenlerce tam olarak ulaşılamaması nedeniyle, teklif edilen faiz oranı yüksek olmaktadır. Halka kapalı firmalar, yüksek faiz oranı nedeniyle, borçla finansmanı öncelikli olarak tercih etmemekte ve bu durumda borç / öz sermaye oranları, halka açık firmalara göre daha düşük olmaktadır²⁹⁷.

Firma büyüklükleri açısından ele alındığında, büyük ölçekli firmaların öz sermaye veya borç kaynaklı finansmanı küçük ölçekli firmalara nazaran daha kolaydır. Kamu sahipliğinde olan firmalar ise toplumdaki tabiriyle devlet güvencesi altında olduğu düşüncesiyle rahatlıkla sermaye girişi sağlayabilmektedir. Aile firmaları da, sermaye girişindeki nakit akımlarını kendileri temin etmesinden ötürü, teminat gösterebildiklerinden kredi yoluyla finansmanında çok fazla zorlukla karşılaşmamaktadırlar.

3.2.2.3. Maddi Duran Varlıklar

Büyük ölçekli ve halka açık firmalar; küçük ölçekli ve halka kapalı firmalara oranla daha fazla kaynak sahibi olduklarından, maddi duran varlıklara daha yüksek miktarlarda yatırım yapabilirler. Maddi duran varlıklar, firmanın üretimde kullandığı fiziksel girdilerin düzeyini belirlediğinden, büyük ölçekli ve halka açık firmaların daha yüksek üretim kapasitelerine sahip oldukları söylenebilir. Nitekim bir firmanın başarısı toplam varlık düzeyindeki değişimi ölçülerek değerlendirilir.

3.2.2.4. Vekâlet Maliyetleri

Büyük ölçekli firmalar ve anonim şirketler, özellikle halka açık firmalarda yöneticiler; firma kaynaklarını firma sahiplerinin servetini maksimize etmek yerine kendi imtiyazlarını artırmak için kullanmaları, vekâlet maliyetlerine yol

²⁹⁷ Tuncay Turan Turaboğlu, **a.g.e.**, s.64.

açmaktadırlar. Vekâlet veren tarafından katlanılan denetleme maliyetleri, vekil tarafından yüklenilen sözleşme maliyetleri ve hem vekâlet veren hem de vekil tarafından üstlenilen artık zarar/önlenemeyen kayıplar önemli bir maliyet unsurunu oluşturmaktadır. Firmanın büyük ölçekli firmalarda yönetimin paylaşılması ve halka açılma oranı ne kadar yüksekse, bu vekâlet maliyetleri de o denli yüksek olacaktır²⁹⁸. Tek kişi firması, şahıs ortaklıkları, aile firmalarında ve halka kapalı anonim ortaklıklarda, vekâlet maliyeti söz konusu olmayacağı kabul edilir. Çünkü bu firmalarda yöneticiler, çoğunlukla firmanın ortağı olduklarından sahibi ve yöneticisi aynı kişidir²⁹⁹.

3.2.2.5. Sermaye (Mülkiyet) Yoğunluğu

Sermaye yoğunluğunun bir firmanın hisselerinin büyük bir kısmının tek bir kişi veya büyük oranda hissedarların elinde olmasından ötürü ancak halka kapalı firmalarda, aile ve şahıs firmalarında görülmesi olasıdır³⁰⁰. Nitekim büyümek ve kaynak yaratmak amacıyla ortak alımına yönelik sermaye ve yönetimin paylaşılmasıyla halka açılan firmalarda, dağılmış sahiplik yapısı görülmesinden ötürü sermaye yoğunluğu oranı düşüktür. Bu durum şahıs firmaları ve anonim ortaklıklar, baskın ve dağınık sahiplik ile kamu ve yabancı ortaklık arasındaki ilişkiler başta olmak üzere halka açılmasına ve sahiplik yapılarına göre geliştirilebilir.

3.2.2.6. AR-GE Harcamaları

Dünya ekonomisindeki gelişmeler ve artan rekabete bağlı olarak “yenilik” konusuna ilgi de gittikçe artmaktadır. Büyümenin itici gücü olarak teknolojik gelişmeler, firmalar tarafından yapılan araştırma ve geliştirme (AR-GE) faaliyetleri sonucu buluş ve yenilikler şeklinde ortaya çıkmaktadır. Nitekim literatürde yapılan

²⁹⁸ Cudi Tuncer Gürsoy, **Finansal Yönetim ilkeleri**, Doğu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 1, İstanbul, 2007, s.592.

²⁹⁹ Hüseyin Dağlı, **Finansal Yönetim**, Trabzon, Derya Kitabevi, 1999, s.12.

³⁰⁰ Mustafa Gençtürk, “Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkileri”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, 2003, s.234.

çalışmalar da (OECD ülkeleri merkezli) AR-GE harcamalarından büyümeye doğru bir nedensellik ilişkisini göstermiştir³⁰¹. OECD ülkelerinde azalan AR-GE harcamalarının desteklenmesi için hükümetlerin AR-GE sistemlerini güçlendirme yönünde uyguladığı politikalar ile büyük ölçekli sanayi firmalarında, halka açık firmalarda, ileri teknoloji gerektiren sektörlerde faaliyet gösteren firmalar da daha yüksek AR-GE harcama tutarına sahip oldukları çeşitli araştırmalar sonucu ampirik olarak kanıtlanmıştır³⁰².

3.2.2.7. Varlık Çeşitliliği

Bir firmanın sahip olduğu herhangi bir ürün üzerinde uzmanlaşma ve markalaşma olasılığı ne kadar düşükse, söz konusu firmanın varlık çeşitliliği de o kadar yüksektir. Yüksek varlık çeşitliliği söz konusu olduğunda, halka açık firma yapısında organize olmak daha iyi olacaktır. Gerçekten sahiplik yapısının çokuluslu olması, piyasalara erişimi kolaylaştırmakta ve kaynaklara erişim maliyetini düşürmektedir. Karmaşık ve dağılmış sahiplik yapısının, finansal yenilikler yaparak, kapsam ekonomisinden faydalanarak ve artan deneyimle ürün çeşitliliğini artırdığı da gözlemlenmektedir³⁰³.

3.2.2.8. Firma Yaşı (Faaliyet Süresi)

Firma yaşı, yatırım fırsatları açısından firmalar arasındaki farklılıkları gösterir. Firmalarda çalışan sayısı, öz sermaye, firma yönetiminde sahiplerin ağırlığı ve firma yaşının büyük olması, firma performansını olumlu etkilediğini göstermektedir. Fakat genç firmaların daha çok yatırım fırsatına sahip olup, kârlılıklarının daha yüksek olacağı da bilenen bir gerçektir. Buna göre; firma yaşı performansı etkileyen unsurlardan biridir. Ancak, halka açık firmaların karışık ve

³⁰¹ Ayşen Kaya, Onur Altın, “Türkiye’de Ar-Ge Harcamaları Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensel İlişkinin Analizi”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt: 9, Sayı: 1, 2009, s.251.

³⁰² Ayşen Kaya, Onur Altın, **a.g.m.**, s.255. ve Tuncay Turan Turaboğlu, **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, s.65.

³⁰³ Tuncay Turan Turaboğlu, **a.g.e.**, s.65. ve Münür Yayla, Yasemin Türker Kaya, İbrahim Ekmen, **Bankacılık Sektöründe Yabancı Girişi: Küresel Gelişmeler ve Türkiye**, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, ARD Çalışma Raporları, No: 2005/6, Eylül 2005, s.3.

dağılmış sahiplik yapısında, öz sermaye çokluğunda daha uzun faaliyet sürelerine sahip oldukları ve bunun baskın sahiplik yapısıyla halka kapalı firmalar arasındaki önemli bir farklılığı işaret ettiği de unutulmamalıdır. Sonuç olarak devlet mülkiyetinde olan firmalar, özel mülkiyetli firmalara oranla daha uzun ömürlü olmaktadır³⁰⁴.

3.2.3. Farklı Sahiplik Yapılarında Kurumsal Yönetim

Kontrol edici hissedar ile azınlık arasında yaşanan çıkar çatışmaları, firmalardaki sahiplik yapısının doğurduğu bir sonuçtur. Dağınık sahiplik yapısında, halka açılmış birçok firmada kontrol edici hissedarların birçoğunun firmanın üst düzey yönetici ve yönetim kurulu üyelerinde de olduğu görülmüştür. Bu durum literatürde yapılmış çoğu araştırmanın dağınık sahipliğin uygulamayla çeliştiği konusunu ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle kurumsal yönetimin uygulanması hususunda farklı sahiplik yapılarının etkileri gündeme gelmiştir³⁰⁵.

Firma sahiplik yapısının, sahiplik türlerine ve firmada sahip olunan hisse oranlarıyla belirlenmesi durumunda sermaye yapılarına göre firma türlerini; dağınık ve baskın sahiplik, şahıs ve aile firmaları, devlet ve yabancı sahiplik olmak üzere farklı şekillerde sınıflandırılabilir. Araştırmanın bu bölümünde farklı sahiplik yapıları ve bu sahiplik yapılarının kurumsal yönetim üzerinde neden olabileceği sorunlar üzerinde durulacaktır.

3.2.3.1. Kontrol Edici Hissedar ve Mülksüzleştirme:

Yoğunlaşmış ortaklı firmalarda ise sorun, “kontrol edici hissedarlar” ile “zayıf azınlık hissedarlar” arasındadır. Gelişmekte olan ülkelerde kontrol edici hissedarın genelde firma yönetimini şahsen üstlendiği, yönetim kurulları ve yönetici

³⁰⁴ Tuncay Turan Turaboğlu, **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, s.65. ve Zafer Ağdelen, Haluk Erkut, “Firma Kurumsal ve Yönetimsel Özelliklerinin İnsan Kaynakları Yönetimi Üzerindeki Etkisinin Analizi”, **Girne Amerikan University J. Soc. & Appl. Sci.**, Cilt: 3, Sayı: 6, 2008, s.50.

³⁰⁵ Clifford G. Holderness, “A Survey of Blockholders and Corporate Control”, **Economic Policy Review-Federal Reserve Bank of New York**, April 2003, s.52-53. (Süleyman Ahmet Menteş, a.g.e., s.101.)

pozisyonlarını kendi kontrolünde tuttuğu bilinmektedir. Bu tür ülkelerde azınlık hissedarların kontrol edici hissedar tarafından mülksüzleştirildiği bilinmektedir. Mülksüzleştirilme farklı şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Mülksüzleştirme, firma kârlarının kontrol edici hissedar tarafından çalınması şeklinde olabileceği gibi kimi zaman da kontrol edici hissedar, firma varlıklarını sahip olduğu bir başka firmaya piyasa fiyatlarının altında satabilir. Bu yöntemler çoğu zaman yasalara uygun olmalarına rağmen, sonuçları mülksüzleştirme olarak tanımlanabilir³⁰⁶.

Zayıf kurumsal yönetim uygulamaları olan ülkelerde yatırımların getiri beklentisi düştüğü zaman, firma üst yöneticileri tarafından mülksüzleştirmenin (hortumlamanın) arttığını, bunun sonucunda yatırımcıların güven şokuna maruz kalmaları sömürüyü arttırarak az sermaye girişi çok sermaye çıkışına neden olduğunu belirtmişlerdir. Bu nedenle, her hissenin bir oy hakkı olmasına rağmen, eğer firma ana sözleşmesinde hüküm varsa imtiyazlı hisse senedi de çıkartılabilir. Bir-hisse bir-oy kuralının uygulanmaması sonucunda bir hissedarın doğrudan ortaklık oranları, nihai ortaklık oranlarından farklı olmaktadır. Hisse oranı ile oy oranı arasında farklılıklara yol açan bu durum, azınlık hissedarlarının haklarının korunmasını zayıflatan bir uygulamadır. Nitekim hissedarlara eşit işlem yapılmasına ve azınlık haklarının korunmasına yönelik, yeni TTK'da kanun hükümleri getirilmiştir³⁰⁷.

3.2.3.2. Dağılık Sahiplik Yapısı

Sermaye piyasası gelişmiş ülkelerdeki halka açık firmalarda, pay sahipliği son derece dağılmış bir durumdadır. Dağılmış sahiplik yapısı, hissedarların birden fazla firmada küçük oranda yatırımları söz konusu olduğu, firma hissedarları arasında baskın sermayedar grubunun olmadığı durumları ifade etmektedir. Firmaların yönetimi ise, bu hissedarlar adına genel kurul tarafından yetkilendirilmiş

³⁰⁶ Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması**, s.17-19., Şebnem Arıkboğa, Ahmet Mentеш, **a.g.m.**, s.92. ve Süleyman Ahmet Mentеш, **a.g.e.**, s.102.

³⁰⁷ Veysel Kula, **a.g.e.**, s.88., Şebnem Arıkboğa, Ahmet Mentеш, **a.g.m.**, s.97. ve **Yeni Türk Ticaret Kanunu**, T.C. Resmi Gazete, Sayı: 27846, 14 Şubat 2011. Madde 226/1, 309/1, 421/6, 434/1-2, 454/1-4, 460/4, 479/1.

olan profesyonel yöneticilerin kontrolündedir. Nitekim bu yapıda firmaların mülkiyeti ve yönetsel kararların kontrolü farklı ellerde toplanmıştır³⁰⁸.

Dağınık sahiplik yapısı ve sonucunda ayrılmış sahiplik ve kontrol ile tanımlanan gelişmiş piyasalarda, temel çıkar çatışması hissedarlar ile yöneticiler arasındadır. Bu durum, yöneticilerin firma faaliyetlerinin yönlendirilmesinde güç sahibi olması ve zaman zaman bu gücü hissedarlar aleyhine olması pahasına kendi kişisel çıkarları doğrultusunda kullanabilmeleri gibi bir riski doğurmuştur. Elbette, hissedarlar genel kurulda kendi haklarını savunmak, yönetim kurulunu seçmek, yönetim kurulu aracılığıyla yöneticileri görevden almak gibi araçlarla firmalar üzerinde söz sahibi olabilmektedir. Ancak, kurumsal yönetim, tam da bu araçların uygulanabilirliği konusundaki sıkıntılar nedeniyle gündeme gelmiştir³⁰⁹.

Dağılmış sahiplik yapısı, likit bir sermaye piyasasının oluşturulmasına olanak tanımakla birlikte, firmada payları ve buna bağlı olarak çıkarları küçük olan hissedarlar; asimetrik bilgi ve denetleme maliyetlerine maruz kalmaktadırlar. Bu durum için önerilen bir yol, dağılmış pay sahipliği durumunda, pay sahiplerini fiziki veya telekonferans sistemleri ile bir araya getirmek ve birlikte uzlaşarak, blok halinde oy verme hakkı kazandıracak mekanizmaları geliştirmektir³¹⁰.

3.2.3.3. Yönetici Sahiplik Yapısı

Küçük firmalarda sahiplik ve yöneticilik tek elde toplanmıştır. Büyük ölçekli firma konumundaki firmalarda ise, yönetsel yetkilerin profesyonel yöneticilere devredilmesi sonucu çıkar çatışmasının önlenmesine yönelik yönetici sahiplik ortaya çıkmıştır³¹¹.

³⁰⁸ Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, **a.g.e.**, s.433., İlker Sakınç, **a.g.e.**, s.44. ve Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?”, s.3.

³⁰⁹ Bengi Ertuna, Ali Tükel, **a.g.m.**, s.11. ve Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?”, s.3.

³¹⁰ Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?”, s.3., Bengi Ertuna, Ali Tükel, **a.g.m.**, s.11. ve Hayri Ülgen, S. Kadri Mirze, **a.g.e.**, s.433.

³¹¹ Adnan Akın, “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 22, Ocak-Haziran 2004, s.129.

Hâkim ortak olmamasından ötürü yönetici sahipliğinin en etkin olduğu sermaye sahipliği türü dağıntık sermaye sahipliğidir. Yönetici sahiplik yapısından bahsedebilmek için yönetim kademesinin firma hisselerine sahip olması gerekmektedir. Yönetici sahipliğinin en temel koşulu budur. Ancak, yönetici sahipliği için yöneticilerin baskın (hâkim) ortak olma zorunluluğu yoktur. Yöneticileri firmaya ortak yapmak yöneticileri teşvik amacıyla da olabilir. Diğer bir ifadeyle yönetici sahipliği, yöneticinin vekâlet maliyetleri doğrultusunda hissedar olmasıdır. Bunun en önemli nedeni vekâlet problemini ortadan kaldırmaktır. Ancak yöneticinin elinde tutması gereken hisse oranının iyi tespit edilmesi gerekmektedir³¹².

Yöneticinin kontrol edici hissedar olduğu durumlarda, yönetici mülkiyet hakkından doğan oy gücünü, işini ve mülkiyetin kendisine sağladığı özel faydaları kaybetmemek için kullanabilir³¹³. Vekâlet teorisine göre de, firmaya yeni ortak alındığı zaman yönetici sahiplerin yönetim düzeyindeki davranışları değişmektedir. Yönetici sahipler, firmanın değerini artırmaya yönelik olmayan kişisel harcamalarını artırma eğilimi içine girerler ve buna bağlı olarak yönetici sahiplerle yeni ortaklar arasında çıkar çatışması ortaya çıkar. Bu durumda firma performansı olumsuz etkilenmektedir³¹⁴. Yöneticilerin sahiplikten kaynaklanan gücünü, görev ve sorumluluklarının suiistimali üzerine, etkili kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmek için yeni TTK'da hükümler getirilmiştir³¹⁵.

3.2.3.4. Aile Sahiplik Yapısı

Aile firmalarındaki yönetimin yapısı halka açık diğer firmalardan oldukça farklıdır. Farklılaşmanın öncelikli sebebi, firmaların farklı sahiplik yapılarıdır. Aile firmalarının sahiplik yapısı, kontrolü odaklar ve yönetimde daha çok aracılık sağlar.

³¹² İlker Sakınç, **a.g.e.**, s.49. ve Ali Bayraktaroğlu, “Mülkiyet Performansı ve Finansal Performans: İMKB Örneği”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, 2010, s.15.

³¹³ Süleyman Ahmet Menteş, **a.g.e.**, s.104.

³¹⁴ Halil İbrahim Bulut, Fikret Çankaya, Bünyamin Er, “Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, sayı: 1, 2009, s.104.

³¹⁵ **Yeni Türk Ticaret Kanunu**, Madde 146/1-h, 198/1, 200/1, 202/1-d ve 5, 206/1, 220/1, 227/1, 369/1, 516/2-c, 552/1, 553/1, 630/2-3.

Aile, firma içindeki sistemlerin arasında birçok rolü üstlenerek, çoğu zaman karar verme süreçlerini kolaylaştırır³¹⁶.

Aynı aileden iki veya daha fazla kişi aynı firmada çalışıyorlarsa ve bunlardan biri veya birkaçı firmanın çoğunluk hissesine sahipse “aile firması”; tek kişinin sahip olduğu ve ailesinden kimsenin çalışmadığı firma ise “patron firması” olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede her patron firmanın ikinci kuşağa geçince aile firması vasfı aldığı söylenebilir³¹⁷.

Aile firmalarının karar alma mekanizmaları sahiplik yapısından ötürü diğer firmalardan oldukça farklıdır. Bu farklılaşmayı sağlayan unsur, işin nesiller boyu devamlılığını sağlama arzusunun bu amaç doğrultusunda yapılandığı uzun vadeli firma misyonudur. Diğer önemli farklılaşma konusu ise kapalı ekonomik fayda üzerine yapılanmadır. Hisselerin likiditesi oldukça düşüktür. Bazı aileler hisse satımına bir takım yasal engeller koymakta, çoğu hisse özel olarak belirli hissedarlarda toplanmaktadır. Bu durum hisselerin satımı konusunu daha da karmaşıktırmaktadır³¹⁸.

Aile firmalarında yönetim kurulları doğal olarak aile bireylerinden (yönetimde aktif olan ve sorunları-stratejileri tartışan baba ile oğul (veya kız) ve/veya diğer aile bireylerinden) oluşabilir. Buradaki sorun, aile gelenek ve kültürünün firma yönetim kurulunu etkilemesidir. Yönetim kurulunda aile dışından kişilerin bulunması ve yönetimde profesyonel yöneticilere yer verilmesi, yönetim kurulunda aile ilişkilerinin ön plana çıkmasını engeller³¹⁹. Ancak aile firmalarında profesyonel yöneticilere yetki devredilmemesi aile firmalarındaki bir diğer problemdir. Öte taraftan, ikinci ve üçüncü kuşağa yönetimin hazırlıksız olarak devredilmesi ve onların kuruluşta görev yapan profesyonel yöneticiler ve aile bireyleri tarafından yanlış yönlendirilmeleri de bir problem olarak düşünülebilir. Aile firmalarının

³¹⁶ Ulrich Steger, **Küresel Boyutuyla Kurumsal Yönetim Analizi**, t.y., s.18.

(Erişim) http://www.ozetkitap.com/kurumsal_yonetim_analizi.pdf (26.01.2011)

³¹⁷ Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, “Aile Şirketleri İçin Adım Adım Kurumsal Yönetim”, **Kurumsal Yönetim Serisi**, No: 4, Haziran 2007, s.1.

³¹⁸ Ulrich Steger, **a.g.e.**, s.19.

³¹⁹ Güler Manisalı Darman, **Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma Sürecinden Kurumsal Yönetime Doğru**, Kütahya Ticaret ve Sanayi Odası, t.y., s.17.

(Erişim) <http://www.kutso.org.tr/Dosyalar/aile-sirketlerinde-kurumsallasma.pdf> (26.01.2011)

yabancı pazarlara yayılma aşamasında yönetim sorunları büyüyebilir ve yabancı pazarlardaki faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir³²⁰.

3.2.3.5. Devlet Sahiplik Yapısı

Devlet sahipliği, devletin herhangi bir firma, endüstri veya firma varlıkları üzerinde sermayesi oranında söz sahibi olmasıdır. Devletin sahip olduğu bir firma genellikle, kâr amacı olmayan bir görüntü vermektedir. Dahası, kâr sağlamasından ziyade sosyal sorumluluğunu yerine getirmesi beklenmektedir³²¹. Ancak genel bütçeye destek olmak için, devlet ve kamu tüzel kişileri de özel mülkiyete gereksinim duyabilirler. Bu haller anayasamızın 46. maddesinde düzenlenmiştir: “Devlet ve kamu tüzel kişileri; kamu yararının gerektirdiği hallerde, karşılıklarını peşin ödemek şartıyla, özel mülkiyette bulunan taşınmaz malların tamamını veya bir kısmını, kanunla gösterilen esas ve usullere göre, kamulaştırmaya ve bunlar üzerinde idarî irtifaklar kurmaya yetkilidir.”

1980’li yıllarda bilim, teknoloji, iletişim ve ulaşım imkânlarında meydana gelen hızlı gelişmeler küreselleşme ve rekabeti dolayısıyla serbest piyasa ekonomisinin alanının genişlemesine yol açmıştır. Türkiye ise, piyasa ekonomisine geçme, bu yeni global sistemle entegrasyon ve ekonomisini yeniden yapılandırmada önemli mesafeler almıştır. Yeni devlet anlayışında, devletin piyasa ekonomisinin işleyişine ve fiyat mekanizmasına müdahaleleri ancak gerektiğinde ve çok sınırlı düzeydedir. Devlet, özel mülkiyete dayalı serbest teşebbüs sisteminde piyasaya ve fiyatlara ilke olarak müdahalelerde bulunmaz. İktisadi faaliyetleri düzenleyen merkezi bir örgüt değil, fiyat mekanizmasıdır³²². İlk olarak devlet sahipliğindeki kurumların muhasebe finans alanında yapılan usulsüzlüklerin giderilmesine yönelik, getirilen kurumsal yönetim ilkeleri, devlet kurumları açısından etkili bir uygulama olmuş ve

³²⁰ A. Tuğba Karabulut, “Aile İşletmelerinin Kurumsallaşmaya ve Yönetim Fonksiyonlarına Yönelik Yönetim Sorunları: İstanbul’da Tekstil Sektöründe Üretim Yapan Aile İşletmesi Kobiler Üzerinde Bir Araştırma”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2008, s.9.

³²¹ İlker Sakıncı, **a.g.e.**, s.35.

³²² Coşkun Can Aktan, **Geleneksel Devlet Felsefesine Karşı Yeni Devlet Felsefesi**, t.y., (Erişim) www.canaktan.org/yeni-trendler/devlet-felsefe/geleneksel-yeni.htm (27.01.2011)

daha sonra özel sektörde uygulanmasına karar verilmiştir. Bu ilkeler SPK tarafından yayınlanan Seri: IV, No: 41 sayılı tebliğ ve yeni TTK'yle de yürürlüğe girmiştir³²³.

3.2.4. Sahiplik Yapısının Firma Performansına Etkileri

Firma sahiplik yapısının, kurumsal yönetim yapısında ve firma performansında önemli bir belirleyici olduğu düşünülmektedir. Nitekim yüksek sahiplik yoğunlaşması kurumsal yönetim yasalarının gelişimini de etkileyebilir. Birçok gelişmekte olan ve geçiş ekonomisi ülkelerinde kurumsal yönetim sistemleri ağırlıklı olarak kontrol eden sahipler lehine eğilim taşımaktadır. Bu da potansiyel olarak bir takım sosyal maliyetlerin sürmesine yol açmaktadır³²⁴.

Sahiplik yapısının firma performansı üzerindeki etkisine yönelik olarak yapılan çalışmalar her dönemde araştırmacılar arasında önemli bir tartışma konusu olmuştur. Farklı araştırmacıların sahiplik yapısı ile performans ilişkisi konusunda birbirlerinden çok farklı sonuçlara ulaştıkları görülmektedir. Bunun nedeni sahiplik yapısının (yabancı payı, halka açıklık oranı, yönetici sahipliği vb.) birkaç değişkene indirgenerek farklı çevrelerde kolayca tanımlanıp ölçülebilecek nitelikte bir kavram olmayıp, ülke ve hatta sektörlere göre çeşitlilik içermesi ve kurallar, yasal çerçeve gibi boyutlara sahip olmasıdır³²⁵. Aşağıda sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen temel çalışmalara özet olarak yer verilmiştir.

Finans literatüründe dünya üzerinde firmanın sahiplik yapısı (mülkiyet) ve bunun firmanın performansı üzerindeki etkileri ile ilgili tartışmalar çok eskilere, 1900'lü yılların başlarına kadar dayanmaktadır. Literatürde mülkiyet yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi ilk açıklayan Berle ve Means (1932), çalışmasında mülkiyet yoğunlaşması arttıkça yöneticilerin kontrolü azalacağı için mülkiyet yapısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişkinin olması gerektiğini savunmaktadır. Jensen ve Mecking (1976), sahiplik ve kontrol ayrımının vekâlet maliyetleri nedeniyle firma piyasa değerini azaltabileceği ancak herhangi bir performans

³²³ Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde 361/1, 375/1-f, 1524/1, 1529.

³²⁴ Murat Kıyılar, Muhammet Belen, **a.g.m.**, s.30.

³²⁵ Yusuf Işık ve Şeref Saygılı, **a.g.e.**, s.163.

azalışına yol açmayacağını ifade etmiştir. Fama ve Jensen (1983), vekâlet maliyetlerinin varlığında, optimal firma yapısının nasıl olması gerektiği üzerinde durmaktadırlar. Demsetz (1983)'e göre, içsel bir konu olan sahiplik yapısı seçiminde, firmalar kendileri için en etkin çözümü sunan alternatiften yana olacaklardır. Demsetz ve Lehn (1985), Berle ve Means'in 1932 yılında yaptıkları çalışmanın sonuçlarına ters olarak mülkiyet yapısının firma performansını azaltmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Santerre ve Neun (1993), Berle ve Means (1932) çalışmasını test etmişler ve doğrulamışlardır. Pagano, Panetta ve Zingales (1998) çalışmalarında mülkiyet yapısıyla performans arasında anlamlı olmayan negatif yönlü bir ilişki bulmuşlardır. Mitton (2002) performans ölçütü olarak hisse senedi getirilerini baz aldığı çalışmasında mülkiyet yoğunlaşması ile firma performansı arasında pozitif ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Combs, Ketchen Jr, Perryman ve Donahue (2007) çalışmasında, yöneticinin sermaye sahipliğinin önemli bir güç kaynağı olduğunu, yönetici ve hissedarların servetlerini birleştirerek, güçlü bir firma performansı teşviki sağladığını belirtmektedirler. Cheng (2008) çalışmasında mülkiyet yoğunlaşmasının olmadığı yani mülkiyetin daha çok küçük ortaklarda olduğu firma tiplerinde düşük performans yaşandığına dair kanıtlara ulaşmıştır³²⁶.

Türkiye'de yapılan araştırmalar incelendiğinde ise; sahiplik yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi, panel veri seti kullanarak analiz eden Gürsoy ve Aydoğan (1998)'nin çalışmasında; halka açık firmaların, mülkiyet yoğunluğu arttıkça bu firmaların muhasebe ölçütlerine göre düşük, piyasa ölçütlerine göre yüksek bir performansa sahip oldukları görülmüştür. Yurtoğlu (2000), çalışmasında mülkiyet yoğunluğu ile firma performansı arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Önder (2002) araştırmasında sermaye yoğunluğu arttıkça PD/DD önemli ölçüde artmakta olduğunu tespit etmiştir. Turaboğlu (2002) çalışmasında Türk firmaları açısından sahiplik ve kontrol ayrımının neden olduğu vekâlet maliyetlerinin performans azalışına yol açmadığını tespit edilmiştir. Tezölmez ve Gökşen (2006) Türkiye'de kurulmuş olan uluslararası ortaklıklarda sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, ortaklardan birinin daha çok paya sahip

³²⁶ Ali Bayraktaroğlu, **a.g.m.**, s.12-13., Tuncay Turan Turaboğlu, **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, s.58-61., Ümit Can Güvençer, **a.g.e.**, s.77-78.

olması firma performansını olumlu yönde etkileyeceği düşünülmektedir. Söylemez (2007) daha büyük ve yüksek performansa sahip olan firmaların vekâlet maliyetlerinin düşük olduğunu tespit etmiştir. Sakınç (2008) çalışmasında muhasebe ve piyasa temelli değer değişkenlerine göre sermaye yoğunluğunun artması firma değerini belirgin bir şekilde artırdığını tespit etmiştir. Yıldırım ve Demireli (2009) en büyük hissedarın firma üzerindeki mülkiyeti ve kontrolü arttıkça aktiflerin, satışların ve öz sermayenin kârlılığı azalmakta ve tobin-q artmaktadır. Bayrakdaroğlu (2010) araştırmasında, mülkiyet yapısındaki yoğunlaşma ile finansal performans derecesi arasında pozitif yönlü bir ilişkiye rastlanması ile firmaların daha yüksek finansal performans gösterebilecekleri gözlenmiştir³²⁷.

Literatürde bu gibi amaçlarla son yıllarda yapılmış hem teorik hem de ampirik bir çok çalışmaya rastlanmaktadır. Yapılan bu çalışmalarda sahiplik yapılarının firmanın performansı, öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılığı ve tobin-q gibi daha birçok farklı kârlılık ve performans ölçütleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Ancak çalışmalarda ulaşılan sonuçlar ülkeden ülkeye, sektörden sektöre, dönemden döneme ve firma guruplarına göre farklılar içermektedir.

3.3. FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE SAHİPLİK YAPISININ BELİRLEYİCİLERİ

Firma, çeşitli çıkar grupları tarafından finansal analize tabi tutulabilir. Örneğin firmaya açtıkları krediyi güvenle geri alıp alamayacaklarını öğrenmek amacıyla sermayedarlar bu yola başvurabilirler. Aynı şekilde, mali yatırımcılar firmanın performansını değerlendirmek için finansal tablolarını analize tabi edebilirler. Yönetimde kendi performansını ölçmek amacıyla finansal tablolarını

³²⁷ Tuncay Turan Turaboğlu, **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, s.58-61., Ali Bayrakdaroğlu, **a.g.m.**, s.12-13., İlker Sakınç, **a.g.e.**, 226, Abdurrahman Fettahoğlu, H. Aydın Okuyan, **a.g.m.**, s.15, Ümit Can Güvençer, **a.g.e.**, s.81-87, B. Burçin Yurtoğlu, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", **Kluwer Academic Publishers**, Vol: 27, No: 2, 2000, p.193. (Erişim) resources.metapress.com/pdf-preview.axd?code=h5247503525g6230&size=largest (27.01.2011), Murat Yıldırım, Erhan Demireli, "Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği)", **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 46, Sayı: 532, 2009, s.81. (Erişim) www.ekonomikyorumlar.com.tr/dergiler/makaleler/532/Sayi_532_Makale_05.pdf (27.01.2011)

analize tabi tutabilir³²⁸. Araştırmacılar ise çıkar gruplarına yardımcı olmak ve literatüre katkı sağlamak amacıyla firmaların finansal tablolarını analize tabi tutabilirler. Geleneksel finansal analizde, bir firmanın geçmişteki performansını değerlendirmek için firmanın finansal tabloları farklı yöntemler ve oranlarla analiz edilebilir. Araştırmanın bu bölümünde ise, sektörün yapısı incelenecek ve temel oranlara yer verilecektir.

3.3.1. Sektör Yapısı ve Analizi

Sektördeki piyasa yapısı; satıcı ve alıcıların sayısı, üretim farklılaştırılması, giriş engelleri, maliyet yapısı, dikey entegrasyon ve farklılaştırma olarak incelenmektedir. Sektör davranışı ise; fiyat hareketleri, üretim stratejisi ve reklam, araştırma ve yenilikler, yatırım planları ve yasal düzenlemeler olarak incelenmektedir. Ulusal politikalar, sektör yapısı ve davranışını etkilemektedir. Ulusal politikalar; vergi ve yardımları, uluslararası ticaret kurallarını, fiyat kontrolünü, antitröst uygulamaları içermektedir. Sektör performansı, üretimde ve dağıtımda etkinlik, üretimde süreklilik, tam istihdam ve net varlık olarak ele alınmaktadır³²⁹.

Sektör riski; gelir veya piyasa payı kaybı veya mali yapının bozulması riskiyle sektörde meydana gelen değişiklikler, iş döngüleri, ürün eskimesi veya modasının geçmesi, tüketici tercih ve eğilimlerinin değişmesi, teknolojinin değişmesi, sektöre giriş engellerinin kalkması veya azalması, rekabetin artması nedeniyle meydana gelir. Sektörün satış ve gelir beklentilerinde satışların artması ve fiyatlama gücü; olgun veya natüre sektörlere karşı yeni ve genç sektörler, küçük sektörler, global firmalar, döngüsel sektörlerde ortaya çıkar³³⁰.

Sektör riskini değerlendirmek için ilk olarak, sektörün ekonomideki önemine GSYH ve sektör içindeki payına bakılır. Daha sonraları rekabet durumu, sermaye

³²⁸ Hüseyin Dağlı, **a.g.e.**, s.32.

³²⁹ Oğuz Yurdakul, Erkan Aktaş, “Türkiye’de Un Sanayi Sektörünün Analizi”, **Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 8, 2001, s.263.

³³⁰ Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş., Kredi Derecelendirme Metodolojisi, **Sektör Riski**, t.y. (Erişim) www.saharating.com/liste_goster.asp?bolum=24&id=351 (30.01.2011)

yoğunluğu, konjonktürel dalgalanmalara açık ve duyarlılık derecesi (fiyat dalgalanmaları ve krizler) değerlendirilir. Sektöre giriş koşul ve kolaylıkları (firma ölçekleri ve teknolojik yapılar), teknolojik durum, maliyet faktörleri, yasal düzenlemeler (hükümet kararları ve sektöre yönelik teşvikler), kârlılık ve kârlılık üzerindeki sektörel baskıların seviyesi, sektördeki gelişmelerin firmaya olan etkileri gibi firmaların faaliyette buldukları sektör grubuna ait temel veriler, göz önünde bulundurulur³³¹.

3.3.2. Oranlar Yöntemiyle Finansal Analiz

Finansal analize yönelik çeşitli çıkar grupları, firmanın likidite durumu, finansal yapısı, varlıkların kullanılmasında etkinlik, kârlılık gibi firmanın her yönüyle ilgili olduklarından, analizde değişik soruları yanıtlayacak çeşitli oranlar kullanılmaktadır³³². Bu nedenle, analizde firmanın farklı alanları konusunda bilgi verecek, birbirleri ile ilişkilendirilecek sınırlı sayıda oranın seçimi sonucun yorumunu kolaylaştırmaktadır³³³. Buna bağlı olarak oranların anlamlı yorumlanabilmesi için denemeler sonucu yeterli kabul edilmiş oranlarla, firmanın geçmiş dönemlerdeki oranlarıyla, benzer firmaların oranları ve endüstrilerin standart oranları ile karşılaştırılmalıdır³³⁴. Sonuç olarak bu çeşitli finansal oranlar; genellikle likidite oranları, faaliyet oranları, finansal yapı oranları, kârlılık oranları büyüme oranları ve piyasa değeri oranları şeklinde sınıflandırılmaktadır. Bu altı temel grup oranlar aşağıdaki tabloda şöyle özetlenmiştir³³⁵:

³³¹ JCR Eurasia Rating, **Firma Kredi Derecelendirme Metodolojisi**, t.y., s.4.

(Erişim) <http://www.jcrer.com.tr/a-Kategori-78.html> (30.01.2011)

³³² Öztin Akgüç, **a.g.e.**, s.22.

³³³ Niyazi Berk, **a.g.e.**, s. 32.

³³⁴ Öcal Usta, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 3. baskı, Ankara, Detay Yayıncılık, 2008, s.109.

³³⁵ Osman Okka, **İşletme Finansmanı**, s.43-54., Ali Ceylan, **a.g.e.**, s.42-62., Hüseyin Dağlı, **a.g.e.**, s.34-53., Niyazi Berk, **a.g.e.**, s. 35-47. ve Öztin Akgüç, **a.g.e.**, s.23-83.

Tablo 3: Finansal Analizde Kullanılacak Oranlar

Oranın Adı	Formülü	Açıklaması
I. LİKİDİTE ORANLARI		
Cari Oran	Dönen Varlıklar / KVKYK	Cari oran, firmanın kısa vadeli borçlarını zamanında ödeme kabiliyetini ölçmede kullanılan orandır.
Likidite (Asit – Test) Oranı	(Dönen Varlıklar – Stoklar) / KVKYK	Likidite (Asit – Test) oranı; dönen varlıklar içerisinde likiditesi en düşük stokların çıkarılmasıyla kısa vadeli borç ödeyebilme kabiliyetini daha hassas ölçer.
Nakit Oran	Hazır Değerler / KVKYK	Nakit oran, firmanın alacaklarını tahsil edememesi ve elindeki stokları paraya çevirememesi durumundaki kısa vadeli borç ödeme kabiliyetini gösterir.
II. FAALİYET ORANLARI		
Aktif Devir Hızı	Net Satışlar / Toplam Aktifler	Aktif devir hızı, toplam yatırımların etkinlik düzeyinin ve verimliliğinin bir göstergesidir.
Alacak Devir Hızı	Net Satışlar / K.V. Ticari Alacaklar	Alacak devir hızı, alacakların tahsil yeteneğini ve likiditesini gösteren bir ölçüdür.
Öz Sermaye Devir Hızı	Net Satışlar / Öz Sermaye	Öz sermaye devir hızı, bir firmanın öz sermayesinin ne derece etkin kullanıldığını gösterir
III. FİNANSAL YAPI ORANLARI		
Borç Oranı	Toplam Borçlar / Toplam Aktifler	Borç oranı, firmanın aktiflerinin hangi oranda borçla finanse edildiğini gösterir.
Borç – Öz Sermaye Oranı	Toplam Borçlar / Öz Sermaye	Borç – öz sermaye oranı; firma sahipleri ile borç verenlerin firmaya ne oranda katkıda bulunduğunu gösterir.
Öz Sermaye Oranı	Öz Sermaye / Toplam Aktifler	Öz sermaye oranı, firmanın kaynaklarının yüzde kaçının firmanın sahip veya sahipleri tarafından sağlandığını gösterir.

IV. KÂRLILIK ORANLARI		
Aktif Kârlılık Oranı	Net Kâr / Toplam Aktifler	Aktif kârlılık oranı; borçlanma yoluyla ve firma sahiplerince sağlanan fonların, firmanın toplam varlıklarının ne derecede etkin ve kârlı olduğunu gösterir.
Öz Sermaye Kârlılık Oranı	Net Kâr / Öz Sermaye	Firma sahipleri ya da ortaklarının koydukları sermayenin bir birimine isabet eden kâr oranını gösterir.
Brüt Kâr Marjı	Brüt Kâr / Net Satışlar	Brüt kâr marjı, satılan malların satış fiyatı ile maliyetleri arasında ne ölçüde bir marjın olduğunu gösterir.
Esas Faaliyet Kâr Marjı	Esas Faaliyet Kârı / Net Satışlar	İş hacmi rantabilitesi olarak da nitelendirilen bu oran, firmanın temel faaliyetlerden sağladığı kârın net satış tutarına bölünmesiyle hesaplanır.
Net Kâr Marjı	Net Kâr / Net Satışlar	Net kâr marjı, net kârın oluşmasını, net satışların ve yapılan giderlerin etkinliğinin ölçülmesini sağlayan bir orandır.
V. BÜYÜME ORANLARI		
Aktifdeki Büyüme	$(A_{t+1} - A_t) / A_t$	Büyüme oranları, cari dönem kalem tutarı ile bir önceki dönem kalem tutarı arasındaki farkın yine bir önceki dönem kalem tutarına bölünmesiyle hesaplanır. Böylelikle ilgili kalem tutarının yıllara göre ne oranda büyüdüğünü, lehteki ve aleyhteki durumlarını gösterir.
Öz Sermayedeki Büyüme	$(\text{ÖS}_{t+1} - \text{ÖS}_t) / \text{ÖS}_t$	
Satışlardaki Büyüme	$(S_{t+1} - S_t) / S_t$	
Kârlardaki Büyüme	$(K_{t+1} - K_t) / K_t$	
VI. PİYASA DEĞERİ ORANLARI		
Piyasa Değeri-Defter Değeri Oranı	(Hisse Senedi Fiyatı x Ödenmiş Sermaye Tutarı) / Öz Sermaye Tutarı	Hisse senedi fiyatı ile ödenmiş sermaye tutarının çarpılmasıyla hesaplanılan tutarın öz sermayeye bölünmesiyle ölçülür.
Hisse Senedi Fiyatlarındaki Değişim	$(\text{HSF}_{t+1} - \text{HSF}_t) / \text{HSF}_t$	Cari dönem hisse senedi fiyatı ile bir önceki dönem hisse senedi fiyatı arasındaki farkın yine bir önceki dönem hisse senedi fiyatına bölünmesiyle hesaplanır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
TÜRKİYE'DE FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE SAHİPLİK YAPISINI
ETKİLEYEN SEKTÖRE ÖZGÜ FİRMA BELİRLEYİCİLERİNİN ANALİZİ:
İMKB'DE SEKTÖREL KARŞILAŞTIRMA

Firma büyüklüğü ve sahiplik yapısıyla ilgili olarak yapılan teorik ve ampirik çalışmalara yönelik açıklamaların ışığında sektöre özgü farklılıklar dikkate alınmıştır. Bu hususta, İMKB'de işlem gören firmalar üzerinde sektörel özelliklerin firma büyüklüğü ve sahiplik yapılarına etkileri analiz edilecektir.

4.1. ARAŞTIRMANIN KONUSU

Sektörel farklılıklara yönelik olarak, finansal performansı etkileyen sektöre özgü firma belirleyicilerinin firma büyüklüğü ve sahiplik yapısına bir etkisinin olup olmadığı çok tartışılan bir konudur. Bu nedenle araştırmanın konusu, İMKB'de işlem gören firmaların sektöre özgü ekonomik, hukuki ve sosyal özelliklerinden ortaya çıkan farklılıkları kurumsal yönetim mekanizmaları ışığında, firma büyüklüğü ve sahiplik yapısını ve buna bağlı olarak firma performansını nasıl etkilediğini ortaya koyabilmeye yönelik analizlerden oluşmaktadır.

4.2. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Araştırmanın temel amacı; reel sektörde faaliyet gösteren firmaların, kurumsal yönetim mekanizmaları öncülüğünde firma büyüklüğü ve sahiplik yapısının özelliklerinin belirlenmesi ve bu yapıların sektörel farklılıklara göre finansal performans göstergelerine etkisinin saptanarak aralarındaki ilişkinin analiz edilmesidir.

Ülkemizde kurumsal yönetim uygulamaları, düzenleyici otoritelerce getirilen uyum zorunluluklarının halka açık firmalarca ne kadar uygulandığı ve kurumsal yönetim uygulamalarında firmaların geldiği noktaların değerlendirilmesi ile ilgili çok sayıda araştırmalar olduğu tespit edilmiştir. Ancak sektörel farklılıklara yönelik

olarak; kurumsal yönetim uygulamalarının, firma büyüklüğü ve sahiplik yapısının sektöre özgü firma belirleyicilerinin analiz edilmesine yönelik araştırmaların kısıtlı olduğu tespit edilmiştir. Bu araştırmanın bulgularının hissedarlar, yatırımcılar, yöneticiler ve araştırmacılara firma büyüklüğü ve sahiplik yapısının firma performansı üzerinde ilişki yapısını gösterme ve daha ileri düzeyde araştırma yapmaları konusunda ışık tutması umulmaktadır.

4.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Araştırmaya konu olan firmalar, 2003-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören firmalardan seçilmiştir. Bu firmaların sektörel farklılıkları yansıtması için; imalat sanayi, enerji ve teknoloji olmak üzere üç farklı sektörde yer almasına önem verilmiştir.

İmalat sanayi sektöründe yer alan firmalarda homojenliğin sağlanması için; gıda/içki/tütün, dokuma/giyim/deri, kâğıt ve kâğıt ürünleri/basım ve yayın, kimya/petrol/kauçuk ve plastik ürünler, metal ana sanayi, metal eşya/makine ve gereç yapımı, diğer imalat sanayi alt sektörleri arasından seçilmiştir. Bu alt sektörler arasında; fiyat dalgalanmalarına, tüketici beklentilerine ve sektör yapısına göre şekillenen ve bu değişikliklere karşı hassas olan sektörlerin yer alması sağlanmıştır. Analizde belirli firmaların seçilmesinde amaç, sektörler arası eşitliğin sağlanmasıdır. Nitekim imalat sanayi sektörü, firma sayısı açısından diğer sektörlerle kıyasla oldukça fazladır. Enerji ve teknoloji sektörlerinde yer alan firmalar ise, iki firma verilerinin analize elverişli olmaması, diğer iki firmada çok küçük verilere sahip olması nedeniyle analizden çıkarılmıştır.

Yine 2003-2010 yılları arasında analize tabi tutulan firmalarda değişkenler yıllık olarak değil çeyrek olarak üçer aylık dönemler itibarıyla konsolidasyon esasına göre hesaplanmıştır. Böylece analize çeyrek verilerdeki değişiklikler de dâhil edilerek araştırmanın anlamlılığı artırılmıştır. Analizin uygulanması sırasında 2010 yılının son çeyrek dönemi açıklanmadığı için analiz dışı bırakılmıştır. Sonuç olarak, 558 (18x31) firma çeyrek yılı analiz edilmiştir.

4.4. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZİ

Kurumsal yönetim mekanizmaları firma yapısına ve faaliyetlerine önemli düzenlemeler getirmekte bu durum firmanın değerini yükseltmektedir. Araştırma, iyi yönetilen firmaların iyi bir performans göstereceği varsayımını temel alarak, sahiplik yapısı ve firma büyüklüğü ile firma belirleyicileri arasında ilişki var olup olmadığını test etmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda araştırmanın 5 temel hipotezi vardır.

H₀₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

H₀₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

H₀₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

H₀₄: Firma büyüklüğü ile sahiplik yapısı (Halka açılma oranı ve I. Büyük ortak payı) arasında pozitif bir ilişki yoktur.

H₁₄: Firma büyüklüğü ile sahiplik yapısı (Halka açılma oranı ve I. Büyük ortak payı) arasında pozitif bir ilişki vardır.

H₀₅: Sektörel özelliklerde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₅: Sektörel özelliklerde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

4.5. ARAŞTIRMANIN VARSAYIMLARI

Araştırmaya konu olan firmalar, İMKB’de işlem gören firmalardan seçilmiştir. Bu firmalar belirlenirken 3 farklı ana sektörden alınmasıyla firma büyüklüğü ve sahiplik yapısının sektörlere özgü farklılıkları tespit edilebileceği varsayılacaktır. Yine bu durumda her sektörden seçilen firmaların o sektörü yansıttığı varsayılacaktır. Araştırma kapsamında toplanan verilerin araştırma hipotezlerini istatistiksel güvenilirlik düzeyinde test etmeye imkân vereceği kabul edilecektir.

4.6. ARAŞTIRMANIN SINIRLILIKLARI

Sahiplik yapısı ile firma büyüklüğü arasındaki ilişkinin çok geniş bir uygulama alanına sahip olduğu için araştırmanın evrenini oluşturan 2003-2010 yılları arasında İMKB’de yer alan 3 farklı ana sektörden alınan firmalar ile örneklem hacmi oluşturulacaktır. Bu bakımdan analize tabi tutulan önceki yıllar ve diğer firmalar bu araştırmanın dışında tutulacaktır.

4.7. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ VE YÖNTEMİ

Araştırmada firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı sektöre özgü belirleyicilerinin analizinde, 2003-2010 yılları arasında İMKB’den alınan çeyrek verileri ile 3 farklı ana sektörün incelenmesinde kurulan hipotezlere bağlı olarak bağımlı değişkenimiz firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı, bağımsız değişkenimiz ise sektörel özellikler olarak belirlenmiştir.

Firma sahiplik yapısının belirlenmesinde değişken olarak halka açıklık oranı ve I. Büyük ortak, firma büyüklüğünün belirlenmesinde tüm yasa ve kurumlarda ortak ölçüt olarak yer alan personel sayısı analizde kullanılmıştır. Sektörel özelliklerin belirlenmesinde yer alan değişkenler ise PD/DD, hisse senedi fiyatındaki değişim, cari oran, likidite oranı, nakit oranı, aktif devir hızı, alacak devir hızı, öz sermaye devir hızı, borç oranı, borç-öz sermaye oranı, öz sermaye oranı, öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılığı, brüt kâr marjı, esas faaliyet kâr marjı, net kâr marjı, aktifdeki

büyüme, öz sermayedeki büyüme, satışlardaki büyüme ve kârlardaki büyüme analize tabi tutulmuştur.

Araştırmanın analiz kısmında ilk olarak, toplam 24 değişken arasından 3 bağımlı değişkenin 2003-2010 yılları arasındaki çeyrek verileri elde edilmiş, 21 bağımsız değişken ise tek tek hesaplanılmış ve bu mevcut veriler Excel’de toplanılarak bir standart haline getirilmiştir. Daha sonra Excel’de toplanılan bu veriler, SPSS paket programına girilerek istatistiksel analize tabi tutulmuştur.

Araştırmada dört ayrı istatistiksel analizden yararlanılmıştır. Bunlar;

1. Betimsel İstatistik (Descriptive Statistics)
2. Faktör Analizi
3. Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way Anova)
4. Çoklu Regresyon Analizi

1. Betimsel İstatistik (Descriptive Statistics)

Betimsel istatistiğin diğer istatistikî analizlerden temel farkı hedefin nicel değerlere sahip bir veri setini grafiksel olarak ifade edip özetlemektir. Bunun yanında bir değere ilişkin örnekleme ait sonuçların grafik üzerinde yer almasıyla uç değerlerdeki ve yoğunlaşmış aralıktaki verilere ulaşılması sağlanmaktadır. Sayısal verilerin analize esas sonuçlarını somut olarak görmek, yorumlamak ve nicel analize destek sağlamak için mutlaka betimsel istatistik araçlarının kullanılması gerekmektedir³³⁶.

2. Faktör Analizi

Birbiriyle ilişkili çok sayıdaki değişkeni az sayıda, anlamlı ve birbirinden bağımsız faktörler haline getiren faktör analizinin en önemli amacı, değişken sayısını azaltmak, aynı özelliklere sahip değişkenleri sınıflandırmak ve değişkenler

³³⁶ Vikipedi, **Betimsel İstatistik**, t.y. (Erişim) http://tr.wikipedia.org/wiki/Betimsel_istatistik (16.04.2011)

arasındaki ilişkilerden yararlanarak bazı yeni yapılar ortaya koymaktır. Özetle faktör analizi, diğer analizlerin uygulanmasına zemin hazırlayarak, boyut indirgemeye ve bağımlılık yapısını yok etmeye çalışır³³⁷.

Faktör analizin de başlangıçta, genel olarak öz değeri 1 ve daha büyük olan faktörler önemli faktörler olarak alınır. Bu sınır değerinin seçilmesindeki ölçüt, bir faktörün en azından varyansı 1.00 olan değişkenlerden biri ile eşdeğere sahip olmasının aranmasıdır³³⁸. Gorsuch (1974)'e göre, analiz sonunda elde edilen varyans oranları ne kadar yüksekse, ölçeğin faktör yapısı da o kadar güçlü olmaktadır. Ancak, Scherer, Wieb, Luther ve Adams (1988)'e göre, sosyal bilimlerde yapılan analizlerde %40 ile %60 arasında değişen varyans oranları yeterli kabul edilmektedir. Cathell ve Baggaley (1960)'e göre, faktör örüntüsünün oluşturulmasında ise, mutlak değeri 0.30 ile 0.40 arasında değişen faktör yüklerinin alt kesme noktası olarak alınabileceği belirtilmektedir³³⁹.

Araştırmada faktör analizinin uygunluğunun test etmede kullanılan indeks Kaiser Meyer Olkin (KMO) testidir. KMO testi faktör sayısını belirlemede kullanılır ve faktör sayısının sıfırdan büyük olan öz değerler kadar olmasını tercih eder³⁴⁰. Analizde döndürme yöntemi olarak; Quartimax'ın dik döndürme yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem de varyansın çoğunu karşılayan genel bir faktörün olduğuna inanıldığı ve faktörler arasında ilişki olmadığı düşüncesine dayalıdır³⁴¹.

3. Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way Anova Analysis)

Tek yönlü varyans analizi, iki veya daha çok sayıda bağımsız gruplar arasındaki farklılıkların sınanması istenildiği hallerde uygulanır. Buradaki tek yön

³³⁷ Şener Büyüköztürk, "Faktör Analizi: Temel Kavramlar ve Ölçek Geliştirmede Kullanımı", **Kuram ve Uygulamada Eğitim Yönetimi Dergisi**, Cilt:8, Sayı:32, 2002, s.470-473. ve Hüseyin Tatlıdil, **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistiksel Analiz**, Ankara, Akademi Matbaası, 1996, s.167-171.

³³⁸ Şener Büyüköztürk, **a.g.m.**, s.475.

³³⁹ Ezel Tavşancıl, **Tutumların Ölçülmesi ve SPSS ile Veri Analizi**, Ankara, Nobel Yayınevi, 2006.

³⁴⁰ M. Vedat Pazarlıoğlu, Hamdi Emeç, Sibel Erdoğan, "Dokuz Eylül Üniversitesi Öğrencilerinin Yüksek Öğretim Beklenti Değişkenlerinin Faktör Analizi ile İncelenmesi", **Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi**, Cilt: 14, Sayı: 2, 1999, s.99., ve Şener Büyüköztürk, **a.g.m.**, s.474.

³⁴¹ Şener Büyüköztürk, **a.g.m.**, s.474.

ifadesi, grupları birbirinden ayıran tek özellik olduğu, ya da grupların tek değişkeninin değerleri ile ayrıldığı anlamına gelir. Tipik olarak tek yönlü varyans analizi en aşağı üç değişik grup olduğu zaman uygulanmaktadır³⁴². Varyans analizinin ön koşullarından birisi her bir grubun normal dağılım sergileyen bir ana kitleden rastgele seçilmiş bağımsız örnekler olmasıdır. Ayrıca her bir grubun eşit varyansa sahip olması da istenmektedir³⁴³. Tek yönlü varyans analizini test etmek için F istatistiğinden yararlanır. Hesaplanan F istatistiği, tablo değeri ile karşılaştırıldıktan sonra kurulan hipotezle sonuca ulaşılır. Hesaplanan değer, tablo değerinden büyükse yokluk hipotezi red edilir ve gruplar arasında anlamlı bir farklılık vardır.

4. Çoklu Regresyon Analizi

Bir bağımlı değişken ile birden fazla bağımsız değişkenin yer aldığı regresyon modellerine çoklu regresyon analizi denir. Bağımsız değişkenler eş zamanlı olarak bağımlı değişkendeki değişimi açıklamaya çalışmaktadır. Çoklu regresyon analizi, en küçük kareler yöntemi kullanılarak çözümlenebilmektedir. Buna bağlı olarak k sayıda bağımsız değişken olan çoklu regresyon modeli şöyle ifade edebilir³⁴⁴:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i \quad \text{Çoklu Regresyon Modeli}$$

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \dots + \hat{\beta}_k X_{ki} + \varepsilon_i \quad \text{Tahmini Çoklu Regresyon modeli}$$

Modelde Y bağımlı değişkeni ve X_1, X_2, \dots, X_k bağımsız değişkenleri gösterir. $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_k$ terimleri çoklu regresyonun katsayıları olup alacakları değerler sabittir. Hata terimi ε_i , sıfır etrafında normal dağılan bir rassal değişkendir³⁴⁵.

³⁴² Vikipedi, **Varyans Analizi**, t.y. (Erişim) http://tr.wikipedia.org/wiki/Varyans_analizi (16.04.2011)

³⁴³ Varyans Analizi, (Erişim) www.istatistikanaliz.com/varians_analizi.asp (16.04.2011)

³⁴⁴ Burcuhan Bıçkıcı, **Çok Değişkenli Varyans Analizi ve Çoklu Doğrusal Regresyon Analizinin Uygulamalı Olarak Karşılaştırılması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Erzurum, 2007, s.23-28., En Küçük Kareler Yöntemi, t.y. (Erişim) www.istatistikmerkezi.com/makale.istatistik-en-kucuk-kareler-yontemi.148.html (16.04.2011) ve Vikipedi, **Regresyon Analizi**, t.y. (Erişim) http://tr.wikipedia.org/wiki/Regresyon_analizi (16.04.2011)

³⁴⁵ www.akademikdestek.net/kutuphane/analiz/analiz_dosyalar/REGRESYON.doc (16.04.2011)

Çoklu regresyon analizinin varsayımları; rassal değişken ϵ_i 'nin alacağı değer bağımsız değişken değerlerinden bağımsızdır, varyansı sabittir ve her X_i için ortalaması sıfırdır. X_i değerleri sabit ya da ϵ_i 'den bağımsız X_i rassal değişkenlerinin gerçekleşmiş değerleridir. Hata terimleri birbirleri ile ilişkili değildir. Bağımsız değişkenler arasında ilişki yoktur ve Y değerleri bağımsızdır³⁴⁶.

Çoklu regresyon analizinde hipotezlerin kabul edilebilirliği ve anlamlılığı R^2 , F ve T testiyle belirlenir. Hesaplanan F testi genel olarak modelin anlamlılığını, T testi ise her bir bağımsız değişkenin anlamlılığını test etmede kullanılır. Nitekim hipotezler değerlendirilirken, hesaplanan değer tablo değerinden büyükse yokluk hipotezi red edilir³⁴⁷.

4.8. ARAŞTIRMANIN BULGULARI VE YORUMLANMASI

4.8.1. Betimsel İstatistik Analizi (Descriptive Statistics)

Betimsel istatistikte analize tabi tutulan değişkenler halka açılma oranı, I büyük ortak, öz sermaye oranı, borç oranı ve net kâr marjıdır. Bu değişkenlerin yerinin belirlenmesinde merkezsiz konum ölçüleri olarak minimum, maksimum değer, ortalama ve standart sapma kullanılmıştır. Grafiksel betimsel istatistik araçlarından da serpilme grafiğinden yararlanılmıştır.

³⁴⁶ Wikipedi, **Regresyon Analizi**, t.y. (Erişim) http://tr.wikipedia.org/wiki/Regresyon_analizi (16.04.2011) ve Burcuhan Bıçkıcı, **a.g.e.**, s.27-28.

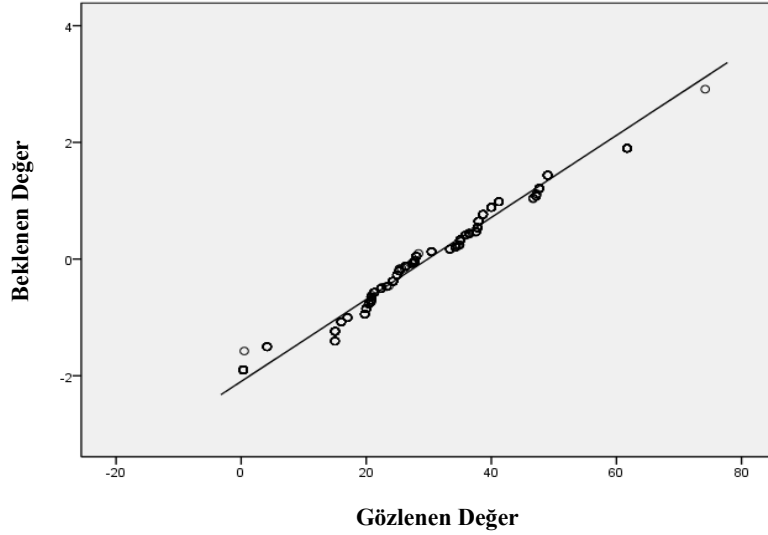
³⁴⁷ Yaşar Tonta, **Regresyon Analizi**, 2008, (Erişim) www.slidefinder.net/r/regresyon_analizi_ya%C5%9Far_tonta_bby/16652214 (16.04.2011)

Tablo 4: Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Yönelik Betimsel İstatistikler

	Örneklem	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
Halka Açılma Oranı	558	,32	74,19	29,8256	14,20080
I. Büyük Ortak Payı	558	,49	88,86	52,3817	21,57567
Personel Sayısı	558	20,00	18987,00	2866,7770	4365,79505
Hisse Senedi Fiyatı	558	,35	59,50	6,8671	9,12686
PD/DD	558	,16	10,36	1,4714	1,11731
Cari Oran	558	,13	14,19	2,0625	1,58690
Likidite Oranı	558	,10	14,11	1,6273	1,63228
Nakit Oranı	558	,00	6,32	,5688	,98482
Aktif Devir Hızı	558	,01	10,00	,7599	1,03772
Alacak Devir Hızı	558	,29	45,40	4,5937	5,45975
Öz sermaye Devir Hızı	558	-43,00	29,53	1,8571	3,59491
Toplam Borç /Öz sermaye	558	,00	17,91	1,3801	1,73692
Toplam Borç /Toplam Aktif	558	,07	1,16	,4794	,20240
Öz kaynak /Toplam Aktif	558	-,16	,93	,5206	,20240
Aktif Kârlılık	558	-,43	,39	,0149	,06173
Öz sermaye Kârlılık	558	-4,62	1,68	,0159	,27883
Brüt Kâr Marjı	558	-,13	,88	,2352	,19941
Esas Faaliyet Kâr Marjı	558	-,86	,86	,0451	,18468
Net Kâr Marjı	558	-1,21	2,03	,0270	,19235
Öz sermaye Büyüme	558	-,57	4,83	,2530	,52911
Aktifdeki Büyüme	558	-108,00	2,76	-,0058	4,59154
Satışlardaki Büyüme	558	-,70	3,71	,1884	,46022
Kârlardaki Büyüme	558	-181,35	297,97	,4396	16,95260
H.S. Fiyatı Değişim	558	-,94	3,75	,1535	,68793
Likidite ve Finansal Yapı	558	-4,38654	4,79582	,0000000	1,00000000
Kârlılık	558	-6,31507	4,15773	,0000000	1,00000000
B.K.M. ve Faaliyet Performans.	558	-4,27110	7,66175	,0000000	1,00000000
Geçerli Örneklem Sayısı	558				

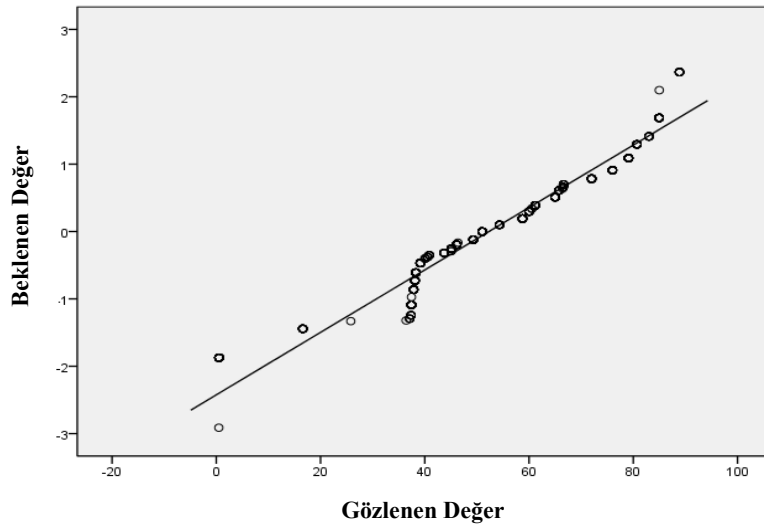
Betimsel istatistik analizinde, ortalama halka açılma oranı tüm sektörler itibariyle 29,83; I. büyük ortak oranı 52,38; personel sayısı 2.866; öz sermaye oranı 0,52 bulunmuştur. Buna göre genel itibariyle analiz sermaye yoğun firmalara uygulanmıştır. I. büyük ortak payı fazla, halka açılma oranı düşük olduğundan firma sahipliğinin kontrol üzerinde hâkimiyeti oldukça fazladır. Buna bağlı olarak dağılık

sahiplik yapısı düşük ve küçük pay sahiplerinin yönetimde söz sahibi olma olanağı kısıtlıdır.



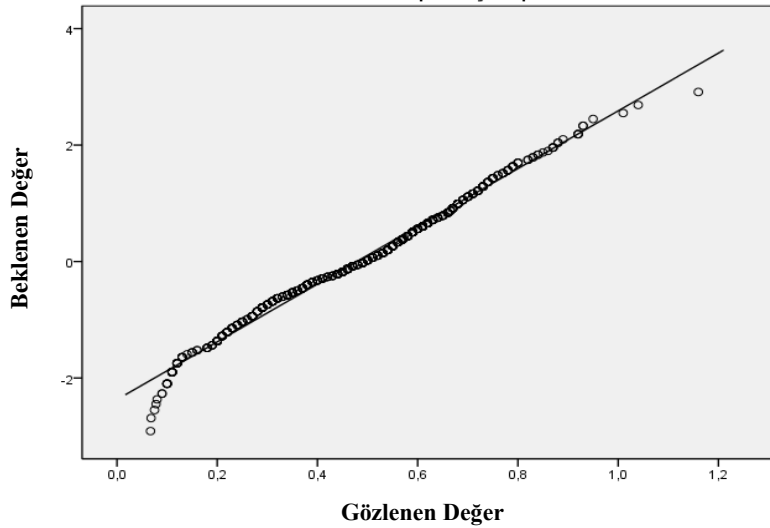
Grafik 1: Tüm Sektörlerde Halka Açılma Oranının Dağılımı

Serpilme grafiğinde belirlenen trend doğrusu baz alınarak, örnekleme alınan firmalara ilişkin halka açılma oranı, beklenen değer ile gözlenen değer arasında istatistiksel olarak doğrusal bir dağılım yapısı izlediği gözlemlenmektedir. Nitekim grafikte halka açılma oranı çok uç değerlerde olan firmaların nadir olduğu ve bu oranın yaklaşık olarak %20-%50 arasında yoğunlaştığı tespit edilmiştir.



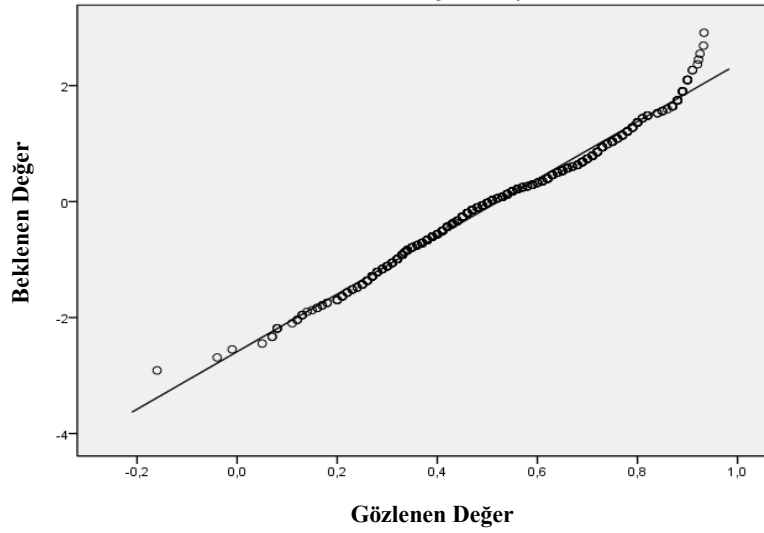
Grafik 2: Tüm Sektörlerde I. Büyük Ortak Payının Dağılımı

Örnekleme alınan firmalara ilişkin I. büyük ortak payı; beklenen değer ile gözlenen değer arasında, istatistiksel olarak trend doğrusu üzerinde doğrusal bir dağılım yapısı izlediği gözlemlenmektedir. Ayrıca bu payın grafikte, yaklaşık olarak %40 üzerinde yoğunlaştığı tespit edilmiştir. Böylece firmaların sahiplik yapısının büyük çoğunluğu I. büyük ortak üzerinde olduğu, bu nedenle de firma sahiplik yapısında yönetimin paylaşılmak istenmediği, vekâlet maliyetlerinin düşük olduğu ve kurumsal yönetim uygulamalarının zayıf olduğu sonucu çıkarılabilir. Nitekim, bu durumu gidermek için yeni TTK'da etkin kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin hükümler getirilmiştir.



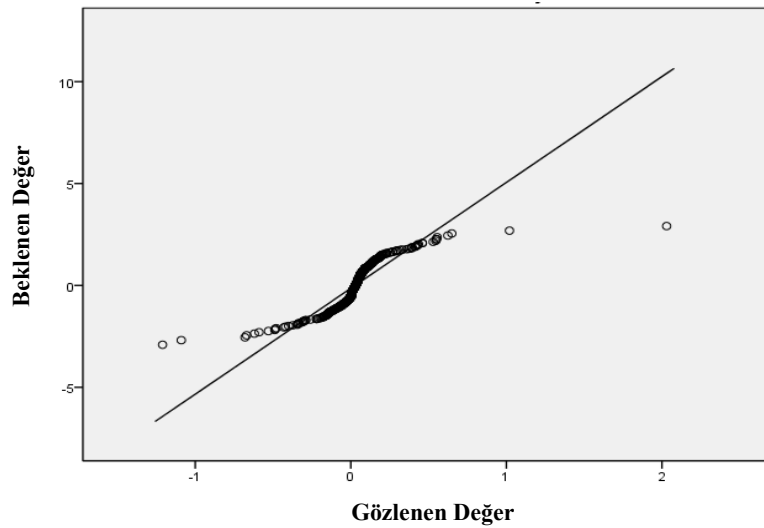
Grafik 3: Tüm Sektörlerde Borç Oranının Dağılımı

Örnekleme alınan firmalara ilişkin borç oranı; beklenen değer ile gözlenen değer arasında, istatistiksel olarak trend doğrusu üzerinde doğrusal bir dağılım yapısı izlediği gözlemlenmektedir. Oranın grafikte, %10'dan %100'e kadar genel doğru üzerinde ilerlediği ve istisnai durumlarda da düşük borçlanma düzeyinin gerçekleştiği tespit edilmiştir.



Grafik 4: Tüm Sektörlerde Öz Sermaye Oranının Dağılımı

Örnekleme alınan firmalara ilişkin öz sermaye oranı beklenen değer ile gözlenen değer arasında, istatistiksel olarak trend doğrusu üzerinde doğrusal bir dağılım yapısı izlediği gözlemlenmektedir. Bu oranın grafikte, yaklaşık olarak %10-%90 arasında yoğunlaştığı, bazı durumlarda genel doğrunun üzerine çıktığı ve öz sermaye yoğun firmalar olduğu tespit edilmiştir.



Grafik 5: Tüm Sektörlerde Net Kâr Marjının Dağılımı

Örnekleme alınan firmalara ilişkin net kâr marjı beklenen değer ile gözlenen değer arasında istatistiksel olarak trend doğrusu üzerinde kesişen noktalar hariç

doğrusal ama dağınık bir dağılım izlediği gözlemlenmektedir. Bu oran, yaklaşık olarak -0,7–0,8 arasında yoğunlaşmıştır. En küçük kareler yöntemiyle çizilen grafikte genel doğru üzerinde mesafe ne kadar kısa ise değerler o kadar ortalamaya yakındır.

4.8.2. Faktör Analizi

Yapılan faktör analiziyle sektörel özelliklerin belirleyicisi firma performanslarına ait ölçütlerin analize uygunluğunun sağlanması amacıyla üç gruba indirgenmiştir. Faktör analizinde faktör yükü alt kesim noktası %40 olarak belirlenmiş, bazı durumlarda bu ölçüye yakın oranlarda istatistiksel anlamlılığı nedeniyle analize dâhil edilmiştir. Ayrıca analizin, başlangıç öz değeri 1 alınmış ve Kaiser Meyer Olkin (KMO) testiyle faktör sayısında sıfırdan büyük değerler alınmıştır. Sonuçta, her üç grup arasında bağımsızlık sağlanmış ve 21 bağımsız değişkenden 15 bağımsız değişkene indirilmiştir. Bu durumun sağlanabilmesi için de faktör analizi 4 kez tekrar edilmiştir. İndirgenmiş üç grup da kendi aralarında şöyle sınıflandırılmıştır. Birinci grupta likidite ve finansal yapı, ikinci grupta kârlılık, üçüncü grupta ise brüt kâr marjı ve faaliyet performansı oranları yer almıştır.

Tablo 5: Bağımsız Değişkenlere Yönelik Kaiser Meyer Olkin (KMO) testi

	Başlangıç Öz Değeri	Gerçek Öz Değeri
Cari Oran	1,000	,822
Likidite Oranı	1,000	,795
Nakit Oranı	1,000	,754
Aktif Devir Hızı	1,000	,798
Alacak Devir Hızı	1,000	,548
Öz sermaye Devir Hızı	1,000	,689
Toplam Borç /Öz sermaye	1,000	,620
Topl. Borç /Topl. Aktif	1,000	,801
Öz sermaye /Topl. Aktif	1,000	,801
Aktif Kârlılık	1,000	,687
Öz sermaye Kârlılık	1,000	,526
Brüt Kâr Marjı	1,000	,386
Esas Faaliyet Kâr Marjı	1,000	,662
Net Kâr Marjı	1,000	,653
Kârlardaki Büyüme	1,000	,159

Tablo 6: Bağımsız Değişkenlere Yönelik Rotasyon Unsur Matrisi

	Bileşen		
	1	2	3
Cari Oran	,870	-,249	-,058
Likidite Oranı	,846	-,268	-,090
Nakit Oranı	,815	-,297	-,047
Aktif Devir Hızı	-,111	,030	,886
Alacak Devir Hızı	,106	,127	,722
Öz sermaye Devir Hızı	-,305	-,107	,764
Topl. Borç /Öz sermaye	-,677	-,402	,011
Topl Borç /Topl Aktif	-,883	-,117	,087
Öz sermaye /Topl Aktif	,883	,117	-,087
Aktif Kârlılık	-,019	,819	,126
Öz sermaye Kârlılık	,245	,665	,155
Brüt Kâr Marjı	,362	,093	-,496
Esas Faaliyet Kâr Marjı	-,262	,747	-,190
Net Kâr Marjı	-,094	,796	-,105
Kârlardaki Büyüme	-,033	,397	,001

Tablo 7: Bağımsız Değişkenlere Yönelik Toplam Varyans Açıklaması

Bileşen	Başlangıç Öz Değeri			Gerçek Faktör Yükleri Toplamı			Rotasyon Faktör Yükleri Toplamı		
	Toplam	Varyans (%)	Kümülatif (%)	Toplam	Varyans (%)	Kümülatif (%)	Toplam	Varyans (%)	Kümülatif (%)
1	4,756	31,704	31,704	4,756	31,704	31,704	4,541	30,276	30,276
2	2,879	19,196	50,901	2,879	19,196	50,901	2,909	19,392	49,667
3	2,068	13,784	64,684	2,068	13,784	64,684	2,253	15,017	64,684
4	1,270	8,464	73,148						
5	,896	5,975	79,123						
6	,753	5,021	84,144						
7	,671	4,472	88,616						
8	,590	3,936	92,552						
9	,313	2,087	94,639						
10	,280	1,870	96,509						
11	,229	1,525	98,034						
12	,150	,997	99,032						
13	,127	,845	99,876						
14	,019	,124	100,000						
15	,000	,000	100,000						

Toplam varyans tablosunda birinci faktör yükü toplam varyansın %30,28'ini açıklarken, ikinci faktör yükü de modele dâhil edildiğinde bu oran %49,67'ye

yükselmekte; toplam 3 faktör yükünde ise bu oran %64,68'ye çıkmaktadır. O halde ilk üç faktör yükü toplam varyansı (%65) belirleyici özelliğe sahiptir.

4.8.3. Tek Yönlü Varyans Analizi (One-Way Anova)

H₀₅: Sektörel özelliklerde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₅: Sektörel özelliklerde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 8: Sektörlere Yönelik Finansal Performans Betimleyicileri

		Örneklem	Ortalama	Standart Sapma
Likidite ve Finansal Yapı	Enerji	62	,1834775	1,02435486
	İmalat sanayi	372	-,1790712	,57456983
	Teknoloji	124	,4454749	1,64264974
	Total	558	,0000000	1,00000000
Kârlılık	Enerji	62	,4716071	1,23876808
	İmalat sanayi	372	,0876905	,75971971
	Teknoloji	124	-,4988749	1,28072102
	Total	558	,0000000	1,00000000
B.K.M. ve Faaliyet Performansı	Enerji	62	-,2906577	,96546576
	İmalat sanayi	372	,1264739	1,07826907
	Teknoloji	124	-,2340929	,64271160
	Total	558	,0000000	1,00000000

Tablo 9: Faktör Gruplarına Yönelik Tek Yönlü Varyans (Anova) Analizi

		Faktörler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Faktör	F
Likidite ve Finansal Yapı	Gruplar Arasında	38,623	2	19,312	20,676**
	Gruplar İçinde	518,377	555	,934	
	Toplam	557,000	557		
Kârlılık	Gruplar Arasında	47,511	2	23,755	25,877**
	Gruplar İçinde	509,489	555	,918	
	Toplam	557,000	557		
B.K.M. ve Faaliyet Performansı	Gruplar Arasında	17,983	2	8,992	9,258**
	Gruplar İçinde	539,017	555	,971	
	Toplam	557,000	557		

*; % 1 düzeyinde, **; % 05 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

H_0 = Gruplar arasında fark yoktur.

H_1 = Gruplar arasında fark vardır.

Karşılaştırma:

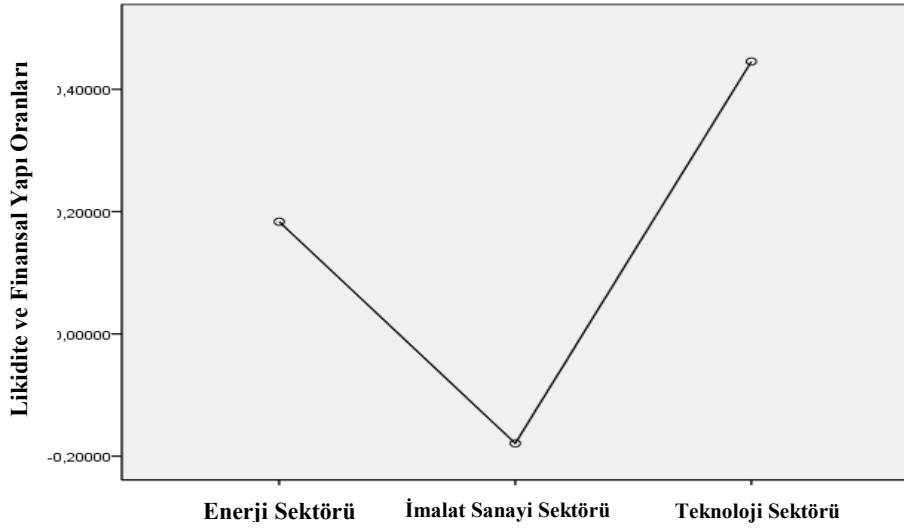
Likidite ve Finansal Yapı : $F_{hes}= 20,676 > F_{tab}= 3.00$ H_0 = Red edilir.

Kârlılık : $F_{hes}= 25,877 > F_{tab}= 3.00$ H_0 = Red edilir.

B.K.M. ve Faaliyet Performansı : $F_{hes}= 9,258 > F_{tab}= 3.00$ H_0 = Red edilir.

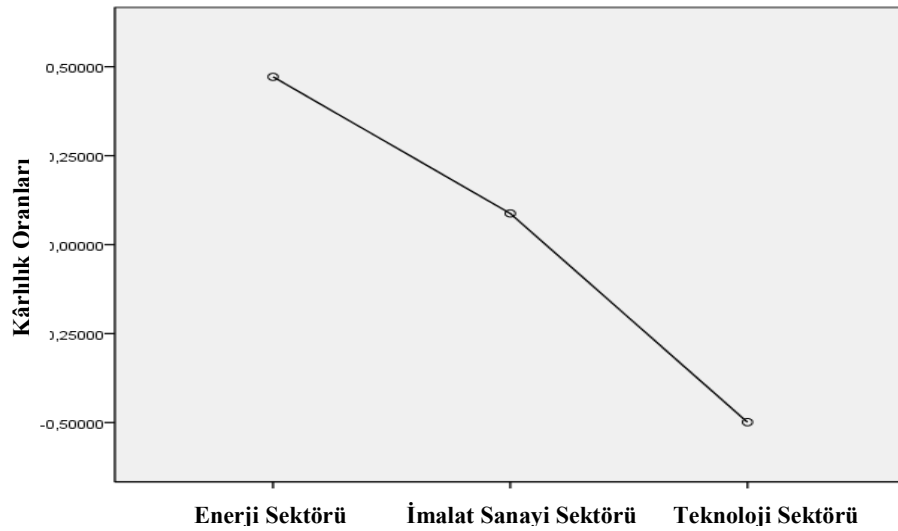
Likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı oranları açısından her üç sektörde, istatistiksel olarak birbirinden anlamlı düzeyde farklılık göstermektedir ($P = 0,000$). İndirgenmiş gruplar arasındaki fark ortalamaya göre değerlendirildiğinde; genel itibariyle likidite ve finansal yapı daha iyi durumda, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı en düşük düzeydedir (B.K.M. ve Faal.= $-0,39 < Kârlılık= 0,06 < Lik. ve Fin.= 0,45$). Bu farklılık sektörün yapısını belirleyen toplam finansal performans açısından değerlendirildiğinde; sektörler itibariyle enerji sektöründe yüksek, imalat sanayinde orta, teknoloji sektöründe ise en düşük düzeydedir (Teknoloji= $-0,29 < İmalat= 0,04 < Enerji= 0,36$).

Firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı sektörel farklılıklara göre değerlendirildiğinde, halka açılma oranı enerji sektöründe düşük, imalat sanayi sektöründe yüksek, teknoloji sektöründe ise orta seviyelerdedir (Enerji= $20,07 < Teknoloji= 25,17 < İmalat= 33$). I. büyük ortak payı; teknoloji sektöründe düşük, imalat sanayi sektöründe yüksek, enerji sektöründe ise orta seviyelerdedir (Teknoloji= $40,44 < Enerji= 55,51 < İmalat= 55,84$). Personel sayısı ise halka açılma oranıyla sektörler itibariyle paralel seyir izlemektedir (Enerji= $205 < Teknoloji= 331 < İmalat= 4162$). Nitekim diğer sektörlerle kıyasla imalat sanayinde halka açılma oranı yüksek olmasına rağmen hâkim hissedarın payı da yüksek olmakta, buna bağlı olarak denetim ve azınlık hissedarın yönetimde söz sahibi olma olanağı ise kısıtlı kalmaktadır. Halka açılma oranı ile personel sayısının paralellik göstermesi de aralarında pozitif yönde bir ilişki olduğunun diğer bir işaretidir.



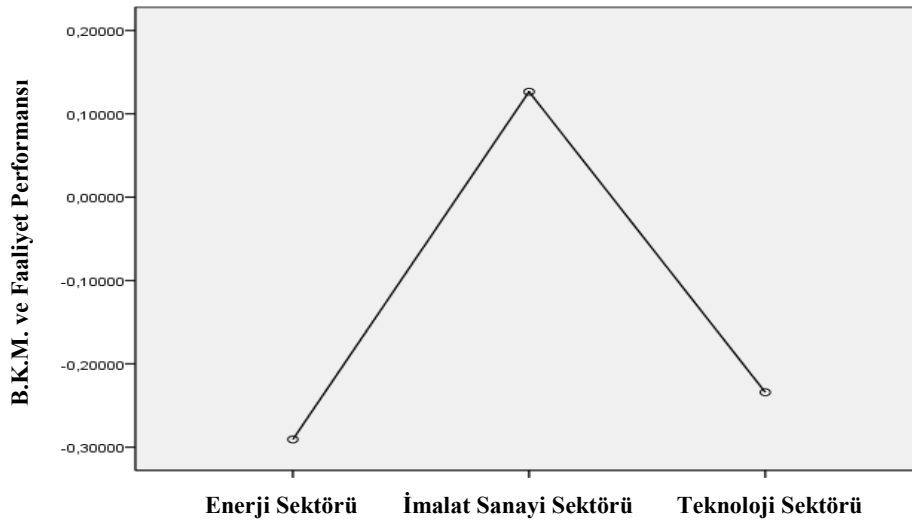
Grafik 6: Likidite ve Finansal Yapı Oranlarının Sektörlere Yönelik Farklılıkları

Enerji sektöründe finansal yapısı ve likidite faktörü %18'ler civarında olurken; bu oran imalat sanayinde -%18; teknoloji sektöründe %44 civarında gerçekleşmiştir. Burada imalat sanayinin finansal yapı ve likidite açısından oldukça sıkıntıda olduğu, teknoloji sektörünün sermaye yapısının ve borçlarını ödeyebilme gücünün oldukça yüksek olduğu, enerji sektörünün ise diğer iki sektöre kıyasla orta seviyelerde olduğu sonucu çıkarılabilir.



Grafik 7: Kârlılık Oranlarının Sektörlere Yönelik Farklılıkları

Enerji sektöründe kârlılık oranları %47 civarında olurken; bu oran imalat sanayinde %09 civarında; teknoloji sektöründe -%50 civarında gerçekleşmiştir. Finansal yapı ve likidite oranlarının aksine kârlılık oranları teknoloji sektöründe en düşük seviyede, enerji sektöründe sektörler arasında en yüksek seviyede imalat sanayi sektörü ise diğer iki sektöre kıyasla orta seviyelerde olduğu tespit edilmiştir. Burada enerji sektörünün giderlerinin düşük, getirisinin fazla, kârının da artan oranda büyümesi söz konusudur.



Grafik 8: B.K.M. ve Faaliyet Performansı Oranlarının Sektörlere Yönelik Farklılıkları

Enerji sektöründe brüt kâr marjı ve faaliyet performansı oranları -%29 civarında olurken; bu oran imalat sanayinde %13 civarında; teknoloji sektöründe -%23 civarında gerçekleşmiştir. Buna göre, enerji ve teknoloji sektöründe brüt kâr üzerinden hesaplanan kâr marjı ile satışların aktife, öz sermayeye oranı ve alacak devir hızı düzeyi düşükken imalat sanayinde bu oran diğer sektörlerle kıyasla oldukça yüksektir.

4.8.4. Çoklu Regresyon Analizi

Sektörel farklılıkları değerlendirmek için çoklu regresyon analizinde firmalar, sektörel ayırım yapılmadan ve sektörel ayırım göz önünde bulundurularak iki aşama da analize tabi tutulmuştur. Analizde firma büyüklüğü ve sahiplik yapısının firma

performansına etkilerinde sektörel farklılıklar değerlendirilecektir. Bu bakımdan tüm sektörlerde ve ana sektörlerde ayrı ayrı 3 farklı hipotez test edilmiştir. Bu hipotezlerde bağımlı değişken; halka açılma oranı, I. büyük ortak ve personel sayısı olarak belirlenmiştir. Bağımsız değişkenlerde faktör analiziyle indirgenmiş üç grup kullanılmıştır. Tüm sektörlerde firma büyüklüğü ile sahiplik yapısı arasında ilişkiyi test etmede ise, bağımsız değişken halka açılma oranı ve I. büyük ortak olarak belirlenmiştir. Analiz sonuçlarını değerlendirirken; R^2 , T testi, çoklu regresyon katsayısı, F testi ve belirlenen anlamlılık düzeyi ($p= 0,05$) kullanılmıştır.

Bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni ne düzeyde etkilediğini belirlemek için tahmini çoklu regresyon modeli hesaplanmıştır. Tahmini çoklu regresyonun hesaplanmasında; sabit çoklu regresyon katsayısı (β_0), bağımsız değişkenlere yönelik çoklu regresyon katsayısı (β_k) ve X_{ki} değerleri kullanılmıştır. X_{ki} değerinin belirlenmesinde ise; bağımsız değişkenlere yönelik toplam varyans açıklaması tablosunda (Tablo 7) verilen rotasyon faktör yükleri toplamı sütunundaki indirgenmiş faktör grupları itibariyle belirlenen varyans (%) değerleri kullanılmıştır. Firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı arasındaki ilişkiyi test etmek için bağımsız değişken olarak belirlenen halka açılma oranı ve I. büyük ortak payının hesaplanmasında ise, firmaların o değişkenlere ilişkin her yıl açıklanan verilerinin ortalaması alınmıştır.

4.8.4.1. Tüm Sektörlere Yönelik Çoklu Regresyon Analizi

4.8.4.1.1. Halka Açılma Oranı ve Sektör Özellikleri

H₀₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 10: Tüm Sektörlere Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R^2	Düzeltilmiş R^2	Tahmini Standart Hata
1	,460 ^a	,211	,207	12,64455

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen halka açılma oranındaki değişimin yaklaşık %21'i bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır ki, bu oran determinasyon katsayısı olarak (R^2) bilinir.

Tablo 11: Tüm Sektörlere Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model		Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F
1	Regresyon	23750,035	3	7916,678	49,515**
	Artık	88576,043	554	159,885	
	Toplam	112326,078	557		

- a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı
b. Bağımlı Değişken: Halka Açılma Oranı (%)
c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Tüm sektörler için F testine ($f_{hes} = 49,52 > f_{tab} = 2,60$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, halka açılma oranında en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H_{01} red edilir.

Tablo 12: Tüm Sektörlere Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	29,826	,535		55,719**
	Likidite ve Finansal Yapı	-1,537	,536	-,108	-2,869**
	Kârlılık	,088	,536	,006	,164
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	6,346	,536	,447	11,844**

- a. Bağımlı Değişken: Halka Açılma Oranı (%)
b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 29,826 + (-1,537 \times 30,276) + (,088 \times 19,392) + (6,346 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = 80,2962$$

Tüm sektörler itibariyle tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak halka açılma oranı 80,3 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Halka açılma oranı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-1,537) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin istatistiksel açıdan $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-2,869| > t_{tab} = 1,645$).

- Halka açılma oranı ile kârlılık arasında pozitif (0,088) bir ilişki vardır. Ancak bu ilişkinin t testi ve $p < 0,05$ anlamlılık düzeyinde istatistiksel açıdan kabul edilmediği tespit edilmiştir ($t_{hes} = 0,164 < t_{tab} = 1,645$).

- Halka açılma oranı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif (6,346) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin istatistiksel açıdan $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 11,844 > t = 1,645$).

4.8.4.1.2. I. Büyük Ortak Payı ve Sektör Özellikleri

H₀₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 13: Tüm Sektörlere Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,412 ^a	,170	,165	19,71338

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen I. büyük ortak payındaki değişimin yaklaşık %17'si bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve

finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 14: Tüm Sektörlere Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model		Karelerin Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F
1	Regresyon	43994,890	3	14664,963	37,736**
	Artık	215293,978	554	388,617	
	Toplam	259288,868	557		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: I. Büyük Ortak Payı

c. *, % 1 düzeyinde, **, % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Tüm sektörler için F testine ($f_{hes} = 37,736 > f_{tab} = 2,60$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, I. büyük ortak payında en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H_0 red edilir.

Tablo 15: Tüm Sektörlere Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	52,382	,835		62,768**
	Likidite ve Finansal Yapı	-7,283	,835	-,338	-8,719**
	Kârlılık	1,828	,835	,085	2,189**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	-4,755	,835	-,220	-5,692**

a. Bağımlı Değişken: I. Büyük Ortak Payı

b. *, % 1 düzeyinde, **, % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 52,382 + (-7,283 \times 30,276) + (1,828 \times 19,392) + (-4,755 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = -204,075$$

Tüm sektörler itibarıyla tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak I. büyük ortak payı -204,1 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- I. Büyük ortak payı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-7,283) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin istatistiksel açıdan $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-8,719| > t_{tab} = 1,645$).

- I. Büyük ortak payı ile kârlılık arasında pozitif (1,828) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin istatistiksel açıdan $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 2,189 > t_{tab} = 1,645$).

- I. Büyük ortak payı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında negatif (-4,755) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin istatistiksel açıdan $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-5,692| > t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.1.3. Firma Büyüklüğü ve Sektör Özellikleri

H₀₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 16: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,220 ^a	,049	,043	4270,16377

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen personel sayısındaki değişimin yaklaşık %4,9'u bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 17: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model		Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F
1	Regresyon	513059532,705	3	171019844,235	9,379**
	Artık	10065332825,640	552	18234298,597	
	Toplam	10578392358,345	555		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Tüm sektörler için F testine ($f_{hes} = 9,379 > f_{tab} = 2,60$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, firma büyüklüğünde en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H_{03} red edilir.

Tablo 18: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	2865,417	181,100		15,822**
	Likidite ve Finansal Yapı	-460,430	181,671	-,105	-2,534**
	Kârlılık	842,039	181,663	,192	4,635**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	45,460	181,018	,010	,251

a. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 2865,417 + (-460,430 \times 30,276) + (842,039 \times 19,392) + (45,460 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = 5936,931$$

Tüm sektörler itibariyle tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak personel sayısı 5936,931 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Firma büyüklüğü ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-460,430) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin istatistiksel açıdan $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-2,534| > t_{tab} = 1,645$).

- Firma büyüklüğü ile kârlılık arasında pozitif (842,039) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin istatistiksel açıdan $p < 0,05$ düzeyinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 4,635 > t_{tab} = 1,645$).

- Firma büyüklüğü ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif (45,460) bir ilişki vardır. Fakat bu ilişkinin t testi ve $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan kabul edilmediği tespit edilmiştir ($t_{hes} = 0,251 < t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.1.4. Firma Büyüklüğü ve Sahiplik Yapısı

H₀₄: Firma büyüklüğü ile sahiplik yapısı (Halka açılma oranı ve I. Büyük ortak payı) arasında yüksek bir ilişki yoktur.

H₁₄: Firma büyüklüğü ile sahiplik yapısı (Halka açılma oranı ve I. Büyük ortak payı) arasında yüksek bir ilişki vardır.

Tablo 19: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sahiplik Yapısına İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,182 ^a	,033	,030	4300,78352

a. Belirleyiciler: I. Büyük Ortak Payı, Halka Açılma Oranı (%)

b. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

Bağımlı değişken olarak belirlenen personel sayısındaki değişimin yaklaşık %3,3'ü bağımsız değişken durumunda olan I.büyük ortak payı ve halka açılma oranındaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 20: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sahiplik Yapısına İlişkin Anova Testi

Model		Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F
1	Regresyon	349695764,819	2	174847882,410	9,453**
	Artık	10228696593,526	553	18496738,867	
	Toplam	10578392358,345	555		

a. Belirleyiciler: I. Büyük Ortak Payı, Halka Açılma Oranı (%)

b. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Tüm sektörler için F testine ($f_{hes} = 9,453 > f_{tab} = 3,00$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, firma büyüklüğü ile en az bir bağımsız değişken (Halka açılma oranı ve I. Büyük ortak payı) arasında yüksek bir ilişki vardır. O halde H_{04} red edilir.

Tablo 21: Tüm Sektörlere Yönelik F.B. ve Sahiplik Yapısına İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	3088,846	609,277		5,070**
	Halka Açılma Oranı	39,137	12,835	,128	3,049**
	I. Büyük Ortak Payı	-26,569	8,461	-,131	-3,140**

a. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 3088,846 + (39,137 \times 32,658) + (-26,569 \times 55,9)$$

$$\hat{Y}_i = 2881,78$$

Tüm sektörler itibariyle tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak firma büyüklüğü 2881,78 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Tüm sektörler itibariyle firma büyüklüğü ile halka açılma oranı arasında pozitif (39,137) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul

edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 3,049 > t_{tab} = 1,645$).

- Tüm sektörler itibarıyla firma büyüklüğü ile I. büyük ortak payı arasında negatif (-26,569) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-3,140| > t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.2. Enerji (Elektrik-Gaz-Su) Sektörüne Yönelik Çoklu Regresyon Analizi

4.8.4.2.1. Halka Açılma Oranı ve Sektör Özellikleri

H₀₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 22: Enerji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,785 ^a	,616	,596	3,23990

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen halka açılma oranındaki değişimin yaklaşık %62'si bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 23: Enerji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F	
1	Regresyon	978,071	3	326,024	31,059**
	Artık	608,825	58	10,497	
	Toplam	1586,896	61		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: Halka Açılma Oranı (%)

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Enerji sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 31,059 > f_{tab} = 2,76$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, halka açılma oranında en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliği sahiptir. O halde H_{01} red edilir.

Tablo 24: Enerji Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	20,607	,533		38,635**
	Likidite ve Finansal Yapı	2,001	,702	,402	2,848**
	Kârlılık	-1,457	,449	-,354	-3,244**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	,763	,855	,144	,893

a. Bağımlı Değişken: Halka Açılma Oranı (%)

b. *, % 1 düzeyinde, **, % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 20,607 + (2,001 \times 30,276) + (-1,457 \times 19,392) + (,763 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = 64,393$$

Enerji sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak halka açılma oranı 64,4 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Halka açılma oranı ile likidite ve finansal yapı arasında pozitif (2,001) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 2,848 > t_{tab} = 1,645$).

- Halka açılma oranı ile kârlılık arasında negatif (-1,457) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-3,244| > t_{tab} = 1,645$).

• Halka açılma oranı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif (0,763) bir ilişki vardır. Fakat bu ilişkinin t testi ve $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan kabul edilmediği tespit edilmiştir ($t_{hes} = 0,893 < t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.2.2. I. Büyük Ortak Payı ve Sektör Özellikleri

H₀₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 25: Enerji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,878 ^a	,771	,759	15,10207

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen I. büyük ortak payındaki değişimin yaklaşık %77'si bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 26: Enerji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F
1				
Regresyon	44484,445	3	14828,148	65,015 ^{**}
Artık	13228,199	58	228,072	
Toplam	57712,644	61		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: I. Büyük Ortak Payı

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Enerji sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 65,015 > f_{tab} = 2,76$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, I. büyük ortak payında en az bir bağımsız değişken

(likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H_{02} red edilir.

Tablo 27: Enerji Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	53,969	2,486		21,707**
	Likidite ve Finansal Yapı	-17,374	3,274	-,579	-5,306**
	Kârlılık	8,502	2,093	,342	4,063**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	-2,480	3,986	-,078	-,622

a. Bağımlı Değişken: I. Büyük Ortak Payı

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 53,969 + (-17,374 \times 30,276) + (8,502 \times 19,392) + (-2,480 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = -344,418$$

Enerji sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak I. büyük ortak payı -344,418 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- I. Büyük ortak payı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-17,374) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-5,306| > t_{tab} = 1,645$).

- I. Büyük ortak payı ile kârlılık arasında pozitif (8,502) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 4,063 > t_{tab} = 1,645$).

- I. Büyük ortak payı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında negatif (-2,480) bir ilişki vardır. Fakat bu ilişkinin t testi ve $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan kabul edilmediği tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-0,622| < t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.2.3. Firma Büyüklüğü ve Sektör Özellikleri

H₀₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 28: Enerji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,873 ^a	,762	,750	31,55759

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen personel sayısındaki değişimin yaklaşık % 76'sı bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 29: Enerji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F	
1	Regresyon	185227,272	3	61742,424	61,998**
	Artık	57761,116	58	995,881	
	Toplam	242988,387	61		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Enerji sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 61,998 > f_{tab} = 2,76$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, firma büyüklüğünde en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H₀₃ red edilir.

Tablo 30: Enerji Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	213,371	5,195		41,071**
	Likidite ve Finansal Yapı	27,163	6,842	,441	3,970**
	Kârlılık	-19,248	4,373	-,378	-4,402**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	11,832	8,328	,181	1,421

a. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 213,371 + (27,163 \times 30,276) + (-19,248 \times 19,392) + (11,832 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = 840,182$$

Enerji sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak personel sayısı 840,182 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Firma büyüklüğü ile likidite ve finansal yapı arasında pozitif (27,163) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 3,970 > t_{tab} = 1,645$).

- Firma büyüklüğü ile kârlılık arasında negatif (-19,248) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-4,402| > t_{tab} = 1,645$).

- Firma büyüklüğü ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif (11,832) bir ilişki vardır. Fakat bu ilişkinin t testi ve $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan kabul edilmediği tespit edilmiştir ($t_{hes} = 1,421 < t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.3. İmalat Sanayi Sektörüne Yönelik Çoklu Regresyon Analizi

4.8.4.3.1. Halka Açılma Oranı ve Sektör Özellikleri

H₀₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 31: İmalat Sanayi S. Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,502 ^a	,252	,246	12,03877

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen halka açılma oranındaki değişimin yaklaşık %25'i bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 32: İmalat Sanayi S. Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F	
1	Regresyon	17975,621	3	5991,874	41,343**
	Artık	53334,989	368	144,932	
	Toplam	71310,610	371		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: Halka Açılma Oranı (%)

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. İmalat sanayi sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 41,343 > f_{tab} = 2,60$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, halka açılma oranında en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H_{01} red edilir.

Tablo 33: İmalat Sanayi S. Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	31,851	,693		45,930**
	Likidite ve Finansal Yapı	-,800	1,326	-,033	-,604
	Kârlılık	2,848	1,008	,156	2,826**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	6,003	,583	,467	10,292**

a. Bağımlı Değişken: Halka Açılma Oranı (%)

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 31,851 + (-,800 \times 30,276) + (2,848 \times 19,392) + (6,003 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = 153,006$$

İmalat sanayi sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak halka açılma oranı 153,006 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Halka açılma oranı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-0,800) bir ilişki vardır. Fakat bu ilişkinin t testi ve $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan kabul edilmediği tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-0,604| < t_{tab} = 1,645$).

- Halka açılma oranı ile kârlılık arasında pozitif (2,848) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 2,826 > t_{tab} = 1,645$).

- Halka açılma oranı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif (6,003) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 10,292 > t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.3.2. I. Büyük Ortak Payı ve Sektör Özellikleri

H₀₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 34: İmalat Sanayi S. Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,457 ^a	,209	,203	14,65707

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen I. büyük ortak payındaki değişimin yaklaşık %21'i bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 35: İmalat Sanayi S. Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F
1	20918,356	3	6972,785	32,457 ^{**}
	79057,368	368	214,830	
	99975,724	371		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: I. Büyük Ortak Payı

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. İmalat sanayi sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 32,457 > f_{tab} = 2,60$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, I. büyük ortak payında en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H₀₂ red edilir.

Tablo 36: İmalat Sanayi S. Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	58,868	,844		69,725**
	Likidite ve Finansal Yapı	10,095	1,614	,353	6,254**
	Kârlılık	-7,157	1,227	-,331	-5,832**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	-4,694	,710	-,308	-6,610**

a. Bağımlı Değişken: I. Büyük Ortak Payı

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 58,868 + (10,095 \times 30,276) + (-7,157 \times 19,392) + (-4,694 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = 155,226$$

İmalat sanayi sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak I. büyük ortak payı 155,226 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- I. Büyük ortak payı ile likidite ve finansal yapı arasında pozitif (10,095) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği, bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 6,254 > t_{tab} = 1,645$).

- I. Büyük ortak payı ile kârlılık arasında negatif (-7,157) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-5,832| > t_{tab} = 1,645$).

- I. Büyük ortak payı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında negatif (-4,694) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-6,610| > t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.3.3. Firma Büyüklüğü ve Sektör Özellikleri

H₀₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 37: İmalat Sanayi S. Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,317 ^a	,100	,093	4626,47387

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen personel sayısındaki değişimin yaklaşık %10'u bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 38: İmalat Sanayi S. Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F
1	874203433,574	3	291401144,525	13,614**
Artık	7833959332,437	366	21404260,471	
Total	8708162766,011	369		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. İmalat sanayi sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 13,614 > f_{tab} = 2,60$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, firma büyüklüğünde en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H₀₃ red edilir.

Tablo 39: İmalat Sanayi S. Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	3706,590	266,731		13,896**
	Likidite ve Finansal Yapı	-1720,204	513,285	-,201	-3,351**
	Kârlılık	2395,560	388,931	,371	6,159**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	-520,355	224,253	-,116	-2,320**

a. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 3706,590 + (-1720,204 \times 30,276) + (2395,560 \times 19,392) + (-520,355 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = -9733,778$$

İmalat sanayi sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak personel sayısı -9733,778 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Firma büyüklüğü ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-1720,204) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-3,351| > t_{tab} = 1,645$).

- Firma büyüklüğü ile kârlılık arasında pozitif (2395,560) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 6,159 > t_{tab} = 1,645$).

- Firma büyüklüğü ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında negatif (-520,355) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-2,320| > t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.4. Teknoloji Sektörüne Yönelik Çoklu Regresyon Analizi

4.8.4.4.1. Halka Açılma Oranı ve Sektör Özellikleri

H₀₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₁: Halka açılma oranında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 40: Tekn. Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,366 ^a	,134	,112	13,98089

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen halka açılma oranındaki değişimin yaklaşık %13'ü bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 41: Tekn. Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model		Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F
1	Regresyon	3626,680	3	1208,893	6,185**
	Artık	23455,840	120	195,465	
	Toplam	27082,520	123		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: Halka Açılma Oranı (%)

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Teknoloji sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 6,185 > f_{tab} = 2,68$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, halka açılma oranında en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H_{01} red edilir.

Tablo 42: Tekn. Sektörüne Yönelik HAO ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	25,227	1,429		17,654**
	Likidite ve Finansal Yapı	-2,137	,798	-,237	-2,678**
	Kârlılık	-2,996	,989	-,259	-3,028**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	2,549	2,033	,110	1,254

a. Bağımlı Değişken: Halka Açılma Oranı (%)

b. *, % 1 düzeyinde, **, % 5 düzeyinde, ***, % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 25,227 + (-2,137 \times 30,276) + (-2,996 \times 19,392) + (2,549 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = -59,293$$

Teknoloji sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak halka açılma oranı -59,293 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Halka açılma oranı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-2,137) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-2,678| > t_{tab} = 1,645$).

- Halka açılma oranı ile kârlılık arasında negatif (-2,996) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-3,028| > t_{tab} = 1,645$).

- Halka açılma oranı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif (2,549) bir ilişki vardır. Fakat bu ilişkinin t testi ve $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan kabul edilmediği tespit edilmiştir ($t_{hes} = 1,254 < t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.4.2. I. Büyük Ortak Payı ve Sektör Özellikleri

H₀₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₂: I. Büyük ortak payında likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 43: Tekn. Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,503 ^a	,253	,235	22,15260

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen I. büyük ortak payındaki değişimin yaklaşık %25'i bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 44: Tekn. Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F	
1	Regresyon	19985,057	3	6661,686	13,575**
	Artık	58888,518	120	490,738	
	Toplam	78873,575	123		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: I. Büyük Ortak Payı

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Teknoloji sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 13,575 > f_{tab} = 2,68$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, I. büyük ortak payında en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde H₀₂ red edilir.

Tablo 45: Tekn. Sektörüne Yönelik I. BOP ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model		Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
		B	Standart Hata	Beta	
1	(Sabit)	42,182	2,264		18,629**
	Likidite ve Finansal Yapı	-6,287	1,264	-,408	-4,974**
	Kârlılık	-4,781	1,567	-,242	-3,050**
	B.K.M. ve Faaliyet Performansı	5,648	3,221	,143	1,754

a. Bağımlı Değişken: I. Büyük Ortak Payı

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 42,182 + (-6,287 \times 30,276) + (-4,781 \times 19,392) + (5,648 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = -156,06$$

Teknoloji sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak I. büyük ortak payı -156,06 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- I. Büyük ortak payı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-6,287) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-4,974| > t_{tab} = 1,645$).

- I. Büyük ortak payı ile kârlılık arasında negatif (-4,781) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-3,050| > t_{tab} = 1,645$).

- I. Büyük ortak ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif (5,648) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği, ancak bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olmadığı tespit edilmiştir ($t_{hes} = 1,754 > t_{tab} = 1,645$).

4.8.4.4.3. Firma Büyüklüğü ve Sektör Özellikleri

H₀₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahip değildir.

H₁₃: Firma büyüklüğünde likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı belirleyici özelliğe sahiptir.

Tablo 46: Tekn. Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Model Özeti

Model	R	R ²	Düzeltilmiş R ²	Tahmini Standart Hata
1	,312 ^a	,097	,075	310,49161

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

Bağımlı değişken olarak belirlenen personel sayısındaki değişimin yaklaşık %9,7'si bağımsız değişken durumunda indirgenmiş 3 faktör (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) grubundaki değişim tarafından açıklanmaktadır.

Tablo 47: Tekn. Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Anova Testi

Model	Kareler Toplamı	Serbestlik Derecesi	Ortalama Kare	F	
1	Regresyon	1248754,222	3	416251,407	4,318**
	Artık	11568604,713	120	96405,039	
	Toplam	12817358,935	123		

a. Belirleyiciler: Likidite ve Finansal Yapı, Kârlılık, B.K.M. ve Faaliyet Performansı

b. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

c. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Anova tablosunun anlamlılık sütunundaki değer ise söz konusu değişkenler arasındaki ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Teknoloji sektörüne yönelik F testine ($f_{hes} = 4,318 > f_{tab} = 2,68$) bağlı olarak analizden çıkarılan sonuç, firma büyüklüğünde en az bir bağımsız değişken (likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) belirleyici özelliğe sahiptir. O halde **H₀₃** red edilir.

Tablo 48: Tekn. Sektörüne Yönelik F.B. ve Sektör Özelliklerine İlişkin Katsayılar

Model	Standardize Edilmemiş Katsayılar		Standardize Katsayılar	T
	B	Standart Hata	Beta	
(Sabit)	376,355	31,736		11,859**
Likidite ve Finansal Yapı	-32,064	17,718	-,163	-1,810
Kârlılık	63,709	21,969	,253	2,900**
B.K.M. ve Faaliyet Performansı	-4,622	45,142	-,009	-,102

a. Bağımlı Değişken: Personel Sayısı

b. *; % 1 düzeyinde, **; % 5 düzeyinde, *** ise % 10 düzeyinde anlamlılığı ifade etmektedir.

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_{1i} + \hat{\beta}_2 X_{2i} + \hat{\beta}_3 X_{3i}$$

$$\hat{Y}_i = 376,355 + (-32,064 \times 30,276) + (63,709 \times 19,392) + (-4,622 \times 15,017)$$

$$\hat{Y}_i = 571,622$$

Teknoloji sektöründe tahmini çoklu regresyon modelinde bağımlı değişken olarak personel sayısı 571,622 çıkmıştır. Bağımsız değişkenlerdeki 1 br'lik artış ile modelin sonucunu etkileyen çoklu regresyon katsayılarına göre durum şöyledir:

- Firma büyüklüğü ile likidite ve finansal yapı arasında negatif (-32,064) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği, ancak bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olmadığı tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-1,810| > t_{tab} = 1,645$).

- Firma büyüklüğü ile kârlılık arasında pozitif (63,709) bir ilişki vardır. T testinde değişkenler arasında ilişkinin kabul edildiği ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir ($t_{hes} = 2,900 > t_{tab} = 1,645$).

- Firma büyüklüğü ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında negatif (-4,622) bir ilişki vardır. Fakat t testi ve $p < 0,05$ düzeyinde bu ilişkinin istatistiksel açıdan kabul edilmediği tespit edilmiştir ($t_{hes} = |-0,102| < t_{tab} = 1,645$).

SONUÇ

Araştırma, 2003-2010 yılları arasında İMKB’de işlem gören firmalar üzerinde firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki bir etki olup olmadığını incelemek ve sektörel farklılıkları değerlendirmek amacıyla yapılmıştır. Nitekim hipotezleri test etmek için firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı bağımlı değişken, firma performansı ise bağımsız değişken olarak belirlenmiştir. Bu bakımdan firma büyüklüğünü belirlemede personel sayısı, sahiplik yapısını belirlemede ise halka açılma oranı ve I. büyük ortak kullanılmıştır. Firma performansını belirlemede ise finansal oranlardan yararlanılmıştır.

Araştırmada betimsel istatistik, faktör analizi, tek yönlü varyans analizi ve çoklu regresyon analizi olmak üzere dört farklı analiz yöntemi uygulanmıştır.

Betimsel istatistik analizi sonuçlarına göre; ortalama halka açılma oranı tüm sektörler itibariyle 29,83, I. büyük ortak oranı 52,38, personel sayısı 2.866, öz sermaye oranı 0,52 bulunmuştur. Buna göre genel itibariyle analiz büyük ölçekli sermaye yoğun firmalara uygulanmıştır. I. büyük ortak payı fazla, halka açılma oranı düşük olduğundan firma sahipliğinin kontrol üzerinde hâkimiyeti oldukça fazladır. Buna bağlı olarak, dağınık sahiplik yapısı düşük ve küçük pay sahiplerinin yönetimde söz sahibi olanağı kısıtlıdır.

Böylece vekâlet maliyetlerinin düşük olduğu ve kurumsal yönetim uygulamalarının zayıf olduğu sonucu çıkarılabilir. Bu durumda kurumsal yönetim, zayıf korumaya karşı mülkiyet yoğunlaşmasına gitmiştir. Nitekim İMKB’de işlem gören Türk firmalarında da mülkiyet yoğunluğu etkin bir şekilde görülmektedir. Bu haliyle örnekleme yer alan firmalar ve daha geniş bir ifadeyle Türkiye, kurumsal yönetim sistemlerinden Kıta Avrupa Sistemi’ne benzemektedir.

Serpilme grafiğinde belirlenen trend eğrisi baz alınarak, örnekleme alınan firmalara ilişkin halka açılma oranı, I. büyük ortak payı, borç oranı, öz sermaye oranı beklenen değer ile gözlenen değer arasında istatistiksel olarak trend doğrusu üzerinde doğrusal bir dağılım yapısı izlediği gözlemlenmektedir.

Örnekleme alınan firmalara ilişkin halka açılma oranı, trend eğrisi üzerinde beklenen değeri ile gözlenen değeri arasında, çok uç değerlerde olan firmaların nadir olduğu ve bu oranın yaklaşık olarak %20-%50 arasında yoğunlaştığı görülmüştür. I. Büyük ortağın payı, yaklaşık olarak %40 üzerinde yoğunlaştığı gözlenmiştir. Borç oranı, %10'dan %100'e kadar genel doğru üzerinde ilerlediği ve istisnai durumlarda da düşük borçlanma düzeyinin gerçekleştiği tespit edilmiştir. Öz sermaye oranı da, yaklaşık olarak %10-%90 arasında yoğunlaştığı, bazı durumlarda genel doğrunun üzerine çıktığı ve öz sermaye yoğun firmalar olduğu gözlenmiştir. Net kâr marjı ise, trend eğrisi üzerinde kesişen noktalar hariç olmak üzere doğrusal ama dağınık bir dağılım izlediği tespit edilmiştir. Bu oran, yaklaşık olarak -0,7-0,8 arasında yoğunlaşmıştır.

Firma performansına etki eden değişkenlerin belirlenmesi için, faktör analiziyle sonuçlara etki etmeyecek anlamsız değişkenlerin atılması, kalan grupları aralarındaki ilişkiye göre gruplandırılması ve bağımsız değişkenlerin sayısının azaltılarak analize uygun hale getirilmesi sağlanmıştır. Bu yönden firma performansını belirlemede likidite ve finansal yapı, kârlılık ve brüt kâr marjı ve faaliyet performansı olarak indirgenmiş üç faktör grubu kullanılmıştır.

Araştırmanın temel amacını oluşturan sektörel farkları ve indirgenmiş faktör grupları arasındaki farklılıkları değerlendirmek için tek yönlü varyans analizi (one-way anova); analizin güvenilirliğini test etmek içinse F testi kullanılmıştır.

Tek yönlü varyans analiziyle; likidite ve finansal yapı, kârlılık, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı oranları açısından her üç sektörde de F testine göre, istatistiksel olarak birbirinden anlamlı düzeyde farklılık olduğu belirlenmiştir.

İndirgenmiş gruplar arasındaki fark ortalamaya göre değerlendirildiğinde; genel itibariyle yaklaşık olarak likidite ve finansal yapı daha iyi durumda, brüt kâr marjı ve faaliyet performansı en düşük düzeydedir (B.K.M. ve Faal.= -0,39 < Kârlılık= 0,06 < Lik. ve Fin.= 0,45).

Sektörel farklılığı sektörün yapısını belirleyen toplam finansal performans açısından değerlendirildiğinde; sektörler itibariyle enerji sektöründe yüksek, imalat

sanayinde orta, teknoloji sektöründe ise en düşük düzeydedir (Teknoloji= $-0,29 <$ İmalat= $0,04 <$ Enerji= $0,36$).

Nitekim sektörlerin karşılaştırılmasında, sektörel özelliklerde hangi unsurun daha etkili olduğunu veya hangi sektörün daha iyi olduğunu belirlemek için toplam finansal performans ölçütü bağımsız değişkenlerine göre incelenmiştir.

İmalat sanayi finansal yapı ve likidite açısından oldukça sıkıntıda olduğu, teknoloji sektöründe sermaye yapısının ve borçlarını ödeyebilme gücünün oldukça yüksek olduğu, enerji sektörünün ise diğer iki sektöre kıyasla orta seviyelerde olduğu sonucu çıkarılabilir (İmalat= $-%18 <$ Enerji= $%18 <$ Teknoloji= $%44$).

Finansal yapı ve likidite oranlarının aksine kârlılık oranları teknoloji sektöründe en düşük seviyede, enerji sektöründe sektörler arasında en yüksek seviyede imalat sanayi sektörü ise diğer iki sektöre kıyasla orta seviyelerde olduğu gözlenmiştir. Burada enerji sektörünün giderleri düşük, getirisi fazla, kârlarda da artan oranda büyüme söz konusudur. (Teknoloji= $-%50 <$ İmalat= $%09 <$ Enerji= $%47$)

Enerji ve teknoloji sektöründe brüt kâr üzerinden hesaplanan kâr marjı ile satışların aktifi, öz sermayeyi ve alacakları karşılama düzeyi düşüken imalat sanayinde bu oran diğer sektörlerle kıyasla oldukça yüksektir. (Enerji= $-%29 <$ Teknoloji= $-%23 <$ İmalat= $%13$)

Firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı sektörel farklılıklara göre değerlendirildiğinde; halka açılma oranı enerji sektöründe düşük, imalat sanayi sektöründe yüksek, teknoloji sektöründe ise orta seviyelerdedir (Enerji= $20,07 <$ Teknoloji= $25,17 <$ İmalat= 33). I. büyük ortak payı; teknoloji sektöründe düşük, imalat sanayi sektöründe yüksek, enerji sektöründe ise orta seviyelerdedir (Teknoloji= $40,44 <$ Enerji= $55,51 <$ İmalat= $55,84$). Personel sayısı ise halka açılma oranıyla eş değer seyir izlemektedir (Enerji= $205 <$ Teknoloji= $331 <$ İmalat= 4162). Buna göre, diğer sektörlerle kıyasla imalat sanayinde halka açılma oranı yüksek olmasına rağmen hâkim hissedarın payı da fazla ve denetim ve azınlık hissedarın yönetimde söz sahibi olma olanağı kısıtlıdır. Halka açılma oranı ile personel

sayısının paralellik göstermesi ile aralarında pozitif yönde bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

İndirgenmiş faktör gruplarının firma büyüklüğü ve sahiplik yapısına etkilerini incelemek için sektörel ayırım yapmadan tüm sektörlerle yönelik ve sektörel ayırım gözeterek her bir sektör için ayrı ayrı çoklu regresyon analizi uygulanmıştır. Analizde bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasında ilişkiyi ve düzeyi belirlemek için determinasyon katsayısı (R^2), analizin güvenilirliğini ve belirlenen hipotezleri test etmek içinse F ve istatistiksel anlamlılık değerleri kullanılmıştır.

Çoklu regresyon analizinde bağımsız değişkenlerin (likidite ve finansal yapı, kârlılık ve brüt kâr marjı ve faaliyet performansı) her bir bağımlı değişken (halka açılma oranı, I. büyük ortak, personel sayısı) üzerinde yarattığı etkiyi belirlemek için regresyon katsayıları kullanılmış ve tahmini çoklu regresyon hesaplanılmıştır. Yine analizde bağımsız değişkenlerin güvenilirliğini test etmek için T ve istatistiksel anlamlılık değerleri kullanılmıştır.

Çoklu regresyon analizinde sektörel ayırım yapılarak ve sektörel ayırım yapılmadan tüm firmalar dâhil edildiğinde, yapılan F testiyle firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı ile en az bir faktör grubu arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Tüm sektörler itibariyle halka açılma oranı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif ($\beta_1 = -1,537$; $t_{hes} = |-2,869| > t_{tab} = 1,645$); brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif ($\beta_3 = 6,346$; $t = 11,844 > t = 1,645$) bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu belirlenmiştir. Halka açılma oranı ile kârlılık arasında pozitif ($\beta_2 = 0,088$; $t_{hes} = 0,164 < t_{tab} = 1,645$) ilişkinin varlığı ise $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Tüm sektörler itibariyle I. büyük ortak payı ile kârlılık arasında pozitif ($\beta_2 = 1,828$; $t_{hes} = 2,189 > t_{tab} = 1,645$); likidite ve finansal yapı ($\beta_1 = -7,283$; $t_{hes} = |-8,719| > t_{tab} = 1,645$) ve brüt kâr marjı ve faaliyet performansı ($\beta_3 = 1,828$; $t_{hes} = |-5,692| > t_{tab} = 1,645$) arasında negatif bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Tüm sektörler itibariyle firma büyüklüğü ile likidite ve finansal yapı arasında negatif ($\beta_1 = -460,430$; $t_{hes} = |-2,534| > t_{tab} = 1,645$); kârlılık arasında pozitif ($\beta_2 = 842,039$; $t_{hes} = 4,635 > t_{tab} = 1,645$) bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmüştür. Firma büyüklüğü ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif ($\beta_3 = 45,460$; $t_{hes} = 0,251 < t_{tab} = 1,645$) bir ilişkinin varlığı ise $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Tüm sektörler itibariyle firma büyüklüğü ile halka açılma oranı arasında pozitif ($\beta_1 = 39,137$; $t_{hes} = 3,049 > t_{tab} = 1,645$); I. büyük ortak payı ile arasında negatif ($\beta_2 = -26,569$; $t_{hes} = |-3,140| > t_{tab} = 1,645$) bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Enerji sektöründe halka açılma oranı ile likidite ve finansal yapı arasında pozitif ($\beta_1 = 2,001$; $t_{hes} = 2,848 > t_{tab} = 1,645$); kârlılık ile arasında negatif ($\beta_2 = -1,457$; $t_{hes} = |-3,244| > t_{tab} = 1,645$) bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu belirlenmiştir. Halka açılma oranı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif ($\beta_3 = 0,763$; $t_{hes} = 0,893 < t_{tab} = 1,645$) bir ilişkinin varlığı ise $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Enerji sektöründe I. büyük ortak payı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif ($\beta_1 = -17,374$; $t_{hes} = |-5,306| > t_{tab} = 1,645$); kârlılık ile arasında pozitif ($\beta_2 = 8,502$; $t_{hes} = 4,063 > t_{tab} = 1,645$) bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmüştür. I. Büyük ortak payı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında negatif ($\beta_3 = -2,480$; $t_{hes} = |-0,622| < t_{tab} = 1,645$) bir ilişkinin varlığı ise $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Enerji sektöründe firma büyüklüğü ile likidite ve finansal yapı arasında pozitif ($\beta_1 = 27,163$; $t_{hes} = 3,970 > t_{tab} = 1,645$); kârlılık ile arasında negatif ($\beta_2 = -19,248$; $t_{hes} = |-4,402| > t_{tab} = 1,645$) bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Firma büyüklüğü ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif ($\beta_3 = 11,832$; $t_{hes} = 1,421 < t_{tab} = 1,645$) bir ilişkinin varlığı ise $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

İmalat sanayi sektöründe halka açılma oranı ile likidite ve finansal yapı arasında negatif ($\beta_1 = -0,800$; $t_{hes} = |-0,604| < t_{tab} = 1,645$) bir ilişki vardır fakat bu ilişki $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır. Halka açılma oranı ile kârlılık ($\beta_2 = 2,848$; $t_{hes} = 2,826 > t_{tab} = 1,645$) ve brüt kâr marjı ve faaliyet performansı ($\beta_3 = 6,003$; $t_{hes} = 10,292 > t_{tab} = 1,645$) arasında pozitif bir ilişkinin varlığı ise $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu belirlenmiştir.

İmalat sanayi sektöründe I. büyük ortak payı ile likidite ve finansal yapı arasında pozitif ($\beta_1 = 10,095$; $t_{hes} = 6,254 > t_{tab} = 1,645$); kârlılık ($\beta_2 = -7,157$; $t_{hes} = |-5,832| > t_{tab} = 1,645$) ve brüt kâr marjı ve faaliyet performansı ($\beta_3 = -4,694$; $t_{hes} = |-6,610| > t_{tab} = 1,645$) arasında negatif bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

İmalat sanayi sektöründe firma büyüklüğü ile kârlılık arasında pozitif ($\beta_2 = 2395,560$; $t_{hes} = 6,159 > t_{tab} = 1,645$); likidite ve finansal yapı ($\beta_1 = -1720,204$; $t_{hes} = |-3,351| > t_{tab} = 1,645$) ve brüt kâr marjı ve faaliyet performansı ($\beta_3 = -520,355$; $t_{hes} = |-2,320| > t_{tab} = 1,645$) arasında negatif bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmüştür.

Teknoloji sektöründe halka açılma oranı ile likidite ve finansal yapı ($\beta_1 = -2,137$; $t = |-2,678| > t_{tab} = 1,645$) ve kârlılık ($\beta_2 = -2,996$; $t = |-3,028| > t_{tab} = 1,645$) arasında negatif bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu belirlenmiştir. Halka açılma oranı ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif ($\beta_3 = 2,549$; $t = 1,254 < t_{tab} = 1,645$) bir ilişkinin varlığı ise $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Teknoloji sektöründe I. büyük ortak payı ile likidite ve finansal yapı ($\beta_1 = -6,287$; $t_{hes} = |-4,974| > t_{tab} = 1,645$) ve kârlılık ($\beta_2 = -4,781$; $t_{hes} = |-3,050| > t_{tab} = 1,645$) arasında negatif bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu görülmüştür. I. Büyük ortak ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında pozitif ($\beta_3 = 5,648$; $t_{hes} = 1,754 > t_{tab} = 1,645$) bir ilişkinin var olduğu fakat bu ilişkinin $p < 0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Teknoloji sektöründe firma büyüklüğü ile kârlılık arasında pozitif ($\beta_2=63,709$; $t_{hes}=2,900 > t_{tab}=1,645$) bir ilişki vardır ve bu ilişkinin $p<0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Firma büyüklüğü ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında negatif ($\beta_3=-4,622$; $t_{hes}=|-0,102| < t_{tab}=1,645$) bir ilişkinin varlığı ise $p<0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır. Firma büyüklüğü ile likidite ve finansal yapı arasında negatif ($\beta_1=-32,064$; $t_{hes}=|-1,810| > t_{tab}=1,645$) bir ilişkinin var olduğu fakat bu ilişkinin $p<0,05$ düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır.

Özetle analizde, tüm sektörler itibariyle mülkiyet (sahiplik) yoğunlaşması arttığında likidite ve finansal yapı ve brüt kâr marjı ve faaliyet performansının düştüğü görülmüştür. Halka açılma oranı ve personel sayısı ile faaliyet performansının paralel olduğu belirlenmiştir. Hâkim hissedar oranı ile likidite ve finansal yapı arasında enerji ve teknoloji sektöründe negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Hâkim hissedar oranı ile kârlılık arasında imalat sanayi ve teknoloji sektöründe negatif bir ilişki vardır. İmalat sanayi sektöründe ise hâkim hissedar ile brüt kâr marjı ve faaliyet performansı arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Araştırma bu yönleriyle; Berle ve Means (1932), Gürsoy ve Aydoğan (1998), Yurtoğlu (2000)'nun çalışmalarını doğrular niteliktedir.

KAYNAKÇA

- Abdellatif, A. M. (2003, Mayıs). **Good Governance and Its Relationship to Democracy & Ekonomik Kalkınma Economic Development**, Korea: UNDP. (Erişim) <http://www.undp-pogar.org/publications/governance/aa/goodgov.pdf> (10.12.2010)
- Ağdelen, Z., ve Erkut, H. (2008). “Firma Kurumsal ve Yönetimsel Özelliklerinin İnsan Kaynakları Yönetimi Üzerindeki Etkisinin Analizi”, **Girne Amerikan University J. Soc. & Appl. Sci.**, Cilt: 3, Sayı: 6, s.37-55.
- Akcagündüz, E. (2010, Nisan 15-16). “Küresel Krizlerde Yönetişim Kavramının Önemi”, Küresel Krizler ve Ekonomik Yönetişim, Malatya: **Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi-I**, s.321-336.
- Akgüç, Ö. (1998) **Finansal Yönetim**, 7. Baskı. İstanbul: Avcıol Yayınevi.
- Akın, A. (2004, Ocak-Haziran). “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post-Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 22, s.127-148.
- Aktan, C. C., ve Börü, D. (2007). “Kurumsal Sosyal Sorumluluk”, **Kurumsal Sosyal Sorumluluk: İşletmeler ve Sosyal Sorumluluk**, Ed: C. Can Aktan, İstanbul: İgiad Yayınları.
- Aktan, C. C. (2006). “Kurumsal Yönetim”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. C. Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196.
- Aktan, C. C. (t.y.). **Geleneksel Devlet Felsefesine Karşı Yeni Devlet Felsefesi**. (Erişim)www.canaktan.org/yeni-trendler/devlet-felsefe/geleneksel-yeni.htm (27.01.2011)

- Aktan, C. C., ve Börü, D. (t.y.). **Önemli Bir Tanımlama Ögesi: Paydaşlar**. (Erişim) www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-sosyalsorum/kurumsal-sosyal/paydaslar.htm (20.11.2010)
- Amanet, H. (2010, Ocak 5). **Yeni Türk Ticaret Kanununun Getirdiği Yenilikler**. (Erişim) suadiyedenetim.com.tr/mesleki_makaleler/huseyin-amanet-1.pdf (13.01.2011)
- Argüden, Y. (2007, Kasım 02). “Kurumsal Yönetişim”, **Dünya Gazetesi**. (Erişim) www.arguden.net/makale.aspx?id=280 (24.12.2010)
- Arıkboğa, Ş., ve Menteş, A. (2009). “Türkiye’de Kurumsal Yönetişim İklimi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Cilt: 59, Sayı: 2, s.85-120.
- Ata, A., ve Ağ, Y. (2010). “Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisinin Analizi”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi**, Sayı: 11, s.45-60.
- Ataman, G. (2009). **İşletme Yönetimi**, İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aydın, S. Z. (2005). **Tedarik Zinciri Yönetiminde Stratejik İttifak Olarak Üçüncü Parti Lojistik**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Aysan, M. A. (2007). **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) ve Risk**, İstanbul: Elif Ofset Matbaacılık.
- Babuşcu, Ş. ve Hazar, A. (2007). **Kurumsal Yönetim**, İstanbul: Akademi Consulting & Training, SPK Lisanslama Serisi: 52.
- Baraz, B. (2004, Kasım 25-26). “Yönetim Kurullarının Kurumsal Yönetişim açısından Kritik Önemi: Eskişehir’ de Bir Araştırma”, Eskişehir: **3. Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi**, Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, s.763-771.

- Baştürk, F. H. (2004). **F/K Oranı ve Firma Büyüklüğü Anomalilerinin Bir Arada Ele Alınarak Portföy Oluşturulması ve Bir Uygulama Örneği**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 1564.
- Bayrakdaroğlu, A. (2010). “Mülkiyet Performansı ve Finansal Performans: İMKB Örneği”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, s.11-20.
- Berk, N. (2002). **Finansal Yönetim**, 6. Baskı. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Biçkici, B. (2007). **Çok Değişkenli Varyans Analizi ve Çoklu Doğrusal Regresyon Analizinin Uygulamalı Olarak Karşılaştırılması**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erzurum: Atatürk Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü.
- Bulut, H. İ., Çankaya, F., ve Er, B. (2009). “Yönetici-Sahiplik Düzeyinin Halka Arz Sonrası Faaliyet Performansı ve Düşük Fiyatlandırma Üzerine Etkisi: İMKB Örneği”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 11, Sayı:1, s.101-120.
- Büyüköztürk, Ş. (2002). “Faktör Analizi: Temel Kavramlar ve Ölçek Geliştirmede Kullanımı”, **Kuram ve Uygulamada Eğitim Yönetimi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı:32, s.470-483.
- Can, H. (1999). **Organizasyon ve Yönetim**, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Can, H., Tuncer, D., ve Ayhan, D. Y. (1995). **Genel İşletmecilik Bilgileri**, 8. Baskı, Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Cansızlar, D. (2006). “Kurumsal Yönetim ve Önemi”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. C. Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196.
- Ceylan, A. (2003). **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 8. Baskı, Bursa: Ekin Kitabevi.
- Çelik, O. (2005, Ocak-Mart). “Avrupa Birliği’nde Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve Muhasebe Uygulamalarının Uyumlaştırılması Süreci:

Türkiye'nin Uyumlaştırma Sürecindeki Konumu”, **Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 60, Sayı: 1, s.89-119.

Çetin, A. C. (2007). “Şirket Derecelendirilmesinde Faktör Analizi Kullanımı ve Sektörlere Yönelik Bir Uygulama”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 12, Sayı: 3, s.53-74.

Çolpan, A. M. (2006). “Kapitalizmin Evrimi ve Kurumsal Yönetim Teorileri”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. C. Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196.

Dağlı, H. (1999). **Finansal Yönetim**, Trabzon: Derya Kitabevi.

Darman, G. M. (2008). **Küresel Ekonomilerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Türkiye**, Ankara: ICC Milletlerarası Ticaret Odası.

Darman, G. M. (t.y.). **Aile Şirketlerinde Kurumsallaşma Sürecinden Kurumsal Yönetime Doğru**, Kütahya Ticaret ve Sanayi Odası. (Erişim) <http://www.kutso.org.tr/Dosyalar/aile-sirketlerinde-kurumsallasma.pdf> (26.01.2011).

Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (2008, Mart). “Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında ana sözleşmenin ve yan düzenlemelerin İşlevleri”, **Kurumsal Yönetim Serisi**, No: 6.

Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (2007, Haziran). “Aile Şirketleri İçin Adım Adım Kurumsal Yönetim”, **Kurumsal Yönetim Serisi**. No: 4.

Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (2007, Mart). “Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları”, **Kurumsal Yönetim Serisi**, No: 2.

Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (2006, Aralık). “Nedir Bu Kurumsal Yönetim?”, **Kurumsal Yönetim Serisi**, No: 1.

- Deloitte ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (2006, Temmuz 4). “Türk Ticaret Kanunu Tasarısı Anonim Ortaklıklar Alanında Getirdiği Yenilikler”, **CEO Serisi**, İstanbul. (Erişim) www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Anonim%20Ortaklıklar%20Alanında%20Getirdiği%20Yenilikler.pdf (13.01.2011)
- Demir, H. (t.y.). **Küreselleşme Sürecinde Şirketlerde Birleşme ve Tür Değişirme** (Erişim) www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/kureselhtm.doc (15.01.2010).
- Demir, O., Üzümcü, A., ve Duran, S. (2006). “İçsel Büyümede İçselleşme Süreçleri: Türkiye Örneği”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 21, Sayı: 1, s.27-46.
- Demirgil, H. (2008). **Firmaların Hayatta Kalma ve Büyüme Performanslarını Belirleyen Faktörler: Göller Bölgesi Üzerine Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Demirtaş, G. (2009). **Yönetişimin Ekonomik Performans Üzerine Etkisi: Panel Veri Analizi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Afyonkarahisar: Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Devlet Planlama Teşkilatı (DPT). (2007, Ocak). **KOBİ Stratejisi ve Eylem Planı (2007-2009)**. (Erişim) www.dpt.gov.tr/DocObjects/Download/3077/2007.pdf (19.01.2011).
- Dinç, E. ve Abdioğlu H. (2009, Haziran). “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 12, Sayı: 21, s.157-184.
- Doğan, M. (2007). **Kurumsal Yönetim**, Ankara: Siyasal Kitabevi.

- Donaldson, G. (2003). “Yönetim Kurulları İçin Yeni Bir Araç: Stratejik Denetim”, **Harvard Business Review Dergisinden Seçmeler: Kurumsal Şirket Yönetimi**, Çev: A. Kardam, İstanbul: Mess Yayınları, Yayın No: 389.
- Drucker, P. F. (1996). **Yönetim Uygulaması**, Çev: E. S. Yarmalı, İstanbul: İnkılâp Kitabevi.
- Efil, İ. (2006). **İşletmelerde Yönetim ve Organizasyon**, 8. Baskı, Bursa: Alfa Aktüel Yayıncılık.
- Erdönmez, P. A. (2003, Aralık). “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, TC Maliye Bakanlığı Mali Suçları Araştırma Kurulu Türkiye Bankalar Birliği, **Bankacılar Dergisi**, No: 47, s.38-55.
- Eren, E. (2003). **Yönetim ve Organizasyon: Çağdaş ve Küresel Yaklaşımlar**, 6. Baskı, İstanbul: Beta Yayınevi.
- Ersan, N. (1987) **Yönetim Süreçleri ve Teorileri**, Ankara: Semih Matbaacılık.
- Ersöz, H. Y. (2001, Eylül). “Özelleştirmede Çalışanların Mülkiyet Sahipliği: Kardemir Örneği”, **Çimento İşveren Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 5, s.13-26.
- Ertuğrul, M. (2009). “Asimetrik Bilginin Hissedar Değerine Etkisi”, **Kamunun Aydınlatılmasında Yatırımcı İlişkileri**, Ed: N. Aydın, Anadolu Üniversitesi Yayınları.
- Ertuna, B., ve Tükel, A. (1997). “Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 40, s.7-37.
- Ertuna, Ö. (2010, Şubat 25). “Yeni Kapitalizm Arayışları”, **Okan Üniversitesi Finans Riskleri Araştırma ve Uygulama Merkezi**. (Erişim) okfram.okan.edu.tr/OKFRAM/YAZARLAR/Entries/2010/2/25_Yeni_Kapitalizm_Arayislar.html (15.12.2010)

- Eryılmaz, A. (t.y.). “J-SOX, Amerikalı SOX'un yerini alır mı?”, **Deloitte İç Denetim Makaleleri**, (Erişim)
www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/DeloitteMakaleleri/JSOX%202.pdf
 (30.12.2010)
- Fama, E. F., ve Jensen, M. C. (1983, June) “Agency Problems and Residual Claims”, **Journal of Law and Economics**, Vol.: 26, No: 2, p.327-349.
- Fama, E. F. (1980, Nisan). “Agency Problems and The Theory of The Firm”, **Journal of Political Economy**, Vol: 88, No: 2, p.288-307.
- Fettahoğlu, A., ve Okuyan, H. A. (2009, Haziran 17-19). “İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama”, Eskişehir: **Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi**. (Erişim)
http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Fettahoglu_Okuyan_econanadolu2009.pdf
 (22.01.2011).
- Genç, N. (2007). **Meslek Yüksekokulları için Yönetim ve Organizasyon**, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Gençtürk, M. (2003). “Finansal Kriz Dönemlerinde İşletmelerin Hisse Yoğunluklarının Performanslarına Etkileri”, **Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 2, s.231-251.
- Gönen, S., ve Uğurluel, G. (t.y.) **Türkiye’de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) Uygulamalarına Geçişte Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, (Erişim)
www.tmsk.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=82&Itemid=92
 (01.01.2011).
- Güçlü, H. (t.y.). **İngiltere’de Şirket Ele Geçirmeleri ve Birleşmeleri ile İlgili İlke Kararları**, (Erişim)
www.hakanguclu.com/calismalar/ingilterede_sirketEleGecirmeleri.pdf
 (28.12.2010)

- Gürbüz, A. O., ve Ergincan, Y. (2004). **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Gürsoy, C. T. (2007). **Finansal Yönetim ilkeleri**. İstanbul: Doğu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 1.
- Güvençer, Ü. C. (2008). **Vekâlet Teorisi: Firma Performansına Etkisi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bursa: Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Hatiboğlu, Z. (1999). **Özet Yönetim ve Organizasyon**, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları.
- Horasan, M. (2008). "Firma Büyüklüğünün Hisse Senedi Getirilerine Etkisi", **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 11, Sayı: 1, s.327-339.
- Işık, Y., ve Saygılı, Ş. (2006). "Kurumsal Şirket yönetimi-Performans İlişkisi ve Gelişme Perspektifi", **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB). (t.y). **Kurumsal Yönetim Endeksi**. (Erişim)www.imkb.gov.tr/Indexes/StockIndexesHome/CorporateGovernanceIndex.aspx (01.01.2011)
- İskenderoğlu, Ö. (2008). **İşletmelerin Büyümesinde Büyüklüğün Etkisi: Türkiye İçin Bir İnceleme**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana: Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İşeri, M. (2002, Kasım). "Anonim Şirketlerde Vekâlet Sorunu ve bu Sorunun Çözülmesinde Kullanılan Teknikler", **Journal of İstanbul Kültür University**, Cilt: 1, Sayı: 2, s.77-86.
- JCR Eurasia Rating. (t.y.). **Firma Kredi Derecelendirme Metodolojisi**. (Erişim) www.jcrer.com.tr/a-Kategori-78.html (30.01.2011).

- Jensen, M. C. ve Meckling, W. A. (1976, October). “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, **Harvard University The Journal of Financial Economics**, Vol.: 3, No: 4, p.305-360.
- Karabulut, A. T. (2008). “Aile İşletmelerinin Kurumsallaşmaya ve Yönetim Fonksiyonlarına Yönelik Yönetim Sorunları: İstanbul'da Tekstil Sektöründe Üretim Yapan Aile İşletmesi Kobiler Üzerinde Bir Araştırma”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, s.643-676.
- Karaevli, A. (2008). “Yönetici Yedekleme Planı Bir Örgütün Değişim Kapasitesini Nasıl Azaltabilir? Kuramsal Bir Model”, **Sabancı Üniversitesi Yönetim Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 5, Sayı: 2, s.145-167.
- Kaya, A. ve Altın, O. (2009). “Türkiye’de Ar-Ge Harcamaları Ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensel İlişkinin Analizi”, **Ege Akademik Bakış**, Cilt: 9, Sayı: 1, s.251-259.
- Kayacan, M. (2006, Nisan). **Küresel Mali Piyasalarda “Kurumsal Yönetim” Kavramının Gelişimi ve Ülkemize Yansımaları**. (Erişim) www.tavsanci.com/dokuman/kurumsalyonetim1.doc (29.12.2010)
- Kayacan, M. (2006). “Küresel Mali Piyasalarda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Ülkemize Yansımaları”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196.
- Kaymaz, Ö., Alp, A., ve Aktaş, R. (1997). “İyi Kurumsal Yönetim Yapıları ve Üç Temel Ayağı: İç Kontrol, Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 40, s.39-67.
- Kılıçkaplan, S., ve Baştürk, F. H. (2007, Mayıs 24-25). “Gibrat Yasası ve Firmalarda Büyüme”, Malatya: **İnönü Üniversitesi 8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi**. (Erişim) web.inonu.edu.tr/~eisemp8/bildiri-pdf/kilickaplan-basturk.pdf (14.01.2011).

Kıyılar, M., ve Belen, M. (2005, Nisan 20-24). "Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi", **İSMMMO 1. Uluslararası Muhasebe Denetimi ve VII. Türkiye Muhasebe Denetimi Sempozyumu**, Antalya. (Erişim)<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07sempozyum/10.murat%20kıyılar%20muhammed%20belen.doc> (25.12.2010)

Koçel, T. (2005). **İşletme Yöneticiliği: Yönetim ve Organizasyon, Organizasyonlarda Davranış, Klasik-Modern-Çağdaş ve Güncel Yaklaşımlar**, 10. Baskı. İstanbul: Arıkan Yayınları.

Koçel, T. (1993). **Büyüyen İşletmelerde Karşılaşılan Yönetim ve Organizasyon Sorunları**. İstanbul: İTO Yayınları, Yayın No: 32.

Koçer, B. (2006). **İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Araştırma**, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 201.

Koyuncuoğlu, Ş. (2010, Nisan). “Hissedarlar ile Paydaşlar Karşı Karşıya”, **The Economist**. (Erişim) www.iyisirket.com/Rapor/may2010.pdf (15.12.2010).

Kozlu, C. M. (1986). **Kurumsal Kültür**, İstanbul: Defne Yayıncılık.

Kula, V. (2006). **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, Ankara: Papatya Yayıncılık.

Kula, V. (2006). “Kurumsal Yönetim: Sorunun Boyutları ve Beklenen Gelişmeler”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196.

Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (t.y.). Kredi Derecelendirme Metodolojisi, **Sektör Riski**. (Erişim) www.saharating.com/liste_goster.asp?bolum=24&id=351 (30.01.2011)

- Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (t.y.). Kurumsal Yönetim Metodolojisi, **Pay Sahipleri**, (Erişim) www.saharating.com/liste_goster.asp?bolum=6&id=31 (25.12.2010)
- Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (t.y.). Kurumsal Yönetim Metodolojisi, **Yönetim Kurulu**, (Erişim) www.saharating.com/liste_goster.asp?bolum=6&id=31 (24.12.2010)
- Kurt, E. S. (2008). **Kurumsal Yönetimin Halka Açık İşletmelerde Mevzuat ve Uygulama Yönünden İncelenmesi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Edirne: Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Küçükkoçaoğlu, G. (t.y.). **"TOBB (Ticaret ve Sanayi Odaları), Organize Sanayi Bölgesi, KOBİ'ler"**. (Erişim) www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma10.doc (19.01.2011).
- Menteş, S. A. (2008). **Kurumsal Yönetişim Etkinlik Ölçüm Aracı Olarak Tepe Yöneticisi Değişimi: Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Müftüoğlu, M. T. (2003). "Türkiye'de Girişimcilik", **Girişimciler İçin İşletme Yönetimi**, Ed: Tülin Durukan, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Okka, O. (2006, Eylül). **İşletme Finansmanı**, Ankara: Nobel Yayınevi.
- Okka, O. (2006, Şubat). **Finansal Yönetime Giriş**, 2. Baskı. Ankara: Nobel Yayınevi.
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). (2004). **OECD Principles of Corporate Governance**, France: OECD Publications.
- Özelleştirme Dairesi Başkanlığı. (t.y.). **"1985-2011 Özelleştirme Uygulamaları, Gerçekleştirilen Uygulamalar"**, (Erişim) www.oib.gov.tr/program/uygulamalar.htm (27.01.2011).

- Özer, G., ve Özcan, M. (2002). “İMKB’de Ocak Etkisi, Etkinin Sürekliliği, Firma Büyüklüğü ve Portföy Denkleştirmesi Üzerine Deneysel Bir Araştırma”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 2, s.133-158.
- Özsağır, A. (2002, Ocak 3-4). “21. Yüzyıl İşletmeleri: Küçük ve Orta Boy İşletmeler (KOBİ’ler)”, **21. Yüzyılda KOBİ’ler: Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri Sempozyumu**, Antalya: Doğu Akdeniz Üniversitesi, İşletme ve Ekonomi Fakültesi. (Erişim) www.emu.edu.tr/smeconf/turkcepdf%5Cbildiri_19.pdf (08.04.2011)
- Öztürk, M. B. ve Demirgüneş, K. (2005). “Kurumsal Yönetim Bakış açısıyla Entellektüel Sermaye”, Ankara: **IV. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi**, s.118-133.
- Paslı, A. (2005). **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi (Corporate Governance)**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları.
- Pazarlıoğlu, M. V., Emeç, H., ve Erdoğan, S. (1999). “Dokuz Eylül Üniversitesi Öğrencilerinin Yüksek Öğretim Beklenti Değişkenlerinin Faktör Analizi ile İncelenmesi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 14, Sayı: 2, s.97-109.
- Pound, J. (2003). “Kurumsal Olarak Yönetilen Şirket Neler Sağlayabilir?”, **Harvard Business Review Dergisinden Seçmeler: Kurumsal Şirket Yönetimi**, Çev: A. Kardam, İstanbul: Mess Yayınları, Yayın No:389.
- Pulaşlı, H. (2003). **Corporate Governance (Kurumsal Yönetim İlkeleri): Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- Sağlam, N. (2006, Nisan 14-15). "Aile Şirketlerinde Sorunlar ve Çözüm Önerileri", **2. Aile İşletmeleri Kongresi**, Ed: T. Koçel, İstanbul Kültür Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 53, s.499-510.

- Sağlam, N. (t.y.). **Dünya’da ve Türkiye’de Aile Şirketlerinin Durumu**. (Erişim) www.kobifinans.com.tr/tr/bilgi_merkezi/020603/455 (08.04.2011)
- Sakınç, İ. (2008). "**Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri İle İlişkisi**", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Semerciöz, F., ve Ayrancı, E. (2008, Mayıs 18-19). “Aile İşletmelerinde, Ailenin İşletme Üzerindeki Etkisi ve Yöneticinin Finansal Performans Tatmini ile İlişkisi”, **3. Aile İşletmeleri Kongresi**. Ed: Tamer Koçel, İstanbul Kültür Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 78, s.161-176.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2008, Mart 19). “**Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ**”, Seri: IV, No: 41.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2005, Şubat). **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, 2. Baskı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (2004, Kasım). “**Kurumsal Yönetim Uygulamaları Anket Sonuçları**”. (Erişim) www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=10&pid=2&submenueheader=-1 (31.12.2010)
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK). (t.y.). “**Payları İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Raporu**”. (Erişim) www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=10&pid=4&submenueheader=-1 (31.12.2010)
- Sidi, S. (1996). **The Effects Ownership Structure on Corporate Performance**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara: Bilkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Steger, U. (t.y.). **Küresel Boyutuyla Kurumsal Yönetim Analizi**. (Erişim) www.ozetkitap.com/kurumsal_yonetim_analizi.pdf (26.01.2011)

- Suyolcu, O. A. (2006). **Yönetişim Mekanizmalarının Kurumsal Açıklamalar ve Finansal Raporlama Üzerindeki Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Şehirli, K. (1999). **Kurumsal Yönetim Araştırma Raporu**, Ankara: SPK Denetleme İdaresi.
- Şenyapar, F. G. (2008). **Küreselleşme Sürecinde Değişen İşletme Yönetimi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Üniversitesi.
- Tatlıdil, H. (1996). **Uygulamalı Çok Değişkenli İstatiksel Analiz**. Ankara: Akademi Matbaası.
- Tavşancıl, E. (2006). **Tutumların Ölçülmesi ve SPSS ile Veri Analizi**. Ankara: Nobel Yayınevi.
- Tengilimoğlu, D., Atilla, A., ve Bektaş, M. (2008). **İşletme Yönetimi**, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Tonta, Y. (2008). **Regresyon Analizi**. (Erişim) www.slidefinder.net/r/regresyon_analizi_ya%C5%9Far_tonta_bby/16652214 (16.04.2011)
- Toprak, Y. Z. (2002, Nisan 26). **Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı**, İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. (Erişim) www.tspakb.org.tr/.../ETM_baskanin_konusmalari_bk_2002_serm_piyaslarinda_kurumsal_yntim_ilkleri.pdf (18.12.2010)
- Toraman, C., ve Okuyan, H. A. (2009, Ocak). “İşletmelerde Ortaklık Yapısında Yoğunlaşmanın Kaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi: İMKB Şirketleri Üzerine Bir Uygulama”, **MUFAD Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı 41, s.72-81.

- Tosun, K. (1990). **Yönetim ve İşletme Politikası**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayınları, Yayın No:232.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD). (t.y.). **İç Tüzüğü**. (Erişim) www.tkyd.org/files/downloads/uye_iliskileri/kyd_tuzuk_2010.pdf (01.01.2011)
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB). (2007). **Sermaye Piyasası Düzenlemeleri**. (Erişim) www.tspakb.com.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7.49f5.b282.c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Yillik_Yayinlar_2007_mevzuat2007.pdf (01.01.2011)
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB). (2005). **Sermaye Piyasası Düzenlemeleri**. (Erişim) www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7.49f5.b282.c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Yillik_Yayinlar_2005_mevzuat2005.pdf (01.01.2011)
- Turaboğlu, T. T. (2004, Bahar). “Vekâlet-Temsil-Problem ve Maliyetler”, **Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 51, s.109-124.
- Turaboğlu, T. T. (2003). “Vekâlet Maliyetleri ve Temettü Kararları İlişkisi”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı: 4. (Erişim) www.e-sosder.com/index.php?sayfa=ozet&no=93 (18.11.2010)
- Turaboğlu, T. T. (2002). **Vekâlet Teorisi: Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tuzcu, A. (2004). **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi S.B.F. İşletme Bölümü.

Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD). (2006, Nisan). “**OECD Kamu İşletmeleri İçin Kurumsal Yönetim Rehberi**” **Özet Bulgular**, İstanbul. (Erişim) www.tusiad.org.tr/FileArchive/duyuruno808.pdf (31.12.2010)

Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD). (2002). “**Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**”, İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12-336.

United Nations Development Programme (UNDP). (1997, January). **Good Governance - and Sustainable Human Development**, Governance For Sustainable Human Development A UNDP Policy Document. (Erişim) <http://mirror.undp.org/magnet/policy/chapter1.htm#b> (11.12.2010)

Usta, Ö. (2008). **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 3. Baskı. Ankara: Detay Yayıncılık.

Uysal, G., ve İpçioğlu, İ. (2008). "Kaynak Bağımlılığı Teorisi'nin Kritik Bir Unsuru Olarak Kaynak Belirsizliği ve Müşteri-Tedarikçi Arasındaki İlişkisel Değişime Etkisi", **Celal Bayar Üniversitesi İİBF Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt:15, Sayı: 2, s.49-60.

Uzun, A. K. (t.y.). “Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim ve İç Denetimin Rolü”, **Dünya gazetesi**. (Erişim) www.icdenetim.net/ic-denetim-nedir/84-aile-isletmelerinde (26.12.2010)

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

Yayla, M., Kaya, Y. T., ve Ekmen, İ. (2005, Eylül). **Bankacılık Sektöründe Yabancı Girişi: Küresel Gelişmeler ve Türkiye**, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, ARD Çalışma Raporları, No: 2005/6.

Yeni Türk Ticaret Kanunu. (2011, Şubat 14). T.C. Resmi Gazete, Sayı: 27846.

- Yıldırım, M., ve Demireli, E. (2009). “Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği)”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, Cilt: 46, Sayı: 532, s.81-96.
- Yurdakul, O., ve Aktaş, E. (2001). “Türkiye’de Un Sanayi Sektörünün Analizi”, **Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 8, Sayı: 8, s.261-274.
- Yurtoğlu, B. B. (2006). “Kurumsal Yönetimde Hukuk Sistemleri ve İktisadi Aktörlerin Ekonomik Performansa Etkileri”, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Ed: C. Can Aktan, Ankara: SPK Yayını, Yayın No: 196.
- Yurtoğlu, B. B. (2000). “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”, **Kluwer Academic Publishers**, Vol: 27, No: 2, p.193-222.
- Yükçü, S., ve Tükenmez, M. (1999). **Finansal Yönetim: Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği’ne göre**, İzmir: Vizyon Yayıncılık.
- Zabcı, F. Ç. (2002). “Dünya Bankası’nın Küresel Pazar İçin Yeni Stratejisi: Yönetişim”, **Ankara Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:57, Sayı: 3, s.152-179.

E – KAYNAKLAR

- Büyükliklerine Göre İşletmeler,** (t.y.). (Erişim)
www.ekodialog.com/isletme_ekonomisi/isletme_ekonomisi_siniflandirilmesi_2.html (19.01.2011)
- En Küçük Kareler Yöntemi,** (t.y.). (Erişim)
www.istatistikmerkezi.com/makale,istatistik-en-kucuk-kareler-yontemi,148.html (16.04.2011)

European Corporate Governance Institute. (t.y.). **Codes & principles**, (Erişim) www.ecgi.org/codes/all_codes.php (30.12.2010)

İşletmelerde Büyüme ve Çevre, (t.y.). (Erişim) www.forumturka.net/forum/ekonomi/72829-isletmelerde-buyume-ve-cevre.html (14.01.2011)

İşletme Büyüklüğü, (t.y.). (Erişim) www.frmtr.com/ekonomi-iktisat-isletme/698119-isletme-buyuklugu.html (20.01.2011)

İşletmelerin Büyüklüğü ve Kapasite Kullanımı, (t.y.). (Erişim) www.frmtr.com/ekonomi-iktisat-isletme/3752477-isletmelerin-buyuklugu.html (20.01.2011)

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). (2007). **Governance**. (Erişim) <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=7236> (10.12.2010)

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). (2005). **Corporate Governance**. (Erişim) <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778> (10.12.2010)

Kapasite Büyüklüğü – Maliyet İlişkisi, (t.y.).

(Erişim) www.ekodialog.com/isletme_ekonomisi/isletme_kapasite_planlamasi_3.html (20.01.2011)

Kaynak Bağımlılığı Teorisi, (t.y.). (Erişim) www.angelfire.com/nt/zeus/yl/y17.doc (04.12.2010)

Keyfilik Yerine Kurumsallaşma III, (t.y.). **Vekâlet İlişkisi Çeşitleri**. (Erişim) www.ingilizcefinans.com/?id=634&kid=3&sfl=1 (04.12.2010)

Securities and Exchange Commission–ABD. (t.y.). **Borsaya Kayıtlı Şirketlerin Finansal Raporları**, (Erişim) www.sec.gov/about/laws.shtml (30.12.2010)

Şirket Birleşmeleri, (t.y.). (Erişim) www.angelfire.com/co2/muratdinc/sayfa2.html
(20.01.2011)

Varyans Analizi, (t.y.). (Erişim) www.istatistikanaliz.com/varyans_analizi.asp
(16.04.2011)

Vikipedi. (t.y.). **Betimsel İstatistik.** (Erişim)
http://tr.wikipedia.org/wiki/Betimsel_istatistik (16.04.2011)

Vikipedi. (t.y.). **Regresyon Analizi.** (Erişim)
http://tr.wikipedia.org/wiki/Regresyon_analizi (16.04.2011)

Vikipedi. (t.y.). **Varyans Analizi.** (Erişim)
http://tr.wikipedia.org/wiki/Varyans_analizi (16.04.2011)

World Bank. (t.y.). **Corporate Governance.** (Erişim)
<http://rru.worldbank.org/Toolkits/CorporateGovernance/> (11.12.2010)

Yeni TTK'nın muhasebe ve mali işler, finansal raporlama ve denetim fonksiyonlarına ilişkin getirdiği yenilikler nelerdir?, (t.y.). (Erişim)
www.cerebra.com.tr/turkce/site/yenittkmuhasebevemaliisler.html (13.01.2011)

EKLER**EK 1: T Dağılımı Tablosu**

s.d.	t _{.100}	t _{.050}	t _{.025}	t _{.010}	t _{.005}	s.d.
1	3.078	6.314	12.706	31.821	63.657	1
2	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	2
3	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	3
4	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	4
5	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	5
6	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	6
7	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	7
8	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	8
9	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	9
10	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	10
11	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	11
12	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	12
13	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	13
14	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	14
15	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	15
16	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	16
17	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	17
18	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	18
19	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	19
20	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	20
21	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	21
22	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	22
23	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	23
24	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	24
25	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	25
26	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	26
27	1.314	1.703	2.062	2.473	2.771	27
28	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	28
29	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	29
∞	1.282	1.645	1.960	2.326	2.576	∞

Kaynak: Hüseyin Tatlıdil, a.g.e., s.410.

EK 2: F Dağılımı Tablosu (0.05 Anlamlılık Derecesi İçin)

P	Pay için serbestlik derecesi																								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	15	20	24	30	40	60	120	∞						
a	161	200	216	225	230	234	237	239	241	242	244	246	248	249	250	251	252	253	254						
Y	18.5	19.0	19.2	19.2	19.3	19.3	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5						
d	10.1	9.55	9.28	9.12	9.01	8.94	8.89	8.85	8.81	8.79	8.74	8.70	8.66	8.64	8.62	8.59	8.57	8.55	8.53						
a	7.71	6.94	6.59	6.39	6.26	6.16	6.09	6.04	6.00	5.96	5.91	5.86	5.80	5.77	5.75	5.72	5.69	5.66	5.63						
5	6.61	5.79	5.46	5.19	5.05	4.95	4.88	4.82	4.77	4.74	4.68	4.62	4.56	4.53	4.50	4.46	4.43	4.40	4.37						
6	5.99	5.14	4.76	4.53	4.39	4.28	4.21	4.15	4.10	4.06	4.00	3.94	3.87	3.84	3.81	3.77	3.74	3.70	3.67						
i	5.59	4.74	4.35	4.12	3.97	3.87	3.79	3.73	3.68	3.64	3.57	3.51	3.44	3.41	3.38	3.34	3.30	3.27	3.23						
ñ	5.32	4.46	4.07	3.84	3.69	3.58	3.50	3.44	3.39	3.35	3.28	3.22	3.15	3.12	3.08	3.04	3.01	2.97	2.93						
9	5.12	4.26	3.86	3.63	3.48	3.33	3.22	3.14	3.07	3.02	2.98	2.91	2.85	2.77	2.74	2.70	2.66	2.62	2.58						
10	4.96	4.10	3.71	3.48	3.33	3.22	3.14	3.07	3.02	2.98	2.91	2.85	2.77	2.74	2.70	2.66	2.62	2.58	2.54						
11	4.84	3.98	3.59	3.36	3.20	3.09	3.01	2.95	2.90	2.85	2.79	2.72	2.65	2.61	2.57	2.53	2.49	2.45	2.40						
12	4.75	3.89	3.49	3.26	3.11	3.00	2.91	2.85	2.80	2.75	2.69	2.62	2.54	2.51	2.47	2.43	2.38	2.34	2.30						
13	4.67	3.81	3.41	3.18	3.03	2.92	2.83	2.77	2.71	2.67	2.60	2.53	2.46	2.42	2.38	2.34	2.30	2.25	2.21						
14	4.60	3.74	3.34	3.11	2.96	2.85	2.76	2.70	2.65	2.60	2.53	2.46	2.39	2.35	2.31	2.27	2.22	2.18	2.13						
15	4.54	3.68	3.29	3.06	2.90	2.79	2.71	2.64	2.59	2.54	2.48	2.40	2.33	2.29	2.25	2.20	2.16	2.11	2.07						
16	4.49	3.63	3.24	3.01	2.85	2.74	2.66	2.59	2.54	2.49	2.42	2.35	2.28	2.24	2.19	2.15	2.10	2.06	2.01						
17	4.45	3.59	3.20	2.96	2.81	2.70	2.61	2.55	2.49	2.45	2.38	2.31	2.23	2.22	2.19	2.15	2.10	2.06	2.01						
18	4.41	3.55	3.16	2.93	2.77	2.66	2.58	2.51	2.46	2.41	2.34	2.27	2.19	2.15	2.11	2.06	2.02	1.97	1.92						
19	4.38	3.52	3.13	2.90	2.74	2.63	2.54	2.48	2.42	2.38	2.31	2.23	2.16	2.11	2.07	2.03	1.98	1.93	1.88						
20	4.35	3.49	3.10	2.87	2.71	2.60	2.51	2.45	2.39	2.35	2.28	2.20	2.12	2.08	2.04	1.99	1.95	1.90	1.84						
21	4.32	3.47	3.07	2.84	2.68	2.57	2.49	2.42	2.37	2.32	2.25	2.18	2.10	2.05	2.01	1.96	1.92	1.87	1.81						
22	4.30	3.44	3.05	2.82	2.66	2.55	2.46	2.40	2.34	2.30	2.23	2.15	2.07	2.03	1.98	1.94	1.89	1.84	1.78						
23	4.28	3.42	3.03	2.80	2.64	2.53	2.44	2.37	2.32	2.27	2.20	2.13	2.05	2.01	1.96	1.91	1.86	1.81	1.76						
24	4.26	3.40	3.01	2.78	2.62	2.51	2.42	2.36	2.30	2.25	2.18	2.11	2.03	1.98	1.94	1.89	1.84	1.79	1.73						
25	4.24	3.39	2.99	2.76	2.60	2.49	2.40	2.34	2.28	2.24	2.16	2.09	2.01	1.96	1.92	1.87	1.82	1.77	1.71						
30	4.17	3.32	2.92	2.69	2.53	2.42	2.33	2.27	2.21	2.16	2.09	2.01	1.93	1.89	1.84	1.79	1.74	1.68	1.62						
40	4.08	3.23	2.84	2.61	2.45	2.34	2.25	2.18	2.12	2.08	2.00	1.92	1.84	1.79	1.74	1.69	1.64	1.58	1.51						
60	4.00	3.15	2.76	2.53	2.37	2.25	2.17	2.10	2.04	1.99	1.92	1.84	1.75	1.70	1.65	1.59	1.53	1.47	1.39						
120	3.92	3.07	2.68	2.45	2.29	2.18	2.09	2.02	1.96	1.91	1.83	1.75	1.66	1.61	1.55	1.50	1.43	1.35	1.25						
∞	3.84	3.00	2.60	2.37	2.21	2.10	2.01	1.94	1.88	1.83	1.75	1.67	1.57	1.52	1.46	1.39	1.32	1.22	1.00						

Kaynak: Hüseyin Tatlıdil, a.g.e., s.412.

ÖZET**TÜRKİYE’DE FİRMA BÜYÜKLÜĞÜ VE SAHİPLİK YAPISINI
ETKİLEYEN SEKTÖRE ÖZGÜ FİRMA BELİRLEYİCİLERİNİN ANALİZİ:
İMKB’DE SEKTÖREL KARŞILAŞTIRMA****Hilal KARABIYIK****Yüksek Lisans Tezi, Finansman Anabilim Dalı****Ankara-2011**

Araştırmanın amacı, reel sektörde faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim mekanizmaları ile sektörel farklılıkları değerlendirilerek firma büyüklüğü ve sahiplik yapısının özelliklerinin belirlenmesi ve bu yapıların şirketlerin finansal performans göstergelerine etkisinin saptanarak aralarındaki ilişkinin analiz edilmesidir. Araştırmaya konu olan firmalar, 2003-2010 yılı arasında İMKB’de işlem gören firmalar arasından seçilmiştir. Bu firmaların sektörel farklılıkları yansıtması amacıyla; imalat sanayi, enerji ve teknoloji olmak üzere üç farklı sektörde yer almasına dikkat edilmiştir. Yine analize tabi tutulan firmaların 3 aylık konsolide mali tabloları esas alınmıştır.

Araştırma 4 bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde vekâlet teorisine ağırlık verilerek yönetim ve yönetimin teorik temelleri incelenmiştir. İkinci bölümde, kurumsal yönetim kapsamlı bir şekilde açıklanmıştır. Üçüncü bölümde, firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı incelenmiştir. Dördüncü bölümde ise İMKB’de işlem gören firmalar üzerinde sektöre özgü farklılıklar dikkate alınarak sektörel özelliklerin firma büyüklüğü ve sahiplik yapılarına etkileri analiz edilmiştir.

Araştırmada; betimsel istatistik, faktör analizi, tek yönlü varyans analizi ve çoklu regresyon analizi olmak üzere dört ayrı istatistiksel analiz kullanılmıştır. Bağımlı değişken firma büyüklüğü ve sahiplik yapısı, bağımsız değişken ise sektörel özellikler olarak belirlenmiştir.

Araştırma sonuçlarına göre; halka açılma oranı, I. büyük ortak payı imalat sanayi sektöründe yüksek, enerji sektöründe orta, teknoloji ve bilişim sektöründe düşük seviyelerdedir. Personel sayısı ise imalat sanayi sektöründe yüksek, enerji ve teknoloji sektöründe halka açılma oranıyla eş değer seyir izlemektedir. Halka açılma oranı ve I. büyük ortak payı kıyaslandığında, hâkim hissedarın kontrol üzerinde payı yüksek buna bağlı olarak dağılık sahiplik yapısı düşük, denetim ve azınlık hissedarın yönetimde söz sahibi olanağı kısıtlıdır. Bu nedenle de vekâlet maliyetlerinin düşük olduğu ve kurumsal yönetim uygulamalarının zayıf olduğu sonucu çıkarılabilir. Personel sayısı ve öz sermaye oranına göre analizde, genel itibariyle büyük ölçekli ve sermaye yoğun firmalar mevcuttur. Sektörün yapısını belirleyen toplam finansal performans açısından ise, enerji sektöründe yüksek, imalat sanayinde orta, teknoloji ve bilişim sektöründe ise en düşük düzeydedir.

Anahtar Kelimeler: Yönetim Teorileri, Kurumsal Yönetim, Firma Büyüklüğü, Firma Sahiplik Yapısı, Sektörel Farklılıklar

ABSTRACT**FIRM SIZE AND OWNERSHIP STRUCTURE AFFECTING IN
THE TURKEY SECTOR-SPECIFIC THE FIRM OF DETERMINATIVE
ANALYSIS: COMPARISON OF SECTORAL
ON THE ISTANBUL STOCK EXCHANGE****Hilal KARABIYIK****Master's Thesis, Department of Finance****Ankara-2011**

The objective of the research is to analyze the differences between companies operating in the real sector with regard to corporate governance mechanisms by evaluating sectoral differences, determining the features of firm size and ownership structure and together with these structures to explore dynamics relationships in corporate financial performance indicators. The sampled firms consist of companies operating between the years 2003-2010 and quoted on the Istanbul Stock Exchange. To reflect sectoral differences in these firms the manufacturing industry, energy and technology has been sampled in three different sectors. However, the analysis of firms was implemented based on quarterly consolidated financial statements.

The research consists of 4 parts. In the first part, the agency theory, the theoretical foundations of management and administration was investigated. In the second part, the corporate governance concept and applications was articulated. In the third section, the firm size and ownership structure were examined. In the fourth part, companies traded on the Istanbul Stock Exchange the sector-specific differences taking into account, the effects to firm size and ownership structure of the sectoral features were analyzed.

In this research; descriptive statistics, factor analysis, one-way analysis of variance and multiple regression analysis was utilized to test the hypotheses. The dependent variables; firm size and ownership structure, independent variables were determined as the sectoral features.

According to the results, public ownership ratio, first largest common share in manufacturing industry sector was determined to be high, medium in the energy sector, low levels in technology sector. Number of employees in the manufacturing industry sector is high, in energy and technology sectors followed the equivalent with public ownership ratio. Public ownership ratio and first largest common share compared, the share of the dominant shareholder's control over is high, therefore dispersed ownership structure is low, control and minority shareholder is limited opportunity to have a say in management. Therefore, the agency cost to be low and poor corporate governance practices can be concluded. In terms of the number of employees and equity capital ratio, the large scale and capital intensive firms dominated the sector. With regard to the structural characteristics of the sector in terms of overall financial performance; in energy sector it is found to be high, in manufacturing industry sector the middle, the lowest level in technology sector.

Keywords: Management Theory, Corporate Governance, Firm Size, Firm Ownership Structure, Sectoral Differences

