





Şırnak Üniversitesi Yayınları
No: 7
Akademi Serisi: 2

KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNİN (XKURY) FİRMA
FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ:
BİST 100 ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Dilek COŞKUN ERDOĞAN

ISBN
978-605-88496-7-9

Genel Yayın Koordinatörü
Prof. Dr. Mehmet Emin ERKAN

Editör
Yrd. Doç. Dr. İbrahim BAZ

İç Düzen ve Kapak Tasarım
Mustafa AKBAŞ

Matbaa Sertifika No: 22114

Birinci Baskı
Eylül 2017
Mardin

Baskı-Cilt
Mardin Sesi Gazetecilik Matbaacılık
Yayıncılık Amb. Dağ. San. ve Tic. Ltd. Şti
www.mardinsesi.com.tr

Copyright© Şırnak Üniversitesi Yayınları
Yeni Mahalle Cizre Caddesi
Mehmet Emin Acar Kampüsü 73000 ŞIRNAK
Tel : +90 486 216 82 41- web : www.sirnak.edu.tr



KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNİN(XKURY)
FİRMA FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ
**BİST 100 ÜZERİNE
BİR ARAŞTIRMA**

Dilek COŞKUN ERDOĞAN

Bu çalışma, 2015 yılında Süleyman Demirel Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından kabul edilmiş bir doktora tezidir.

Dilek COŞKUN ERDOĞAN

1986 yılında Aydın'da doğdu. Lisans eğitimini, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünde 2008 yılında tamamladı. 2009 yılında Şırnak Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünde Araştırma Görevlisi olarak göreve başladı. 2011 Yılında Yüksek Lisansını ve 2015 yılında da Doktora derecesini, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalında, Muhasebe-Finansman alanında tamamladı. 2014 yılında doktora tez çalışması kapsamında, Kansas Üniversitesi'nde misafir öğrenci olarak bulundu. Halen Şırnak Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman Anabilim Dalında öğretim üyesi olarak görev yapmaktadır.

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	V
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	IX
TABLolar DİZİNİ	IX
KISALTMALAR DİZİNİ	XI
ÖNSÖZ.....	XIII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

1.1. Kurumsallaşma ve Kurumsal Yönetim	15
1.1.1. Kurumsallaşma	15
1.1.2. Kurumsal Yönetim Kavramı	17
1.1.3. Kurumsal Yönetimin Kapsamı.....	23
1.2. Kurumsal Yönetimin Kazanımları	26
1.2.1. Kurumsal Yönetimin Amacı.....	26
1.2.2. Kurumsal Yönetimin Önemi	27
1.2.3. Kurumsal Yönetimin Faydaları	30
1.3. Kurumsal Yönetim Teorileri.....	32
1.3.1. Temsil Teorisi (Agency Theory)	32
1.3.2. Paydaş Yaklaşımı (Stakeholder Theory)	36
1.3.3. İşlem Maliyeti Teorisi (Transaction Costs Theory)	39
1.3.4. Yönetim Teorisi (Stewardship Theory)	42
1.3.5. Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory)	44
1.4. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	45
1.4.1. Yönetim Kurulu	45
1.4.2. Ortaklık Yapısı.....	49
1.4.3. Yöneticilerin Ücreti	50
1.4.4. Yatırımcı İlişkileri	52

1.4.5. Hukuki Sistemler ve Koruma.....	54
1.5. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Hayata Geçirilmesinde Rol Oynayan Faktörler.....	55
1.5.1. Risk Yönetimi ve İç Kontrol Sistemi.....	55
1.5.2. İç Denetim	57
1.5.3. Mali İşler Fonksiyonu	58
1.5.4. Finansal Raporlama ve Bağımsız Dış Denetim.....	59

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ GELİŞİMİ VE YAPILAN YASAL DÜZENLEMELER

2.1. Kurumsal Yönetim Anlayışının Dünya'daki Gelişimi	63
2.2. Dünya'da Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Düzenlemeler...66	
2.2.1. Cadbury Raporu.....	66
2.2.2. Greenbury Raporu.....	71
2.2.3. Hampel Raporu	73
2.2.4. Sarbanes-Oxley Yasası	78
2.2.5. Higgs Raporu.....	83
2.2.6. Birleşik Kod	88
2.2.7. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	91
2.2.7.1. Hissedarların Hakları.....	92
2.2.7.2. Hissedarların Adil Muamele Görmesi	92
2.2.7.3. Kurumsal Yönetimde Doğrudan Çıkar Sahiplerinin Rolü	93
2.2.7.4. Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık.....	94
2.2.7.5. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları.....	96
2.3. Kurumsal Yönetim Anlayışının Türkiye'deki Gelişimi ve Geliştirmeye Yönelik Çalışmalar.....	98
2.3.1. Kurumsal Yönetim Anlayışının Türkiye'deki Gelişimi.....	98
2.3.2. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Anlayışını Geliştirmeye Yönelik Çalışmalar.....	100
2.3.2.1. SPK ve Kurumsal Yönetim	100

2.3.2.2. BDDK ve Kurumsal Yönetim	108
2.3.2.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)	109
2.3.2.4. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi.....	109
2.3.2.5. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi	114
2.3.2.6. Kurumsal Yönetim Anlayışının Türk Ticaret Kanunu Tasarısındaki Yansımaları.....	116
2.3.2.7. Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları.....	117
2.3.2.8. Özel Durumların Kamuya Açıklanması	118
2.3.2.9. Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)	119
2.3.2.10. Birikimli Oy Sistemi	120
2.3.2.11. Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu Zorunluluğu.....	121
2.3.2.12. Şirketlere İnternet Sitelerinde Yatırımcılara Yönelik Bilgilerin Açıklanması.....	122
2.4. Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişiminde Etkili Olan Faktörler .	123
2.4.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hız Kazanması	123
2.4.2. Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Artması.....	124
2.4.3. Özel Sektörün Rolünün Giderek Artması.....	125
2.4.4. Uluslararası Ekonomik Bağımlılığın Artması.....	126
2.4.5. Ortakların İçinde Buldukları Piyasasının Rekabet Şartlarının Değişmesi.....	126
2.4.6. Kaynakların Etkin Kullanımı	127
2.4.7. Şirket Performansının Artması	128
2.4.8. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi ve Sürdürülebilirlik	129
2.4.9. Birleşme ve Satınalmalar	129
2.4.10. Global Düzeyde Yaşanan Finansal Krizler	130

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ VE DÜNYA'DA

KURUMSAL YÖNETİM

3.1. Kurumsal Yönetim Sistemleri	135
3.1.1. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi.....	141
3.1.2. Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemi	143
3.2. Dünya Ülkelerinde Kurumsal Yönetim Uygulamaları	144
3.2.1. Amerika Birleşik Devletleri ve Kurumsal Yönetim.....	144
3.2.2. İngiltere ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları	147
3.2.3. Japonya ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları	149
3.2.4. Rusya ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları	153
3.2.5. Çin ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları	155
3.2.6. Avrupa Birliği'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları	158

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BİST KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNİNE TABİ OLMANIN FİRMANIN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

4.1. Literatür Taraması	165
4.2. Araştırmanın Amacı.....	185
4.3. Araştırmanın Kapsamı.....	188
4.4. Araştırmanın Değişkenleri ve Özellikleri	191
4.5. Araştırmanın Hipotezleri	196
4.6. Araştırmanın Yöntemleri.....	197
4.6.1. Panel Veri Analizi.....	198
4.6.2. Eğilim Skoru Eşleştirme	203
4.6.3. Tobit Regresyon Analizi	206
4.7. Araştırmanın Bulguları	209
4.7.1. Panel Veri Analiz Bulguları.....	213
4.7.2. Eğilim Skoru Eşleştirme Analiz Bulguları.....	218
4.7.3. Tobit Regresyon Analiz Bulguları	225

SONUÇ	237
KAYNAKÇA	244

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Kurumsal Yönetim Dönüşümü	22
Şekil 1.2. Kurumsal Yönetimin Yapısı	25
Şekil 1.3. Kurumsal Yönetimin Makro-ekonomik Etkileri.....	32
Şekil 1.4. Paydaş Yaklaşımı Modeli	37
Şekil 3.1. Amerika Birleşik Devletleri Kurumsal Yönetim Sistemi.....	146

TABLolar DİZİNİ

Tablo 2.1. Türkiye'de Kurumsal Yönetimin Gelişimi.....	99
Tablo 2.2. Uyum Notlarının Anlamı	112
Tablo 2.3. Derecelendirme Faaliyetiyle İlgili Kuruluşlar	113
Tablo 3.1. Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Ülkeleri	137
Tablo 3.2. Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Özellikleri	139
Tablo 3.4. Ülkelerin Kurumsal Yönetim Özelliklerinin Farklılıkları.....	162
Tablo 4.1. Çalışma Kapsamındaki Şirketler, Kodları ve Yıllar	189
Tablo 4.2. Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri	209
Tablo 4.3. Hausman Test Sonuçları	215
Tablo 4.4. Sabit Etkiler Model Sonuçları.....	216
Tablo 4.5. Kurumsal Yönetim Endeksi Frekans Dağılım	219
Tablo 4.6. Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olan İşletmelerin Tanımlayıcı İstatistikleri	219
Tablo 4.7. Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olmayan İşletmelerin Tanımlayıcı İstatistikleri	220

Tablo 4.8. Eğilim Skoru Eşleştirme Probit Regresyon Model Sonuçları	221
Tablo 4.9. Tahmin Edilen Eğilim Skorlar	222
Tablo 4.10. Eşleştirme Tablosu.....	223
Tablo 4.11. En Yakın Komşu Eşleştirme modeline göre analiz sonuçları	223
Tablo 4.12. En Yakın Komşu Eşleştirme modeline göre analiz sonuçları (bootstrap sonuçları- 100 reps)	224
Tablo 4.13. Kurumsal Yönetim Notlarının Tanımlayıcı İstatistikleri.....	225
Tablo 4.14. Tesadüfi Etkiler Tobit Regresyon Analiz Sonuçları	226
Tablo 4.15. Tobit Analiz Sonuçlarının Marjinal Etkileri	228
Tablo 4.16. Kesikli (Truncated) Tobit Regresyon Analiz Sonuçları	230
Tablo 4.17. Kesikli (Truncated) Tobit Regresyon Modeli Marjinal Etkileri.	232

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BİST	Borsa İstanbul
C	Cilt
IIA	Institute of Internal Auditors
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KYT	Kurumsal Yönetim Tebliği
NYSE	New York Borsası
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
ROE	Öz sermaye karlılığı
s	Sayfa
S	Sayı
SOX	Sarbanex-Oxley Yasası
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
TCT	Transaction Cost Theory (İşlem Maliyet Teorisi)
TKYD	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TÜSİAD	Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği

ÖNSÖZ

Lisansüstü eğitimime başladığım yıldan bu yana akademik çalışmalarında ve tez çalışmamda her daim kendisine danıştığım ve sabırla bana danışmanlık yapan ve destek olan çok kıymetli hocam ve tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Yusuf Demir'e teşekkürlerimi sunarım.

Lisans dönemimden itibaren her zaman tecrübesine başvurduğum, beni hiçbir zaman geri çevirmeyip, tecrübesini paylaşmaktan sakınmayan çok değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Gamze Göçmen Yağcılar'a teşekkür ederim. Yine tez çalışma dönemimde bana yardım ve katkılarından dolayı Prof. Dr. Mehmet Gençtürk'e teşekkürlerimi borç bilirim.

Tez çalışmamın bir dönemini Kansas Üniversitesinde devam etmemi sağlayan ve bana danışmanlık yapan Sayın Prof. Dr. Michael Ettredge'e teşekkür ederim.

Tüm hayatım boyunca bana maddi ve manevi destek olan ve beni eğitim hayatım boyunca hep motive eden değerli annem Nurgül Coşkun'a ve babam İsmail Coşkun'a ne kadar teşekkür etsem azdır.

Bu çalışmanın tamamlanmasında bana moral kaynağı olan, beni hep destekleyen ve her zaman yanımda olan, aynı zamanda çalışmamın tamamlanmasında bilgi ve tecrübesini benimle paylaşan sevgili eşim Sedat Erdoğan'a, benim için harcadığı zaman ve gösterdiği özveri için çok teşekkür ederim.

Dilek COSKUN ERDOĞAN

2015 - Isparta

GİRİŞ

Kurumsal yönetim kavramı, temel olarak işletmelerde mülkiyetin ayrılması sonucunda ortaya çıkan temsil sorunu nedeniyle var olan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Mülkiyetin ayrılması kavramı ilk olarak Adam Smith'in 1776 yılında yayınladığı "Ulusların Zenginliği" adlı kitapta yer almış ve söz konusu kitapta mülkiyetin ayrılması sonucu oluşabilecek çıkar çatışmalarından bahsedilmiştir. İşletmeler büyüdükçe tek bir kişi tarafından yönetilmesi zorlaşmaktadır. Bunun yerine işletmelerin profesyonel kişiler tarafından yönetilmesi, kararların daha doğru ve hızlı alınmasını ve buna bağlı olarak işletmenin kurumsallaşmasını sağlamaktadır.

Bu bağlamda, işletme faaliyetlerinin düzenli bir sistem içinde yürütülmesi açısından işletmelerin yöneticileri ve sahipleri farklı kişiler olmaktadır. Bu durum işletmelerde çıkar çatışmalarını ortaya çıkarabilmektedir. Çünkü, işletmelerin yöneticileri kendi çıkarlarını diğer paydaşların çıkarlarından üstün tutabilmekte ve görevini kötüye kullanabilmektedir. Bu kötüye kullanım, işletmeye yatırım yapmak isteyenler için olumsuz bir izlenim uyandırmakta ve bu da işletmeye yatırım yapılmasını azaltarak, işletmenin performansına olumsuz etkiler yaratabilmektedir. Daha genel bir söylemle, yatırımcıların işletmeye güvenmesi onların işletmeye daha çok yatırım yapmasını sağlayabilmekte, bu durum hisse senetleri fiyatlarını artırabilmekte ve dolayısıyla işletmenin piyasada değerinde artış sağlanabilmektedir.

Kurumsal yönetim, genel olarak işletmenin pay sahipleri, yönetim kurulu, denetçileri ve diğer paydaşları ile olan ilişkileri kapsamaktadır. Bu ilişkilerin düzgün bir şekilde işleyebilmesi için de yasalara ve kurallara ihtiyaç vardır. Söz konusu yasa ve

kurallar belirli ilkeler doğrultusunda oluşturulmaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri genel olarak, şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk olarak sıralanmaktadır. Bu bağlamda kurumsal yönetim yasa ve düzenlemelerin yer aldığı, hukuki bir sistemi olan ve ilke ve kurallardan meydana gelen bir sistemdir.

Kurumsal yönetim önemini her geçen gün artırmaktadır. Çünkü işletmelerin, güvenilir bir sistem dahilinde faaliyetlerine devam etmesi ve bu esnada da yatırımcıları kendine çekebilmesi yadsınamaz bir öneme sahiptir. Bunun yanı sıra her bir paydaş, ilişki içinde bulunduğu kuruma güven duymak isteyecektir. Bu bağlamda, yatırımcıların güven duyduğu bir işletmeye yatırım yapması, daha doğrusu yaptığı yatırımın karşılığını almak istemesi işletme açısından çok önemlidir. İşletmelerin bu güveni vermesi de kurumsal yönetim uygulamaları sayesinde olabilmektedir. Şeffaf ve kaliteli raporlama sistemlerinin oluşturulması ve bunların denetiminin gerçek bir şekilde yapılması, söz konusu işletmede iyi bir kurumsal yönetim mekanizmasının olduğunu göstermektedir. Bu durum sonucunda da işletmeye yatırımlar artmakta ve buna bağlı olarak işletmenin piyasa değeri olumlu anlamda etkilenmektedir. Doğal olarak işletme performansında artış gözlemlenebilmektedir. Aynı zamanda güvenli yatırım ortamlarının olması, sermaye piyasaların gelişmişliğini de artırabilecek ve refah bir ekonomi ortamı yaratılabilecektir.

Özellikle işletmelerin belirli yasa ve kurallara göre bir sisteminin olması, işletmelerde uyumu getirmektedir. Bu uyum, işletme faaliyetlerinin daha kaliteli, düzgün, güvenilir ve akıcı bir şekilde devam ettirilmesini ve işletme performansının artırılmasını sağlayabilmektedir.

Kurumsal yönetim, her ülkenin kendi özelliklerine göre oluşturulabilen ve uygulanabilen bir yapıya sahiptir. Bu özelliği

sebebiyle genel olarak iki farklı kurumsal yönetim sisteminden bahsetmek mümkündür. Bunlardan birincisi, Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi iken, diğeri ise Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemidir. Anglo-Sakson kurumsal yönetim sistemi Amerika Birleşik Devletlerinde görülen bir sistemdir. Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemi ise, Almanya ve Japonya'da kullanılmaktadır. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi, piyasa odaklıdır ve bu sistemde kurumsal kontrol piyasasına güvenilmektedir. Kıta Avrupa'sı modeli ise, bankaların hakimiyet sahibi olduğu ve pay sahiplerinin kontrolleri gerçekleştirdiği bir sistem olarak bilinmektedir. Bu iki sistem zaman zaman bazı noktalarda birbirine yakınlaşmakta ya da uzaklaşmaktadır. Uygulandıkları ülkelerde bu farklılaşmalar gözlemlenebilmektedir.

Kurumsal yönetim, 1930 yılında yaşanan ekonomik buhranla ortaya çıkmış ve 1980'lerde daha çok anılmaya başlanmıştır (www.icdenetimmerkezi.com, 12.11.2014). Özellikle 1997-1998 Doğu Asya finansal kriziyle ele alınması gereken önemli bir konu olduğu anlaşılmıştır (Oman, 2001: 12). Kurumsal yönetimle ilgili ilk önemli adımlar, İngiltere'de 1992 yılında Cadbury Raporu yayınlanmış olması ve bunu 1995 ve 1998'de Greenbury ve Hampel Raporlarının izlemesidir.

Cadbury Raporu, kurumsal yönetimi, işletmelerin yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem olarak açıklamış ve yönetim kurulunun işletmelerin kurumsal yönetim sisteminden sorumlu olan organ olduğunu ifade etmiştir. Raporda, pay sahiplerinin, yöneticileri ve denetçileri seçen ve işletmenin iyi bir şekilde yönetildiğinden emin olan taraf olduğu vurgulanmıştır. Bu bağlamda, bu yasanın amacı, kurumsal yönetim alanında kaliteyi yükseltmek ve işletmelerde denetimi daha aktif hale getirerek yatırımcının güvenini kazanmaktır (Cadbury, 1992). Greenbury

raporu daha çok borsaya kote olan şirketlerin bu rapora uyması gerektiğini belirterek, yöneticilerin ücretleri ile ilgili düzenlemeleri içermektedir (Greenbury, 1995). Hampel raporu ise, İngiltere'de yayınlanan bu iki rapordan sonra bu raporların sonuçları üzerine odaklanmış ve raporlardaki baskıcı unsurların hafifletilmesini belirtmiştir (Hampel, 1998):

Kurumsal yönetim alanında en önemli adımlardan biri de 1999 yılında Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin yayınlanmasıdır. OECD kurumsal yönetim ilkeleri, tüm dünyada her ülkenin kendi kurumsal yönetim ilkelerinin oluşturulması ile ilgili bir alt yapı özelliğine sahiptir. İlkeler standart bir yapı göstermekte ve her ülkenin özelliğine göre yeniden yapılandırılarak uygulanabilmektedir. Dolayısıyla bu ilkeler ile şirketler, kaliteli kurumsal yönetim uygulamaları oluşturarak, sağlıklı ve güvenli bir yönetimle yatırımların daha kolay yapılabilmesini sağlayabilmektedirler. OECD kurumsal yönetim ilkeleri, 2002 ve 2014 yıllarında revize edilmiştir. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri; hissedarların hakları ve adil muamele görmesi, kurumsal yönetimde paydaşların rolü, kamuya duyuru yapma ve şeffaflık ve yönetim kurulunun sorumlulukları şeklinde sıralanabilmektedir (OECD, 2004). Bu ilkeler çerçevesinde her ülke kendi özelliklerini göz önünde bulundurarak, kurumsal yönetim yapısını oluşturabilmektedir.

2000'li yıllardan sonra ortaya çıkan şirket skandalları nedeniyle, kurumsal yönetim dikkatleri daha çok üstüne çekmeye başlamıştır. Enron, WorldCom, Tyco, Global Crossing, Adelphia gibi şirket skandalları, işletmelerde denetim alanının iyi işlemediği gerçeğini ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla işletmelerde daha kaliteli ve gerçek finansal raporlamanın ve denetimin

olması gerekliliği anlaşılmıştır. Bunun da ancak kaliteli bir kurumsal yönetim ile yapılabileceği ve yeni bir sistemin kurulmasının kurumsal yönetime dayalı olabileceği saptanmıştır.

Bu şirket skandalları neticesinde Amerika'da 2002 yılında Sarbanes-Oxley Yasa'sı yayınlanmıştır. SOX, özellikle ABD'deki piyasalara olan güvenin tekrar kazanılması amacıyla, yönetim ve finansal raporlama alanında düzenlemeler getirmiştir. Aynı zamanda SOX'un yayınlamış olduğu yasaya göre, güncellenmiş olan kurumsal yönetim ilkelerine New York Borsası (NYSE) ve Nasdaq Ulusal Pazar (Nasdaq) borsasında işlem gören şirketlere uyma zorunluluğu getirilmiştir (Li and Broshko, 2006: 1).

Sarbanes-Oxley Yasasını meydana getiren ilkeler ise; hesap verilebilirliğin, şeffaflığın ve yatırımcıyı korumanın geliştirilmesi, halka açık şirketler için muhasebe gözetim üst kurulunun kurulması, denetçi bağımsızlığının geliştirilmesi ve güçlendirilmiş denetim komiteleri ve kurumsal yönetim şeklindedir. SOX'dan sonra 2003 yılında Higgs raporu ve Birleşik Kod yayınlanmıştır. Higgs raporu daha çok yönetim kurulu ile ilgilenmiştir. Daha sonra Higgs raporunun korunmasının yanı sıra rapora eleştiri niteliğinde Birleşik Kod yayınlanmıştır ve Birleşik Kod'da yayınlanan ilkelerin tüm şirketler tarafından uygulanmasının istendiği ancak uygulanmıyor ise nedeni ile birlikte açıklanması gerektiğine vurgu yapılmıştır (Birleşik Kod, 2003).

Daha sonraki yıllarda şirket skandallarının devam etmesi, kurumsal yönetim ile ilgili yapılan düzenlemelerin de devam etmesine neden olmuştur.

Dünya'da kurumsal yönetim alanında bu gelişmeler yaşanırken, Türkiye kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar ilk olarak 1956 yılında Türk Ticaret Kanunu ile ortaya çıkmıştır. 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış ve ilk kayda değer

hareket 1999 yılındaki OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ile olmuştur. 2002 yılında Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD) "Kurumsal Yönetimde En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adlı uygulama kodunu yayınlamıştır. 2003 yılından başlayarak SPK kurumsal yönetim alanından başlayarak tebliğler yayınlamıştır. Bu tebliğler, her geçen gün revize edilerek yayınlanmaya devam edilmektedir. SPK'nın yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu şeklindedir (SPK-KYT, 2014). Bu kavramlar üzerinde düzenlemeler yapılarak, kurumsal yönetim sistemi oluşturulmaya çalışılmıştır. Bunların yanı sıra Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), Borsa İstanbul (BİST) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) kurumsal yönetim alanında çalışmalar yapmıştır ve yapmaya devam etmektedir.

Bu tez çalışması dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, kurumsallaşma kavramından başlanarak, kurumsal yönetim kavramı açıklanmıştır. Daha sonra kurumsal yönetimin önemi, faydaları ve kapsamından bahsedilmiştir. Yine aynı bölümde kurumsal yönetimin teorileri açıklanmıştır. Kurumsal yönetimin teorileri; temsil teorisi, paydaş teorisi, işlem maliyeti teorisi, yönetim teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi şeklinde sıralanmaktadır. Daha sonra kurumsal yönetim mekanizmalarından bahsedilmiş ve her bir unsur tek tek açıklanmıştır. Kurumsal yönetim mekanizmaları; yönetim kurulu, ortaklık yapısı, yöneticilerin ücreti, yatırımcı ilişkileri ve hukuki sistemler ve koruma şeklindedir. Bu mekanizmalar işletmelerde kurumsal yönetim sisteminin kurulması ve uygulanması için oldukça önem arz etmektedir. Bunların yanı sıra bu bölümde, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında rol oynayan faktörler sıralanmıştır. Bunlar ise; risk yönetimi ve iç kontrol

sistemi, iç denetim, mali işler fonksiyonu ve finansal raporlama ve bağımsız dış denetim olarak belirlenmiş ve açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde, kurumsal yönetim anlayışının gelişimi ve yapılan yasal düzenlemeler açıklanmıştır. İlk olarak Dünya'daki kurumsal yönetim gelişmeleri ele alınmış ve kurumsal yönetim için yapılan yasal düzenlemeler açıklanmıştır. Bu söz konusu yasal düzenlemeler; Cadbury Raporu, Higgs Raporu, Sarbanes-Oxley Yasası, Greenbury Raporu, Hampel Raporu ve Birleşik Kod olarak saptanmıştır. Yine kurumsal yönetim alanında yapılan önemli bir adım olan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri bu bölümde açıklanmıştır. Dünya'daki kurumsal yönetim gelişmelerinden sonra Türkiye'deki gelişmelere değinilmiş ve ülkemizde kurumsal yönetim için yapılan düzenlemeler ve yenilikler sıralanarak açıklanmıştır. Özellikle bazı kurumların kurumsal yönetim ile olan ilgisi üzerinde durulmuştur. Bunlar; SPK ve Kurumsal Yönetim, BDDK ve Kurumsal Yönetim, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Türkiye Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumu Derecelendirmesi, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, Kurumsal Yönetim Anlayışının Türk Ticaret Kanunu'ndaki Yansımaları, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları, özel durumların kamuya açıklanması, Kamuyu Aydınlatma Platformu, birikimli oy sistemi, Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Zorunluluğu, şirketlerin internet üzerinden yatırımcıyı aydınlatması şeklinde sıralanmaktadır. Tezin yine aynı bölümünde kurumsal yönetim anlayışının gelişiminde etkili olan faktörlerden bahsedilmiştir. Bu faktörler; uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması, sermaye piyasaları arasındaki rekabetin şiddetlenmesi, özel sektörün rolünün giderek artması, uluslararası ekonomik bağımlılığının artması, ortakların içinde buldukları piyasasının rekabet şartlarının değişmesi, kaynakların etkin kullanımı, şirket performansının artması, çıkar çatışmalarının önlenmesi ve

sürdürülebilirlik, birleşme ve satın almalar ve global düzeyde yaşanan finansal krizler olarak belirlenmiş ve açıklanmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise, kurumsal yönetim sistemleri ele alınarak dünya ülkelerindeki kurumsal yönetim yapı ve uygulamalarına değinilmiştir. Kurumsal yönetim sistemleri genel olarak Anglo-Sakson ve Kıta Avrupa kurumsal yönetim sistemi olarak ikiye ayrılmaktadır ve her bir sistem bu bölümde açıklanmıştır. Daha sonra, dünyadaki başlıca ülkelerin kurumsal yönetim uygulamaları ve söz konusu ülkelerin kurumsal yönetimde nasıl bir yol kat ettiği açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmada; ABD, İngiltere, Rusya, Çin, Japonya ve Avrupa Birliği ülkeleri açıklanmıştır.

Dördüncü bölümde öncelikle kurumsal yönetimle ilgili literatürdeki, özellikle de finansal performansa dair yapılan çalışmalar geliştirmekte olan ülkelere, gelişmiş ülkelere ve Türkiye’de yapılan çalışmalar olarak üç bölüm halinde incelenmiştir. Bu bölüme müteakip, finansal performans ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki incelenmiştir. Dördüncü bölümde aynı zamanda çalışmanın amacı, kapsamı, genel olarak hipotezleri, yöntemleri ve bulguları ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

Çalışmada 2007-2013 yılları arasında her yıl BİST 100 endeksine dahil olan şirketler analiz kapsamına alınmıştır. Bu kapsamda, yedi yıl boyunca endekse dahil olan 50 şirket tespit edilmiştir ve toplam 350 gözlem elde edilmiştir. Çalışmada dengeli (balanced) veri seti oluşturulmuş olup, kayıp veri (missing value) sorunuyla karşılaşılmemiştir. Yedi yılın en az birinde dahi endekse dahil olmayan bir şirket varsa, bu şirket analize tabi tutulmamıştır. Çalışmanın veri analizinde STATA Veri Analizi ve İstatistik Programı kullanılmıştır.

Çalışmanın veri analizi kısmı üç ayrı analizden oluşmaktadır. Bu kapsamda yapılan ilk iki analiz, panel veri (panel data) ve eğilim skoru eşleştirme (propensity score matching) analizleri, temel olarak hipotez geliştirme bölümünde ayrıntılı incelenmiş olan birinci ve ikinci hipotezleri test etmek için analize dahil edilmiştir. Her iki analizle ortaya çıkarılmak istenen durum, firma performansı ile kurumsal yönetim endeksine dahil olma arasında istatistiksel anlamlı bir ilişkinin varlığının incelenmesidir. Yine bu analizler yönetim kurulu komitelerinin firma performansı üzerinde bir etki oluşturup oluşturmadığının test edilmesinde de kullanılmaktadır. Üçüncü analiz ise kurumsal yönetim endeksine dahil olan ve olmayan şirketler arasındaki durumu ortaya çıkarmak açısından, kurumsal yönetim endeksine dahil olmayla ilgili ve kurumsal yönetim notu üzerinde etki oluşturan unsurlar araştırılmaktadır.

Panel veri analizinde ve eğilim skoru eşleştirme modellerinde muhasebe temelli bir kazanç ölçüsü olan öz sermaye karlılığı bağımlı değişken olarak analize dahil edilmiştir. Buradaki temel maksat, kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın ya da kurumsal yönetimin önemli parçalarında biri olan yönetim kurulu yapısının niteliklerinin firmaların muhasebe temelli finansal performansa etkisini incelemektir. İkinci olarak da aynı değişkenlerin piyasa temelli bir performans ölçüsü olan piyasa değeri/defter değeri oranı üzerinde bir etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Analiz kapsamında ulaşılan sonuçların sadece öz sermaye karlılığı ile ilgili kısmı verilmiş olup, kurulan ikinci model, yani piyasa değeri/defter değeri bağımlı değişkenine göre kurulan model, istatistiksel olarak anlamlı bir model olmamıştır ve sonuçlara çalışmada yer verilmemiştir.

Çalışmanın kapsam bölümünde ayrıntılı bir biçimde incelenen ve analize tabi tutulan değişkenler aşağıda yer aldığı gibidir:

- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı,
- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı,
- Denetim komitesi üye sayısı,
- Denetim komitesi bağımsız üye sayısı, ve
- Riskin erken saptanması komitesi üye sayısıdır.

Çalışmada aynı zamanda da, iki adet kontrol değişkeni kullanılmıştır. Bu değişkenlerin biri büyüklükle diğeri de kaldıraçla ilgili değişkenlerdir. İlgili değişkenler aşağıda yer aldığı gibidir:

- Aktif büyüklük (log) ve
- Finansal kaldıraç oranıdır.

Çalışmanın üçüncü analizi kurumsal yönetim notunu etkileyen faktörleri belirlemeye dönük bir çalışmadır. Kurumsal yönetim notlarının belli bir alt ve üst sınırı olduğu için analiz yöntemi olarak sınırlı bağımlı değişken modellerinde en çok uygulanan yöntem olan Tobit regresyon analizine başvurulmuştur. Kurumsal yönetim notunun bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelin bağımsız değişkenleri aşağıdaki gibidir:

- Öz sermaye karlılığı (ROE),
- Piyasa değeri/defter değeri,
- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı,
- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı,
- Denetim komitesi üye sayısı,

- Denetim komitesi bağımsız üye sayısı, ve
- Riskin erken saptanması komitesi üye sayısıdır.

Analiz kapsamında aktif büyüklük ve finansal kaldıraç oranı çalışmanın kontrol değişkenleri olarak modele eklenmiştir.

Panel veri analizi ve eğilim skoru eşleştirme analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim endeksine dahil olma ile firmanın performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Yani, endekse dahil olan işletmelerle endekse dahil olmayan işletmelerin finansal performansı karşılaştırıldığında aralarında anlamlı bir farklılığın olmadığı anlaşılmıştır. Panel veri analizinde aynı zamanda yönetim kurulu komitelerinin finansal performansa bir etkisinin olup olmadığı incelenmiştir. Bu kapsamda genel olarak bakıldığında komitelerin yapısının firma performansına bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Yapılan Tobit regresyon analizi ile kurumsal yönetim notu üzerinde etkisi olan unsurlar incelenmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda hem sansürlü hem de kesikli model sonuçları ayrı ayrı gösterilmiştir. Analiz sonuçları bize firma performans göstergeleri (öz sermaye karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri) ile kurumsal yönetim notu arasında bir ilişki olmadığını göstermektedir. Yani daha yüksek finansal performansa sahip endekse dahil olan işletmelerin daha düşük finansal performansa sahip endekse dahil işletmelere kıyasla kurumsal yönetim notu arasında istatistiksel anlamlı bir fark tespit edilememiştir. Çalışmanın analiz kısmında, aynı zamanda da modelin marjinal etki sonuçları raporlanmıştır.

Tobit regresyon analizinde yönetim kurulu komitelerinin yapısındaki bazı unsurların kurumsal yönetim notu üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim

komitesi üye sayısının, denetim komitesi üye sayısının, denetim komitesi bağımsız üye sayısının, riski erken saptama komitesi üye sayısının ve aktif büyüklüğün, kurumsal yönetim notu üzerinde istatistiksel anlamlı pozitif bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Finansal kaldıraç düzeyinin ise kurumsal yönetim notu üzerinde istatistiksel anlamlı negatif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Sonuç olarak, BİST 100 firmaları için kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın firmaların finansal performansı üzerinde bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Yönetim kurulu komitelerinin yapılarının da aynı şekilde firma performansı üzerinde bir etkiye sahip olmadığı görülmektedir. Diğer bir taraftan, kurumsal yönetim notu üzerinde firma finansal performans göstergelerinin bir etkisi tespit edilememesine karşın, yönetim kurulu komitelerinin firmaların kurumsal yönetim notları üzerinde belli etkilere sahip olduğu görülmektedir.

I. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

1.1. Kurumsallaşma ve Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsallaşma ve kurumsal yönetim kavramları aynı anlamı taşıyor gibi görünse de aslında farklı anlamlar içermektedir. Aşağıda kurumsallaşma ve kurumsal yönetim kavramları geniş bir şekilde açıklanmıştır.

1.1.1. Kurumsallaşma

Kurumsal kelimesi, hukuk kurallarının, geleneklerin ve bazı uygulamaların oluşturulması şeklinde tanımlanabilmektedir. Bu tanımın nedeni ise, örgütsel oluşumların bireylerin davranışlarının şekillenmesinde önemli role sahip olmasından dolayıdır. Dolayısıyla kurumların tanımlanmasında sadece resmi şeylere değil, aynı zamanda resmi olmayan iletişimlere ve rutinlere gerek vardır (www.escape.library.uq.edu.au, 27.12.2014). Kurumsallaşma ise, yeni normların, değerlerin ve yapıların yer aldığı bir süreçtir. Bu süreç, sosyal ilişkilerde istikrarı ve öngörüyle sağlamaktadır. Özellikle resmi örgütlerde, planlı değişim çabalarını sürdürmek için mekanizmaların geliştirilmesinde önemli rol oynayan bir sistemdir (Kimberly, 1979: 447). Bunun yanı sıra bu sistem, örgütlerdeki rutin işlerin ve yapıların ortaya çıkması ile ilgili alternatif bir açıklama sunmaktadır (Khattab, Anchor and Davies, 2008: 689).

Deloitte'ye (2007) göre kurumsallaşma, profesyonel bir yönetim yapısını meydana getirmek için, işletme amaçlarının yönlendirdiği bir örgüt yapısının oluşturulması, bu örgüt yapısına istinaden iş ve görev tanımlarının yazılması, iç yönetmeliklerin oluşturulması ve ayrıca yetki ve sorumlulukların dağıtılması sürecidir (Deloitte-TKYD, 2007a: 10). Alayoğlu'na (2003) göre kurumsallaşma, bir işletmenin kurallara, standartlara, prosedürlere sahip olması, kendine özgü selamlama biçimlerinin olması, iş yapma usul ve yöntemlerini içermesi şeklinde

tanımlanabilmektedir. Böylece işletmeler diğerlerinden farklı ve ayırt edici bir kimliğe bürünmüş olmaktadır (Alayoğlu, 2003: 63). İşletmelerdeki bu ayırt edici kimlik işletmelerin duyarlı ve esnek bir yapıya dönüşmesini sağlamak ve bu da sosyal ihtiyaçlara dair uyumun varlığını ortaya koymaktadır (Alayoğlu, 2003: 62). Bunun yanı sıra, açık sistem teorisinden türetilmiş bir yaklaşım olarak kurumsallaşma, organizasyonların sadece mal ve hizmet üreten birimler olmadığı, aynı zamanda sosyal ve kültürel birer sistem oldukları vurgusunu yapmaktadır. Bu teoriye göre, organizasyonlar sadece kaynaklar peşinde koşan kurumlar değildir. Bunun yanı sıra, kendilerini nihai olarak yasal hale getirmeyi amaçlamaktadırlar (Judge and Douglas, 2006: 4). Aynı zamanda kurumsallaşma, varsayılan değerler ve sosyal ve organizasyonel inançlar üzerinde odaklanmaktadır. Bu değerler ve inançlar sayesinde örgütsel uyum söz konusudur ve bu uyum örgüte daha fazla teknik yarar sağlamaktadır (Irvine, 2008: 127).

Kurumsallaşma, işletmenin faaliyetlerine devam edebilmesi için ihtiyaç duyduğu hissedarlar, çalışanlar, toplum ve diğer organizasyonlarla olan ilişkilerinde uyguladığı süreklilik arz eden bir kalite şeklinde tanımlanmaktadır. İşletmelerde bazı unsurlar vardır ki kurumsallaşmaya bağlıdır. Bunlar; ortaklar ile kurum arası ilişkiler, kurumun kurumsal bilgi alanında gösterdiği başarı ve kurumun toplam kalite anlayışında bulunduğu noktadır. Kurumsallaşmanın gerçekleşebilmesi için bu unsurların optimum seviyede olması gerekmektedir (Gözalın, 98-99: 1). Bu bağlamda, kurumsallaşma girişimcinin, yöneticilerin ve çalışanların uyum içine çalışmasını sağlamak ve şirket verimliliğini dolaylı bir şekilde artırabilmektedir (Alayoğlu, 2003: 116).

Her işletmenin kendi has bir kurumsallaşma özelliği vardır. Burada önemli olan nokta, söz konusu işletmenin gereken seviyede kurumsallaşma kurumsallaşmadığıdır. Kurumsallaşma

hızlı bir şekilde oluşturabilecek bir iş değildir. İşletmeler zamanla gelişim göstererek, stratejiler belirleyerek, kararlar alarak kurumsallaşmaktadır (Ural, 2004: 99). Bu bağlamda kurumsallaşma, uyarlanabilir bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır (Scott, 1987: 493-494). Kurumsallaşma süreci oldukça karmaşıktır. Farklı alanlardaki sosyal aktörlerin etkileşimi ile oluşan karmaşık bir süreçtir. Aynı zamanda kuralların, değerlerin ve inançların oluşturulmasında tek etkindir (Archel, Husillos and Spence, 2011: 328-329). Sonuç itibarıyla kurumsallaşma ile şirketler bir sistem haline gelmektedir. İşletmelerde işlerin devamı kişilere bağlı kalmamaktadır. Kişiler değişse bile işlerin aksamadan yapılabileceği bir yapının oluşturulması kurumsallaşma ile mümkündür (Alayoğlu, 2003: 65).

Kurumsallaşma adına yapılan bu açıklamaların ardından kurumsal yönetim kavramının tanımına bakıldığında; işletmelerin sermayeyi ve insan kaynaklarını kendine çekmesi, etkin performans göstermesi, amaçlarına ulaşması için hukuki zorunluluk ve toplumsal sorumluluklarını yerine getirmesine yönelik olarak yasa, düzenleme, gönüllü özel sektör uygulamaları şeklinde açıklanmaktadır. Bu bağlamda kurumsallaşma, operasyonel işlerin daha doğru bir biçimde sürmesini amaçlamakta iken kurumsal yönetimde sahiplik ve kontrol unsurları söz konusu olmaktadır (Deloitte-TKYD, 2006: 4).

1.1.2. Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetim, sosyal organizasyonun ilk günlerinden beri var olan ve bugünün bir çok ülkesinde ayrıntılı anayasalara dönüşmüş idare kavramının geliştiği bir olgudur (Davies, 2006: 3). Kurumsal yönetim, yönetim kurulu, şirketin yönetimi, hissedarları ve diğer paydaşlar arasındaki bir dizi ilişkiyi içermektedir. Aynı zamanda kurumun hedefleri, hedeflere ulaşma

aracı ve performans izleme sistemleri olan yapıyı oluşturmaktadır. Nitekim, kurumsal yönetim, pay sahiplerinin vazgeçilmez haklarının yönetimi, kurumun gerçek sahibi ve hissedarlar adına ilkelerin oluşturulma şeklidir. İş etiği, şeffaflık gibi değerler doğrultusunda şirketin yönetiminde çalışan personel ile kurumsal fonlar arasındaki ayrımı yapmaktadır. Detaylı ve iyi yapılandırılmış bir kurumsal yönetim, kurumun yıllık raporlarını açıklamada yatırımcıların daha iyi anlamasını sağlamaktadır. Böylelikle yatırımcıların daha iyi yatırım kararları alması için şirketler hakkında doğru ve güvenilir bilgiler vermektedir (Bhasin, 2012: 10). Kurumsal yönetim konusu organizasyonlarda iki koşulla ortaya çıkmaktadır. Bunlardan birincisi, temsil sorunu ya da çıkar çatışması -sahipler, yöneticiler, işçiler ve tüketiciler arasındaki. İkincisi ise, işlem maliyeti şeklindedir (Hart, 1995: 678). Yıllar önce Adam Smith'in "Ulusların Zenginliği" adındaki baş yapıtında, anonim şirketlerde mülkiyetin ayrılması ve yönetim konularından bahsedilmiştir. Bu yapıtta, işletmelerde etkin bir mekanizmanın firma sahipleri ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarının çözülmesi şeklinde oluşturulduğu anlaşılmaktadır. Kurumsal yönetim modern akademik literatürde de, bir firmanın yöneticileri yerine pay sahiplerinin menfaatlerinin ön planda tutulduğu bir mekanizma olduğu ifade edilmiştir (Bai et al., 2003: 4-5).

Kurumsal yönetim kavramı dünya literatüründe "corporate governance" olarak isimlendirilmektedir. Kurumsal yönetim, işletmelerin ortaklarını, hissedarlarını ve çalışanlarını göz önünde bulundurarak faaliyetlerini devam ettirdikleri ve bu taraflara karşı planladığı amaçları yerine getirirken yasalara ve etik değerlere uyan ve sonuç itibarıyla işletme değerini ve performansını artıran bir mekanizma olarak açıklanmaktadır (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 159-160). Adam Smith 1776 yılında yayınlamış olduğu Ulusların Zenginliği adlı kitabında kurumsal

yönetim ile ilgili olarak "Anonim şirket yöneticilerinin, kendi kazandıkları paradan ziyade başkalarının parasının yöneticisi olması nedeniyle bu parayı aynı titizlikle gözetmeleri beklenemez. Böyle bir şirketin yönetiminde israf ve ihmal, az veya çok daima hakim olur." gibi açıklamalar yapmıştır (Smith, 1776; aktaran Sönmez ve Toksoy, 2011: 59).

Bu bağlamda kurumsal yönetim, anonim ortaklıkların kuralına uygun bir şekilde yönetilmesini durumudur. Kuralına uygun yönetim ise, anonim ortaklığın pay ekseninde örgütlenen, kişiyle kaim olmayan, anonim ortaklık menfaati olarak adlandırılan ve anonim ortaklığın kendisine özgü olan amaçlara yönelen; kendi mülkiyetine sahip olanların ve kendisini kontrol edenlerin bireysel menfaatlerinin ve inisiyatiflerinin etkilerinden mümkün olduğunca soyutlanan ve çeşitli kesimlerden oluşan menfaat gruplarının meşru menfaatlerini gözetten bir sistem anlamına gelmektedir (Deloitte-TKYD, 2007b: 3). Kapsamı oldukça geniş olan kurumsal yönetim kavramı; sözleşmeler, kurumsal tasarımlar ve mevzuat gibi teşvik mekanizmalarının kullanımı ile kurumların nasıl verimli yönetilmesi gerektiğinin araştırıldığı bir sistemdir (Zheka, 2006: 5).

Genel olarak dünya ve Türkiye literatüründe kurumsal yönetim kavramı tanımları ve açıklamaları şu şekildedir:

Cadbury Raporu'nda (1992) kurumsal yönetim, işletmeyi yöneten ve denetleyen bir mekanizma olduğu şeklinde bir tanım yapılmıştır.

Shleifer ve Vishny (1997) 'e göre kurumsal yönetim, yatırımcıların yaptıkları yatırımlardan getiri elde etme garantisi sağlanması ile ilgili bir kavramdır.

Millstein (1998) ise, kurumsal yönetimi, bir işletmenin hak sahiplerine ve kamuoyuna zarar vermeden, verimlilik paralelinde her türlü mali hakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesi ve dolayısıyla ortakları için uzun vadede ekonomik kazanç yaratmasını sağlayan, özel sektör uygulamaları, yönetmelik ve kanun bileşimi olarak açıklamaktadır.

Sloan (2001) ise kurumsal yönetimi, işletmenin yönetsel ve finansal alanları arasındaki farklılıkların ortaya çıkardığı performansı olumsuz etkileyen sorunların çözülmesini sağlayan bir sistem şeklinde tanımlamıştır.

Higgs Raporu (2002) kurumsal yönetimi, işletmelerin sahiplerine fayda yaratması koşuluyla yönetilmesini sağlayan yapı ve süreçler olduğunu ifade etmiştir.

TÜSİAD'a (2002) göre kurumsal yönetim, dar anlamda, toplumun değerlerine saygı göstererek, uygulandığı kurumlarda beşeri ve mali sermayeyi çekmesi, uzun vadede ortaklarına ekonomik anlamda değer katması adına oluşturulmuş, kanun, yönetmelik, kod ve uygulamalardır. Geniş anlamda ise, bireylerin ortak bir amaç etrafında bulunarak bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi sistemidir.

OECD'ye (2004) göre kurumsal yönetim, işletmenin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki ilişkileri kapsayan, işletme hedeflerinin belirlendiği bir yapı oluşturan ve aynı zamanda belirlenmiş işletme hedeflerine nasıl varılacağını ortaya koyan bir mekanizmadır. Bunun yanı sıra, işletme performansının nasıl denetleneceğini gözeten, tepe yönetimin ve yönetim kurullarının işletmenin ve hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmesini sağlayan, işletme amaçlarına ulaşmak için teşvik ve etkin bir denetim sağlayan bir sistem olarak açıklanmaktadır.

Aksu ve Köseadağ (2005) kurumsal yönetimi, anonim şirketlerde var olan temsil maliyeti sorunu ve bu sorunun neticesinde ortaya çıkan bilgi asimetrisi ve çıkar çatışmalarını azaltmak için düzenleyici kurumların ve şirketlerin gönüllü olarak geliştirdikleri bir dizi prensip, ilke ve kurallardan oluşan bir sistem şeklinde tanımlamıştır.

Luo (2005) kurumsal yönetimi, şirketin stratejik yönlendirmesini ve performansını açıklayan ve kontrol eden, işletme ve hak sahipleri arasındaki ilişkileri açıklayan bir mekanizmadır şeklinde ifade etmiştir.

World Bank (2006)'a göre işletmede yapıları ifade eden kurumsal yönetim, işletmelerin kontrolü ve yönü ile ilgili olan bir süreçtir. Kurumsal yönetim; yönetim, yönetim kurulu, pay sahipleri, azınlık hissedarlar ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkiyle ilgilenmektedir. İyi bir kurumsal yönetim, şirketlerin performanslarının artmasına ve dış sermaye erişimine olumlu anlamda etki yaratmaktadır.

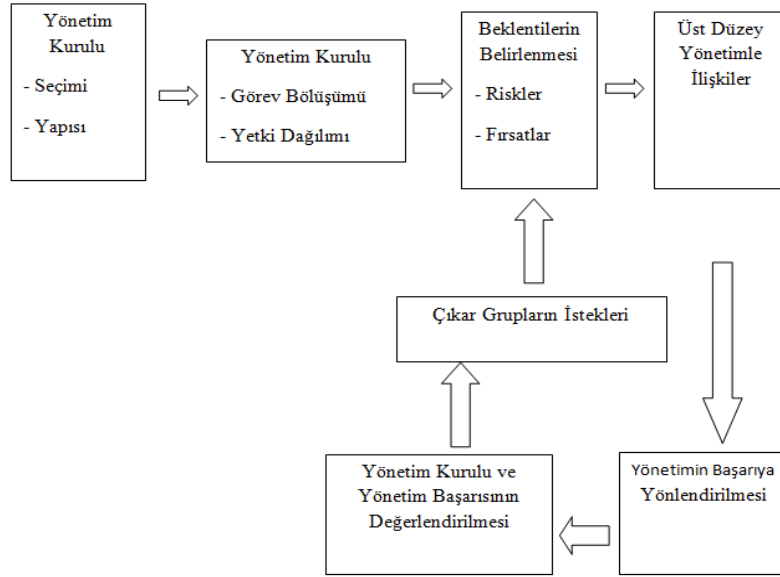
Çıtak (2006) kurumsal yönetimi, şirket hissedarları ve yöneticileri arasındaki çıkar çatışmalarının çözülmesi ve işletme sahipliği ve yönetim arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi ile ilgili olan bir sistem şeklinde açıklamıştır.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte'nin (2006) ortak yayını kurumsal yönetim için, işletmelerin sermayeyi ve insan kaynaklarını kendine çekmesi, etkin bir performans göstermesi, belirlenen amaçlara ulaşması, hukuki zorunlulukları ve toplumun işletmeden istediklerini yerine getirmesine yönelik, yasa, düzenleme ve gönüllü özel sektör uygulamalarıdır şeklinde bir tanımlama getirmiştir.

Kim ve Yoon (2007) ise kurumsal yönetimi, hileyi durdurmak veya inaktif hale getirmek için kurumsal yöneticiler tarafından yapılan kurumsal refahı ve performansı artırıcı performans geliştirme ve aksaklık giderici kontrol mekanizması şeklinde tanımlamıştır.

Tüm bu yapılan tanımlamalardan ve açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, sonuç itibarıyla kurumsal yönetim, işletmelerin iyi bir şekilde yönetilebilmesi için ihtiyaç duyulan şeffaflık, hesap verilebilirlik, sorumluluk ve adillik ilkeleri ile oluşturulmuş ve tüm dünyada kabul görmüş ilkeler ve kurallar olarak karşımıza çıkmaktadır (Çonkar, Elitaş ve Atar, 2011: 85).

KURUMSAL YÖNETİM DÖNÜŞÜMÜ



Şekil 1.1. Kurumsal Yönetim Dönüşümü

Kaynak: Aysan, 2007: 92.

Şekil 1.1'de, işletmenin yönetim biçimi içinde kurumsal yönetimin işleyişi özetlenmiştir. İyi bir kurumsal yönetim sistemi,

yönetim kurulu üyelerinin iyi ve uygun eğitim almış olmasını, işletmenin yürütme işleri içinde görevli bulunmayan bağımsız üyelerin bulunmasını, üyeler arasında yetki ve görev bölüşümünün yapılmasını olanak vermelidir. Yönetim kurulu, işletme ile ilgili olan hedeflerini belirlemeli ve karşılaşılabilecek riskleri saptamalı ve fırsatları değerlendirmelidir. Belirlediği hedefler ve öngördüğü riskler doğrultusunda yıllık bütçeyi yöneticilere vermeli ve de bütçe ile belirlenen hedeflerin takip edilmesi yöntemini oluşturmalıdır (Aysan, 2007: 91).

1.1.3. Kurumsal Yönetimin Kapsamı

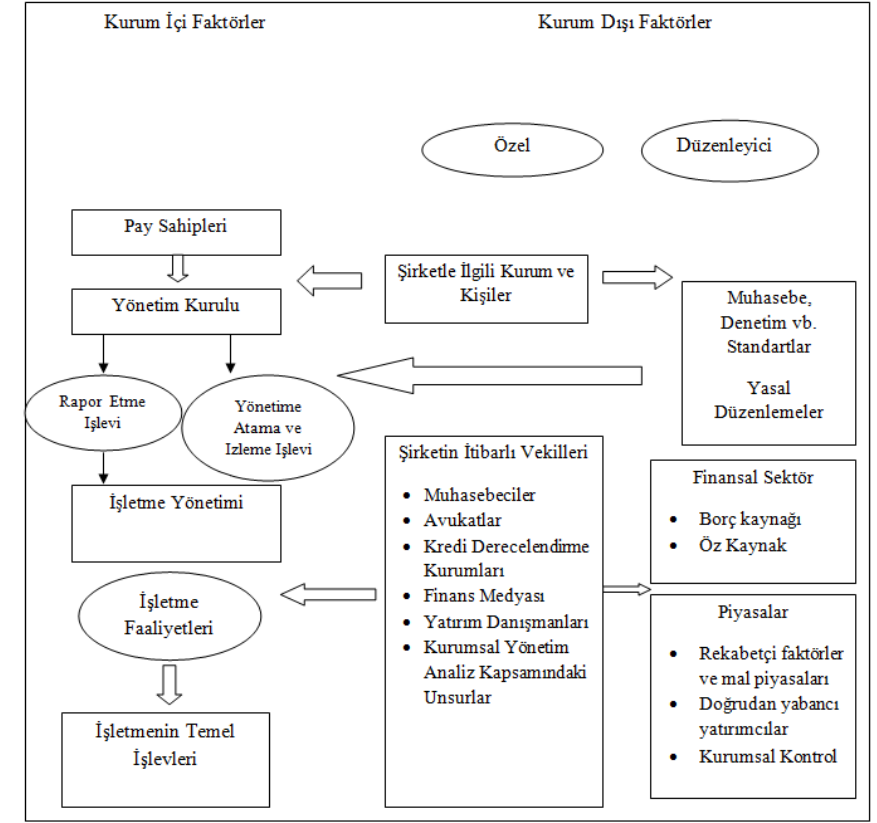
Kurumsal yönetim, işletmelerde gözetici otoritenin uygulandığı ve denetlendiği kurallar, ilişkiler, sistemler ve süreçlerin tümünden meydana gelmektedir (Alacaklıoğlu, 2009: 48). Kurumsal yönetim, bir şirketin refahı için ve onun farklı paydaşları için oldukça önemlidir. Paydaşlar; pay sahipleri, kredi verenler, çalışanlar, tüketiciler ve kötü ya da yetersiz kurumsal yönetim uygulamaları tarafından riske maruz kalan yatırımcılardır. (Osuji; Aras and Crowther, 2008: 21).

Aynı zamanda kurumsal yönetimin kapsamında yasa, düzenleme ve özel sektör uygulamaları yer almaktadır. Böylelikle işletmeler etkin performans gösterebilmekte, amaçlarına daha rahat ulaşabilmekte, toplumsal beklentileri ve hukuki zorunlulukları yerine getirebilmekte ve sermayeyi ve insan kaynaklarını kendine çekmesi ancak bu şekilde gerçekleşebilmektedir (Deloitte-TKYD, 2006: 4). Bu bağlamda, kurumsal yönetim sistemini oluşturan öğeler (Alacaklıoğlu, 2009: 48):

- İyi kurumsal davranışın ilke ve kuralları,
- Kurumsal yönetimi düzenleyen ve denetleyen kurumlar,
- Hukuki yapı,
- Yönetim Kurulu'dur.

Aynı zamanda kurumsal yönetim, işletme değerlerini, stratejisini, sorumlulukların net bir şekilde atanmasını ve kişilerden yönetim kuruluna kadar karar veren otoriteyi, yönetim kurulu, uzman yönetim ve denetçiler arasındaki sistemi geliştirmeyi kapsamaktadır. Buna bağlı olarak bağımsız ve iç denetim fonksiyonlarını içeren iç kontrol sistemlerini oluşturmayı, çıkar çatışmalarının güçlü olduğu işletmelerde riske maruz kalma seviyesini gözlemlemeyi ve de kamuya bilgi akışını sağlayacak finansal ve yönetsel teşvikleri de kapsamaktadır (Göçen, 2010: 110).

Genel itibarıyla kurumsal yönetim, yönetici-hissedar çatışmasının sonucu şeklinde değerlendirilmektedir. Ancak gerçek olan bir durum vardır ki işletmelerin kurumsal yönetim mekanizmalarını bir çok iç ve dış etken şekillendirmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 9). İç etkenler tüm pay sahipleri, özellikle bir sorumluluk rejimine tabi olan yöneticiler ve işletmenin tüm çalışanlardan oluşmaktadır. Dış etkenler ise, yatırımcılar, üreticiler, tedarikçiler, müşteriler, iş ortakları ve bu kategorilerde yer almayan diğer alacaklılardan oluşan geniş bir kitleden meydana gelmektedir (Deloitte-TKYD, 2007: 4).



Şekil 1.2. Kurumsal Yönetimin Yapısı

Kaynak: Gürbüz ve Ergincan, 2004: 10.

İşletmelerde kurumsal yönetim mekanizmasını şekillendiren bir çok unsur vardır. Bunlar iç etmenler olabileceği gibi dış etmenler de olabilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 9-10). Kurum içi etmenler; pay sahipleri, yönetim kurulu, işletme yönetimi ve işletmenin temel işlevlerinden oluşmaktadır. Kurum dışı faktörler ise; özel ve düzenleyici olmak üzere iki kategoride yer almaktadır. Özel olan tarafta; şirketle ilgili olan kurum ya da kişiler, muhasebeciler, avukatlar, kredi derecelendirme kurumları, finans medyası, yatırım danışmanları ve kurumsal yönetim analiz kapsamındaki unsurlar şeklindedir. Düzenleyici

kategorisinde ise, muhasebe denetim ve standartlar, yasal düzenlemeler, finansal sektör ve piyasalar yer almaktadır (Şekil 1.2).

1.2. Kurumsal Yönetimin Kazanımları

Kurumsal yönetimin kazanımları, kurumsal yönetimin önemi, faydaları ve amacı şeklinde aşağıda açıklanmıştır.

1.2.1. Kurumsal Yönetimin Amacı

Kurumsal yönetim yapısının işletmeler için iki önemli amacı söz konusudur. Bunlardan birincisi, işletme performansın artırılması diğeri ise, işletmelerin uyumunun sağlanmasıdır (Oman, 2001: 13). Bu iki temel amaçla ilintili olarak kurumsal yönetimin amaçları şu şekildedir (Sönmez ve Toksoy, 2011: 58):

- Tepe yöneticilerinin kendi çıkarları doğrultusunda kullandıkları güç, yetki ve sorumlulukların kötüye kullanımını engellemek,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının net olarak ifade edilmesi,
- Vekalet maliyetlerinin düşürülmesi,
- Azınlık hisselerine sahip hissedarların haklarının korunması,
- Tarafların karşılıklı yükümlülüklerinin saptanması,
- Yönetimde şeffaflığın oluşturulması,
- Yerli ve yabancı yatırımcıların güvenliğinin oluşturulması,
- Şirketin performansını artırılması ve buna bağlı olarak büyüme ve karlılığın sağlanması şeklinde sıralanmaktadır.

Bu bağlamda, kurumsal yönetim başta pay sahipleri olmak üzere doğrudan ve dolaylı menfaat sahiplerinin beklentilerini yerine getirmektedir (Gürbüz, 2005: 16). Kurumsal yönetim ile yönetim ve denetim süreçlerinin net, tutarlı ve hesap verilebilir bir şekilde gerçekleştirilmesi ve işletmedeki hissedarların güveninin kazanılması amaçlanmaktadır (Dağlı, Ayaydın ve Eyüpoğlu, 2009:21). Aynı zamanda kanunlara uyma, çevrenin korunması ve etik kurallar gibi olgularla paralel hareket eden kurumsal yönetimin bir başka amacı da kurumun en iyi performansla faaliyetlerini sürdürmesini sağlamaktır (TÜSİAD, 2002: 9).

Kurumsal yönetim uygulamaları ile hissedarların çıkarları uyumlaştırılmakta ve çatışmalar azaltılmaktadır. Hissedarlar memnun edilirken, şirket performansı artırılmaya çalışılmakta ve sonuç itibarıyla planlanan hedeflere ulaşılarak ekonomiye katkı sağlanmaktadır (Çıtak, 2006: 146). Bu bağlamda kurumsal yönetimin genel olarak amacı, işletmelerin en iyi şekilde yönetilmesi yolu ile hissedarların haklarının kullanılabilirdiği bir mekanizmanın oluşturulmasıdır (Pamukçu, 2011: 135).

Genel olarak kurumsal yönetim patron-temsilci ilişkisi sorunu üzerinde odaklanmaktadır. Patronlar işletmelerde yönetimi sağlamak için yöneticiler (temsilciler) istihdam etmektedir. Bu bağlamda, çıkarları çoğunlukla farklı olan yatırımcıların ve yöneticilerin belirli bir noktada bir araya getirilmesi, işletmelerin yatırımcının yararına çalışmasının sağlanması kurumsal yönetimin temel amacı olarak görülmektedir (Çıtak, 2006: 148).

1.2.2. Kurumsal Yönetimin Önemi

Adelphia, Enron, Parmalat, Tyco, Maxell Corporation, Barings Bank, WorldCom ve benzeri olaylar kurumsal yönetim

kavramının önemini vurgulayan skandallar olarak görülmektedir. Söz konusu bu büyük skandallar nedeniyle bazı yasal düzenlemeler ve yaklaşımlar oluşturulmaya başlanmıştır. Yatırımcılar, kredi verenler ve diğer yararadaşlar ilişki içinde buldukları işletmelerin daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olup olmadığı konusunda bilinçlenmişlerdir. Dolayısıyla kurumsal yönetim son dönemlerde oldukça önem arz eden bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır (Büyükalvarcı and Abdioğlu, 2010: 70). Klasik modelin hissedar beklentilerini karşılayamaması ve günümüzde hissedarların sahiplere göre daha üstün hale gelmiş olması kurumsal yönetimin önemli hale gelmesine neden olmuştur (Davies, 2006: 4). Aynı zamanda kurumsal yönetimin dünyada, özellikle, güvenlik ve sürekli gelişen ekonomiye etkisi nedeniyle önemli olduğu anlaşılmaktadır (Zheka, 2006: 5). Yatırımcıların gereksinim duydukları bilgilerin tam, açık, kolay ve doğru bir şekilde işletme sahipleri tarafından yatırımcılara aktarılması, yatırımcıların söz konusu şirketlere güven duyabilmesi açısından önem arz etmektedir. Bu da yatırımcı güveni olgusunun ancak kurumsal yönetim uygulamaları ile gerçekleştirilebileceğini göstermektedir (Pamukçu, 2011: 134). Yani kurumsal yönetimin uygulamaları ile piyasa ekonomisinde güven ortamı yaratılmakta ve sermaye maliyeti düşmekte ve işletmeler kaynakları daha etkin bir biçimde kullanmaktadırlar. Bu olumlu durumlar da büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir (OECD-TKYD, 2004: 9).

Shliefer ve Vishny (1997) kurumsal yönetimin bu denli önemli olmasının nedenini, şirketlere yatırım yapan sermaye sahiplerinin yaptıkları yatırımlar karşısında elde etmeyi amaçladıkları kazancı güvence altına alan bir mekanizma oluşturmasını göstermektedirler. Bu kazançlar yatırımlar açısından çok önemlidir. Çünkü bu kazançlar olmadan sermayenin şirketlere akması mümkün olmayacaktır. Hatta

gelirlerin düşmesine ve istihdamın azalmasına neden olacaktır. Sonuç itibarıyla, eğer problem bir bölge ya da ülkede yaşanıyorsa, bu sorunlar ülke ekonomisinin büyümesine engel olacaktır (Shliefer and Vishny, 1997).

Türkiye'de ise 2000-2001 krizlerinden sonra kurumsal yönetim kavramı önem kazanmaya başlamıştır. Çünkü söz konusu krizlerin en önemli nedenleri, işletmelerin kötü yönetilmesi ve iyi bir denetim mekanizmasının olmamasıdır (Dağlı, Ayaydın ve Eyüpoğlu, 2009: 19). Bu bağlamda, kurumsal yönetim ile şirketler finansal raporların doğruluğunu, kalitesini, güvenilirliğini ve şeffaflığını artırmaya çalışmaktadır. Dolayısıyla işletmeler, iç kontrol yapısının artan kalitesine bağlı olarak, şirket taraflarının çıkarları doğrultusunda korunmaktadır (Dağlar ve Pekin, 2011: 33). Böylelikle sermaye piyasalarının gelişimini ve işlemlerini de kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi etkilemektedir (Ararat, 2003: 1). Aynı zamanda kurumsal yönetimin önem arz ettiği başka bir yön ise, uygulandığı işletmelerde ve içinde bulunulan finansal piyasalarda yeniden yapılanma sağlanması, işletmelerin gelişimine katkı sağlanması, sermaye maliyetini azaltması, finansman olanaklarının ve likiditenin artmasını sağlanması ve de sermaye piyasalarından fon sağlamayı kolaylaştırmasıdır (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 395). Gelişen piyasalarda kurumsal yönetimin iyileştirilmesi, önemli kamu politikası hedeflerine hizmet edebilmektedir. İyi bir kurumsal yönetim; mali açık nedeniyle ortaya çıkan krizleri azaltmakta, mülkiyet haklarını güçlendirmekte, işlem ve sermaye maliyetini azaltmakta ve sermaye piyasasının gelişimine katkı sağlamaktadır. Zayıf bir kurumsal yönetim ise, yatırımcı güvenini azaltmakta ve dış yatırımın düşmesine neden olabilmektedir (World Bank, 2006: Giriş).

Sonuç itibariyle, küreselleşme, işletmeleri bir rekabet yarışına sokmaktadır. İşletmelerin rekabette başarılı olabilmeleri büyüme hızlarını etkilemektedir. Büyüme hızlarını artırmak ve büyümede süreklilik kazanmak, işletmelerin uluslararası alanda uyum çalışmalarına dahil olması ile alakalıdır. İşte bu uyum çalışmalarından en önemlisi de kurumsal yönetim faaliyetleri olarak bilinmektedir (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009: 101).

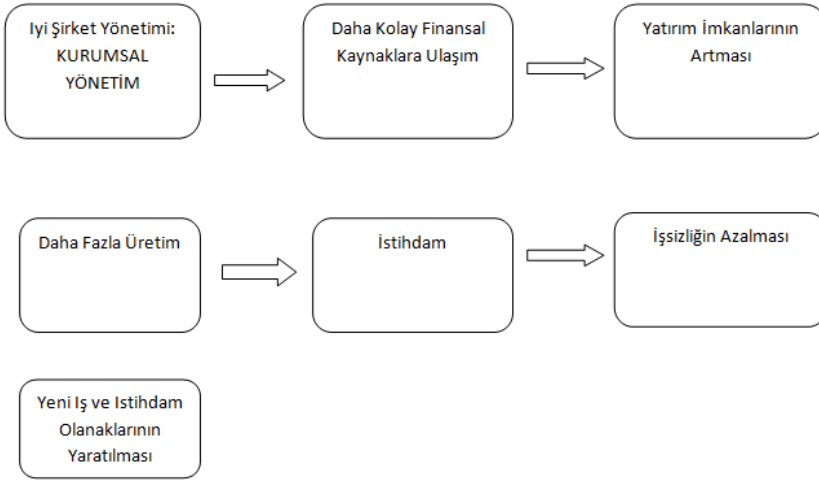
1.2.3. Kurumsal Yönetimin Faydaları

Kurumsal yönetim uygulamaları şirketlerde bir çok avantajlar yaratabilmektedir. Bu avantajlardan kasıt; karar alma ve denetim süreçlerinin rasyonelasyonu, hisse sahipleri ile olan ilişkiler ve mali piyasalardaki farklı finansman tekniklerini kullanabilme yeteneği olarak sıralanabilmektedir (Toraman ve Abdioğlu, 2008: 97). Dolayısıyla kurumsal yönetim uygulamaları işletmelerin içsel fayda sağlayabilmesi açısından önemli bir olgudur (Sakarya, Kutukız ve Ülker, 2012: 236). Bir çok akademisyene göre, kurumsal yönetim uygulamaları kurumsal başarısızlık riskini azaltmaktadır (Abdo and Fisher, 2007: 43). İşletmeler için kurumsal yönetimin faydaları; krizlerin daha rahat atlatılması, finansman fırsatlarının ve likiditenin bol olması, düşük sermaye maliyeti şeklinde sıralanabilmektedir. Dolayısıyla bu fırsatlar işletmelerin sermaye piyasalarına daha kolay dahil olmasını sağlamaktadır (Dağlı, Ayaydın ve Eyüpoğlu, 2010: 19). Aynı zamanda işletmelerde yönetim sürecinin ve kurumsal yönetim kalitesinin pozitif olması, işletme faaliyet sonuçlarını olumlu şekilde etkilemekte ve bu da etkin piyasa koşulunun sağlanması ile hisse senedi fiyatlarının artması şeklinde kendini gösterebilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 1).

Aynı zamanda kurumsal yönetim temsilci sorununu gidererek, modern kurumlarda kontrol ve sahiplik yapısının birbirinden ayrılmasını sağlamaktadır. Daha önceki çalışmalar da

göstermektedir ki, kurumsal yönetim uygulamaları hissedarlar ve firma değeri üzerinde ferahlık etkisi yaratmaktadır (Chung et al., 2003: 163). Böylece iyi bir kurumsal yönetim anlayışı, şirket içi sorunları azaltarak gelecekteki nakit akışları ile ilgili yatırımcıların iyimser olmasını sağlamakta ve aynı zamanda hissedarların denetim ve izleme maliyetlerini azaltarak, şirketteki sermaye maliyetini düşürebilmektedir (Kim and Yoon, 2007: 2). Kurumsal yönetim yatırımcıların getiri elde etmesini sağlayan bir mekanizmadır. Bu yatırımcılar, içerdekiler ya da dışarıdakiler olabilir. Bir çok çalışmaya göre kurumsal yönetimin özelleştirilmiş şirketlerin performansları üzerine etkisi vardır. Kurumsal yönetim aynı zamanda sermaye piyasasını, yasal ve kurumsal sistemi izlemeyi de içermektedir (Boubakri, Cosset and Guedhami, 2004: 76).

Sonuç itibariyle kurumsal yönetim uygulamaları ilk olarak şirket düzeyinde bir etki yaratmakta ve söz konusu olumlu etkiler makro düzeyde ortaya çıkmaktadır. Makro düzeydeki yansımalar ise, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının artması, ülke imajının yükselmesi, krizlerin daha kolay atlatılması, kaynakların daha etkin dağıtılması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması ve ülkede refahın sağlanması şeklindedir (Babuşçu, 2007: 334).



Şekil 1.3. Kurumsal Yönetimin Makro-ekonomik Etkileri

Kaynak: Aktan, 2006: 14.

Şekil 1.3'de de görüldüğü üzere, kurumsal yönetim iyi bir şirket yönetimi anlamına gelmektedir. Kurumsal yönetimin olması, daha kolay finansal kaynaklara ulaşım sağlamak ve yatırım imkanlarının artmasına olumlu etki yapabilmektedir. Aynı zamanda daha fazla üretim, daha fazla istihdam ortamı da yaratabilmektedir. Böylelikle de işsizlik azaltılabilmektedir.

1.3. Kurumsal Yönetim Teorileri

Kurumsal yönetim teorileri; temsil teorisi, paydaş yaklaşımı, işlem maliyeti teorisi, yönetim teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi ve sistem teorisi şeklinde sıralanabilmektedir. Söz konusu teoriler aşağıda açıklanmıştır.

1.3.1. Temsil Teorisi (Agency Teory)

Modern işletmelerin ortaya çıkmasıyla servetin kontrolü ve sahipliği birbirinden ayrılmaya başlamıştır. Servetin sahipleri bu serveti kendileri yönetmek isteseler de artık modern işletmelerin

ihtiyaçları dolayısıyla bu imkansız bir hal almıştır. Bunun bir sonucu olarak da, modern işletmelerin çoklu sahiplik yapısına dönüştükleri ve bu sahiplerin de kendi paylarını maksimum etmeye çalıştıkları görülmektedir (Davis, Schoorman and Donaldson, 1997: 22). Yöneticilerin pay sahiplerinin çıkarlarını maksimum edecek şekilde hareket etmesini sağlayan etkili kurumsal kontrol yapısı, kurumsal yönetim ve finasta oldukça önemli konulardan biri haline gelmiştir. Bir kurumsal şirkette, pay sahipleri sermayedardır ve yöneticiler de onların adına çalışan ve onların çıkarlarını maksimum etmeye çalışan temsilcilerdir (Bonazzi and Islam, 2007: 7). Bu bağlamda temsil teorisi, pay sahipleri ve yöneticilerin çıkarlarını belli bir dengede tutma durumu ile ilgilidir ve firmanın yöneticileri ile firma sahiplerinin çıkarları arasında içsel bir çatışma olduğu temeline dayanmaktadır. İlk çalışmalara bakılacak olursa 1976'larda Adam Smith bu çatışmayı tanımlamıştır ama bunun önemi 1800'lü yılların sonunda kapitalizmin gelişmesine kadar fark edilememiştir. 1900'lü yılların başında firmanın sahiplik ve kontrol yapısı birbirinden ayrılmıştır (Nicholson and Kiel, 2007: 8).

Temsil teorisi olarak adlandırılan bu olgudaki temel ilke, diğer bir çok unsurun yanı sıra bilgi asimetrisidir. Bu kapsamda şu iki unsur temsil maliyetini karakterize etmektedir. Bunlardan birincisi, güç ve zenginlik konusunda taraflar arasında çıkar çatışmasının olması, diğeri ise, temsilcilerin sahiplerden daha fazla bilgiye sahip olması ve bu bilgisini diğer paydaşlarının yararına kullanmaktansa kendi çıkarına kullanmasıdır (Slyke, 2006: 162). Temsilci teorisi, pay sahiplerinin işletmenin varlıklarına dair karar verme süreçlerini, şirketin yönetimine yani işletmeyi yasal olarak temsil eden temsilcilere bırakılması durumudur. Böyle bir durumda gizli bir temsil ya da etik bir problem ortaya çıkabilmektedir. Pay sahipleri ile temsilcilerin

çıkarları birbirinden ayrılabilir. Bu durumda, yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket edip etmediklerin ortaya çıkarılması oldukça zor ve maliyetli olabilmektedir (Peck and Ruigrok, 2000: 421). La Porta, Lopez-de-Silanes, ve Shleifer'in (1998) de desteklediği gibi büyük işletmelerdeki merkezi temsil probleminin temelinde, kontrolü elinde bulunduran pay sahipleri tarafından azınlık pay sahiplerinin ellerindekilerinin alınması durumu da vardır. Bunu yapmak için bir çok yola başvurulmaktadır. Bunlar, aşırı yüksek yönetici tazminatları, kredi garantileri, transfer fiyatlama, ilişkili şirketler ve hisse sulandırma gibi yollardır (La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer, 1998; aktaran Bai and et al., 2003: 5).

Temsil teorisinde yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki bilgi asimetrisi ve yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesi olguları, hissedarların kendi temsilcilerine güvenmeme sorununu ortaya çıkarmaktadır. Aynı zamanda temsilcilerin bir çok motivasyon kaynaklarının olması, durumlar karşısında kendi çıkarlarını ön plana çıkaracak şekilde davranabilmelerine neden olabilmektedir (Wong, 2009:84). Bu bakımdan temsil teorisi, işletme sahiplerinin sorunlarını ortaya çıkaran bir teori olarak anılmaktadır (Bohren and Odegard, 2004: 3).

Temsil teorisinde, pay sahipleri sermayedar iken yöneticiler temsilcidir ve ortada bir temsil maliyeti söz konusudur. Bu maliyet, şirket pay sahiplerinin şirket yönetimini üstlenmeleri durumunda elde edecekleri ile yöneticilerin onlara sağladıkları getiri arasındaki farklılık olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda temsil teorisi, temsil maliyetini azaltan mekanizmaları belirtmektedir. Bu mekanizmalar, yöneticilerin pay sahiplerinin çıkarlarını maksimum etmeye amaçlayan teşvik planlarını da içermektedir. Bu durumlara örnek olarak üst düzey

yöneticilere düşük fiyattan sağlanan hisse senetleri gösterilebilmektedir. Böylelikle şirket yöneticileri hisse senetlerinin fiyatlarını yükseltmeyi amaçlayarak hem kendi çıkarını maksimum etmeyi hem de pay sahiplerinin daha fazla getiri elde etmesini sağlayabilmektedir. Diğer benzer durumlara örnek olarak, yönetici tazminatları verilebilmektedir. Yönetici tazminatları uzun vadeye ertelenerek, kısa vadede şirketin kurumsal değerine zarar veren durumların önüne geçilmiş olunur ve yöneticilerin şirketin uzun vadeli planlamalarını yapması ile gelecekteki getirileri artırması sağlanmaktadır (Donaldson and Davis, 1991: 50).

Genel itibariyle yönetim kurulunun kurumsal performans üzerinde bir etkisinin olduğu bilinmektedir. Temsil teorisi, bağımsız yöneticilerin büyük oranının herhangi bir çıkar faaliyetini fark etmesinin ve izlemesinin mümkün olduğunu göstermektedir. İzlemenin sonucu olarak, işletme sahiplerinin temsil maliyetleri düşmekte, yöneticilere kişisel çıkarlar anlamında daha az fırsat sağlanmakta ve sonuç itibariyle pay sahiplerine daha fazla getiri elde etme durumu söz konusu olmaktadır (Nicholson and Kiel, 2007: 9-10).

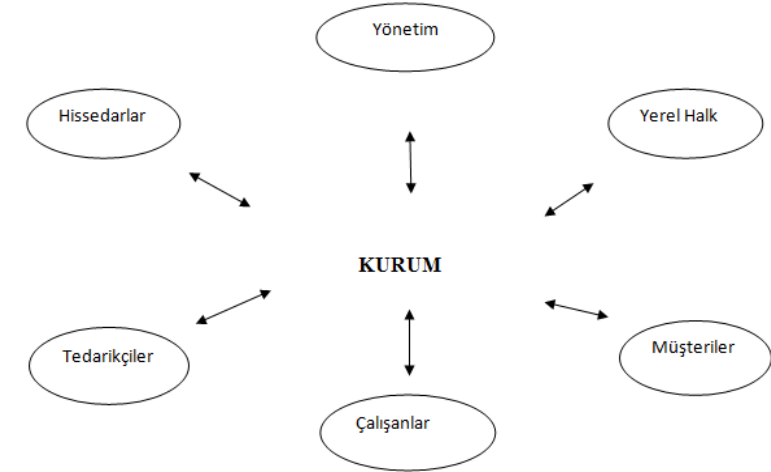
Temsil sorununun olmadığı bir durumda, şirketteki herkes şirketin karını ya da net piyasa değerini artırmaya yada maliyetleri azaltmaya odaklanmaktadır. Böyle bir durumda bireyler kendi sorumluluklarını en iyi şekilde yerine getirmeye çalışmaktadır. Böylelikle verilen çabalar ve katlanılan maliyetler doğrudan geri alınmış olmakta ve şirket içerisindeki insanları teşvik etmek için teşvik planlarına gerek kalmamaktadır. Kurum içerisinde her hangi bir anlaşmazlık olmayacağı için de kurumsal yönetim yapısına ihtiyaç olmamaktadır (Hart, 1995: 678).

1.3.2. Paydaş Yaklaşımı (Stakeholder Theory)

Paydaşın geleneksel tanımı şu şekildedir. Organizasyonların amaçlarının başarılarını etkileyen ya da onlardan etkilenen herhangi biri ya da gruptur. Paydaş kavramındaki genel fikir, organizasyonun yeniden tanımlanmasıdır. Genel olarak bu kavram, bir organizasyonun nasıl olduğu ya da kavramsallaştığıyla ilgilenmektedir. (Fontaine, Haarman and Schmid, 2006: 3).

Bu bağlamda paydaş yaklaşımı, genel itibariyle işletmeleri finanse eden hissedarlar, işletmeye borç veren bankalar ve işletme yöneticileri arasındaki ilişkileri oluşturan biçimsel ve biçimsel olmayan kurallardan meydana gelmektedir. Paydaş yaklaşımı, işletmenin risklerinin ve getirilerinin nasıl dağıtılacağı ve işletme kontrolünün nasıl yapılacağını belirleyen sistemlerden bahsetmektedir (Çıtak, 2006: 148). Paydaş kavramıyla ilgili tüm ilkeler ve bahsedilen düşünceler literatürde normatif paydaş teorisi olarak bilinmektedir. Normatif pay sahipleri teorisi, yöneticilerin ve paydaşların nasıl davranması gerektiğini ve organizasyonun amaçlarını nasıl görmesi gerektiğini içermektedir. Diğer bir paydaş teorisi ise, tanımlayıcı paydaş teorisidir. Bu teori ise, yöneticilerin ve paydaşların nasıl davrandığı ve kendi eylem ve rollerini nasıl gördükleriyle ilgilenmektedir. Enstrümantal paydaş teorisi ise, kendi çıkarına göre davranan yöneticilerin nasıl davranmasıyla ilgilenmektedir. Bazı teorik çalışmalarda kendi çıkarına davranmak organizasyonun çıkarına davranmakla aynı anlama geldiğine inanılmaktadır. Genellikle karın maksimum edilmesi ya da pay sahiplerinin değerinin maksimum edilmesi anlamı taşımaktadır. Bu durum, organizasyonun paydaşları kavramına uygun hareket etmesinin uzun dönemde organizasyona daha fazla fayda

sağlayacağı anlamı taşımaktadır (Fontaine, Haarman and Schmid, 2006: 4).



Şekil 1.4. Paydaş Yaklaşımı Modeli

Kaynak: Freeman, 2001: 42.

Yukarıdaki Şekil 1.4, tipik bir büyük işletmedeki paydaşları resmetmektedir. Her bir grup diğerini fayda, maliyet, haklar ve görevler bakımından etkileyebildikleri için menfaatleri karşılıklıdır. Örneğin, tedarikçiler firmanın başarısı açısından hayati önem taşımaktadır. Hammadde gibi unsurlar ürünün kalitesini ve fiyatını belirleyen önemli özelliklerdir. Eğer firma, tedarikçilere kendileri açısından oldukça önemli iş ortaklarıymış gibi davranırsa, onlara ihtiyaçları olduğu durumda bunun karşılığını fazlasıyla alacaktır. Müşteriler kaynaklarını firmanın ürünleriyle değiştiren kesimdir ve karşılığında ürünlerin faydalarını elde etmektedirler. Gelir açısından müşteriler firmaların can damarıdır. Büyük işletmelerdeki kazançların yeniden yatırıma dönüştüğü düşünüldüğünde aslında müşteriler hizmet ve ürünlerin geliştirilmesinde en direk bir rol

üstlenmektedirler. Yerel toplum firmaya yeni birimler kurabilme hakkını vermekte ve karşılığında da firmanın yarattığı sosyal ve ekonomik çıkarlardan pay almaktadır. Bunun karşılığında yerel toplum, firmanın hem çevreye hem de topluma faydalı olmasını beklemektedir (Freeman, 2001: 42-43).

İşletmelerde bir çok farklı grup paydaş olarak sayılabilmesine karşın literatürde genel olarak aşağıdaki gruplar paydaşlar olarak kabul edilmektedir (Fontaine, Haarman and Schmid, 2006: 6-7).

- Medya
- Kamu
- İş ortakları
- Gelecek nesiller
- Geçmiş nesiller
- Akademisyenler
- Rakipler
- Kar amacı gütmeyen kuruluşlar
- Paydaş temsilcileri, birlikler vb.
- Finansçılar ve hisse senedi sahipleri
- Devlet, düzenleyici otoriteler ve karar vericiler.

Paydaş teorisinin gelişimindeki temel sorun, teorisinin amacı ve doğası hakkında bir karışıklık olmasıdır. Örneğin, paydaş teorisi, doğrudan ya da dolaylı olarak tanımlayıcı amaçlar için kullanılmıştır. Aslında paydaş yaklaşımının iki amacı vardır. Bunlar; organizasyonun faaliyetlerinin nasıl olacağını tanımlanması ve örgütsel davranışların tahminine yardım şeklindedir (Donaldson and Preston, 1995: 69).

Paydaş teorisi, yöneticilerin şirketteki tüm paydaşların çıkarlarının dikkate alınması için karar alması gerektiğini söylemektedir. Aynı zamanda paydaşlar şirketi etkileyebilecek tüm bireysel ya da grupları kapsamaktadır. Bunlar sadece finansal davacılar değil aynı zamanda müşteriler, toplum, çevre, teröristler, hırsızlar, şantajcılardır (Jensen, 2001: 299).

Paydaş teorisine göre, şirketler tüm müşterilerine dikkat etmelidir, önem vermelidir. Yöneticilerin, firmayı etkileyebilecek olan tüm müşterilerine önem vermeleri, paydaş teorisinin tamamen değer maksimizasyonu ile paralel olduğunu göstermektedir (Jensen, 2001: 305). Bu bağlamda paydaş teorisi, yatırımcıların çıkarlarına dikkat eden, pay sahiplerinin servet maksimizasyonunu amacı olan bir teoridir (Phillips, Freeman and Wicks, 2003: 481).

Paydaş teorisi, örgütsel yönetim ve etikle ilgili olan bir teoridir. Aslında stratejik yönetimin tüm teorileri, örtülü olsa da bazı ahlaki değerlere sahiptir. Bu tüm örgütsel teorilerin ahlaki boyutlu olduğu anlamına gelmemektedir. Ahlak kavramı bu teoride, doğasında olan bir kavram anlamına gelmektedir. Örneğin bu akım, örgütsel düzenlemeleri, örgütlerin yeniden yapılandırılması sırasında işlemleri göz ardı etmeyi ve yöneticilerin mevcut ilişkilerini görmezden gelmeyi savunmaktadır. Bu yükümlülükler, diğer güçlü yükümlülüklerin üstesinden gelebilmekte ancak bu söylem ahlaki bir konudur ve eğer ima edilirse, maruz kalan incelenmelidir (Phillips, Freeman and Wicks, 2003: 480-481).

1.3.3. İşlem Maliyeti Teorisi (Transaction Costs Theory)

İşlem Maliyet Teorisi (Transaction Cost Theory-TCT) ya da İşlem Maliyeti Ekonomisi (Transaction Cost Economics-TCE), büyük çaplı stratejik ve organizasyonel sorunların analizinde

oldukça önemli bir mahiyet kazanmıştır. İşlem maliyeti teorisi özellikle şirket birleşmelerinde, dikey entegrasyon kararlarında, şebeke ve diğer hibrit yönetim formlarında sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır. Teori, alanını daha da genişletmiştir ve özellikle firmaların uluslararasılaşmasında ve yapısal düzenlemelerde kendini göstermektedir (Martins et al., 2010: 5).

Bu kapsamda, firmaların sınırları kurumsal yönetimin bir fonksiyonu olmalıdır. Diğer önemli bir boyut ise, teori sadece işlemlerin yönetimi değil aynı zamanda uzun süreli sözleşmeler ve diğer hibrit formlar üzerine odaklanmaktadır (Martins et al., 2010: 6). Teori, işlemlerin farklı karakteristiklerinin olduğundan bahsetmekte ve temel olarak 3 işlem karakteristiğinden söz etmektedir. Bunlar: varlık özellikleri, belirsizlikler ve işlemlerin sıklığıdır (Boudreau et al., 2007: 1126). Teori, işlemlerin temel ekonomik birimler olduğunu savunmakta ve bir işlemin gerçekleşmesinin bir ürün ya da hizmetin alış verişiyle olabileceğini savunmaktadır. İşlem maliyetinin ise, bu ekonomik değişimin yapılaş sırasında gerçekleştiğini söylemektedir. İşlem maliyetleri ürünlerin ya da hizmetlerin üretilmesinden çok farklıdır. Genel olarak motivasyon ve koordinasyon maliyetleri olarak ayrılmaktadır. Fırsatçılık ve temsil maliyeti motivasyon maliyetlerini oluşturmaktadır. Koordinasyon maliyetleri ise, araştırma maliyetleri, girdi maliyetleri ve ölçme maliyetlerinden meydana gelmektedir. Gerçek hayatta bu maliyetler çoklu ekonomik değişimlere kadar genişletilebilmektedir (Boudreau and et al., 2007: 1126).

İşlem maliyeti teorisinin araştırdığı temel araştırma konusu, neden ekonomik işlemlerin modern toplumda olduğu gibi organize edildiklerini belirlemektir. Özellikle, neden bazı ekonomik işlemler firmanın sınırları içinde içselleştirilmişken, diğerleri dış birimlerle ilişkilendirilmektedir. Daha basit bir

anlatımla, neden işletmeler yaptıkları şeyi yapmaktadırlar? Ya da Madhok'un (2002) bahsettiği gibi firmalar yapmadıkları şeyi neden yapmamaktadır? Teori, piyasada işlem yapmanın maliyetlerinden bahsetmekte ve bu maliyetlerin piyasa dışındaki diğer mekanizmalarla azaltılabileceğini söylemektedir (Madhok, 2002, aktaran, Martins and et al., 2010: 6-7). Bu bağlamda teorinin temel argümanı, karar vericilerin, bir işlemeye dair maliyetleri minimize eden alternatifler arasında seçim yapmasıdır (Boudreau et al., 2007: 1126). Teori genel olarak işlem maliyetlerine odaklanmış olsa dahi, işlemleri organize eden temel kriter hem üretim maliyetlerini hem de işlem maliyetlerini ekonomize eden bir yaklaşımdır. Eğer bir piyasayı kullanan toplam maliyetler çok yüksekse, hiyerarşik üretim gibi diğer yönetim yapıları daha uygun olacaktır (Boudreau et al., 2007: 1126). İşlem maliyetlerine kıyasla üretim maliyetlerinin değerlendirilmesi daha kolay olmasına karşın, işlem maliyetleri firmanın toplam maliyetlerinin önemli bir kısmını oluşturmaktadır. İşlem maliyetleri, araştırma-bilgi, anlaşmaların taslak haline getirilmesi ve görüşülmesi, anlaşmanın güvenceye alınması gibi maliyetlerinden oluşmaktadır. Nihai maliyetler, girdilerin değerlendirilmesini, sonuçların yorumlanmasını ve izleme ve icra edilmesini içermektedir (Martins et al., 2010: 6-7).

Teorinin asıl avantajı, pay sahipleri ve yöneticilerin arasındaki sözleşmeden kaynaklanan problemlerin araştırılmasında güçlü bir çerçeve oluşturmaya yardımcı olmasıdır. Kurumsal yönetim ve kurumsal finans problemlerinin, teorisinin yerleştirilmesiyle analiz edilebileceği savunulmaktadır (Saravia and Chen, 2008: 2).

1.3.4. Yönetim Teorisi (Stewardship Theory)

Yönetim teorisinde, yöneticiler kendilerine emanet edilen kaynakları iyi yöneten güvenilir kişilerdir. Yöneticiler iyi kararlar almaktadır, çünkü çalışma hayatları yönettikleri işletmelerde devam etmektedir. Genel olarak, çalıştıkları şirketin hissedarlarının haklarını maksimize etmeye çalıştıklarından dolayı, iyi bir kurumsal performans da ancak içerdeki yöneticiler ile mümkün olabilecektir (Nicholson and Kiel, 2007: 10). Bu bağlamda yönetim teorisi, iki temel unsurdan meydana gelmektedir. Bunlardan birincisi, yöneticiler genel olarak güvenilirlerdir dolayısıyla temsil maliyetini minimize edilebilecektirler. Çünkü burada yöneticilerin itibarı söz konusudur. İkincisi ise, yönetim teorisine göre, dış ve bağımsız yöneticiler bazı özelliklerden yoksun olabilmektedir. Bunlar; bilgi, zaman ve kaynak şeklinde sıralanabilmektedir (Nicholson and Kiel, 2007: 11). Bu teorinin arkasında yatan temel fikir, insanların fırsatçı, güvenilir ve kişisel çıkarları peşinde koşan, neo-klasik bakış açısından farklı ve daha geniş bir şekilde değerlendirilmesidir. Bu kapsamda teorinin genel amacı, ilkeler bazında organizasyonların performansını, organizasyonun merkezine koyan yönetici davranışlarıdır. Teori aslında insanların temsilci olduklarında fırsatçı olduğunu kabul etmekte, fakat insanları sadece kişisel çıkarların motive edemeyeceğini vurgulamaktadır (Lindqvist and Mijovski, 2012: 19). Yönetim teorisi, yöneticilerin sadece bireysel çıkarlarıyla motive edildiği bir teoriyi değil, temsil ettikleri kişilerle ortak paydalar nezdindeki çıkarlarca motive edildiğini söylemektedir. Yönetim teorisinde uzun vadeli ilişkiler geliştirilerek güven, kolektif amaçlar tarafından desteklenmektedir (Slyke, 2006: 164). Yönetim teorisi, bireylerin kendi yararlarına hizmet eden kişisel amaçlarından öte, uzun vadeli grup çıkarlarını yerleştiren davranışlar ve tavırlar olarak literatürde tanımlanmaktadır.

Liderler, organizasyonel eylemler için kişisel sorumluluk almakta ve organizasyonel güçlerini paydaşların refahını artırmak için kullanmaktadırlar. Denge sorunu, kişisel sorumluluk almaya dair anahtar rol üstlenmektedir. Ortak refahı artırmak için çalışırken, liderler, hem organizasyonun içerisinde hem dışarısında paydaşlara yükümlülüklerini dengelemeyi amaçlamaktadırlar, çünkü daha yüksek moral toplumsal değerlere bağlanılmıştır. Bu da bize yönetimin sadece resmi kurullarla yaratılamayacağı fakat organizasyon yapısıyla bu sürecin hızlandırılabilirliğini göstermektedir. (Hernandez et al., 2007: 24-25).

Anlaşılmaktadır ki, yönetim teorisinde, yöneticiler bireysel çıkarları tarafından motive edilmemektedirler. Aksine yöneticilerin çıkarları ile pay sahiplerinin çıkarları birleşmektedir. Yönetim teorisi, göreceli olarak yeni olduğu için, teorik katkısı yeterince kurulamamış olabilmektedir. Önceleri araştırmacılar temsil teorisi ile yönetim teorisini karşılaştırmışlardır. Fakat yönetim teorisinin psikolojik unsurlarını ve yapısını yeterince incelememişlerdir. Yöneticilerin karakteristik özelliklerini anlamak temsilci ve temsil edilen arasındaki ilişkileri açıklamak açısından oldukça önemlidir. Yine aynı şekilde teori, çok sık çalışılmasına karşın teorinin altında yatan varsayımlar ve mekanizmalar nezdinde çok fazla araştırılmadığı görülmektedir. Araştırmacıların bir ön yargısı olarak da temsil teorisinin kötüyü, yönetim teorisinin de iyiyi ifade ettiği görülmektedir (Davis, Schoorman and Donaldson: 1997: 21).

Sonuç itibarıyla, uzun vadeli bakış yeteneği ve bilgiye olan erişim hızı, karar alma sürecinde en önemli etkenler olarak görülmektedir. Örneğin, içerideki yöneticiler kaliteli bilgiye sahiptir. İçerideki yöneticiler tarafından alınan kararlardan olan

uzun vadeli yatırımlara yapılan harcamalar, içerideki yöneticilere ve CEO'lara ödenen tazminatlar, söz konusu yöneticilerin doğru ve dengeli karar almasını etkilemektedir. Bu bağlamda, içerideki yöneticiler işletmeyi daha yakından tanımakta ve şirket ile ilgili bilgilere daha kolay ulaşabilmektedir. Bu da şirket ile ilgili daha doğru ve bilinçli kararlar alınmasını sağlamaktadır (Nicholson and Kiel, 2007: 11-12).

1.3.5. Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory)

Kaynak bağımlılığı teorisi, özellikle yönetim kurulunun işletme performansının artırılmasında en temel unsur olduğunu ifade etmektedir. Hillman, Canella, and Paetzold, (2000) and Palmer and Barber (2001) gibi araştırmacılar, yönetim kurulunun, işletmenin kendisi ve dış çevresi ile bağlantısı sağlayan önemli bir kaynak olduğunu belirtmişlerdir (Hillman, Canella, and Paetzold, 2000; Palmer and Barber, 2001, aktaran Nicholson and Kiel, 2007: 13). Genel itibariyle kaynak bağımlılığı teorisine göre, kaynakların içeriği değişken olmakla birlikte, yönetim kurulunun önemli kaynaklara ulaşmadaki yeteneği vurgulanmaktadır. Kaynakların değeri, firmanın ihtiyaçları doğrultusunda değişebilmektedir. Ancak gerçek bir kanıt vardır ki, dış çevreyle ilişkili olan yönetim kurulu firma için en yüksek değere sahip olan kaynak olarak görülmektedir (Nicholson and Kiel, 2007: 13).

Bir başka açıdan bakıldığında, kaynak bağımlılığı teorisinde, organizasyonlar amaçlarını başarabilmek için aktif seçimler gerçekleştirmektedirler. Öncelikle teoride kaynakların sınırlı olduğu vurgulanmaktadır. Bu nedenle de birden çok organizasyonun bu kaynaklara erişim için rekabet ettiği söylenmektedir. Kaynakların elde edilmesi için farklı aktörlere ihtiyaç vardır. Hayatta kalmak için bu aktörlerin yardımıyla dış çevreden bu kaynakları elde etmeye çalışmaktadırlar.

Organizasyonlar öncelikle bu aktörlere bağımlı olma durumunu azaltmakta ve birlikler kurarak bu kaynaklara erişme imkanı sağlamayı amaçlamaktadırlar (Hessels and Terjesen, 2010: 206-207). Kaynak bağımlılığı teorisi, çevredeki diğer aktörlerin kaynaklarına erişimi içermekte ve kaynakların sınırlılığının organizasyonları nasıl diğer alternatif kaynaklara yönlendirecek yenilikler peşinde koşulduğunu da göstermektedir (Hessels and Terjesen, 2010: 205).

Kaynak bağımlılığı teorisi, örgütsel davranış üzerindeki dış faktörlerin etkisini tanımaktadır. Bu teoriye göre yöneticiler, çevre belirsizliğini ve bağımlılığını azaltmak için hareket edebilmektedir. Bu eylemlerin merkezi, yaşamsal kaynaklar üzerinde kontrol edilen iktidar kavramıdır. Organizasyonlar genellikle diğerleri üzerindeki kendi güçlerini artırmaya çalışırken, kendi üzerlerindeki başkalarının gücünü azaltmaya çalışmaktadır (Hillman, Withers and Collins, 2009: 1404).

1.4. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Kurumsal yönetim mekanizmaları, kurumsal yönetim uygulamalarının yapılabilmesi için gerekli olan unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunlar; yönetim kurulu, ortaklık yapısı, yöneticilerin ücretleri, yatırımcı ilişkileri ve hukuki sistemler ve koruma olarak sıralanabilmektedir.

1.4.1. Yönetim Kurulu

İşletmelerde yönetim kurulları, raporlama sistemini kontrol etmek, yöneticileri iş stratejileri konusunda yardım etmek ve yöneticilerin hissedar adına fazla harcama yapmadıklarından emin olmak için kurulan yapılardır (Alacaklıoğlu, 2009: 24). Bu bağlamda yönetim kurulu, yasal ve etik düzenlemeler ışığında gözetim görevini üstlenmektedir. Söz konusu gözetimler, iç kontroller ve hileleri önlemede bağımsız

denetçinin tarafsızlığını, kaliteli muhasebe politikalarını, finansal riskleri önceden tespit etme fırsatını sağlayabilmektedir (Uyar, 2004: 155). Bu nedenle, işletme yönetiminde en üst seviyede olan yönetim kurulunun asıl görevi, icradan sorumlu yönetimin kararlarının ve uygulamalarının işletmenin ve de toplumun uzun vadede çıkarlarını gözetmesini sağlamaktır (Ararat, 2003: 2). Yönetim kurulunun kurum için bu denli önemli amacından dolayı yönetim kurulu üyelerinin nitelikli, yetkin ve bağımsız, yani şirket ile çıkar çatışması olmayan kişilerden meydana gelmesi gerekmektedir (Alayoğlu, 2003: 89-90).

İşletmeler için önemli bir yapı olan yönetim kurulunun faaliyet esasları (SPK-KYT, 2014):

- Yönetim kurulu faaliyetlerini adil, hesap verebilir, şeffaf ve sorumlu kıstasları çerçevesinde yürütmektedir.
- İşletmenin faaliyet raporunda yönetim kurulu üyelerinin görev dağılımları ve yetkileri açıklanmaktadır.
- Yönetim kurulu gerekli komitelerin görüşünü alarak, şirkette hissedarları ve diğer menfaat sahiplerini etkileyebilecek risklerin etkisini azaltmak adına risk yönetim, bilgi sistemleri ve süreçlerini de kapsayacak şekilde iç kontrol mekanizması oluşturmaktadır.
- Faaliyet raporunda bilgi vermek üzere iç denetim sisteminin işleyişini ve etkinliğini gözden geçirmektedir.
- Yönetim kurulu başkanı ile icra başkanı/genel müdürün yetkilerinin açık bir şekilde belirlenmesi ve ayırımın esas sözleşmede yer alması gerekmektedir.

- İcra başkanı/genel müdür ile yönetim kurulu başkanının aynı olduğu işletmelerde söz konusu durumun nedeni ile birlikte KAP'a açıklanması gerekmektedir.
- Yönetim kurulu, işletme ile hissedarlar arasında iletişimi sağlamak ve oluşabilecek anlaşmazlıkları giderilmesinde öncülük etmektedir. Dolayısıyla yönetim kurulu, kurumsal yönetim komitesi ve yatırımcı ilişkileri bölümü ile işbirliği içerisinde.

Bir işletmenin başarılı olabilmesi için yapılan faaliyetlerin tümünden yönetim kurulu sorumludur (Higgs raporu, 2003). Bu bağlamda yönetim kurulu şirketlerin en önemli ve stratejik organı olarak karşımıza çıkmaktadır. Yönetim kurulu üst düzey karar alarak ve yürütme ve temsil mercii yoluyla hissedarlarına sürekli kazanç yaratma amacındadır. Bunun yanı sıra toplumdaki diğer çıkar sahiplerine, işletmelerin müşteri, çalışan ve tedarikçilerine karşı sürekli devam eden bir sorumluluğu söz konusudur (TÜSİAD, 2002: 15).

İşletmelerde yönetim kurulu oldukça önemli bir rol üstlenmesine karşın belli sebepler dolayısıyla uygulamadaki etkililiğini azaltacak sorunlarla karşılaşabilmektedir. Yönetim kurulu, icracı yöneticilerden ve bağımsız yöneticilerden oluşmaktadır. Yönetim kurulunun icracı üyelerinin kendi yaptıkları eylemleri gerektiği gibi gözetimden geçirmeleri çok uygun görünmemektedir. Diğer bir taraftan ise, bağımsız yönetim kurulu üyeleri de belli nedenler dolayısıyla bu görevi yeterince yerine getiremeyebilmektedirler. Örneğin, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirkette önemli bir finansal çıkarı olmayabilen ya da firmanın performansının onların değerine çok fazla katkısı olmayabilmektedir. İkinci olarak da, bağımsız yönetim kurulu üyeleri çok meşgul olabilmekte ve şirketin faaliyetlerine dair bir çok bilgiyi bilmeyecek kadar farklı işlerle

uğraşabilmektedirler. Yine bağımsız yöneticiler, icradaki diğer yöneticiler tarafından atandıkları için, onlara karşı bağımsız olmayabilmektedirler. Ve onlara sadakat bağıyla bağlı olabilmektedirler. Aynı şekilde ücret aldıkları için icradaki yöneticilere karşı yeterince açık davranamayabilmektedirler (Hart, 1995: 681).

Yönetim kurulu nezdinde otoritenin ayrıştırılması önemlidir. Güçlü ve hesap verebilir bir yönetim kurulunda dışarıdan seçilen yöneticilerin güçlü bir şekilde bağımsızlık taşımaları gerekmektedir. Ortakların çok fazla olmadığı ve belli kişilerde tüm payların toplanmış olduğu şirketlerde, yönetim kurulları diğer paydaşlara karşı sınırlı bir hesap verebilirlik anlayışıyla davranabilmektedirler. Kurullarda bağımlı ve bağımsız yöneticiler arasında belli bir dengenin kurulmuş olması hesap verebilirliği artırmaktadır (Standard and Poor's Governance Services, 2004: 14).

Kurumsal yönetim sistemi açısından yönetim kuruluna bakılacak olursa, yönetim kurulu kendisine verilen yetki ile şirketin menfaat sahiplerini gözetecek bir yönetim tesis etmektedir (Deloitte-TKYD, 2006: 9). Bu bağlamda, yönetim kurulu kurumsal kararların alındığı organ olarak karşımıza çıkmakta ve kurumsal yönetim uygulamalarının en önemli unsuru olduğu anlaşılmaktadır. Söz konusu kurumsal kararlar, işletmelerin gideceği yön ile ilgili politikaları belirlemek, üst düzey yöneticileri atamak, yönetmek, denetlemek ve ödüllendirmek, işletmenin stratejisinin altına imza atmak olarak sıralanabilmektedir (Alacaklıoğlu, 2009: 53). Sonuç itibarıyla görülmektedir ki, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki bağı oluşturan yönetim kurulu, en etkili kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Çünkü işletmenin gözetimi her daim bu olgunun sorumluluğundadır (Gürbüz, 2005: 1).

1.4.2. Ortaklık Yapısı

İşletmelerde sahiplik ve kontrol yapısı çoğu zaman birlikte idare edilmektedir. Kontrol yapan işletme çalışanları, çoğu zaman işletmenin hissedarı durumundadır. Bu nedenle potansiyel olarak kurumsal yönetim açısından ortaklık yapısı oldukça önemli bir unsurdur. (Denis and McConnell, 2001: 3). Yönetim yapısı üzerinde sahiplik yapısının etkisi yasal prosedürlerde olduğu gibi kolay anlaşılabilir değildir. Özellikle şirketlerin hisse senetlerini ellerinde bulunduran ve kimliği bilinmeyen küçük ortakların durumu belirsizlik taşıyabilmektedir. (Dyck, 2000: 18).

Bir çok zaman, firmaların sahiplik yapısı ile kurumsal yönetim yapısının firma performansı üzerinde nasıl bir etki yaratacağı, dikkat çeken konulardan biri olmuştur. Kurumsal yönetim açısından baktığımızda, yöneticiler ile sahipler arasındaki çıkar çatışması ve/veya büyük paydaşlar ile küçük paydaşlar arasındaki ilişkiler, firma performansı üzerinde etki edebilmektedir. Temsil maliyeti açısından temsil eden ve edilen arasındaki çıkar çatışması, bir nevi yönetimin düşük performansına işaret etmekte ve yatırımların etkinliği konusunda şüpheler uyandırabilmektedir. Kontrolü elinde bulunduran paydaşlar ve küçük yatırımcılar açısından sorun aslında büyük ortakların kendi çıkarlarını küçük ortakların üzerinde görmeleri ve küçük ortaklara maliyet yükleyebilmelidir. Görüldüğü üzere, içeriden daha fazla bilgiye sahip olan aktörler, aslında firma değeri artmasa dahi kendi değerlerini maksimum edebilme kabiliyetine sahip olabilmektedirler (Bebczuk, 2005: 6).

Aslında sahiplik, kontrol ve firma değeri arasındaki ilişki sanıldığı kadar aksine daha karmaşıktır. Örneğin şirketin yönetiminin ortaklar tarafından yapılması, şirketin paydaşları açısından yöneticilerin daha az çıkar çatışması yaşamasını sağlayabilmektedir (Denis and McConnell, 2001:3). Sahiplik yapısı,

yatırım fırsatları ve firma değeri birlikte belirlenebildiklerinden dolayı bu faktörler arasında içsellik problem olabilmektedir. Firma değeri ile sahiplik yapısı arasında anlamlı ilişkiler olsa dahi bu tür hipotezler içsellikten dolayı tamamen çürütülemez değildir (Lemmon and Lins, 2003: 1446).

Sahiplik yapısının performans üzerinde ya da firma değeri üzerinde etkisi sıklıkla çalışılmasına karşın henüz bu etki açıkça ortaya koyulmuş değildir. Bunun nedeni aynı anda hem pozitif hem de negatif sonuçların ortaya çıkması ve de içselliktir. Bir çok çalışma sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi Tobin's Q ile ölçmeye çalışmaktadır. Diğer çalışmalarda ise, kurumsal yönetim açısından büyük ortakların etkinliğinin şüpheli olduğunu savunmaktadırlar. Sahiplik yapısı ile kurumsal performans arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı ve sahipler tarafından kontrol edilen firmalar ile, yöneticiler tarafından kontrol edilen firmalar arasında performans açısından bir farklılık olmadığını söylemektedirler. (Altunbaş, Kara and Rixtel, 2007: 20).

1.4.3. Yöneticilerin Ücreti

Yönetim kurulu üyelerinin ücretleri, üyenin kurula harcadığı zaman ve üyelik görevlerini yerine getirmesine bağlı olarak belirlenmektedir. Üyelerin temel ücretleri, icra başkanına verilen sabit ücretin saat başına hesaplanması ile oluşturulmaktadır. Zaman ise, üyenin toplantılara katılımı, toplantı öncesi ve sonrası hazırlığı ve işletme için harcamış olduğu süre dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Kişilerin performansını yansıtması ile de primler ve diğer ödüller belirlenmektedir (TÜSİAD, 2002: 23).

Ücretlendirme paketlerinde yöneticilerin performansları değerlendirilirken şu iki unsur oldukça önemlidir (Greenbury Raporu):

- Hem bireysel hem şirket düzeyinde, performans ile ödül arasındaki ilişkinin uygun şekilde kurulması gerekmektedir.
- Yöneticilerin çıkarları ile pay sahiplerinin çıkarları, şirketin gelişimini destekleyen şekilde olmalı ve birbiriyle uyumlu hale getirilmelidir.

Yöneticilerin çıkarları ile pay sahiplerinin çıkarlarını ortak bir noktada buluşturan mekanizmalardan bir diğeri de uygun şekilde yapılandırılmış yönetim tazminatlarıdır. Bu tür avantajlar, hisse senedi fiyatına dayandırılabilmesi gibi muhasebe temelli performans ölçütleri baz alınarak da hesaplanabilmektedir. Bu tür çalışmalarda sonuçlar, çoğu zaman elde olan veri ile sınırlı olsa dahi, yapılan istatistiksel çalışmalardan Amerika, Almanya ve Japonya'da yönetici tazminatları ile firma performansı arasında yapılan testlerde istatistiksel anlamı bir pozitif ilişki elde edilmiştir (Bai et al., 2003: 7).

Şirketteki üst yöneticilerin maaşlarının belirlenmesinde, şirketi iyi tanıyan ve pay sahiplerinin isteklerine cevap verebilecek niteliklere sahip bir grubun yetkilendirilmesi gerekmektedir. Fakat bu grup içerisinde alınan ücret kararlarından dolayı, bu grup üyelerinin herhangi bir finansal çıkar elde etmemesi de gerekmektedir. Bu grubun aynı zamanda, her yıl pay sahiplerine şirketin üst düzey yöneticilerin ücretleriyle ilgili yaklaşımlarını bir raporla sunması ve her bir yöneticinin ücretine esas teşkil eden unsurları da ayrıntılı olarak belirtmesi gerekmektedir (Greenbury Raporu).

İşletmenin saptanan ve kamuya açıklanan operasyonel ve finansal performans hedeflerine ulaşmasından sorunlu olan organ, yönetim kurulu olarak karşımıza çıkmaktadır. Yönetim kurulunca, hedeflenen amaçlara ulaşıp ulaşılmadığı değerlendirilmekte ve eğer ulaşılamamışsa gerekçeler yıllık faaliyet raporlarında açıklanmaktadır (SPK-KYT, 2014). Bunun yanı sıra, yönetim kurulunda bulunan üyelerin ve idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ücretlendirme ile ilgili durumları, genel kurul toplantısında ayrı bir madde olarak, işletme ortaklarının görüşüne sunulmalıdır. Bunun karşılığı olarak da, pay sahipleri görüşlerini iletmelidirler (SPK-KYT, 2014). Aynı zamanda kar payı, pay opsiyonları ya da işletenin performansına dayalı ödeme planları, işletmelerde bağımsız yönetim kurullarının ücretlendirilmesinde kullanılmamaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlıklarını koruyacak şekilde ücretlendirme sistemlerinin olması gerekmektedir (SPK-KYT, 2014).

Bunların yanı sıra işletme, idari sorumluluğu bulunan bir üyeye ya da herhangi bir yönetim kurulu üyesine borç verememektedir. Üçüncü bir kişi aracılığıyla da şahsi kredi gibi şeyler kullandıramamaktadır. Ancak, bireysel kredi veren kurumlar bunun dışındadır ve her türlü hizmetten söz konusu kişilere yarar sağlayabilmektedir (SPK-KYT, 2014).

Ayrıca, idari sorumluluğu bulunan yöneticiler ile yönetim kurulu üyelerine ödenen ücretler, sağlanan tüm menfaatler yıllık faaliyet raporlarında yer almaktadır. Açıklamaların kişi bazında yapılması gerekmektedir (SPK-KYT, 2014).

1.4.4. Yatırımcı İlişkileri

Yatırımcı ilişkileri bölümü, ortakları ile yatırımcılar arasındaki iletişimi sağlamaktadır. Bu bölüm, ortaklık genel

müdürü ya da genel müdür yardımcısı veya diğer idari sorumluluğu bulunan yöneticilerden birine doğrudan bağlı çalışmaktadır. Aynı zamanda bölüm, yürütmekte olduğu faaliyetlerle ilgili yılda bir kez yönetim kuruluna rapor hazırlamak durumundadır. Bu bölümün görevi, kamuya açıklanması şartı ile başka birimlerce de yerine getirilebilmektedir (SPK-KYT, 2014).

Söz konusu bölümün görevleri şu şekildedir (SPK-KYT, 2014):

- Ortaklar ile yatırımcılar arasındaki iletişimde, kayıtların iyi bir şekilde tutulmasını sağlamak.
- Ortakların ortaklıkla ilgili olan bilgi taleplerine yazılı olarak cevap vermek.
- Pay sahiplerinin bilgisine sunulan dokümanları hazırlamak.
- Sermaye piyasası mevzuatında yer alan kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma gibi yükümlülüklerin yerine getirilip getirilmediğini denetlemek.

Aynı zamanda yatırımcı ilişkileri, şirketler ile yatırım toplumu arasında devam eden faaliyet iletişim aktiviteleri için kullanılan bir kavramdır. Yatırımcı ilişkileri, hisse senedi piyasasında şirketin var olan pay sahipleri ile, potansiyel yatırımcılarla, analistlerle ve gazetecilerle şirketin iletişimini ifade eden bir çok düzenleyici ve gönüllü faaliyeti içeren bir süreçtir (London Stock Exchange, 2010: 7). Yatırımcı ilişkileri bir çok biçimde olabilmektedir. Örneğin, yatırımcılar ile ilişkiler, şirket haber bültenleri, yıllık raporlar ve web site gibi. Şirketlerin kullandığı iletişim araçları, paydaşları bilgilendirmek için tasarlanmıştır. Böylece yatırımcılar, şirket işleri hakkında daha

fazla bilgiye sahip olabilmektedirler (London Stock Exchange, 2010: 7).

1.4.5. Hukuki Sistemler ve Yasal Koruma

Kurumsal yönetimin en önemli unsuru finansörler için somutlaşan ulusal yasalarla ilgili olarak yasal korumadır. Ulusal yasalar, firmalara yatırım yapılması açısından önem arz etmektedir (Dyck, 2000: 9). La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998)'e göre de, kurumsal yönetim mekanizması açısından yasal sistem, oldukça önem arz etmektedir. Bunun önemli olmasının nedeni, bir ülkede var olan haklar yatırımcıyı koruyor ise, ülke içindeki kurumların kurumsal yönetim alanında ve dolayısıyla finansal anlamdaki gelişimi o denli artırıyor demektir (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 1998; aktaran Dennis and McConnell, 2001: 5).

Yasal koruma, son dönemdeki şirket skandalları, kurum yöneticilerinin ve ilgili diğer tüm grupların davranışlarının değerlendirilmesi ve kontrol edilmesi açısından daha önemli hale gelmiştir. İşletmeler farklı yöntemler ile yatırımcı güvenini kazanmaya çalışmışlardır (KYD, İç Kontrol ve İç Denetim: 5). Bir çok çalışmaya göre, finansörün korunması ve buna bağlı olarak güçlü bir yasal ortamın oluşturulması sermaye piyasalarının kapsamının genişlemesini sağlamaktadır (Anderson and Gupta, 2009: 8). Bunların yanı sıra, yatırımcıların yasal korunması, ortaklık yoğunlaşmasına etki etmekte ve finansal piyasa ve reel piyasalar üzerinde de olumlu etkiler yaratmaktadır (Kula, 2006: 107). Yatırımcılar sömürüden korunduklarında menkul kıymetlere daha fazla yatırım yapmaktadırlar. İyi korunan hissedar hakları, şirket hisselerinin değer kazanması, koteli işletmelerin sayısının artması ve işletmelerin yüksek oranda halka açılması şeklinde hisse senedi piyasalarının gelişimine yol açmaktadır (Kula, 2006: 107).

1.5. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Hayata Geçirilmesinde Rol Oynayan Faktörler

Kurumsal yönetim ilkelerinin işletmelerde uygulanabilmesi için gerekli olan faktörler vardır. Bunlar; risk yönetimi ve iç kontrol, iç denetim, mali işler fonksiyonu ve finansal raporlama ve dış denetim olarak belirlenmiştir. Söz konusu faktörler aşağıda açıklanmıştır.

1.5.1. Risk Yönetimi ve İç Kontrol Sistemi

Organizasyonun operasyonlarının geliştirilmesi ve bunlara değer katılması için oluşturulan politika ve uygulamalar iç kontrol olarak ifade edilmektedir (Göçen, 2010: 110). İç kontrol, örgütleri stratejik hedeflerine ulaşma konusunda destekleyerek, örgütün kaynaklarını korumakta, güvenilir bilgi sağlamakta ve kurumun kanun ve yönetmeliklere uygunluğunu kontrol etmektedir (The Professional Accountants in Business Committee, 2011: 8). İç kontrol, işletmelerde başarılı bir işleyiş için gerekli olan bir olgu olarak görülmekte ve şirket hedeflerinin ulaşılmasına yardımcı olmaktadır. İç kontrolün kapsamı oldukça geniştir. İç kontrol stratejik, yönetim, yönetim süreçleri, işlemler, işletmenin tüm faaliyetleri dahil olmak üzere, tüm kontrolleri kapsamaktadır. Yani iç kontrol sadece finansal işlemler ve raporlama ile ilgili değildir. Aynı zamanda, işlerin performans yönlerini de içine almaktadır (Hong Kong Institute of Certified Public Accountants, 2005: 8). Etkin bir iç kontrol, üç temel öğeden oluşmaktadır. Bunlar; kanun ve düzenlemelere uygunluk, güvenilir bir finansal raporlama ve operasyonların etkin ve verimli bir şekilde yürütülmesidir (Göçen, 2010: 110).

İç kontrol sistemi, kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Aynı zamanda şirket içindeki hilenin seviyesini de tespit edebilmektedir. Bu bağlamda

iç kontrol, şirket içinde ortamı gözlemleme yaparak, kurumdaki kontrolü yerine getirmekte ve dolayısıyla kurumun değerini artırmaktadır (Göçen, 2010: 111). Etkili bir iç kontrol, bir kurumun yönetim sisteminin ayrılmaz bir parçasıdır. Bu nedenle, organizasyondaki yönetim organı ve diğer personel, kurumun hedeflerine ulaşması ve tehditlerden korunması için iç kontrolü anlamalı, etkilemeli ve aktif fırsatlardan yararlanmak için kontrol sistemini izlemelidir (McNally and Tophoff, 2014: 31-32).

İç kontrol sadece finansal konulara odaklanmamalı, aynı zamanda işletme etkinliği ve verimliliği, varlıkların korunması, yasalara, düzenlemelere ve kontratlara uyulması konularındaki risklere ilişkin denetimler yapmalıdır (Ararat, 2003: 4).

İşletmelerde, risk yönetimi ve iç kontrol sistemi, kontrol ortamının en önemli ayaklarıdır. Dolayısıyla işletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarının temelini oluşturmaktadır. Süreçlerdeki potansiyel riskleri sürekli değerlendiren ve ilgili risklerin yönetilmesine ilişkin önlemlerin alınmasını sağlayan risk yönetimi, işletmelerin saptanan hedeflerine ulaşmasına temel oluşturmaktadır (TKYD, 2013: 38). Bu bağlamda risk yönetimi, birimleri etkileyecek potansiyel olayları belirlemek için tasarlanmıştır ve riskin yönetilmesinde de yardımcı olmaktadır. Bu yüzden, kurumun amaçlarına ulaşmasında makul bir güvence yaratmış olmaktadır (The Professional Accountants in Business Committee, 2011: 8). İç kontrol sistemi ise; süreçler, sistem ve bilgi akışı olgularına odaklanarak, risklerin var olan etkilerini en aza indirmeye çalışmaktadır. Bu bağlamda, işletmelerin belirlemiş olduğu amaçlara ulaşılmasında olumlu etki yaratmış olmaktadır (TKYD, 2013: 38).

Sonuç itibarıyla, risk yönetimi ve iç kontrol, aynı madalyonun iki yüzü gibi görülebilmektedir. Risk yönetimi, tehdit ve fırsatların belirlenmesi üzerinde durmakta, fırsatlardan

yararlanmakta ve kontrollerin etkin bir tehdide karşı tasarlanmış olduğu göstermektedir. İşletmelerde tasarı, uygulama ve denetim öncesinde, kurumlar riski ya da riskin kombinasyonunu kontrol amaçlı olarak düşünmelidir. Risk yönetimi ve iç kontrol örgütlerde amaçların başarılmasında engel değil itekleyici güç olmalıdır (McNally and Tophoff, 2014: 31).

1.5.2. İç Denetim

İşletmelerde yönetim kurulları ve yöneticilerin karar verme mekanizmaları gibi sistemlerde genel olarak, karar mercisine bilgi akışının sağlanması, söz konusu bilgilerin kalite kontrolünün yapılması ve sonuç itibarıyla karar alırken denetlenmiş bilgilerin kullanılması söz konusudur. Dolayısıyla bu durum, işletmelerde iç denetim sisteminin kurulmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır (TKYD, 2013: 46). İç denetim, bir kurumun yönetimin riskinin değerlendirilmesiyle ilgilidir (Chartered Institute of Internal Auditors, www.iaa.org.uk, 11.09.2013). Bağımsız bir yönetim fonksiyonu olan iç denetim, işletmenin yönetim sistemini güçlendirmekte ve ona değer katan bir olarak karşımıza çıkmaktadır. Aynı zamanda, işletmenin iç kontrol ve stratejik risk yönetim süreçlerini de içermektedir (The Institute of Chartered Accountants of India, 2009: 10).

IIA'ya göre iç denetim, bir organizasyonun faaliyetlerinin incelenmesi ve değerlendirilmesi için oluşturulmuş bir değerlendirme fonksiyonudur. İç denetimin amacı, örgüt üyelerinin sorumluluklarının yerine getirilmesine yardım etmektir. Bu amaçla, iç denetim örgüt üyelerine analizler, değerlendirmeler, öneriler ve faaliyetlere ilişkin bilgiler sağlamaktadır (Risk and Business Consulting, Internal Audit, 3).

İç denetim, şirkete değer katmak ve şirketin operasyonlarını iyileştirmek için oluşturulmuş bağımsız ve

objektif bir denetim faaliyetidir. Risk yönetimi, kontrol ve kurumsal yönetim işlevlerini değerlendiren iç denetim aynı zamanda, işletme içinde verimliliğin ve etkililiğin artması için sistematik bir yaklaşım oluşturmaya çalışmaktadır. Bunların yanı sıra, varlıkların korunmasını, mali ve operasyonel bilgilerin güvenilirliğinin korunmasını, operasyonların etkinliğini ve verimliliğini denetlemektedir. Her bir ögenin maruz kalabileceği riskleri değerlendirmektedir (KYD, İç Kontrol ve İç Denetim: 3).

İç denetçi, denetim faaliyetlerinde bağımsız olmalıdır. İç denetim fonksiyonu, genellikle çalışmalarını özgürce ve objektif bir şekilde yürütürse, bağımsız kabul edilmektedir. Bağımsızlık, iç denetçileri tarafsızlaştırmaktadır (The Institute of Chartered Accountants of India, 2009: 10).

1.5.3. Mali İşler Fonksiyonu

Türkiye'de kurumsal yönetimin işletmelerde benimsenip uygulanmasında etkili olan en önemli sistemlerden biri olarak da mali işler fonksiyonu gösterilmektedir. Genel olarak mali işler fonksiyonu, muhasebe kayıtlarının tutulması ve vergi kanunlarına uyumun sağlanması gibi unsurlar üzerinde durmaktadır. Ancak günümüzde mali işler fonksiyonunun işlevi, bu geleneksel rolünün yanında, işletmenin stratejik karar verme sistemini destekleyen finansal bilgilerin zamanında ve doğru bir şekilde sağlanması ve böylece yönetim kuruluna ve yönetime destek olmaktır. Dolayısıyla bu durumda mali işler fonksiyonu, iyi yönetime ve devamlı büyümeye olumlu etki etmektedir. Bu açıdan mali işler fonksiyonu ile kurumsal yönetim arasında yakın ilişki kurulmaktadır (TKYD, 2013: 53).

Genel itibarıyla işletmelerde finansal bilgiler dönemsel olarak sunulmakta ve sunumun duyurulması için gerçekleşme zamanından sonra bir süre geçmesi gerekmektedir. Dolayısıyla,

söz konusu bilgilere ihtiyaç duyanlar için yetersiz bilgi durumu ortaya çıkabilmektedir (Aysan, 2007: 29). Bu bağlamda, etkin çalışan bir mali işler fonksiyonu iç kontrol, risk yönetimi gibi sistemleri yapılandırmakta ve gözetimini yapmaktadır. Aynı zamanda, ihtiyaç duyulan güvenilir bilgiyi sağlayan raporlamanın oluşturulması ve performans yönetimindeki oluşturduğu etki, kurumsal yönetim uygulamalarında yer alan mali işler fonksiyonunun önemini vurgulamaktadır (TKYD, 2013: 53).

1.5.4. Finansal Raporlama ve Bağımsız Dış Denetim

Genel olarak mali tabloların denetimi yerine, bağımsız dış denetim kavramı kullanılmakta olup, bunun nedeni olarak da, söz konusu denetimi gerçekleştiren kişilerin işletmede görev yapan kişiler değil, dışarıdan gelen ve bu işte uzmanlaşmış kişiler olması dolayısıyla (Kaval, 2008:10).

Bağımsız dış denetim süreci, işletmenin mali tabloları ile ilgilenen hissedarların ve işletmenin taraflarının gerek duyduğu mali tabloların, dışarıdan bağımsız bir dış denetçiye incelenmesidir. Söz konusu bağımsız denetçi, mali tabloları, belirli yasal düzenlemelere uygunluk gösterip göstermediğini ve finansal bilgilerin doğruluğunu yansıtıp yansıtmadığını denetlemektedir (Porter et al., 2003: 5).

Genel itibarıyla bağımsız dış denetimin bazı özellikleri söz konusudur. Bunlar (Bozkurt, 2006: 28):

- Söz konusu tabloları denetleyen kişiler, işletmelerden tamamen bağımsızdır.
- Denetim yapıldıktan sonra tek bir görüş bildirilmektedir. Denetim yapılırken tek tek hatalar ayıklanmaya çalışılmamaktadır.

- Denetçi, denetimi gerçekleştirdikten sonra görüşünü belirli bir gerekçe ile sunmaktadır. Ancak güvenilir bir görüş bildirmesi, söz konusu tabloların tamamen güvenilir olduğunu göstermemektedir.
- Bağımsız dış denetimin en büyük amacı, işletmelerin mali tablolarının güvenilir olduğunu göstermeye çalışmaktır.
- Aynı zamanda, bu denetim yolu ile, mali tablolardaki yanlış beyanlar ortadan kaldırılmaya çalışılmaktadır.

Bağımsız denetçi tarafından denetlenen mali tablolar, denetçi tarafından ilgili kişilere sunulduğundan ortaya çıkabilecek riskler ve yanlışlıklar, bağımsız dış denetim süreci olarak adlandırılmaktadır (SPK, Seri X: No:22). Bağımsız denetçi, denetim faaliyetini gerçekleştirirken, önemli yanlışlarla ilgilenmekte ancak genel olarak mali tablolardaki önemli olmayan yanlışlıklardan sorumlu değildir (SPK, Seri X: No:22).

Finansal raporlama ise, yatırımcıların ve işletme ilgili olan diğer tarafların ihtiyaç duydukları bilgilerin karşılanmasıdır. Finansal tablolar ile işletmeler geleceğe yönelik kararlar almakta ve geçmişte verilmiş olan kararlar analiz edilmektedir (Gücenme Gençoğlu, Özerhan ve Karabınar, 2013: 1).

İşletmelerin dış denetçiler tarafından denetlenmesi ise, finansal raporlar sayesinde olabilmektedir. İşletme yıllık ya da dönemlik olarak hazırladığı finansal raporları, denetçilere sunmaktadır.

II. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ GELİŞİMİ VE
YAPILAN YASAL DÜZENLEMELER

2.1. Kurumsal Yönetim Anlayışının Dünya'daki Gelişimi

1930'lı yıllarda yaşanan ekonomik buhran, Amerika Birleşik Devletleri'nde kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Aynı zamanda, 1970'li yıllardaki petrol krizi ve yolsuzluklar ve 1980'li yılların sonunda İngiltere'deki yaşanan iflaslar dünyada kurumsal yönetim alanında çalışmaların başlaması için temel oluşturmuştur (www.icdenetimmerkezi.com, 12.11.2014). Bu bağlamda, 19. yy'dan bu yana Avrupa, ABD ve Japonya'da kurumsal yönetim ile ilgili çalışmaların yapıldığı gözlenebilmesine karşın, kurumsal yönetim olgusunun 1980'lerde yaygın bir şekilde ortaya çıktığı anlaşılmaktadır. Kurumsal yönetim özellikle 1990'larda bireysel ve kurumsal yatırımcılar, hissedarlar, yöneticiler ve finansal piyasalar ile finansla ilgilenenlerin için önemli bir kavram haline gelmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 5). 1997-1998 Doğu Asya finansal krizinin gerçekleşmesi ile tüm gözler kurumsal yönetime çevrilmiştir (Oman, 2001: 12).

1990'larda kurumsal yönetim yapısının oluşmasında etkili olan gelişmeler vardır. Bu gelişmeler (Aysan, 2007: 75):

- Demir Perde'nin kalkması, 1989,
- Berlin Duvarı'nın yıkılması, 1989,
- Dünya ticaretinin bloklaşması, AB, Çin, ABD, NAFTA,
- Özelleştirme akımı, 1985-2000,
- Ekonomilerin liberalleşmesi, kapitalizmin yaygınlaşması
- Küreselleşmenin hızlanması,
- Özel kesim işletmelerinin önem kazanması,
- 1997-1998 Uzak-Doğu'dan çıkan Dünya Ekonomik Bunalımı,

- Bunalım içinde ortaya çıkan yolsuzluklar,
- Ve büyük iflasların şokları şeklinde sıralanabilmektedir.

Bu etmenlere bağlı olarak, kurumsal yönetim ile ilgili olarak dünyada yapılan çalışmalar şu şekilde sıralanmaktadır (www.icdenetimmerkezi.com, 12.14.2014):

- 1992 yılı Cadbury Raporu'nun yayınlanması,
- 1995 yılında Greenbury Raporu'nun yayınlanması,
- 1998 yılında Hampel Raporu'nun yayınlanması,
- 1999 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin yayınlanması,
- 2002 yılında Sarbanes-Oxley Yasası'nın yayınlanması,
- 2003 Higgs Raporunun yayınlanması,
- 2003 Birleşik Kod'un yayınlanması,
- 2004 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin güncellenerek geliştirilmesi,
- 2014 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin güncellenmesi.

1995 ve 1996 yıllarında Barings ve Sumitono gibi uluslararası finansal aracılık şirketlerindeki finansal muhasebeleştirmedeki olumsuzluklar, yönetimdeki yetersizlikler nedeniyle meydana gelen ve faaliyet içerisinde buldukları diğer gelişmiş pazarlarda da görülen sistematik krizler görülmüştür. OECD 1999 yılında bu krizlerden sonra kurumsal yönetim ile ilgili ilkeleri tüm dünyaya ilan etmiştir (Kurt ve Kayacan, 2006: 25). Ancak ABD'de Enron ve WorldCom, İngiltere'de Marconi ve son dönemde Hollanda'da Royal Ahold gibi şirket skandalları, kurumsal yönetimin finansal anlamda çok fazla dikkat çekmesine neden olmuş ve bu olaylar ile kurumsal

yönetim daha çok tartışılmaya başlanmıştır (Bauner, Günster and Otten, 2003: 2). Enron skandalı, kurumsal yönetimde bir hayli gelişmiş olan ABD'de, yüksek miktarlarda finansal kayıplara, binlerce hissedarda ve çalışanlarda sıkıntıya neden olmuştur (Mccarthy and Puffer, 2002: 19). Enron'un iflas etmesi, Arthur Andersen gibi dünyanın en önemli muhasebe şirketlerinden birinin çökmesi kurumsal yönetim alanında değişimi başlatan önemli etkilere sahiptir. Söz konusu olaydan sonra ABD'de ve diğer gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetim ile ilgili kanunlar çıkarılıp ilkeler belirlenmeye başlanmış ve Sermaye Piyasası Kurulları ve Borsalar, Düzenleyici ve Denetleyici Kurullar kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar yaparak uygulamaları değiştirmeye başlamıştır (Aysan, 2007: 37).

Aynı zamanda son dönemdeki şirket skandalları hakkında dikkat edilmesi gereken en önemli şey 2000'li yılların başındaki krizden bu yana aralıksız şiddeti azalmadan devam etmekte olduğudur. Bu skandallar her ölçekteki tüm sektörlerde görülmektedir. Bunlar: ImClone (2001), Tyco (2002), WorldCom (2002), Adelphia (2002), HealthSouth (2002), Qwest (2002), NYSE (2003), Parmalat (2003), Marsh and McLennan (2004), AIG (2005), Krispy Kreme (2005), and Fannie Mae (2006) (Harshbarger and Jois, 2007: 8).

Yaşanan finansal skandallar neticesinde, hem kamunun hem de medyanın ilgisi kurumsal yönetim üzerine yoğunlaşmaya başlamıştır. Bu sürecin bir sonucu olarak da kurumsal yönetime dair bir çok önemli rapor yayınlanmıştır. Bunlara örnek olarak, Amerika'da Sarbanes Oxley, Avrupa Birliği'nde Cadbury Komisyonu, OECD kurumsal yönetim ilkeleri gösterilebilmektedir. (Bhasin, 2012: 11-1). Bu kapsamda kurumsal yönetim yapısı üzerinde dünyada en çok dikkat çeken raporlar ve düzenlemeler aşağıda incelenmiştir.

2.2. Dünya'da Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Düzenlemeler

Dünya'da meydana gelen şirket skandallarından sonra ülkeler, kendi açılarından kurumsal yönetimi ele almış ve kendilerine uygun raporlar hazırlamıştır. Söz konusu raporlar ve raporların içeriği aşağıda açıklanmıştır.

2.2.1. Cadbury Raporu

Yüksek profilli şirket skandallarının ardından kurumsal yönetim, önemli bir olgu haline gelmiştir. 1990'larda İngiltere kurumsal yönetim sistemindeki güveni yeniden oluşturmak için, bir dizi rapor ortaya çıkarmıştır. Bunlardan biri, Cadbury Yasasıdır. Cadbury Yasası Komitesi, Mayıs 1991'de Finansal Raporlama Konseyi tarafından Londra Menkul Kıymetler borsasında kurulmuştur (Keasey, Short and Wright, 2005: 23). Aynı zamanda komiteye, Sir Adrian Cadbury tarafından başkanlık edilmiş ve komite, Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından kabul edilen en iyi uygulama kodlarından meydana gelmektedir (Jackson, 2001: 197). Kuruluşun arkasındaki neden, finansal raporlamaya olan düşük güven ve finansal raporları kullananların beklentilerinin denetçiler tarafından yeterince karşılanamamasıdır. Bunların arkasında yatan faktörler, muhasebe standartlarındaki düzensizlik, yöneticilerin kendi işletmelerindeki kontrolleri incelemesinde açık bir çerçevenin oluşmaması ve hem şirketler hem de şirket yöneticilerinin taleplerine karşı çıkmakta zorluk çeken denetçiler açısından büyük bir rekabetçi baskının oluşmuş olmasıdır (Cadbury, 1992). Bu ve benzeri kurumsal sistemler içerisinde var olan problemler, büyük işletmelerde hiç beklenmeyen büyük finansal skandalların patlamak vermesine zemin oluşturmuştur. Böylece yönetimin sorumlulukları konusunda eleştirilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu ve benzeri sorunların ortadan kaldırılması adına

komite tarafından, ilgili tarafların yaptığı çalışmalardan da yararlanarak 27 Mayıs 1992 tarihinde taslak metni oluşturulmuştur. Bu tarihten sonra komitenin önerilerine büyük ölçüde yaptıkları işe destek veren 200'ün üzerinde yazılı öneri gelmiş ve bunların hepsi de dikkatli bir şekilde incelenmiştir (Cadbury, 1992). Cadbury Yasası, genel olarak farklı değişiklikler önermiştir. Bunlar; hissedarların oy kullanması, yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu üyesi olmayan yönetici, ödül komitesi, aday komitesi gibi rollerin ayrılması ve yönetim kurulunun çalışma biçimleri ile ilgili değişikliklerin yapılması şeklindedir. Bunları, işletmelerin uyması gereken standartlar olarak belirlenmiştir (Gürbüz ve Erginçan, 2004: 17).

İngiltere'de oluşturulan Cadbury komitesinin genel amacı, kurumsal yönetim standartlarını yükseltmek ve finansal tablolara ve denetime duyulan güven seviyesini artırmaktır. Raporun içeriği genel olarak şu şekildedir (Cadbury, 1992):

- Yönetim kurulunun yapısının ve sorumluluklarının incelenmesiyle başlayan rapor, yine bu bölümde en iyi uygulamanın nasıl olacağına dair komite tarafından önerilere yer vermiştir.
- Denetçilerin sorumlulukları açıklanmakta ve muhasebe mesleğine dair komitenin önerileri sıralanmaktadır.
- Pay sahiplerinin hakları ve sorumlulukları incelenmektedir.

Söz konusu raporun temel çerçevesi genel hatlarıyla şu şekildedir (Cadbury, 1992):

- Ülkelerin ekonomileri o ülkelerin şirketlerinin yapısına ve etkinliğine bağlıdır. Bu nedenle, bu şirketlerin sorumluluklarını yerine getirmedeki etkinliği, söz konusu ülkedeki rekabetçi pozisyonu belirlemektedir.

Yöneticiler, şirketlerini yönetirken serbest olmak istemekte ve yürürlükte olan sorumluluklar sisteminin içerisinde belirli kurallara göre bunu yerine getirmelerini sağlamaktadır. Bu durum aslında iyi bir kurumsal yönetim sisteminin temelidir.

- Komitenin önerileri, yönetimin raporlama ve kontrol fonksiyonları ile denetçinin rolü üzerine yoğunlaşmaktadır. Finansal raporlama ve hesap verilebilirlikle ilgili kurumsal yönetimin bu yönlerini incelemek, komitenin amacını oluşturmaktadır. Aynı zamanda komitenin önerileri, iyi bir kurumsal yönetim sistemine pozitif katkı vermeyi amaçlamaktadır.
- Komite önerilerinin temeli, yüksek kurumsal davranış standartlarını oluşturmayı amaçlayan en iyi uygulama kurallarıdır.
- Komite, iki yıllık zaman içerisinde yeni bir komite kuruluncaya kadar uygulamaların incelenmesinden sorumlu olacaktır.
- Düzenlemeye uymakla şirketler işletmeleri üzerindeki kontrolü ve kamuya olan sorumluluklarını artırmış olacaklardır. Böylelikle, hem işletmelerinin temel değerlerine sahip çıkmış olacaklar hem de kurumsal yönetim standartlarına uyum konusunda bir denge yakalamış olacaklardır.
- Yöneticilerin ilgili sorumluluklarına yeterli bir açıklama getirmek aynı zamanda pay sahiplerinin ve denetçilerin de kurumsal sistemdeki güvenini artıracaktır. Kurumsal yönetim standartlarına uyum derecesi yüksek olan firmalar, yatırımcıların güvenini kazanacak ve işletmelerinin gelişimi açısından destek görecektir.

- İngiltere'deki kurumsal yönetim genel olarak sağlamdır. İlkeler iyi bilinmekte ve genel olarak dikkate alınmaktadır. Düzenleme en iyi uygulamaları takip etmektedir ki bu uygulamalar tüm üyeler tarafından uygulanması gerekmektedir.
- Bu raporla amaçlanan, eski sistemi değiştirmek yerine onun etkinliğini artırmaktır. Kanunda, tüm yöneticilerin şirket varlıklarından sorumlu olduğu belirtilmektedir. Dolayısıyla, tüm yöneticilerin, kilit rol üstlenip üstlenmediğine bakılmaksızın şirketlerin faaliyetlerinin kontrolünü izleme görevleri vardır.
- Yaşanan son finansal skandallar ve şirket başarısızlıkları dikkatleri üzerine çekmiştir. Aslında bilinmesi gereken en önemli unsurlardan birisi de, ne olursa olsun bir şirketi hileye başvurmadan tamamen alı koymaya yetecek olan bir kontrol sisteminin kurulmasının imkansızlığıdır.
- Raporu hazırlayan komite, gönüllük esasına dayanan sistemlerinin zorunluluk esasına dayanan sistemlere göre daha iyi bir sonuç vereceğini tahmin etmektedir. Sistem, pay sahiplerinin baskısını hisseden en iyi uygulamaların yerleştirilmesi temel almaktadır. Bunun yanı sıra, eğer şirketler raporun önerilerini dikkate alırsa, raporun belirlediği problemlerin altında yatan temel faktörler konusunda ilerleme sağlanacaktır. Zorunlu düzenlemeler büyük ölçüde şirketler tarafından şeklen uygulamaya geçirilmekte ve şirketin tümünü kapsamamaktadır.

Cadbury raporunun temel ilkeleri ise; şeffaflık, dürüstlük ve hesap verebilirlik şeklindedir. Şeffaflık işletme ile işletmenin başarısından çıkarı bulunan taraflar arasındaki güven temelini

oluşturmaktadır. Aynı zamanda şeffaflık, piyasa ekonomisinin etkin bir şekilde çalışmasına katkıda bulunacak olan bilgilerin üretilmesi sürecidir. Dürüstlük, hem anlaşılabilirlik hem de bütünlük anlamına gelmektedir. Finansal raporlamadaki dürüstlük bu raporları hazırlayan ve sunanların hareketlerine bağlı olmaktadır. Yönetim kurulu üyeleri, pay sahiplerine karşı sorumludurlar. Bunu da pay sahiplerine sağladıkları bilginin kalitesiyle ve işletme sahibi olarak ortakların bu sorumluluğu yerine getirmesiyle başarabilmektedirler (Cadbury, 1992).

Sonuç itibariyle, Cadbury Komitesinin oluşturmuş olduğu rapor, işletmelerde mali raporlamanın standartlarını ve güvenilirliğini saptamaktadır. Aynı zamanda, yönetici pozisyonunda olan ya da olmayan yönetim kurulu üyelerinin rollerinin belirlenmesi için oluşturulmuştur. Rapordaki en önemli görüş ve öneriler şöyle sıralanmıştır (Varış vd., 2001: 46):

- Yöneticilerin almış oldukları maaşlar kamuya açıklanmalıdır. Yöneticilerin ücretleri, ücret komitesi tarafından belirlenmelidir.
- Yönetim kurulu üyelerinin bağımsız olması oldukça önem arz etmektedir. Kurulda yönetici konumunda olmayan üyelerin, bağımsız olması gerekmektedir. Üyelerin atanma kriterleri belli olmalıdır.
- Denetim komitesine yapılan atamalar, pay sahiplerine bildirilmelidir.
- Pay sahiplerine, işletmenin iç kontrol sisteminin işleyişi ve faaliyetleri ile ilgili de bilgi verilmelidir.
- İşletmelerde yönetim kurulu başkanı ile en üst yönetici farklı kişiler olmalıdır.

2.2.2. Greenbury Raporu

Yöneticilerin ücretlerinin belirlenmesinde esas teşkil etmek amacıyla, Sir Richard Greenbury başkanlığındaki Greenbury Komitesi, Ocak 1995'te İngiliz Endüstri Konfederasyonu tarafından kurulmuştur. Rapor Temmuz 1995 tarihi itibariyle nihai şeklini almış ve yayınlanmıştır (Keasey, Short and Wright, 2005: 31). Rapor, Birleşik Krallık'ta borsaya kote olmuş tüm şirketlerin bu rapordaki düzenlemelere uyması gerektiğini ve bu düzenlemelere uyumla ilgili yıllık olarak pay sahiplerine rapor sunmaları gerektiğini söylemektedir (Greenbury, 1995). Rapor, yöneticilerin ücretleriyle ilgili konularda pay sahiplerinin ve kamunun endişelerini cevaplamaktadır. Rapordaki anahtar temalar hesap verebilirlik, sorumluluk, tam açıklama, yönetici ve pay sahiplerinin çıkarlarının uyumu ve geliştirilmiş şirket performanslarıdır (Greenbury, 1995).

O dönemde şirket yöneticilerine yapılan ödemelerin ve yöneticilerin opsiyon haklarından elde ettikleri gelirlerin artması sonucunda pay sahiplerinin ve toplumun ücretler konusundaki hassasiyetlerinde artış yaşanmıştır. Öyle ki, bir çok şirkette işten çıkarmalar, ücretlerde kısıtlamaya gitmeler yaşanırken aynı şirketlerin üst düzey yöneticilerin gelirlerinde çok ciddi artışlar yaşandığı gözlenmektedir. Bunun yanı sıra, görevden ayrılan yöneticilerin aldığı çok yüksek tazminatlar da hem kamunun hem de pay sahiplerinin dikkatini çekmektedir. Yaşanan bu gelişmeler, özellikle yüksek rekabetçi ortamın olmadığı endüstriler başta olmak üzere, üst yöneticilerin ücretlerine ilişkin çok ciddi tepkiler çekmeye başlamıştır (Greenbury, 1995).

Bu tepkilerden sonra Greenbury Raporu yayınlanmıştır ve Greenbury raporundaki genel algı şu şekildedir (Greenbury,

1995): Birleşik Krallık'taki şirketlerin büyük çoğunluğu, yönetici ücretleri konusunda hesap verebilir ve duyarlı bir süreç izlemektedirler. Son yıllarda birçoğu kurumsal yönetimi artırıcı bir çok standart oluşturmuş ve prosedürlerini geliştirmiştir. Uzman danışmanların görüşüne göre, Birleşik Krallık'taki uygulamalar, Kıta Avrupa'sındaki ortalamalara çok yakındır ve Amerika'daki uygulamaların ise çok altındadır. Rapora göre son yıllarda Birleşik Krallık'taki endüstri performansı büyük ölçüde gelişme göstermiştir. Bu gelişme büyük ölçüde üst düzey yöneticilere bağlı olduğu için, Birleşik Krallık'taki ücretlerin yüksek kaliteye sahip yöneticileri cezp edecek, onları şirkette tutacak ve motive edecek kadar yüksek seviyede olması gerekmektedir. Bunların yanı sıra raporda, özellikle ücretlendirme ve tazminatlar konusunda pay sahiplerinin, çalışanların ve kamunun beklentilerini anlamakta zorluk çekilmediği vurgulanmaktadır ve bazı yanlışların ve yanlış yargılamaların olduğundan bahsedilmektedir. Aynı zamanda, üst yöneticilerin kendi ücretlerini belirlerken çıkar çatışması ile karşılaştıklarını ve bu durumun hesap verilebilirlik açısından sorunlara sebep olduğu vurgusu yapılmaktadır.

Bahsi geçen sorunların aşılması, kanunlarla ya da yapılacak düzenlemelerle olmayacağı, hatta bu durumun daha zararlı bir hale geleceği, bunun yerine hesap verebilirliği güçlendiren ve performans gelişimini destekleyen eylemlere önem verilmesiyle sorunların aşılabileceği vurgusu yapılmaktadır. Hesap verebilirliğin güçlendirilmesi şu üç unsurdan geçmektedir; yöneticilerin ücretlerinin belirlenmesindeki sorumluluğun bir gruba verilmesi, alınan kararlarla ilgili pay sahiplerine uygun raporlama yapılması ve bu sürecin yürütülmesinde şeffaflığın sağlanmasıdır (Greenbury, 1995).

Sonuç itibarıyla Greenbury Raporu, genel olarak hesap verebilirlik, şeffaflık ve performans konularında yeni bir düzenleme yaparak, eski bir çok düzenlemenin ortadan kaldırılmasını ve kısa ve öz bir biçimde ilgili düzenlemelerin yapılması gerekliliğini vurgulamaktadır. Söz konusu rapor, bu kapsamda yapılmış bir rapor niteliğindedir. Greenbury raporunun ikinci ve üçüncü bölümleri ücretlendirmeye ilgili düzenlemeleri içermektedir. Dördüncü ve yedinci bölümler yapılacak yasal düzenlemeyi ayrıntılı bir şekilde incelemekte ve tartışmaktadır (Greenbury, 1995).

2.2.3. Hampel Raporu

Finansal Raporlama Komisyonu Başkanı Sydney Lipworth öncülüğünde kurulmuş olan Hampel Komitesi, Cadbury ve Greenbury komitelerinin önerilerini dikkate almış ve onların sonuçlarını incelemiştir (Hampel, 1998). Kasım 1995'te kurulmuş olan Hampel Komitesi, Ocak 1998'de de raporunu sunmuştur (Jackson, 2001: 197). Raporda firmalar üzerindeki baskıcı durumların azaltılmasının gerekliliği vurgulanmıştır (Keasey, Short and Wright, 2005: 32).

Kurulmuş olan bu komitenin sponsorları Londra Borsası, İngiltere Endüstri Konfederasyonu, Yöneticiler Enstitüsü, Muhasebe Örgütleri Danışma Komitesi, Emeklilik Fonları Milli Birliği ve İngiltere Sigortacılar Birliği'dir. Rapora ilk şekli verilmeden önce rapor komitesi bir anket oluşturmuştur ve uygulanan anketler sonucunda 140'ın üzerinde cevap alınmıştır. Komite 200'ün üzerinde kişiyle grup çalışmaları yaparak rapora nihai şeklini vermiştir. Nihai raporun oluşturulmasında ise, 252 kurumun ve bireyin katkısı olmuştur. Bunlardan 114'ü halka açık anonim şirket, 13'ü kurumsal yatırımcı, 12'si mesleki ortaklıklar, 29 tanesi diğer kurumlar ve 59 tanesi de bireysel katkılardan oluşmaktadır (Hampel, 1998).

Hampel Raporuna göre (Hampel, 1998):

- Kurumsal yönetim iki önemli katkı sunmaktadır. Bunlardan birincisi, işletmelere sağladığı gelişmedir. Diğeri ise, hesap verilebilirliktir. Halka açık şirketler toplumda en hesap verebilir kurumların başında gelmektedir. Yaptıkları tüm ticaretler denetlenmekte ve denetlenmiş olan hesaplar yayınlamaktadır. Bunun yanı sıra halka açık şirketler yaptıkları faaliyetleri, ilişkilerini, ücret anlaşmalarını ve hükümet düzenlemeleri ile ilgili çok bilgiyi paylaşmaktadır. Raporu hazırlayanlar hem hesap verilebilirliğe destek vermektedirler hem de Cadbury ve Greenbury raporlarının katkılarını önemsemektedirler.
- Rapora göre, işletmelerin refaha ulaşmasına dair emir verilemediği için refahı oluşturan şeyler insanlar, ekip çalışması, liderlik, işletme, deneyim ve yetenekler bütünüdür. Bunları bir araya getirebilecek tek bir formül olmadığından hesap verebilirlik kavramı, uygun kuralların ve açıklamaların yapılabildiği ve düzenlemeleri oluşturan bir olgudur.
- İyi bir kurumsal yönetim şirketlerin paydaşlarını bir bütün olarak dikkate almaktadır. Aynı zamanda iyi bir kurumsal yönetim ile uygunsuz ve hileli işlemlerin tamamen ortadan kaldırılması mümkün olmasa da önemli ölçüde engellenebilmektedir.
- Kurumsal yapı ve kurumsal yönetim uygulamaları ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilmektedir. Bu iki unsur sosyal çevrenin ve yerel ekonominin bir ürünüdür. Amerika ve Almanya'da ki kurumsal yönetim uygulamaları incelenmesine karşın Birleşik Krallık'taki sisteme bir bütün olarak katkı sağlayabilecek destek

elde edilememiştir. Fakat, yönetimin hesap verebilirliğine dair konular dünyanın her yerinde aynıdır. Piyasada yaşanan gelişmelerin Kıta Avrupa'sında, özellikle hissedarların değeri konusunda yakınsamayı sağladığı görülmektedir. Hem Amerika hem de Britanya'nın emeklilik fonları ve diğer kurumsal yatırımcılar dünyanın çeşitli bölgelerine her geçen gün artan bir yatırım yapmakta ve tıpkı kendi ülkelerinde olduğu gibi dışarıda da paydaşıktan doğan haklarını kullanmaya başlamaktadırlar.

- Özel sektör inisiyatifi olarak gelişen Cadbury komitesi, kurumsal yönetim üzerinde düşünülmesi adına bir dönüm noktası olmuştur. Komitenin önerileri Birleşik Krallık'ta toplum tarafından kabul edilmiştir ve uygulamaya geçirilmiştir. Bunun yanı, diğer ülkelerde de destek görmekle birlikte onların kurumsal yönetim standartlarına bir ölçü olarak dikkate alınmıştır.
- Söz konusu raporu hazırlayanlar öncelikle Cadbury raporunun ve düzenlemelerinin asıl amacına ulaşmışlardır. Greenbury raporundan kaynaklanan sorunların da takibi yapmışlardır. Bunların yanı sıra, raporu hazırlayanların diğer bir sorumluluğu daha vardır ki o da, yöneticilerin, pay sahiplerinin ve denetçilerin kurumsal yönetimdeki rollerinin yeniden incelenmesidir. Şirketlerin üzerindeki düzenleyici yüklerin hafifletilmesi ihtiyacı ve gerekli alanlarda ilkelerin detaylarında yardımcı olma ihtiyacı karşılanmaya çalışılmıştır.
- Hampel Komisyonu Cadbury ve Greenbury komitelerinin belirlemiş olduğu bulguların büyük çoğunluğunu onaylamıştır. Komisyon, Cadbury'nin ve Greenbury'nin tam anlamıyla dolduramadığı konular

üzerine veya farklı düşünülen konular üzerinde değerlendirmeler yapmıştır. Diğer raporlarda tam anlamıyla açıklanan unsurlar üzerinde bu raporda durulmamıştır. Örneğin, Cadbury raporunda tam olarak yer aldıkları için şirket sekreterinin kurumsal yönetimdeki rolüne dair detaylar, bu raporda incelenmemektedir. Fakat bu raporda kurumsal yönetime farklı bir pencereden bakılmaktadır. Hem Cadbury hem de Greenbury raporları yanlış gittiği düşünülen konulara dair cevaplar içermekte ve dolayısıyla da büyük ölçüde suiistimallerin engellenmesini üzerine durmaktadır. Hampel raporu ise, eşit olarak iyi bir kurumsal yönetimin sağlayacağı katkılar üzerinde durmaktadır.

- Cadbury raporunun getirecekleri ve etkilerinin uzun vadede değerlendirilmesi gerekmektedir. Ama yine de raporun kurumsal yönetimdeki standartların yükseltilmesi ve kurumsal yönetimin öneminin farkındalığı açısından oldukça yararlı olduğu genel olarak kabul edilmektedir.
- Büyük işletmelerin büyük çoğunluğu hem Cadbury hem de Greenbury'yı uygulamaktadır. Küçük işletmelerde birçok başlığı uygulamasına karşın bazılarını uygulamada zorluk yaşamaktadır. Bu komisyon, küçük ve büyük işletmelerin beklentilerine göre ayrı ayrı kurumsal yönetim standartlarının geliştirilmesi ya da geliştirilmemesi gerekliliğini de incelemektedir. Sonuç olarak, bu durumun yanlış olacağı kanısına varılmıştır. Büyüklüğe göre yapılacak olan ayrımlar keyfi olacaktır ve daha da önemlisi yüksek kurumsal yönetim standartları büyük işletmeler için olduğu kadar küçük işletmeler açısından da önemlidir. Fakat yine de küçük

işletmelerin özel durumlarına uygun esnekliklere izin verilebileceği kanısı hakimdir.

- İyi kurumsal yönetim, belli bir kurumsal yapının kurulması ve sadece belli zorlu kurallara uyulması anlamına gelmemektedir. Daha geniş ilkelere ihtiyaç vardır. Şirketlerin değişen durumlarına uygun bir esneklikle hazırlanmalıdır. Bir taraftan şirketler özel durumlar nedeniyle genel standartlara uymamalarının nedenini açıklamalıdır ve diğer taraftan da yöneticilerin farklı yorumlamaları dinlenerek onların bakış açıları da göz önünde bulundurularak karar verilmelidir.
- Şirketlerin Cadbury ve Greenbury uygulamaları farklılaşabilmektedir. Birçok zaman bu düzenlemelerin emredilmiş kurallar olarak uyulması gerektiği düşünülmektedir. Bu şirketlerin pay sahipleri ya da danışmanları şeklen kurallara uyulup uyulmadığı üzerinde durmaktadırlar.
- Cadbury raporundaki kurumsal yönetim tanımı, (kurumsal yönetim şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistemdir.) yöneticileri kurumsal yönetim tartışmalarının tam ortasına koymakta ve onları atayan pay sahipleriyle bağlantı kurmaktadır. Bu tanımlama aslında sınırlayıcı bir tanımlamadır. Bir şirketin başarılı bir şekilde yönetiminde hayati önem taşıyan bir çok faaliyeti dışarıda bırakmaktadır.
- Diğer önemli unsur ise, şirketleri kimin yönettiği ve kontrol ettiği. Tüm şirketler tarafından en önemli olarak görülen bir amaç, büyüklüklerine ve yaptıkları işe bakılmaksızın, pay sahiplerinin şirkete olan yatırımlarının korunması ve ileriye doğru artırılmasıdır.

İşletmedeki tüm kurullar politikalarında, yapılarında ve yönetim süreçlerinde bu sorumluluğu taşımaktadır.

- Pay sahiplerinin hareketlerindeki sınırlar da dikkate alınmalıdır. Öncelikle, pay sahiplerinin belli sınırları vardır. Pay sahipleri kendi nam ve hesabına yatırım yapan küçük yatırımcılardan tutun da büyük kurumsal yatırımları yöneten ve bu faaliyetleri belli sınırlar içerisinde yerine getiren kurumsal yatırımcılara kadar uzanmaktadır. İkinci olarak, pay sahipleri kendi rızalarıyla alım ve satım kararı verme hakkına sahip olmalıdırlar. Üçüncüsü, pay sahipleri genelde deneyimli işletme yöneticisi değillerdir ve o yöneticilerin yerine geçemezler.

Hampel Rapor'u, kurumsal yönetimin amacı ve doğasına uygun olarak bir çoğu Cadbury ve Greenbury raporlarında yer alan az sayıda geniş ilkeler yayınlamıştır. Bu raporların aksine buradaki ilkeler yatırımcıların ve diğer paydaşların şirketlerin performansını ve kurumsal yönetim uygulamalarını yeteri kadar açıklayabilecek olan ve fazla detayı olmayan ilkelerdir. Bu nedenle bu raporu hazırlayanlar kalıcı bir kurumsal yönetim komitesine ihtiyaç olmadığına inanmaktadırlar. Bununla birlikte kurumsal yönetimin zamanla değişeceğine inanmaktadırlar. Bu nedenle yetkililerin kurumsal yönetimin gelecekteki durumunu inceleyerek gerekli adımları atmaları gerektiğini belirtmektedirler (Hampel, 1998).

2.2.4. Sarbanex-Oxley Yasası

30 Haziran 2002'de ABD'de Sarbanex-Oxley Yasası, Enron'un çöküşü, diğer muhasebe dolandırıcıları olan Global Crossing, Adelphia, Tyco and WorldCom gibi olaylardan sonra yürürlüğe girmiştir (Li and Broshko, 2006: 1). Özellikle Enron ve

WorldCom gibi kurumsal skandallara cevap olarak ortaya çıkan SOX, siyasi ve akademik çevrede çok fazla yankı uyandırmıştır (Harshbarger and Jois, 2007: 3). Genel olarak SOX, yönetim yanlışlarını, muhasebe dolandırıcılarını ve ABD'deki finansal piyasalardaki güveni tekrar oluşturmak için ortaya çıkarılmıştır. New York Borsası (NYSE) ve Nasdaq Ulusal Pazar (Nasdaq), SOX'un yayınlanmasından sonra kurumsal yönetim kurallarını güncellemiştir. Aynı zamanda, revize edilen kurumsal yönetim ile ilgili olan tüm bu kurallara, bu iki borsada uyma zorunluluğu getirilmiştir (Li and Broshko, 2006:1). SOX, geniş bir ekonomik düzenleme olarak düşünülmüştür. Söz konusu yasa, işletmelerin üzerinde hukukun hissedilmesini sağlamıştır (Vakkur and Herrera, 2013: 98).

SOX, genel olarak, azınlık pay sahiplerinin haklarının korunması için oluşturulmuştur ve yasanın amacı ise, ekonomik büyümenin gerçekleştirilebilmesi için pay sahiplerinin korunması olarak görülmektedir (Kamal, 2010: 212). Sarbanex-Oxley Yasası, denetim konuları üzerinde odaklanmaktadır ve kurumsal yönetim kuralları ile ilgili açıklamalar getirmektedir (Gürbüz, 2005: 1). Aynı zamanda, 23 Ocak 2002 tarihinde ortaya çıkan bu yasa, dünyadaki ilk Kurumsal Yönetim Kanunu olarak beyan edilmektedir. Bu yasa ile meydana gelen değişimler ise şöyledir (Aysan, 2007: 78):

- Bağımsız Düzenleme, Denetleme ve Gözetleme Üst Kurulu oluşturulmuştur.
- Danışmanlık hizmeti veren işletmelere denetleme yapma yasağı getirilmiş ve hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin de özel nedenli şirket kurmaları engellenmiştir.
- Yönetim Kurulu'na verilen primler kısıtlanmıştır.

- Satın alma opsiyonuna sahip olan işletme yöneticilerine, SOX ile satın alma opsiyonunda sınırlama getirilmiştir.
- Bağımsız denetçilerin denetlenmesi görevi, Hisse Senedi ve Borsalar Kuruluna verilmiştir.

SOX Bağımsızlığı daha da artırmak için, her beş yılda bir zorunlu rotasyon çağrısı yapmıştır. (Sarbanex-Oxley, 2012: 8).

Bunların yanı sıra, söz konusu yasaya göre, şirketler çıkardıkları hisse senetlerini SEC'e kaydettirmek durumundadır. Bu demektir ki, tüm borsa şirketleri SOX'un kurallarına uymak zorundadır ve kurallara uymayan işletmeler için cezai yaptırımlar söz konusudur (Kamal 2010: 211).

Aynı zamanda SOX ile işletmelerde yöneticiler için uygulanan etik kuralların zorunlu hale getirilmesi, bilanço dışı işlemlerin ve önceden öngörülebilir finansal sonuçların daha sıkı kurallar hedeflemesi, kamunun eş zamanlı olarak aydınlatılması şeklinde değişikliklere gidilmiştir (Uyar, 2004: 163).

Bu bağlamda Sarbanex-Oxley Yasasını meydana getiren ilkeler şu şekilde sıralanabilmektedir (PCAOB, 2013):

1- Hesap verilebilirliğin, Şeffaflığın ve Yatırımcıyı Korumanın Geliştirilmesi

Sarbanex-Oxley Yasasında yatırımcıyı korumak adına bazı prensipler oluşturulmuştur. Bunlar şu şekilde sıralanabilmektedir (Sarbanex-Oxley, 2002: 6):

- Şirketler içlerinde meydana gelen değişimleri hızlı bir şekilde açıklamaktadırlar.

- Yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin, maddi sonuçların açıklanması süresince ya da yasak dönemleri öncesinde hisse senedi alım satımı yapmaları yasaktır.
- Dönemsel olarak hazırlanan mali tablolarda, bilanço dışı maddi işlemler, düzenlemeler ve sorumluluklar ile ilgili şirketler bilgi vermek zorundadır.
- İşletmelerde, yöneticiler, yatırımcılar ve yönetim kurulu üyeleri işletmenin hisselerinden %10'nundan fazlasına sahip ise, söz konusu alım satımın yapıldığı günün sonrasındaki 2 iş günü içerisinde, alım satım ile ilgili bilgileri raporlar aracılığıyla kamu oyuna bildirmek durumundadır.

2- Halka Açık Şirketler için Muhasebe Gözetim Üst Kurulunun Kurulması (Public Company Accounting Oversight Board-PCAOB)

Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), SOX Yasası ile kurulmuştur. Amerika'daki denetim şirketlerinin bağımsızlığı konusunda gözetim görevini yapan tek kuruldur. Bu kurul, denetim raporlarının bağımsız, kar amacı gütmeyen, adil ve aydınlatıcı bir şekilde hazırlanmasını amaç edinmiştir (PCAOB, 2013).

Kurulun görevleri şöyledir (Sarbanes-Oxley, SEC101):

- Kamudaki muhasebe şirketlerinin gözetilmesi,
- Kamudaki muhasebe firmaları ve onların elemanları ile ilgili disiplin uygulamalarının yapılması,
- Denetim raporlarını oluşturan işletmelerin kayıt altına alınması,

- Denetim raporları kapsamındaki bazı kavramlarda standartların belirlenmesi,
- Söz konusu kurul için gerekli olan bütçenin oluşturulması ve kurulun çalışanlarının denetiminin yapılması.

3- Denetçi Bağımsızlığının Geliştirilmesi

SOX ile denetçi bağımsızlığı daha da güçlendirilmeye çalışılmış ve firmalardaki denetim komitesinin bağımsız dış denetimin yaptığı işi onaylaması gerektiği belirlenmiştir (Sarbanex-Oxley, 2002: 8). Sarbanex-Oxley Yasası yayınlanmadan önce, bağımsız denetim görevinde, bağımsız denetçiler ile yönetim daha fazla çalışmaktaydı ve bağımsız denetimin denetim komitesi ile olan ilişkisi çok sınırlı idi. SOX yayınlandıktan sonra, denetim komitesinin sorumluluklarının şu şekilde olduğu görülmektedir;

- Bağımsız denetim firmasının görevlendirilmesi ve gözetimi,
- Bağımsız denetim firmasının görevinin kapsamı ve yaptığı işlerin ücretlerinin saptanması (Kandemir ve Akbulut, 2013: 38).

4- Güçlendirilmiş Denetim Komiteleri ve Kurumsal Yönetim

Söz konusu yasa, işletmelerde denetim komitesinin oluşturulmasını ve bu komiteye bazı sorumlulukların verilmesini sağlamıştır. Denetim komiteleri, yönetici tazminatları, dış denetimin gözetilmesi ve mali tabloların uygun bir şekilde hazırlanıp hazırlanmadığı ile ilgilenmektedir (Sarbanex-Oxley, 2002: 4). Etkili olan bir denetim komitesi işletmelerin iç kontrolü açısından oldukça önemlidir. İç kontrolü güçlendirmekte ve bağımsız denetime yardım etmektedir. SOX'un denetim

fonksiyonun etkinliğini artırmak adına bazı ilkeler belirlemiştir. Bunlardan biri de, işletmelerin uygulamış olduğu tüm muhasebe politika ve uygulamalarının bağımsız denetçi tarafından denetim komitesine sunulması durumudur (Kandemir ve Akbulut, 2013: 38).

2.2.5. Higgs Raporu

Ocak 2003 yılında yürürlüğe konulmuş olan, hazırlanmasında Enron, WorldCom gibi büyük çaplı finansal skandalların etkisinin olduğu rapor, Higgs adıyla anılmaktadır. Higgs raporu, yayınlaması ile bir çok yeniliği beraberinde getirmiştir. Söz konusu yenilikler, şirket yöneticileri ile kurumsal pay sahipleri tarafından çok ciddi tepkiler almıştır (Keasey, Short and Wright, 2005: 28).

Higgs raporuna göre kurumsal yönetim uygulamaları hakkında şirketlere verilen öneriler şu şekildedir (Higgs, 2003):

- Yönetim kurulunun o yıl içerisinde kaç toplantı yaptığı ve bu toplantılara kaç yöneticinin katıldığı faaliyet raporunda belirtilmelidir. Bununla birlikte yönetim kurulunun nasıl çalıştığıyla ilgili açıklayıcı bir metnin faaliyet raporunda olması gerekmektedir. Aynı zamanda yönetim kurulu uygun bir büyüklükte olmalıdır. Başkan hariç olmak üzere, üyelerin en az yarısının bağımsız yönetim kurulu üyesi olması önerilmektedir. Bununla birlikte kurul güçlü icracı yöneticilerle temsil edilmelidir.
- Yönetim Kurulu Başkanı, yönetim kurulunun etkinliğinin sağlanmasında ve yöneticiler için uygun ortamın yaratılmasında oldukça önemli bir role sahiptir. Yönetim kurulu başkanı ve CEO'nun rolleri birbirinden ayrılmalıdır. Bununla birlikte başkanın ve CEO'nun

sorumlulukları yazılı bir şekilde ve yönetim kurulu tarafından onaylanarak belirlenmelidir. CEO, şirketin aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmamalıdır. Yönetim kurulu başkanının belirlenmesinde, başkan olacak adayın bağımsızlığına dair test yapılmalıdır.

- Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri yılda en az bir kez toplanmalı (bu toplantıya yönetim kurulu başkanı ve icradaki yöneticiler katılmamalı) ve faaliyet raporunda böyle bir toplantının yapıp yapılmadığı belirtilmelidir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri atanmadan önce yönetim kurulu tarafından potansiyel adayların bu konuma uygun ve yönetim kuruluna katkı sağlayabilecek yeterli bilgi, yetenek ve deneyime sahip olup olmadıklarının değerlendirilmesi gerekmektedir.
- Kıdemli Bağımsız Yöneticiler, öncelikle bağımsızlık testinden geçmelidir. Pay sahiplerinin normal kanallarla yönetim kurulu başkanı ve CEO ile iletişim kuramadığı zaman bu üyelerin pay sahipleriyle ilişki kurabilmesi gerekmektedir.
- Bağımsızlık kavramı doğrultusunda tüm yöneticiler şirketi ilgilendiren konularda aldıkları kararlarda objektif olmalıdırlar.
- Yönetim kurulunun işe almalarla ilgilenen bir komitesi olması gerekmektedir. Bu komite, yönetim kuruluna işe almalarla ilgili tavsiyelerde bulunmakta ve yönetim kurulu atama sürecini yürütmektedir. Bu kurulun çoğunluğunun bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşması sağlanmalıdır. Bu komitede yönetim kurulu başkanının da bulunabilmesine karşın, komiteye bağımsız yönetim kurulu üyelerinden birinin başkanlık etmesi gerekmektedir. Aynı zamanda, komitenin

işleyişine ilişkin bilgiler yıllık faaliyet raporunda belirtilmelidir. Atamalarla ilgilenen bu komite yönetim kurulundaki yetenekler, bilgi ve deneyim dengesini değerlendirmeli, rollerle ilgili tanımlamaları hazırlamalı ve atamalarla ilgili özel yeteneklerin neler olduğunu belirlemelidir. Atamalarda, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden neler beklendiğini içeren bir mektup hazırlanmalıdır.

- Yönetim kurulu başkanı ve üst düzey yöneticiler şirketin gelecekteki yöneticilerinin eğitimi ve gelişimi için uygun programları hayata geçirmeyi amaç edinen çalışmalar yapmalıdır. Yönetim kurulu, pay sahiplerine bağımsız yönetim kurulu üyelerinin neye göre seçildiğini ve ondan beklenen davranışların neler olduğunun nasıl tespit edildiğini açıklamalıdır. Bağımsız yönetim kurulu üyesi seçiminde tabanı genişletmek için daha çok icracı yönetici, diğer firmalardan kıdemli yönetici, özel şirket yöneticileri, danışmanlar veya diğer yeterli bilgiye sahip olan kişiler dikkate alınmalıdır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri için kapsamlı bir göreve başlama programı oluşturulmalıdır. Bu programın hazırlanmasındaki sorumluluk, yönetim kurulu başkanında olmalıdır. Yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulunun etkinliğini artıracak olan gelişim ihtiyaçları belirlemelidir ve gerekli gelişimin sağlanması için ihtiyaç duyulan kaynak sağlanmalıdır.
- Yönetim kurulunun, komitelerinin ve üyelerinin performansları yılda en az bir kez değerlendirilmelidir. Gerekli performans geliştirici programların uygulanıp uygulanmadığı incelenmelidir.

- Sekretaryanın yardımıyla yönetim kurulu başkanının, yönetim kuruluna ne tür bilgilerin gerekli olduğunun saptaması gerekmektedir. Bu bilgiler, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin doğru bir yargıda bulunabilmesine yetecek seviyede olmalıdır. Şirket sekretaryası, yönetimle ilgili konularda bir bütün olarak yönetim kurulu başkanı vasıtasıyla yönetim kuruluna karşı sorumludur.
- Normal hallerde bağımsız yönetim kurulu üyeleri 2-3 yıllığına seçilmektedir. Göreve atama sürecinde, bağımsız yönetim kurulu üyelerinden beklenenleri karşılayacak kadar yeterli zamana sahip olduklarının sözü alınmalıdır. Eğer bağımsız yönetim kurulu üyelerinden birisi başka bir yerden teklif alırsa, bu teklif kabul edilmeden önce yönetim kurulu başkanı bilgilendirilmelidir. Atama komitesi, bağımsız yönetim kurulu üyeleri için gerekli zamanı yıllık olarak incelemelidir ve bir performans değerlendirmesi yaparak, bu üyelerin onlardan beklenen görevleri yerine getirecek kadar şirketteki işlerine zaman ayırıp ayırmadıkları incelemelidir. Her bir icracı yönetici, birden daha fazla bağımsız yönetim kurulu üyesi almamalı ve ana şirketlerde birden fazla yönetim kurulu başkanlığı görevi üstlenmemelidir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin maaşları, kalitesi yüksek bireyleri cezp edebilecek derece yüksek olmalıdır. Yıllık ücret, toplantı başına ücret ve komite başkanlığı yapılması durumunda başkanlıktan kaynaklanan diğer bir ücret olarak belirlenebilir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri ücretlerini hisse senedi olarak alma hakkına sahip olmalıdırlar. Aynı zamanda bağımsız yönetim kurulu üyeleri şirketin hisse

senetlerine dair türev piyasada opsiyon işlemleri yapmamalıdırlar. Bu duruma bazı istisnalar getirilebilmektedir. Ödemenin opsiyon olarak yapıldığı hallerde, bu durumun pay sahiplerinin bilgisi dahilinde ve onayıyla yapılması ve en az görevden ayrıldıktan bir yıl sonra kullanılması durumunda karşılaşılabilmektedir. Şirketin icradaki yöneticilerinden birinin başka bir şirkette bağımsız yönetim kurulu üyesi olması durumunda, ücret politikası raporunda mevcut ücret durumunun aynı kalıp kalmayacağı ve eğer kalacaksa bu ücretin ne doğrultuda olacağı belirtilmelidir.

- Bağımsız yöneticinin şirketin yönetimiyle ilgili şüphelerinin ya da yönetim kurulu tarafından alınan kararlar karşısında çekinceleri olması durumunda, bu durumu yönetim kurulu başkanı ve diğer icradaki yöneticilere bildirmelidir. Eğer mevcut çekinceler çözülememiş ise, bu çekincelerin kayıt altına alınması gerekmektedir. Görevden ayrılırken, bağımsız yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu başkanına yazılı olarak gerekçeleriyle birlikte ayrılma nedenlerini bildirmelidir.
- Ücretlendirme komitesi en az üç üyeden oluşabilmektedir. Bu üyelerin üçünün de bağımsız yönetim kurulu üyesi olması önerilmektedir. Ücretlendirme komitesi, tüm icradaki üyelerin ve yönetim kurulu başkanının ücretlerinin belirlenmesinden sorumludur. Kıdemli yöneticilerin tazminatlarına dair düzenlemeleri de yerine getirmelidir. Komite, aynı zamanda ücretlendirme danışmanlarının atanmasından da sorumludur. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri denetim, atama ve

ücretlendirme komitelerinin üçünde de aynı anda görevde bulunmamalıdır.

- Tüm bağımsız yönetim kurulu üyeleri rollerine dair konular için genel kurul toplantısına katılmaları gerekmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri bazen ana ortaklarla toplantı düzenleyebilmektedirler ki bu toplantılar onlar açısından oldukça eğitici olabilmektedir. İşe başlama sürecinin bir parçası olarak bağımsız yönetim kurulu üyeleri ile ana ortaklar için bir toplantı düzenlenmektedir. Bir şirket yönetim kurulu üyelerinin, özellikle de bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, ana ortakların bakış açısını anlaması için ne tür adımlar atıldığını belirtmesi gerekmektedir. Kurumsal yatırımcıların genel kurul toplantılarına katılmaları faydalı olacaktır.
- Hiçbir birey aynı anda 3 ana yönetim kurulunda da görev almamalıdır, fakat bu durum küçük işletmelere uygulanmamaktadır. Bu tür yasal zorunluluklar küçük firmalar için zaman alabileceği gibi uygulamaya koyulması pek uygun olmayabilmektedir.

2.2.6. Birleşik Kod

Higgs raporuna yapılan eleştiriler neticesinde, Temmuz 2003 tarihinde Birleşik Kod adıyla bir rapor yayınlanmıştır. Raporda büyük ölçüde Higgs raporu korunmuş ve eleştirilen bölümler üzerinde durulmuştur. Özellikle de ilgili rapor bölümlerindeki dil ve ton düzenlemeleri geliştirilmiştir (Keasey, Short and Wright, 2005: 39).

Bu kod, ana ve destekleyici ilkeler ve hükümler barındırmaktadır. Bu kod tarafından belirlenen ilkelere tüm ilgili şirketlerin uyması beklenmesine karşın, şirketlerin uymayacağı

durumlar olması halinde bu durumu nedenleriyle dikkatli bir şekilde açıklanması gerektiği vurgulanmıştır. Küçük işletmeler açısından bazı ilkelerin uygulanması mümkün olamayabilmektedir. Dolayısıyla bazı hükümlerin küçük işletmeler açısından uygulanmayacağı belirtilmiştir (Birleşik Kod, 2003).

Birleşik Kod'a göre, yönetim kurulu, işletmeleri başarıya götürme sorumluluğuna sahip olan yapılardır. İşletmenin üst yönetimindeki sorumluluklar açık bir şekilde belirlenmelidir. Yani, yönetim kurulu başkanının yönetim kurulunu yönetmeyle ilgili sorumlulukları ve CEO'nun şirketin operasyonlarını yönetmeyle ilgili sorumlulukları birbirinden ayrılmalıdır. Dolayısıyla karar verme hakkına sınırsız bir şekilde sahip olan hiçbir yönetici olmamalıdır (Birleşik Kod, 2003).

Şirket içerisinde icracı ve icracı olmayan yöneticilerin (özellikle de bağımsız yönetim kurulu üyeleri) dengesinin gözetilmesi ve hiçbir bireyin ya da grubun yönetim kurulunun kararları üzerinde baskı unsuru oluşturmasına izin vermemek gerekmektedir. Yönetim kuruluna yeni yöneticilerin atanması sürecinde yasal, kesin ve şeffaf prosedürler işletilmelidir. Yönetim kurulunun görevlerini layıkıyla yerine getirebilmesi açısından belli zamanlarda bilgilendirilmesi gerekmektedir. Her bir birey yönetim kurulu üyesi, kurula katılma sürecinde bilgilerini ve yeteneklerini güncel tutacak bilgilendirmeler almalıdır. Yönetim kurulundaki tüm komitelerin ve bireylerin yıllık olarak, yasal ve katı bir performans değerlendirme sürecinden geçmesi gerekmektedir. Tüm bireyler belli aralıklarla ve performansları göz önünde bulundurularak yeniden seçime tabi tutulmalıdır. Yönetim kurulu, kurulu sürekli yenileyen bir planlama süreci yürütmelidir (Birleşik Kod, 2003).

Rapora göre ücretler, şirketi başarıya ulaştıracak kalitedeki yöneticileri çekecek, onları orada tutacak ve motive edecek seviyede olmalıdır. Fakat, gerekli olan tutarın üzerinde ödeme yapmaktan da kaçınılmalıdır. Yönetici ücretlerinin önemli bir bölümü onların kurumsal ve bireysel performansları göz önünde bulundurularak belirlenmelidir. Ücretlendirmeye dair yasal ve şeffaf, her bir yönetici için ayrı ayrı belirlenmiş, bir prosedür oluşturulmuş olması gerekmektedir. Hiçbir yönetici kendi ücretini düzenleme aşamasında karar vericiler arasında yer almamalıdır (Birleşik Kod, 2003).

Yönetim kurulu, şirketin durumuna ve şirketin gelecekteki beklentilere dair uygun ve anlaşılabilir değerlendirmeler sunmalıdır. Aynı zamanda, yönetim kurulu şirketin pay sahiplerinin yatırımlarını ve varlıklarını koruyacak uygun bir iç kontrol sistemi kurmalıdır. Yönetim kurulu, finansal raporlama ve iç kontrol ilkelerinin uygulamasına ve şirketin denetçileriyle uygun ilişkiler yürütülmesine dair açık ve usulüne uygun düzenlemeler yapmalıdır (Birleşik Kod, 2003).

Rapora göre, pay sahipleri ile yönetim, şirket amaçlarının ortak bir şekilde anlaşılması için uygun diyaloglar yürütmelidir. Bunun yanı sıra, yönetim kurulunu genel kurul toplantılarını yatırımcılarla iletişimi kuvvetlendirmek ve onları katılımcı olmaya davet etmek için önemli bir araç olarak kullanılmalıdır. Ayrıca, kurumsal pay sahipleri amaçların ortak bir şekilde anlaşılabilirliği açısından şirketlerle iletişime geçmelidir. Bunların yanı sıra, şirketlerin yönetim düzenlemelerini değerlendirirken, özellikle de yönetim kurulunun yapısı ve kompozisyonu ile ilgili kurumsal pay sahipleri ilgilerini çeken tüm ilgili faktörlere yeterli önemi vermeleri gerekmektedir. Ayrıca, rapora göre kurumsal pay sahiplerinin oylarını dikkatli bir şekilde kullanma sorumluluğu vardır (Birleşik Kod, 2003).

2.2.7. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Uzak Doğu'da 1997 yılında başlayan ve tüm dünyayı etkileyen finansal kriz OECD tarafından nedenleri ve sonuçları ile birlikte irdelenmiştir (Aysan, 2007: 130). Bu ekonomik bunalımın sonuçlarına bakılarak OECD kendisine üye olan ülkelerin görüşlerini almış ve zorunlu olmayan ilkeleri oluşturmak için Kurumsal Yönetim Çalışma grubunu inşa etmiştir (Gürbüz ve Ergincan: 2004: 17). Daha sonra 27-28 Nisan 1998 tarihlerinde, Bakanlar düzeyinde OECD Konseyi Toplantısı yapılmış ve "Kurumsal Yönetim İlkeleri Önerileri" oluşturulmuştur. Oluşturulan ilkelerin temelini Dünya Bankası/IMF Standart ve Kuralları Karşılama Raporları (ROSC) oluşturmaktadır (OECD-KYD, 2004: 8). İlkeler; hissedarların hakları, pay sahiplerine hakkaniyet içinde davranılması, yönetim kurulunun sorumlulukları, açıklama yapma ve şeffaflık ve işletmedeki çıkar gruplarının rolü şeklinde ana başlıklar altında sıralanmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 18). 1999 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri OECD'ye üye olan 30 ülke tarafından kabul edilmiştir. Söz konusu ilkeler, tüm dünyaya bir referans niteliği oluşturmuştur (Jesover and Kirkpatrick, 2005: 3). 2002'de yapılan Bakanlar düzeyindeki OECD Konsey Toplantısında, OECD'ye üye ülkelerin gelişimlerine bakılarak ilkeler tekrar gözden geçirilmiştir (OECD-KYD, 2004: 8). Daha sonra ilkelerde 2004 yılında revizyona gidilmiş ve iyi bir kurumsal yönetim uygulaması konusunda global bir görüş birliği oluşturulmuştur (Jesover and Kirkpatrick, 2005: 127). Genel itibarıyla anonim ortaklıklar için hazırlanan OECD ilkeleri, üzerinde yapılabilecek küçük farklılaştırmalar ile borsaya kayıtlı olmayan işletmelere de uygulanabilmektedir (Aysan, 2007: 131).

OECD tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri; hissedarların hakları, hissedarların adil muamele görmesi, kurumsal yönetimde doğrudan çıkar sahiplerinin rolü, kamuya

açıklama yapma ve şeffaflık ve yönetim kurulunun sorumlulukları şeklindedir. Bu ilkeler aşağıda detaylı bir şekilde açıklanmıştır.

2.2.7.1. Hissedarların Hakları

OECD'ye göre Kurumsal Yönetimin en belirgin unsuru hissedar haklarını korumaktır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 113).

OECD'ye göre pay sahibi hakları şu şekildedir (OECD-KYD, 2004: 14):

- Yönetim kurulu üyelerinin seçimi,
- Şirketin karından pay edinme,
- Hisselerin devir ve temlik edilmesi,
- Şirket ile ilgili düzenli ve zamanında bilgi edinme,
- Mülkiyet tescil yöntemlerini güvence altına alma,
- Genel kurul toplantılarına katılabilme hakkı.

Bunların yanı sıra pay sahiplerinin hakları kapsamına, ek hisse çıkarma yetkisi, şirket ile ilgili önemli kararlara katılma ve alınan önemli kararlarda bilgilendirilme gibi durumlar da girmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 114).

2.2.7.2. Hissedarların Adil Muamele Görmesi

OECD'ye göre kurumsal yönetim, işletmelerde paydaşların haklarını koruyan ve söz konusu hakların kullanılmasını sağlayan bir mekanizmadır (Aysan, 2007: 132). Kurumsal yönetim, işletmenin tüm pay sahiplerine eşit bir şekilde davranılması gerekliliğini ortaya koymaktadır. Şirketteki azınlık ve yabancı hissedarlar dahil tüm pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmesi, söz konusu paydaşların telafi ve tazminat hakları ortaya çıkarmaktadır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 114).

Bu bağlamda OECD'ye göre (OECD-KYD, 2004: 16):

- İşletmelerde önemli görevdeki yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin, şirketi doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyebilecek üçüncü kişiler için maddi çıkar oluşturabilecek ilişkilerini gizlememesi gerekmektedir.
- Aynı tertip hisselerine sahip olan pay sahiplerine eşit muamele yapılması gerekmektedir.
- Bunların yanı sıra, çıkar amaçlı kullanılan davranışlar ve içerden öğrenenlerin ticaretine de yasaklama getirilmelidir.

2.2.7.3. Kurumsal Yönetimde Doğrudan Çıkar Sahiplerinin Rolü

Kurumsal yönetim uygulamalarında işletme ile çıkar sahipleri arasındaki iş birliği iyi düzeyde olmalıdır ve çıkar sahiplerinin korunması önemlidir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 115).

OECD'ye göre (OECD-KYD, 2004: 17):

- Paydaşların ikili anlaşma ve kanunlarla oluşturulmuş haklarına saygı duyulmalıdır.
- Kurumsal yönetim sürecinde paydaşların zamanında ve düzenli bilgilere erişmesi sağlanmalıdır.
- Kanunlarla oluşturulmuş hisse sahiplerinin haklarına saygı gösterilmelidir.
- Performans geliştirici mekanizmaların çalışanların yönetime katılması dolayısıyla önemi büyüktür ve bu tür mekanizmaların hayata geçirilmesi gerekmektedir.

- İşletmedeki tüm paydaşlar, işletme ile ilgili kanunlara aykırı kaygılarını yönetim kuruluna istedikleri şekilde iletebilmelidir.
- İşletme paydaşları, haklarının ihlal edilmesi durumlarında telafi veya tazminat hakkına sahip olmalıdır.
- Kurumsal yönetim uygulamalarında, etkili ve etkin bir iflas ve alacaklı haklarının icraya konulması önemli olgular olarak anlaşılmaktadır.

2.2.7.4. Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, işletmelerde hakim ortaklar ve pay sahipleri arasındaki asimetrik bilgi sorunu açısından önemli bir mekanizma olarak görülmektedir. Çünkü, bir işletmede kontrolü elinde tutan çoğunluk hissedarlarının, şirket bilgilerine daha kolay ulaşma yeteneği vardır ve sahip olduğu bilgileri azınlık hissedarları ile paylaşmayabilmektedir. Dolayısıyla, bilgilerin kamuya açıklanması azınlık hissedarlar ile hakim hissedarlar arasındaki çatışmayı önleyebilecektir (Ertuna ve Tükel, 2008: 11). Bu bağlamda, kamuyu aydınlatma, yatırımcılara şirketin performansı ve kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili bilginin aktarılması durumudur (Ertuna ve Tükel, 2008: 10).

Sermaye Piyasasına İlkelerinde, işletmelerin pay sahipleri için bilgilendirme politikaları oluşturmaları ve oluşturulan politikalara uyulması gerekliliği vurgulanmıştır. Aynı zamanda, işletmelere ait gerçek istatistik verilerden oluşan proforma bilançoların oluşturulması ve eğer yayınlanan raporlardaki verilerin gerçekleşmeyeceğinin anlaşılması halinde, söz konusu durumun kamuya açıklanmasının gerekliliği belirlenmiştir. Bunun yanı sıra, revize edilen raporların tekrar yayınlanması

gerekmektedir (Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, 2005: 22). Sonuç itibarıyla, kurumsal yönetim, mali durum, performans, mülkiyet ve işletmenin idaresi, işletmeyle ilgili tüm maddi konularda zamanında ve doğru açıklama yapılmasını sağlayabilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 116).

OECD'ye göre işletmelerin açıklama yapabileceği konular sınırlı kalmamak şartıyla şu şekildedir (OECD-KYD, 2004: 18):

- İşletmenin amaçları,
- İşletmelerdeki tahmin edilebilir risk faktörleri,
- İşletmenin mali durumu ve faaliyet sonuçlarını gösteren raporlar,
- İşletme çalışanları ve diğer hisse sahipleri ile ilgili konular,
- Büyük hissedarlar ve oy kullanma hakları,
- İşletmelerdeki yönetim kurulu üyelerinin ve önemli pozisyonlardaki yöneticilerin ödüllendirme politikaları,
- Kurumsal yönetim uygulamalarının yapısı, kurumsal yönetim kurallarının politikaları ve uygulama sürecidir.

İşletmeler tarafından kamuya açıklanan bilgiler bazı özellikler taşımalıdır ki bunlar şu şekildedir (OECD-KYD, 2004: 18):

- Bilginin yayılma şekli kullanıcıların bilgilere zamanında, düşük maliyetle ve eşit bir biçimde ulaşması şeklinde olmalıdır.
- Dış denetçiler, denetim işlemlerini gerçekleştirirken, pay sahiplerine karşı sorumlu olmalı ve mesleklerinin gerektirdiği özeni göstermelidir.
- Bilgiler, mali ve mali olmayan bilgilendirme ve kaliteli muhasebe standartlarına uygun olarak hazırlanmalıdır.

- Yıllık denetim, yetkin ve alanında uzman kişiler tarafından gerçekleştirilmelidir ki mali tablolar işletmenin mali durumunu ve performansını tam olarak yansıtabilsin.

İşletmenin mali performansı, amaç ve hedefleri, ortaklık yapısı, ortaklık ilişkileri, yönetimin uymayı taahhüt ettiği ve uyduğu ilkeler, oylama anlaşmaları, kurumsal yönetim kodları ve etik kodlar şeffaflığın gerekli olduğu konular olarak görülmektedir (Ararat, 2003: 2).

2.2.7.5. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

OECD'ye göre işletmelerde yönetim kurulunun bazı temel işlevleri söz konusudur. Bunlar (OECD-KYD, 2004: 19):

- İşletmenin kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili verimliliğini denetlemek ve gerek görülen yerlerde değişikliğe gitmek,
- Yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilerinin gelirlerini, işletme pay sahipleri ve işletmenin uzun vadeli çıkarı doğrultusunda belirlemek,
- Kamuya yapılan açıklamalar ve iletişim süreçlerini denetlemek,
- İşletmelerde önemli pozisyonlarda bulunan yöneticileri seçmek, ödüllendirmek, denetlemek ve gerekli görülürse değiştirmek,
- Şeffaf ve formel bir atama yapısı oluşturmak,
- İşletme ile ilgili oluşabilecek yönetim, yönetim kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarının gözlemlenmesi ve idare edilmesi,

- İşletmenin muhasebe ve mali raporlama mekanizmalarının güvenilirliğini sağlamak,
- Şirket stratejisi, risk politikaları, eylem planları, iş planları ve yıllık bütçeleri gibi işlemleri gözlemek,
- İşletmenin performans amaçlarını belirlemek; kurumsal performansı ve işletme uygulamalarını denetlemek,
- İşletmenin yapmış olduğu büyük sermaye harcamalarını, devralmaları ve mal varlığı satışlarını yönetmektir.

OECD'ye göre yönetim kurulu üyeleri şu özelliklere sahip olmalıdır (OECD-KYD, 2004: 19-20):

- Yönetim kurulunun almış olduğu kararlar çeşitli hissedar gruplarını etkilediği zaman, yönetim kurulu tüm hissedarlara eşit şekilde davranmalıdır.
- Yönetim kurulu üyeleri, gerekli konularda ilgili bilgilere ulaşabilme fırsatına sahip olmalı ve böylece sorumluluklarını yerine getirebilmelidir.
- Yönetim kurulu, etik standartlarının yüksek seviyede tutarak paydaşların çıkarlarına önem vermelidir.
- Yönetim kurulu üyeleri, gereken özeni göstermek suretiyle konuyla ilgili bilgiye vakıf bir şekilde işletmenin ve pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket etmelidir.
- Yönetim kurulu, işletme ile ilgili olan işlerde bağımsız ve objektif bir şekilde muhakeme yürütmelidir.

2.3. Kurumsal Yönetim Anlayışının Türkiye'deki Gelişimi ve Geliştirmeye Yönelik Çalışmalar

Bu bölümde Kurumsal Yönetim anlayışının Türkiye'deki gelişiminden ve geliştirmeye yönelik yapılan çalışmalardan bahsedilmiştir.

2.3.1. Kurumsal Yönetim Anlayışının Türkiye'deki Gelişimi

Tablo 2.1'den de anlaşılacağı üzere, kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemeler, ilk olarak 1956 yılındaki Türk Ticaret Kanunu ile başlamıştır. Aradan geçen uzun bir zamandan sonra, 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmıştır. 1999 yılında ise, gerçek anlamda Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile ilgili önemli bir adım atılmış ve OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri yayınlanmıştır. OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini takiben 2002 yılında, TUSİAD “Kurumsal Yönetimde En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı tebliği yayınlamıştır. 2003 yılında SPK, Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliği yayınlamış ve ard arda SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ni yayınlamıştır. BİST Kurumsal Yönetim Derecelendirme Çalışmaları ve OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin revize edilmesi, 2004 yılında gerçekleşmiştir. 2005 yılında, SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri'ni tekrar revize etmiş ve BİST Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturma faaliyetlerine başlamıştır. 2007 yılında ise, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Hesaplamaları başlamıştır. SPK, daha sonra 2011 tarihli ve 28081 sayılı 2.mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine Ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ yayınlamış ve bunu 2012 de 3 ve 2013'de 2 tebliğ izlemiştir.

Son olarak da 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na (SPKn) uyum kapsamında hazırlanan, II-17.1sayılı “Kurumsal Yönetim Tebliği” 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir (www.spk.gov.tr, 08.04.2014).

TUSİAD 2002'de, OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini baz alarak, Türkiye'de ilk Kurumsal Yönetim İlkeleri çalışmalarını başlatmıştır (Pamukçu, 2011: 137). Ancak Kurumsal Yönetim anlayışının tanınması ve gelişimi, SPK'nin 2003 yılında yayınladığı ve 2005 yılında revize ettiği, "Kurumsal Yönetim İlkeleri" adlı yayın ile olmuştur (Sakarya, Kutukız ve Ülker, 2012: 237).

Tablo 2.1. Türkiye'de Kurumsal Yönetimin Gelişimi

Yıl	Kurumsal Yönetim Aktivitesi
1956	Türk Ticaret Kanunu-Mevcut Yasal Yükümlülükler
1981	Sermaye Piyasası Kanunu
1999	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri
2002	TÜSİAD: Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi
2003	SPK; Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliği
	SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri
	SPK; Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği
2004	BİST Kurumsal Yönetim Derecelendirme Çalışmaları
	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri (Revize)
2005	SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeler (Revize)
	BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Oluşturma Çabaları
2007	BİST Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) Hesaplanmaya Başlanması

Kaynak: (Toraman ve Abdioğlu, 2008: 99).

2.3.2. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Anlayışını Geliştirmeye Yönelik Çalışmalar

Türkiye'de Kurumsal yönetim alanında yapılmış ve yapılmakta olan çalışmalar, bu bölümde açıklanmıştır.

2.3.2.1. SPK ve Kurumsal Yönetim

"30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na (SPKn) uyum kapsamında hazırlanan, II-17.1sayılı "Kurumsal Yönetim Tebliği" 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir." (www.spk.gov.tr). SPK, Kurumsal Yönetim İlkelerini, özellikle halka açık anonim şirketlerde en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının oluşturulması ve uygulanması amacıyla oluşturmuştur (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 19).

SPK'nın kurumsal yönetim ile ilgili ilkeleri; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kuruludur (SPK-KYT, 2014).

Pay Sahipleri

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine göre, pay sahiplerinin hakları şu şekildedir: Bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurul toplantılarına katılma hakkı, oy hakkı, azlık hakları, kar payı hakkı ve payların devridir (SPK-KYT, 2014).

Tebliğde söz konusu haklar ile ilgili şu ifadeler yer verilmiştir (SPK-KYT, 2014):

"Ortaklığın kurumsal internet sitesinde ve KAP'ta, genel kurul toplantı ilanı ile birlikte, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere genel kurul toplantı tarihinden en az üç hafta önce 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun 437. nci maddesi çerçevesinde pay sahiplerinin

incelemesine hazır bulundurulacak belgeler ile ortaklığın ilgili mevzuat gereği yapması gereken bildirim ve açıklamaların yanı sıra, aşağıdaki hususlar dikkati çekecek şekilde yatırımcılara ayrıca duyurulur."

"Oy hakkının kullanılmasını zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılır. Sınır ötesi de dahil olmak üzere her pay sahibine oy hakkını en kolay ve uygun şekilde kullanma fırsatı sağlanır."

"Azlık haklarının kullanılmasına azami özen gösterilir. Azlık hakları, esas sözleşme ile sermayenin yirmide birinden daha düşük bir orana sahip olanlara da tanınabilir. Azlık haklarının kapsamı esas sözleşmede düzenlenerek genişletilebilir."

"Ortaklığın belirli ve tutarlı bir kâr dağıtım politikası bulunur. Bu politika genel kurul toplantısında ortakların onayına sunulur ve ortaklığın kurumsal İnternet sitesinde kamuya açıklanır."

"Payların serbestçe devredilebilmesini zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılır."

Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

İşletmelerin kurumsal yönetim uygulamalarını gerçekleştirirken bir bilgilendirme stratejisine sahip olmaları gerekmektedir. Bilgilendirme politikasının kapsamı ise, hangi bilgilerin ne şekilde, hangi sıklıkla kamuya ilan edileceği, basın ile yöneticilerin görüşme sıklığı, kamu için ne sıklıkla toplantı yapılacağı ve işletmeye sorulan soruların nasıl cevaplandırılacağı şeklindedir (SPK-KYT, 2011).

SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık iki yolla sağlanabilmektedir. Bunlardan birincisi, kurumsal internet sitesinin olmasıdır. İşletmenin web sitesinde ilgili mevzuat gereğince açıklanması zorunlu bilgiler yer

almaktadır. Bunun yanı sıra, genel kurul toplantılarının gündemleri, faaliyet raporları, katılanlar cetvelleri ve toplantı tutanakları, vekaleten oy kullanma formu, pay alım teklifi veya vekalet toplanmasında hazırlanan zorunlu bilgi formları, değişikliklerin yayınlandığı Türkiye Ticaret Sicili Gazetelerinin tarih ve sayısı ile birlikte ortaklık esas sözleşmesinin son hali, ticaret sicili bilgileri, özel durum açıklamaları, izahnameler, son durum itibarıyla ortaklık ve yönetim yapısı, finansal raporlar, imtiyazlı paylar hakkında detaylı bilgiler yer almaktadır. Ancak eğer şirket sahip ise, şirket tarafından oluşturulan etik kurallar, şirkete ulaşan bilgi talepleri ile soru ve şikayetler ve bunlara verilen cevaplar, kar dağıtım politikası, şirketin kendi paylarının geri alınmasına ilişkin politikası, bilgilendirme politikası gibi bilgiler mevcuttur. Son beş yıllık işletme verileri kurumsal internet sitesinden ulaşılabilmektedir (SPK-KYT, 2014).

Ayrıca, işletmenin ortaklık yapısı; pay miktarları ve oranları ile hangi imtiyaza sahip olduklarını göstermek suretiyle, %5'ten yüksek paya sahip olan gerçek kişi pay sahiplerinin adları en az 6 ayda bir güncellenmiş şekilde kamu oyuna duyurulmalıdır (SPK-KYT, 2014).

Bunların yanı sıra, kamuya açıklanması gereken özel durum ve dipnotlar hariç olmak üzere, Türkçe olarak yayınlanan finansal tablo bildirimleri eş zamanlı olarak, İngilizce olarak da KAP'ta açıklanmaktadır. İngilizce açıklamalar Türkçe orijinalini ile tutarlı olmalıdır. Ayrıca, hazırlanan bilgilerden uluslararası yatırımcıların da yararlanması için yabancı dillerde de yayınlanması gerekmektedir (SPK-KYT, 2014).

Bir diğer yatırımcıyı bilgilendirme yöntemi ise, faaliyet raporlarının yayınlanmasıdır. Faaliyet raporları, yönetim kurulu tarafından işletmenin faaliyetleri ile ilgili tam ve doğru bilgileri elde etmesine olanak verecek şekilde hazırlanmaktadır. İlgili

mevzuata göre, işletmelerin yayınladığı yıllık faaliyet raporlarında şu bilgiler yer almaktadır (SPK-KYT, 2014):

- İşletmeye açılan davalar ve sonuçları.
- Sermayeye doğrudan katılım oranının %5'ten daha fazla olduğu durumlardaki karşılıklı iştiraklere ilişkin bilgiler.
- Yönetim kurulun yıl içerisinde yapmış olduğu toplantı sayısı ve yönetim kurulu üyelerinin buna katılımı.
- Yönetim kurulu içerisinde oluşturulan komitelerin üyeleri, toplantı yapma sayısı, çalışma esasları ve komitelerin etkinliğinin yönetim kurulu tarafından değerlendirilmesi ile ilgili bilgiler.
- İşletmenin ilişki içinde bulunduğu yatırım danışmanlığını ve derecelendirme şirketleri ile arasındaki çıkar çatışmalarının olup olmadığı ve alınan tedbirler ile ilgili bilgilere yer verilmesi.
- İşletme faaliyetlerini etkileyen mevzuat değişiklikleri ile ilgili bilgiler.
- Yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık beyanları ve işletmenin yöneticilerinin ve yönetim kurulu üyelerinin işletme dışındaki görevleri ile ilgili bilgiler.

İşletmelerde bilginin zamanında, güvenilir ve karşılaştırılabilir olması oldukça önem arz etmektedir. Bu bilgiler ve bilgilerin kalitesi sayesinde, işletme gelecekle ilgili tahminler yaparak kaynaklarını daha etkin kullanabilmektedir. İşletmelerin şeffaf olması yönetimin etkinleşmesini sağlamakta ve yatırımcıların işletme ile ilgili yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Çünkü yatırımcılar, kamuya açıklanan bilgilerin kalitesinden emin olmadıkça yatırım kararlarında değişikliğe gidebilmektedirler (Ararat, 2003:1). Şeffaflığın kaliteli olması, işletmenin finansal durumunun tam anlamıyla raporlarda yer

alması demektir. Pay sahipleri ve kredi verenler, işletmelerin finansal raporlarına bakarak işletme ile ilgili karar vermektedirler (Standard and Poor's Governance Services, 2004: 12). Bunların yanı sıra şeffaflık, işletmelerin iş süreçlerinde ve rekabetçi pozisyonunda da net olmasını gerektirir. Şeffaflığın oluşabilmesi için kurumsallaşmanın gerekliliği söz konusudur. İşletmelerin yöneticilerin kimler olduğu, verilen ücretlerin kimler tarafından onandığı ve en önemlisi içerden öğrenenlerin var olup olmadığı şeffaflık kriterinin en önemli noktalarıdır (Standard and Poor's Governance Services, 2004: 13).

Menfaat Sahipleri

İşletmenin amaçlarına ulaşmasında ya da faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, müşteriler, çeşitli sivil toplum kuruluşları, alacaklılar ve tedarikçiler gibi kişi ve kurumlar ya da çıkar grupları menfaat sahipleri olarak açıklanmaktadır. İşletmeler, menfaat sahiplerinin haklarını ilgili olan mevzuat gereğince koruma altına almaktadır. Eğer menfaat sahiplerinin hakları mevzuat gereğince korunmuyorsa, iyi niyet kuralları çerçevesinde bu işlem gerçekleştirilmektedir (SPK-KYT, 2014).

İşletmelerde menfaat sahiplerinin haklarının ihlali durumu söz konusu olursa, hızlı ve etkili bir tazmin imkanı sağlanmaktadır. İşletme, bu konuda menfaat sahiplerine ilgili mevzuat gereğince tazminat gibi mekanizmaların kullanılabilme kolaylığı sağlamaktadır (SPK-KYT, 2014).

Yönetim Kurulu

Yönetim kurulu, işletmenin uzun vadeli çıkarlarını gözetmek suretiyle, stratejik kararlar alarak, işletmenin risk, büyüme ve getiri dengesini optimal seviyede tutarak işletmeyi idare ve temsil etmektedir (SPK-KYT, 2014). Aynı zamanda, yönetim kurulu, işletmenin gerek duyduğu insan ve finansal

kaynakları belirlemede ve yönetimin performansını değerlendirmektedir. Bunların yanı sıra, işletme faaliyetlerinin mevzuata ve esas sözleşmeye ve iç düzenlemelere uygunluğu konusunda da denetlemeler yapmaktadır (SPK-KYT, 2011).

SPK'ya göre yönetim kurulu yapısı ise şu şekildedir (SPK-KYT, 2014):

- Yönetim kurulu üye sayısı beş üyeden oluşmaktadır. Söz konusu üyeler, hızlı ve rasyonel karar alacak özellikte, verimli ve yapıcı çalışmalar yapabilecek şekilde belirlenmektedir.
- Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu icrada görevli olmayan üyelerden meydana gelmektedir. İcrada görevli olmayan üye, yönetim kurulu üyesi dışında işletme ile ilgili hiç bir bağı bulunmayan üye anlamına gelmektedir.
- Aynı zamanda, icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri arasında görevlerini hiç bir baskı altında kalmadan yerine getiren bağımsız yönetim kurulu üyeleri vardır.
- Yönetim kurulunda bulunan bağımsız üye sayısı, toplam üye sayısının üçte birinden az olmaması gerekmektedir.
- Yönetim kurulu içinde görev yapan bağımsız üyelerin görev süresi 3 yıldır, ancak, 3 yılın sonunda tekrar aday gösterilerek seçilmeleri söz konusu olabilmektedir.

SPK kurumsal yönetim ilkelerini oluştururken bazı komiteler oluşturmuştur. Söz konusu komiteler; denetim komitesi, kurumsal yönetim komitesi, aday gösterme komitesi, riskin erken saptanması komitesi ve ücret komitesi şeklinde sıralanabilmektedir. Aşağıda komitelerin içeriği açıklanmıştır.

– Denetim Komitesi

Denetim komitesi, işletmenin yönetim kurulu üyelerinden oluşmaktadır ve söz konusu işletmenin muhasebe ve finansal raporlama sisteminin denetlenmesi amacıyla oluşturulmuştur (SPK-KYT, 2014). Denetim komitesi, denetim raporunu ve diğer ilgili çalışmaları yayınlamakta ve hazırlamaktadır. Aynı zamanda bu komite denetim şirketinin atanması ile ilgili de sorumluluğu taşımaktadır ki zaten denetim şirketi oluşturduğu raporu direkt denetim komitesine sunmaktadır (Sarbanes-Oxley, SEC 301). Bu bağlamda denetim komitesi, genellikle iç denetim faaliyetlerinin gözetimini gerçekleştiren bir yapı olarak karşımıza çıkmakta ve denetçi tarafından şirkete verilen denetim dışı hizmetlerin yapısı da dahil olmak üzere dış denetçi ile olan ilişkinin tümünün denetiminden de sorumlu olduğu görülmektedir (OECD-TKYD, 2004).

Denetim komitesi, işletmelerin finansal bilgilerinin kamuya açıklanması, şirketin muhasebe sistemi, şirketin iç kontrol ve iç denetim sisteminin işleyişi gibi konularda gözetim görevini yürütmektedir (SPK-KYT, 2014). Sonuç itibarıyla denetim komitesi, kamuya açıklanması gereken yıllık ve ara dönem finansal tabloların işletmenin izlediği muhasebe ilkeleri ile gerçeğe uygunluğuna dair değerlendirmelerini, işletmenin sorumlu yöneticileri ve bağımsız denetçilerin görüşlerini alarak kendi değerlendirmesini de yaptıktan sonra yönetim kuruluna yazılı olarak sunmaktadır (SPK-KYT, 2014).

– Kurumsal Yönetim Komitesi

Kurumsal yönetim komitesi, işletmelerde kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını, eğer uygulanmıyor ise nedenini tespit eden bir komite olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerine tam uymama nedeni ile ortaya çıkan çıkar çatışmalarını belirlemektedir. Söz

konusu durumlar için yönetim kuruluna kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirici tavsiyelerde bulunarak, yatırımcı ilişkileri bölümünün çalışmalarını kontrol etmektedir (SPK-KYT, 2014)

– Aday Gösterme Komitesi

Aday gösterme komitesinin görevleri (SPK-KYT, 2014): İşletmelerdeki yöneticilik pozisyonları için uygun adayları belirlemek, değerlendirmek ve eğitmek için gerekli olan şeffaf bir sistemin oluşturulması ve buna yönelik politika ve stratejiler belirlemektir. Diğer bir görevi ise, yönetim kurulunun yapısı ve etkinliği ile ilgili değerlendirmeler yapmak ve olası değişikliklere yönelik tavsiyelerde bulunarak, bu tavsiyeleri yönetim kuruluna sunmak şeklinde açıklanmaktadır.

– Riskin Erken Saptanması Komitesi

Bu komite işletme varlığını, gelişimini ve sürekliliğini tehlikeye sokabilecek risklerin zamanından önce tespit edilmesi, teşhis edilen risklerle ilgili ihtiyaç duyulan önlemlerin alınması ve riskin yönetilmesi ile ilgili çalışmalar yapmak ile sorumludur (SPK-KYT, 2014).

– Ücret Komitesi

Ücret komitesinin fonksiyonu, idari sorumluluğu bulunan yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinin belirlenmesinde kullanılan ilke, kriter ve uygulamaları işletmenin uzun vadeli amaçları doğrultusunda belirlemektir (SPK-KYT, 2014).

Sonuç itibarıyla, genel olarak, açıklanan bu kurumsal yönetim ilkeleri, işletme ve işletme faaliyetlerini baz almakta ve söz konusu kavramlar ile ilgili bilgilerin tam, doğru ve zamanında açıklanması gerekliliğini vurgulamaktadır. Dolayısıyla, finansal

raporlama işlemlerinin şeffaf bir şekilde gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Kurumsal yönetimin iyi bir şekilde uygulanıyor olması, önemli derecede raporlamanın sağlıklı bir şekilde yapılıp yapılmamasına bağlı olmaktadır (Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, 2005: 6).

2.3.2.2. BDDK ve Kurumsal Yönetim

1 Kasım 2006 tarihinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), 26333 sayılı Resmi Gazetede "*Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik*" adlı yönetmeliği yayımlamıştır (www.yenittk.com, 12.11.2014). Yönetmeliğin hedefi, bankaların kurumsal yönetimleri ile ilgili yapı ve süreçleri ve bunlarla ilgili ilkeleri düzenlemektir. BDDK'nın yayınlamış olduğu yönetmeliğe göre, bankalarda uygulanacak kurumsal yönetim ilkeleri şu şekilde sıralanmıştır (BDDK, 2006):

- Banka içerisinde stratejik amaçların ve kurumsal değerlerin oluşturulması gerekmektedir.
- Banka içinde yetki ve sorumluluklar net olarak saptanmalı ve uygulanmalıdır.
- Bankaların müfettişleri ile bağımsız denetim elemanlarının çalışmalarından yararlanılmalıdır.
- Kurumsal yönetimde şeffaflığa önem verilmelidir.
- Önemli pozisyonlardaki yöneticiler, görevlerini iyi bir şekilde yerine getirecek özelliklere sahip olmalıdır.
- Yönetim kurulu üyeleri de görevlerini etkin bir şekilde yapmalı ve banka faaliyetleri hakkında bağımsız değerlendirmeler yapabilmelidir.
- Ücret politikaları bankanın stratejik hedefleri, iç dengeleri ve etik değerleri ile uyumlu olmalıdır.

2.3.2.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)

2003 yılında kurulan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), ülkemizde kurumsal yönetim anlayışının tanınması, gelişmesi ve en iyi şekilde uygulanması amacıyla hareket eden bir sivil toplum kuruluşudur. TKYD; adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleri ile olgunlaştırılmış ve özel sektör, kamu kuruluşları, medya, düzenleyiciler, sivil toplum kuruluşları ve akademik dünya gibi taraflar arasında iletişim ağı oluşturmayı ve kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmeyi amaçlamaktadır (www.tkyd.org.com, 12.08.2014).

TKYD'nin misyonu, kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ve hayata geçirilmesinde liderlik görevini yürütmektir. Vizyonu ise, kurumsal yönetim konusunda uzman bir kurum olarak ihtiyacı olanların başvurduğu bir kurum olmaktır (www.tkyd.org.com, 12.08.2014). Derneğin amacı, paydaşlarına yüksek derecede değer yaratan, uluslararası yönetim ilkelerine sahip ve performansı yüksek seviyelerde olan kurumlar meydana getirmektir (www.tkyd.org.com, 12.08.2014).

2.3.2.4. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi

"Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi" kavramına, kurumsal yönetim ilkelerinin her geçen gün öneminin artması dolayısıyla, ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecek kuruluşlara ve farklı işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasına olanak sağlaması açısından, standart bir ölçüt olarak gereksinim duyulmuştur. Kurumsal yönetim derecelendirmesi, işletmenin mali durumunun değil, yönetim kalitesinin sorgulanması ve ortakların haklarının korunduğu bir sistem olması açısından geleneksel kredi derecelendirme faaliyetinden farklıdır. Dolayısıyla, kurumsal

yönetim derecelendirmesi, niceliksel değil niteliksel esasların baz alındığı bir mekanizmadır. Çünkü, kurumsal yönetim kavramı daha çok davranış biçimleriyle açıklanmaktadır (Sakarya, Kutukuz ve Ülker, 2012: 238).

İşletmelerin, kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumlarının derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, adil ve tarafsız bir şekilde değerlendirilmesi ve sınıflandırılması, Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum derecelendirmesi olarak açıklanabilmektedir (www.spk.gov.tr, 08.01.2015). Bu derecelendirmede; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ile tüm ilkelerin uyumuna bakılmakta ve 1 ile 10 arasında not verilmektedir (www.spk.gov.tr, 08.01.2015). Ancak derecelendirme şirketleri notları 100'lük sisteme çevirerek yayınlamaktadır. İşletmenin sahip olacağı kurumsal derecelendirme notu, kurumların hissedar haklarına verdikleri önemin, kamuyu aydınlatma faaliyetlerinin, menfaat sahipleri ile olan ilişkilerin ve yönetim kurullarının genel kredibilitesi ile ilgili olan görüştür (www.saharating.com, 08.01.2015).

Derecelendirme Metodolojisi

Dünya geneline bakıldığında, Kurumsal Yönetim Uygulamaları için dört ana ilke görülmektedir. Bu ilkeler çerçevesinde kurumsal yönetim değerlemesi yapılmaktadır. Bunlar (www.saharating.com, 08.01.2015):

- Adillik: Tüm işletme pay sahiplerine eşit davranılması ve işletmeyi yöneten ve kontrolü elinde bulunduran pay sahiplerinin yapabilecekleri yolsuzluklardan kaçınılmasıdır.

- Şeffaflık: İşletme faaliyetleri ile ilgili bilgilerin istenildiği zaman, doğru bir şekilde ve net olarak kamuoyu tarafından elde edilebilmesi durumudur.
- Hesap Verebilirlik: İşletmelerde pay sahiplerinin ve alacaklıların, işletmenin yöneticileri ve kontrolü elinde bulunduranların faaliyetleri ile ilgili açıklama olanağının olması için uygun bir yapının oluşturulmasıdır.
- Sorumluluk: İşletmelerin faaliyetlerinin devamı için paydaşlar ve işletme yöneticileri ile olan ilişkilerin sağlıklı bir şekilde akmasını sağlayacak yasaların olması ve bu yasalara bağlılık durumudur.

Derecelendirme, söz konusu ilkeler ile 4 ana kriter üzerinden yapılmaktadır. Bunlar (www.tkyd.org, 03.07.2014):

- Pay sahipleri (%25 ağırlık ile)
- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25 ağırlık ile)
- Menfaat sahipleri (%15 ağırlık ile)
- Yönetim Kurulu (%35 ağırlık ile)

Bu bağlamda, bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümler şeklinde ve ayrı ayrı olmak üzere 1 ile 10 arasında notlandırılır. 1 en zayıf notu ifade ederken, 10 ise, en güçlü değer anlamına gelmektedir (www.saharating.com, 03.07.2014).

Uyum notlarının anlamı ise şöyledir;

Tablo 2.2. Uyum Notlarının Anlamı

Not	Anlamı
9-10	İşletme SPK'nın hazırlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne tamamiyle uyum sağlamıştır.
7-8	İşletme Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli büyük ölçüde uyum sağlamıştır.
6	İşletme Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum göstermektedir.
4-5	İşletme Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne en alt seviyede uyum göstermektedir.
<4	İşletme SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne hiç uyum sağlamamıştır.

Kaynak: www.saharating.com, 05.07.2014.

Söz konusu notların verilmesi derecelendirme şirketleri tarafından yapılmaktadır ve derecelendirme işlemini yapan şirketler ise şöyledir;

Tablo 2.3. Derecelendirme Faaliyetiyle İlgili Kuruluşlar

Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Kuruluşlar	Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması SPK Tarafından Kabul Edilen Uluslararası Kuruluşlar
		ISS Corporate Services Inc. (http://www.isscorporate.com)
	SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. (www.saharating.com)	
	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. (www.kobirate.com.tr)	
	JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. (www.jcravrsyarating.com)	

Kaynak: www.spk.gov.tr, 12.11.2014.

Tablodan da anlaşıldığı üzere, ülkemizde kurulan ve SPK'nın da yetkilendirdiği kuruluşlar, JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş., Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. ve SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. şeklindedir. Türkiye'de faaliyette bulunan ve SPK'nın yetkilendirdiği uluslararası kuruluş ise, ISS

Corporate Services Inc.'dir. Söz konusu kuruluşlar, ülkemizde şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu ölçmekte ve değerlendirmektedir.

2.3.2.5. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi

Dünyadaki çalışmalar doğrultusunda Türkiye'de, SPK tarafından kurumsal yönetim ilkeleri düzenlenmiştir. Borsa İstanbul (BİST) ise, SPK'nın oluşturduğu, söz konusu kurumsal yönetim ilkelerini uygulama yönünden destekleme, doğru ve kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarının gelişimine olumlu anlamda etki yaratma, sermaye piyasasının gelişimini sağlama ve yatırımcıları bilgilendirme amacıyla, kurumsal yönetim ilkelerine uyumu derecelendirmiştir. Bu bağlamda, SPK tarafından, "Kurumsal Yönetim Endeksi" oluşturulmuştur (Dağlı, Ayaydın ve Eyüpoğlu, 2009: 22).

Kurumsal yönetim endeksi, ülkemizde 31.08.2007 tarihinde hesaplanmaya başlanmış ve ilk etapta endeks, 48.082,17 gibi bir değer almıştır (www.saharating.com, 27.02.2013). Konunun öneminin her geçen gün artması, endekse dahil olan işletme sayısını da artırmaktadır (Dalğar ve Pekin, 2011: 25).

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi payları Borsa İstanbul pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören şirketlerin dahil olduğu bir endekstir. Aynı zamanda bu endekste yer alabilmek için şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olması gerekmektedir (www.borsaistanbul.com, 14.09.2014).

Endekse alınan hisse senetleri çeşitli sebeplerden ötürü endeksten çıkarılabilmektedir. Endeksten çıkarılma sebepleri (İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları, 2011):

- Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalkması ve bu durumun KAP'a bildirilmesi,
- Derecelendirme sözleşmesinin sona ermesi ve bu durumun KAP'a bildirilmesi,
- Derecelendirme notunun verilmesinden sonraki 1 yıl içinde notun yenilenmemesi ya da teyit edilmemesi,
- Bildirilen derecelendirme notunun asgari derecelendirme notundan daha düşük olması,
- Derecelendirme kuruluşunun derecelendirme kuruluşları listesinden çıktığının KAP'a bildirilmesi gibi durumlarda söz konusu bildirimlerin KAP'a yapıldığı günü veya 1 yıllık dönemin bittiği günü takip eden iş günü geçerli olmak üzere endeks kapsamından çıkarılmaktadır. Eğer söz konusu durumlar ortadan kalkar ise, KAP'a yeniden bildirim yapılmakta ve derecelendirme notu asgari derecelendirme notundan yüksek olması durumunda, tekrar endeks kapsamına alınmaktadır.

İşletmeler birden fazla kuruluştan derecelendirme notu almış ise, en son bildirilen derecelendirme notu ile değerlendirme yapılmaktadır. Eğer derecelendirme kuruluşlarından herhangi biriyle derecelendirme sözleşmesi sona ermişse ya da derecelendirme kuruluşu SPK tarafından derecelendirme kuruluşu listesinden çıkarılmışsa, işletme için diğer derecelendirme kuruluşlarının verdiği not geçerli olmaktadır (Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Mevzuatı, 2008: 155).

2.3.2.6. Kurumsal Yönetim Anlayışının Türk Ticaret Kanunu Tasarısındaki Yansımaları

Yeni Türk Ticaret Kanunu'na göre, halka açık anonim şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulunun bununla ilgili açıklamaları ve işletmenin bu yönden derecelendirilmesi ve kural ve sonuçları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından saptanmaktadır. Diğer kamu kurum ve kuruluşlar sadece kendi alanlarında geçerli olmak üzere kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili ayrıntıya ilişkin sınırlı düzenlemeleri SPK'nın uygun görüşünü aldıktan sonra yapabilmektedirler (TTK, 2011: 27846).

Türk Ticaret Kanun'unun kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeleri bazı etmenler içermektedir. Bunlar (Aksoy, 2013: 48):

- a. Sermaye Piyasası Kurulu kurumsal yönetim ile yetkili olan kuruluştur.
- b. Kanuna göre SPK, halka açık anonim şirketlerde, kurumsal yönetim ilkelerini, işletmelerin kurumsal yönetim açısından derecelendirme kural ve sonuçlarını ve yönetim kurulunun kurumsal yönetimle ilgili açıklamasının esaslarını belirlemek durumundadır.
- c. Sadece halka açık anonim şirketler Türk Ticaret Kanununun kurumsal yönetim alanındaki düzenlemeleri kapsamındadır.
- d. Kanuna göre diğer kurum ve kuruluşlar SPK'nın onayını aldıktan sonra kendi alanları ile ilgili olmak üzere kurumsal yönetim ilkeleri belirleyebilmektedir.

2.3.2.7. Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu ve Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

7 Ekim 1977 tarihinde Münih'te 51 ülkeden gelen 63 muhasebe örgütü tarafından 11. Dünya Muhasebeciler Kongresi'nce kurulan Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (The International Federation of Accountants- IFAC), bünyesinde 123 ülkeden 157 üye barındırmaktadır. Kamuda, özel sektörde ve eğitim alanında çalışan muhasebeciler ile ve diğer muhasebe ile ilgili örgütlerin meydana getirdiği bir organizasyon olan IFAC, dünyada muhasebe mesleğinin gelişmesini sağlayan, kaliteli muhasebe standartları geliştiren, yüksek etik değerler oluşturmaya çalışan bir muhasebe örgütüdür (IFAC, 2014).

IFAC'ın faaliyetleri şu şekildedir (IFAC, 2014);

- Muhasebe firmalarıyla ilişkilerin geliştirilmesi,
- Dünya çapında muhasebe mesleği uygulamaları ile ilgili değişiklikler yapmak,
- Kamu sektörünün uluslararası arenada muhasebe standartlarının gelişiminin sağlanması için finansal yönetim ve raporlama gereksinimlerini saptamak,
- IFAC üyelerinin yanı sıra diğer bölgesel muhasebe kurumları ile işbirliğinin geliştirilmesi,
- Daha çok gelişmekte olan ülkelerin muhasebe eğilimleri üzerinde odaklanmak,
- Uluslararası arenada faaliyet gösteren gelişme ajansları, yatırım grupları, düzenleyici otoriteler ve standart yapıcılar ile iletişimi geliştirmek ve güçlü tutmaktır.

IFAC'ın amaçları (IFAC, 2014):

- Üyelerini işbirliği içinde tutarak, üyeler arası birlikteliği sağlaması.
- Muhasebe mesleği ile ilgili global anlamda sözcü olması,
- Muhasebe ile ilgili uluslararası kaliteli standartlar oluşturması ve söz konusu standartları kanunlaştırarak uygulanmasını kolaylaştırması,
- Diğer uluslararası organizasyonlarla olan işbirliğini geliştirmesi şeklinde sıralanabilmektedir.

Bu bağlamda IFAC, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de muhasebe ve denetim uygulamalarını etkileyen önemli bir kurum olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu kurumla, Uluslararası Denetim Standartları (ISA), etik kurallar ve muhasebe standartları saptanabilmektedir. Bu kurumun farklı düzenlemeleri diğer ülkeler açısından kaynak niteliği taşımaktadır (Başpınar, 2005: 40).

2.3.2.8. Özel Durumların Kamuya Açıklanması

Özel durumlar kavramı, içsel bilgileri ve sürekli bilgileri ortaya çıkaran olaylardır şeklinde açıklanmaktadır. İçsel bilgi, yatırımcıların yatırım kararlarını ve sermaye piyasası aracının değerini etkileyebilen ancak henüz kamuya açıklanmamış bilgi olarak tanımlanmaktadır. Sürekli bilgi ise, içsel bilgi formatının dışında kalan ve 'Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ' uyarınca açıklanması gerekli tüm bilgilerdir. Bu bağlamda, özel duruma konu olan bilgilerin ya da özel bilgilerin değişikliği söz konusu olduğunda kamuya açıklanması gerekliliği söz konusudur (www.kap.gov.tr, 04.04.2014).

Sermaye Piyasası Kurulu, özel durumların kamuya açıklanması ile ilgili olarak AB mevzuatına uyumu ve şirket ve yatırımcılardan gelen talepleri dikkate alarak önemli değişikliklere gitmiştir. Yapılan değişikliklere istinaden bir tebliğ hazırlanmış ve bu tebliğ ile ülkemizin diğer ülkeler ile rekabet edebilmesi amaçlanmıştır (www.spk.gov.tr, 11.09.2014). "Bu Tebliğ, 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 1, 16/A ve 22 nci maddelerine dayanılarak düzenlenmiştir." (SPK-Tebliğ, Seri VIII, No: 54). Tebliğin amacı, sermaye piyasasının açık ve dürüst bir biçimde faaliyetlerini devam ettirmesi için tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin tam, doğru ve zamanında bilgilendirilmesidir (SPK-Tebliğ, Seri VIII, No: 54).

Söz konusu tebliğde, özel durum açıklamalarının tek tek sayılması yapılmamıştır. Bunun yerine, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları uygulamalarına benzer şekilde, önemli olan bilgilerin neler olduğu ortaklıklara bırakılmıştır. Sadece yol gösterici olması bakımından bir rehber hazırlanmıştır. Borsa şirketleri ve Borsa dışı şirketler için ayrı ayrı düzenleme getirilmiştir. Borsa dışı şirketlere yükümlülükleri daha hafif olan bir Tebliğ hazırlanmıştır (www.spk.gov.tr, 11.09.2014).

2.3.2.9. Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), elektronik bir sistem olup sermaye piyasası ve borsa mevzuatına göre, kamuya açıklanması gerekli bilgilerin istenilen yere elektronik imzalı şekilde ulaştırıldığı bir mekanizmadır. Sistem 7\24 şeklinde çalışmakta ve işletimini Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK)-Yatırımcı Hizmetleri ve KAP Müdürlüğü tarafından yapılmaktadır. Sistem 600'den fazla şirketi ve 3000'den fazla kullanıcıyı kapsamaktadır. Sistemin tasarımı tüm kesimin doğru, anlaşılır, tam bilgiye internet üzerinden aynı anda ve en düşük

maliyetle ulaşabilmesine olanak vermektedir. Ayrıca sistemin arşivi de mevcuttur (www.kap.gov.tr, 04.04.2014).

Borsa İstanbul'da Sermaye Piyasası araçları işlem gören ortaklıklar (www.kap.gov.tr, 04.04.2014);

- SPK'nın "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği" kapsamında özel durum açıklamalarını,
- SPK, Borsa İstanbul ve MKK düzenlemeleri kapsamında kamuya açıklanması gereken diğer hususları,
- SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" kapsamında finansal raporlarını KAP üzerinden açıklamak zorundadır.

2.3.2.10. Birikimli Oy Sistemi

Birikimli oy kavramı yerine "toplu oy", "birikmiş oy", "oyların yığılması", "birleşik oy" ya da "oransal oy" kavramlarının da kullanımı söz konusudur. Birikimli oylar bir adaya konsantre edilip yığılabileceği gibi bütün adaylara dağıtılabilmek de gerçekleştirilebilmektedir. Birikimli oy kullanımında pay sahibinin sahip olduğu payların miktarı ve seçilecek yönetici miktarının çarpımı kadar oy hakkına sahip olunması durumudur. Birikimli oy sistemi ile yapılacak seçimde mevcut adayların sayısının birden fazla olması zorunludur. Birikimli olmayan bir sistemde, işletmenin yönetim kurulu üyeleri teker teker seçilmekte iken, birikimli oy sisteminde işletmenin yönetim kurulu tek seferde seçilmektedir (Kocaoğlu, 2010: 106-107). Aynı zamanda birikimli oy sisteminde, her bir oy veren, toplamda seçilecek olan aday kadar oy kullanmaktadır. Yani seçilecek kişi sayısı kadar oy kullanılmaktadır. Ama bu demek değildir ki her oy ayrı olması gerekmektedir. Oy kullanan kişi, tüm oy haklarını tek

bir kişi için değerlendirebilmektedir (Engstrom and Brischetto, 1998: 815).

Bu bağlamda birikimli oy sistemi ile çoğunluk sisteminin olumsuz etkileri ortadan kaldırılmakta ve azınlık hissedarlar da yönetim kuruluna üye seçebilme şansına sahip olmaktadır. Azınlık hissedarlarının hakları, yönetim kuruluna temsili sağlamaları ile korunabilmektedir (Kocaoğlu, 2010: 112). Birikimli oy sisteminin uygulanabilmesi için ortaklık ana sözleşmesinde açık ifade bulunması gerekmektedir (Yiğit, 2005: 243).

2.3.2.11. Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu Zorunluluğu

İşletmelerin yıllık faaliyet raporlarında kurumsal yönetimin uygulanıp uygulanmadığı belirtilmektedir. Eğer uygulanmıyor ise, gerekçeli açıklama ve söz konusu ilkelere uymama dolayısıyla çıkar çatışmalarının ortaya çıkıp çıkmadığı açıklanmaktadır. Aynı zamanda, ortaklığın gelecekte yönetim uygulamalarında kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili bir değişiklik planının olup olmadığı da açıklamalarda yer almaktadır. Dönem içinde bir değişiklik olduğu taktirde yeni bilgiler ara dönem raporlarında yer almalıdır (SPK-KYT, 2014). Bunların yanı sıra, kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarının içeriği ve yayınlanması ile ilgili esaslar kurul tarafından belirlenmektedir (SPK-KYT, 2014). Aynı zamanda, bu raporların içeriği ve yayımlanmasına ilişkin esaslar Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenmektedir (SPK-KYT, 2014).

SPK'nın yayınlamış olduğu tebliğde, kurumsal yönetim ilkelerinin bir bölümüne uyma zorunluluğu vardır.

Söz konusu kurul, belirlenen süreler içinde uyum zorunluluğunu yerine getirmeyen şirketler için zorunluluğun

yerine getirilmesini sağlayacak kararları almak durumundadır (SPK-KYT, 2014).

2.3.2.12. Şirketlere İnternet Sitelerinde Yatırımcılara Yönelik Bilgilerin Açıklanması

SPK'nın 2014 yılında yayınlamış olduğu tebliğe göre, işletmelerin kurumsal internet sitesinde açıklanması zorunlu bilgiler yer almaktadır. Bunun yanı sıra; ortaklığın kurumsal web sitesinde şu bilgiler de yer almaktadır (SPK-KYT, 2014):

- Özel durum açıklamaları,
- İzahnameler,
- Katılanlar cetvelleri ve toplantı tutanakları,
- İmtiyazlı paylar hakkında bilgi,
- Son durum itibariyle ortaklık ve yönetim yapısı,
- Ticaret sicili bilgileri,
- Vekaleten oy kullanma formu,
- Faaliyet raporları,
- Değişikliklerin yayınlandığı Türkiye Ticaret Sicili Gazetelerinin tarih ve sayısı ile birlikte ortaklık esas sözleşmesinin son hali,
- Pay alım teklifi ya da vekalet toplanmasında oluşturulan zorunlu bilgi formları ve benzeri formlar,
- Diğer kamuyu aydınlatma belgeleri,
- Şirketin kendi paylarının geri alınmasına ilişkin politikası,
- Kâr dağıtım politikası,
- Bilgilendirme politikası,

- Finansal raporlar,
- Şirket tarafından oluşturulan etik kurallar
- Genel kurul toplantılarının gündemleri,
- İşletmeye ulaşan bilgi talepleri, soru ve şikayetler sıkça sorulan sorular başlığı altında yer almaktadır.

Söz konusu bilgiler, işletmenin kurumsal internet sitesinde son 5 yıllık şeklinde yer almaktadır. Açıklanan bilgilerin Türkçe olmasının yanında İngilizce olarak KAP'ta açıklanmaktadır (SPK-KYT, 2014).

2.4. Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişiminde Etkili Olan Faktörler

Kurumsal yönetim anlayışının gelişimine etki edebilecek bir çok faktör karşımıza çıkabilmektedir. Bunlardan bazıları, uluslararası sermaye hareketlerin hız kazanması, hisse senedi sahiplik oranlarının artması, sermaye piyasaları arasındaki rekabetin artması, özel sektörün rolünün önem kazanması, uluslararası ekonomik bağımlılığın artması, ortakların içinde buldukları rekabet şartlarının değişmesi, kaynakların etkin kullanımı, işletme performansının artması, çıkar çatışmalarının önlenmesi ve sürdürülebilirlik, birleşme ve satın almalar, yatırımcıların talepleri ve teknolojik yeniliklerin kullanılması şeklinde sıralanabilmektedir.

2.4.1. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Hız Kazanması

Küreselleşme uluslararası sermaye hareketlerini hızlandırmış ve yaygınlaştırmış ve buna bağlı olarak kurumsal yatırımcılar yatırım yapmak istedikleri ülkede ya da işletmede güven ve istikrar olgusunun önemini anlamışlardır (www.canaktan.org, 12.08.2013). Uluslararası arenadan fon

bulmak isteyen işletmeler de kurumsal yönetim ilkelerini uymanın gerekli olduğu kanısına varmıştır ki uluslararası sermaye akımlarının kalıcı ve istikrarlı olması kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecesine bağlı olmaktadır (Varış vd., 2001: 3). Globalleşme ile birlikte işletmeler, değişen şartlara uyum göstermek zorundadır. Çünkü, işletme dışı kaynaklardan ancak bu şekilde sermaye elde edebilmektedir. Şirket dışı kaynaklardan sermaye elde edebilmesi kurumsal yönetim uygulamalarının benimsenmesi durumuna bağlı olmaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetimin gelişimi, gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmak isteyen yatırımcıların taleplerine de bağlı olabilmektedir (Arıkbağa ve Menteş, 2009: 87). İşletmelerin iyi şekilde oluşturulmuş kurumsal yönetim ilkelerini kullanmaları, yatırım kararları açısından oldukça önemlidir. Özellikle bu durum, kurumsal yönetim ile yatırımların her geçen gün artan uluslararası niteliği ile olan ilişkidir. Sermayenin uluslararası boyutlara ulaşması, işletmelerin daha geniş bir alandan finansmana ulaşmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla, kendisine sermayeyi çekmek isteyen uluslararası şirketler, kurumsal yönetim ilkelerine daha çok bağlı olmak durumundadır (OECD-TKYD, 2004: 10).

Bu bağlamda, uluslararası sermaye hareketlerinin yoğunlaşmasının kurumsal yönetim alanındaki gelişmeler ile doğru orantılı olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim alanında, uygulamaların ve kalitenin artması, ülkelere ya da işletmelere olan güveni artırmaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar, yatırım kararlarını doğal olarak güven veren ülkelere yönlendirmekte ve böylece sermaye hareketleri hız kazanabilmektedir.

2.4.2. Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Artması

Küresel rekabet, kurumsal yönetimin önemini artıran en temel faktörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Yabancı

hissedarlar, önemli bir finansman kaynağı olarak görülmektedir. Günümüzde küreselleşme ile birlikte yabancı yatırımcıların sağladıkları kaynaklarla ilgili olarak hesap verilebilirlik beklentileri yükselmiştir. Söz konusu beklentiler, nerede daha iyi karşılanıyorsa, o ülkelerde yabancı kaynak bulma daha avantajlı hale gelebilmektedir. Yatırımcı güveni, ekonomik sistemin düşük maliyetli yatırım sermayesi bulunabilmesi açısından oldukça önemli olmaktadır. Söz konusu güvenin özünde ise, işletmeye sağlanan kaynakların doğru amaçlar doğrultusunda kullanılıp kullanılmadığı yatmaktadır (Deloitte-TKYD, 2006: 6). Bu bağlamda, kurumsal yönetiminin, ekonomilerin ve işletmelerin rekabet gücünü etkileyen bir kavram olduğu anlaşılmaktadır (Ararat, 2003: 1).

2.4.3. Özel Sektörün Rolünün Giderek Artması

Kurumsal yönetim uygulamalarının kaliteli bir şekilde gerçekleştirilmesi, kaynakların doğru bir şekilde kullanılmasını, finansal şeffaflığı, ortakların kontrol edilebilirliğini ve yatırımcıların korunmasını sağlayabilmektedir. Bu nedenle, kamu ya da özel sektör kuruluşları daha güvenli ortamlar adına kurumsal yönetim anlayışının başarısına önem vermektedir (Şehirli, 1999: 13-14).

1980'ler sonrası dünya genelinde özelleştirme kavramı daha fazla önem kazanmış ve kurumsal yönetimin gelişimine dolaylı da olsa olumlu anlamda etki yaratmıştır (www.canaktan.org, 12.08.2013). Özel sektörün giderek rolünün artmasıyla beraber kanunlara uygunluk, kamu güveninin oluşturulması gibi olgular, özel sektörde kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin önemini daha da güçlendirmektedir (Şehirli, 1999: 13). Aynı zamanda özelleştirme konusu, özelleştirilen şirketlerin nasıl bir sahiplik ve kontrol yapısına sahip olmaları gerektiği durumunu gündeme getirmiştir. ve

özelleştirmeler hisse senedi piyasalarının rolünü artmıştır (Becht, Bolton and Röell, 2002: 11).

2.4.4. Uluslararası Ekonomik Bağımlılığın Artması

Küreselleşme, ülkeleri her daim ekonomik olarak birbirlerine bağlı hale getirmiştir. Yatırım kararları verilirken sadece yatırım yapılacak ülkenin yatırım araçları değil, tüm dünyadaki yatırım araçları ile ilgilenilmektedir. Dolayısıyla, ülkelerin bu denli birbirine bağımlı olması, gelişmekte olan piyasaların olası dalgalanmalara karşı daha hassas olmaları gerektiğini göstermektedir. Bu bağlamda, işletmelerin her türlü olası riske karşı kurumsal yönetim anlayışını kendi içlerinde oluşturmaları ve yatırımcılar için daha güvenli bir ortam yaratmaları gerekmektedir (Şehirli, 1999: 14-15).

Uluslararası ekonomik bağımlılık, özellikle gelişmekte olan piyasaların uluslararası arenadan fon bulmaları ve portföy oluşturmaları konusunda piyasaların dalgalanması dolayısıyla hassaslaşmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda, işletmelerin yatırımcıları kendilerine çekebilmeleri için güvenilir ortamlar yaratması gerekmektedir ki bu da ancak kurumsal yönetim anlayışının kaliteli bir şekilde uygulanması ile sağlanabilmektedir (www.canaktan.org, 12.08.2013).

2.4.5. Ortakların İçinde Buldukları Piyasasının Rekabet Şartlarının Değişmesi

Günümüzde işletmeler, hızla büyümekte ve işletmelerin başarı düzeyi her geçen gün artmaktadır. Aynı zamanda işletmeler patent, marka ve stratejik ittifak gibi maddi olmayan duran varlıklarla faaliyette bulunan kuruluşlar haline gelmiştir. Bunların yanı sıra işçiler, iş ortakları ve diğer iştirakçiler ile çalışma şekilleri daha esnek bir hal almıştır. Bu bağlamda,

anlatılan tüm durumların kurumsal yönetim uygulamalarını destekler nitelikte olduğu görülmektedir (Şehirli, 1999: 15). İşletmelere yatırım yapan hissedarların haklarının korunuyor olması ve bunun sonunca yatırımcıların yatırımlarında güvenli hissetmesi yani uygun yönetim ilkelerinin uygulanıyor olması, işletmelerin finansman gereksinimlerinin uluslararası piyasalardan sağlayabilmesine olanak verebilmektedir (Varış vd., 2001: 3).

Rekabet şartlarının her geçen gün değişmesi, işletmelerin faaliyetlerine devam ettirebilmesi ve yatırım yapılabilir kurumlar olması açısından oldukça önemlidir. İşletmelerin değişen rekabet şartlarına ayak uydurabilmeleri, yenilikleri takip etmesine ve güvenli bir yatırım ortamı yaratmasına bağlı olabilecektir. Bu bağlamda, işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerini kaliteli bir şekilde uyguluyor olması, rekabet edilebilirlik açısından oldukça gerekli görülebilmektedir.

2.4.6. Kaynakların Etkin Kullanımı

Kurumsal yönetim uygulamaları, kaynakların etkin kullanımında özendirme görevini üstlenmektedir. İşletmelerin borç ve özkaynak niteliğinde kaynakları etkin bir şekilde yatırıma dönüştürmesi, ekonomik sistemin sağlıklı bir şekilde devam ettirebilmesi için oldukça önemlidir. Bu bağlamda kurumsal yönetimin, kıt kaynakların korunması, büyümesi ve toplumsal ihtiyaçların karşılanması için oldukça önem arz eden bir olgu olduğu görülmektedir (Deloitte-TKYD, 2006: 6).

Kaliteli bir kurumsal yönetim uygulaması, eğer işletme kaynakları etkin kullanmıyor ise, kaynakların etkin kullanımını sağlamaktadır. Örneğin, işletme, kişisel amaçlarını örgütün amaçlarından üstün tutuyorsa ya da yönetimde gerekli bilgi beceriye sahip olmayan, alanında uzmanlaşmamış kişiler var ise,

bunların değiştirilmesini gerektirmektedir (Deloitte,TKYD, 2006: 6).

Bu bağlamda, kurumsal yönetim ile işletmelerde kaynakların etkin kullanımı sağlanabilmekte ve işletmelerden istenen performans ve verimlilik sağlanabilmektedir.

2.4.7. Şirket Performansının Artması

İşletmelerin performans artışına olanak sağlayan etmenlerin başında, kurumsal yönetimin hesap verilebilirlik ilkesinin gerektirdiği gibi, işletme performansının objektif olarak izlenmesi gelmektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları ile üyeler genel olarak veya bireysel bazda yönetim kurulu performansı ile değerlendirilebilmektedir. Performans değerlendirmesi, üyelerin kişisel ve kolektif görevlerinin açık bir şekilde ortaya koyulmasını ve söz konusu görevleri başarılı bir şekilde yerine getirdiğine dair yönetim kuruluna geri bildirim sağlaması şeklinde olmaktadır. Sonuç olarak, yönetim kurulunun işletmeye daha fazla katkı sağlaması söz konusudur. Bunun yanı sıra, kurumsal yönetim uygulamaları sayesinde üst yönetimde bulunan çalışanların da performansları, şirket amaçları doğrultusunda değerlendirilmekte ve söz konusu sistem ile performansın sürekli olarak izlenmesi ve denetlenmesi sağlanmaktadır (Deloitte-TKYD, 2006: 6).

Bu bağlamda, işletmelerde kurumsal yönetim anlayışının kaliteli bir şekilde uygulanıyor olması, yönetim kurulu denetimini ve performans izlemeyi beraberinde getirmektedir. Kurumlarda sürekli olarak performansın izlenmesi ve gerekli görüldüğü noktalarda sistemin revize edilmesi, işletme performansını artırıcı bir etken olabilecektir.

2.4.8. Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi ve Sürdürülebilirlik

İşletmelerde menfaat sahiplerinin çıkarlarının korunması ve menfaat sahipleri arasındaki ilişkinin uzlaştırıcı nitelikte desteklenmesi, şirketin faaliyetlerini uzun vadede başarılı bir şekilde devam ettirebilmesi açısından oldukça önemlidir. İşletmelere gerekli kaynakları sağlayan menfaat sahipleri ile ilişkilerin zayıf olması, şirketin gerekli ekonomik etkinliği için olumsuz bir etki yaratabilecektir. İşletme yönetiminin yatırımcı çıkarlarını göz ardı etmesi, ihtiyaç duyduğu finansal kaynaklara isteği anda sahip olmaması anlamına gelebilmektedir. Aynı şekilde işletmenin tedarikçiler ile iyi ilişkiler içinde olmaması da işletmenin üretim etkinliğinin zedeleneyeceği anlamına gelmektedir (Deloitte-TKYD, 2006: 6).

2.4.9. Birleşme ve Satınalmalar

Günümüzde işletmelerin konsolidasyon eğilimi, kurumsal yönetim uygulamalarını oldukça önemli hale getirmiştir. Birleşme ve satın almalar, iş görme kültüründe değişime neden olmakta ve yönetim kurulu ya da üst yönetim çalışanlarının şirket içinde formel sürece sahip olması, birleşme sonrasında yeni şirket kültürü üzerinde de etki yaratabilmektedir (Deloitte-TKYD, 2006: 6). Birleşme ile daha önceden tam olarak tanımlanmamış bir çok konu daha biçimsel yöntemler ile karşılıklı yükümlülüklerin net olarak saptandığı bir hal almıştır. Bu bağlamda, performans değerlendirme yöntemlerinin geliştirilmesi, yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi, görev tanımlamalarının yapılması, yıllık çalışma planlarının oluşturulması ve yönetim kurulu toplantılarının daha düzenli bir şekilde gerçekleştirilmesi birleşme ve satın almaları ile daha iyi seviyelerde yapılabilecektir (Deloitte-TKYD, 2006: 6).

Kurumsal yönetiminin unsurları olan bir çok faktör, birleşme ve satın alma işlemlerini kolaylaştırabilmektedir. Bu bağlamda, işletmeler düzgün işleyen bir kurumsal yönetim yapısı ile birleşme ve satın almalar daha kolay yapılabilecektir. Dünya genelinde birleşme ve satın almaların artması, kurumsal yönetimin uygulamalarının gerekliliğine işaret edebilmektedir.

2.4.10. Global Düzeyde Yaşanan Finansal Krizler

Son yaşanan 2008 finansal krizi, 1930'da yaşanan büyük buhran sonrası, ciddi bir mali kriz olarak adlandırılmaktadır. Bir çok araştırmacı bu krizin nedenlerini araştırmıştır. Bir çok bilim adamına göre, diğer faktörler tamamlayıcı unsur olurken, küresel krizin ana nedeninin kurumsal yönetim olduğunu belirtmişlerdir (Kumar and Singh, 2013: 21-22). Dolayısıyla kurumsal yönetim, 2007-2008 mali krizi sonrasında, zayıf yönetim nedeniyle finansal kurumlar ve şirketlerden tarafından çok ilgi görmüştür (Kowalewski, 2012: 2). Kurumsal yönetim yapısındaki bir çok eksiklik, finansal kurumların yıkılmasına neden olmuş ve krizleri tetiklemiştir. Kriz öncesinde ve sırasında bir çok banka ve finans kurumunun, kurumsal yönetime dikkat etmediği görülmüştür (Kumar and Singh, 2013: 21-22). Bu bağlamda, kamuda ve özel sektörde kurumsal yönetim uygulamalarının istenilen düzeyde olmaması, dünyada yaşanan finansal krizlerin ve şirket skandallarının en önemli nedenleri arasında görülmektedir (Uyar, 2004: 157). Tek başına kurumsal yönetimde var olan zayıflıklar, krizlerin nedeni olarak görülmesi de oldukça önemli etken olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna bağlı olarak, zamanında ve etkin bir kontrol, krizlerin kötü yönlerini azaltmakta yardımcı olabilmektedir (European Commission, SEC 669, 2010: 3). Aynı zamanda, tek başına krizlerin ortaya çıkmasına sebep olmayan kurumsal yönetim, iyi bir yapıda olduğu sürece krizlerin etkilerinin hafifletilmesine yardımcı olmaktadır (Winter, 2011: 2). Sonuç itibarıyla, zayıf kurumsal yönetim uygulamaların krizler ile

ilişkilendirilmekte olduğu, buna karşın kriz dönemlerinde iyi yönetilen şirketlerin daha iyi performansa sahip oldukları görülmektedir (Kowalewski, 2012: 2).

Ayrıca 1997'de Asya krizi ile başlayıp, tüm dünyada büyük şirket skandalları yaşanmıştır. Bunlara; ABD'de Enron, WorldCom, Avrupa'da Parmalat örnek gösterilebilmektedir. Enron ve WorldCom skandallarından sonraki dönemlerde tüm dünya kurumsal yönetimle ilgili var olan uygulamaları gözden geçirmiştir. İşletmeler kurumlarında kurumsal yönetim ilkelerini benimseye başlamıştır. Yasa koruyucu ve düzenleyici kurumlar ise, gelecekte oluşabilecek skandallar ve krizlere karşı önlem almak amacıyla kurumsal yönetim ile ilgili uygulamalara ağırlık vermiştir (Çatıkkaş, 2013: 5).

III. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ VE
DÜNYA'DA KURUMSAL YÖNETİM

3.1. Kurumsal Yönetim Sistemleri

Akademik çevre, kurumsal sistem yapısını iki kategoriye ayırmaktadır. Fakat terminolojide, bu iki kategori üzerinde tam bir mutabakat sağlanamamıştır. Bazı bilim adamları, bu yapıyı içsel ve dışsal olarak tanımlamakta iken, diğer bazı bilim adamları ise, piyasa odaklı ve şebeke odaklı sistemler olarak tanımlamaktadır. Aynı şekilde, farklı bir sınıflandırma da bu modelleri Anglo-Amerikan (Anglo-Sakson) ve Kıta Avrupası Modeli (Alman-Japon Modeli) olarak tanımlanmaktadır (Kamal, 2010: 208-209). Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemi, bankaların hakimiyet kurduğu ve ortakların gözetiminin bankalar tarafından yapıldığı Almanya'da yer edinmiştir. Anglo-Sakson sistem ise, hisse senedi kültürünün iyi geliştiği Amerika'da görülmektedir (Şehirli, 1999: 8). Adı geçen mekanizmaların kullanımı, her ülkenin sahip olduğu özelliklere göre belirlenmektedir. Örneğin, Anglo-Sakson sistem piyasa odaklı sistem olarak ifade edilmekte iken, Kıta Avrupası modeli büyük pay sahipleri odaklı sistem olarak anılmaktadır. Büyük pay sahiplerine odaklı sistem, ortakların ve yöneticilerin davranışlarını kontrol etme tarafındadırlar. Piyasa odaklı sistemler ise, kurumsal yönetim problemlerini ve yönetici tazminatlarını çözmek adına kurumsal kontroller piyasasına güvenmektedir (Cuervo, 2002: 84). Genel olarak sistemlerin özelliklerine bakılacak olursa şu şekildedir. Piyasa odaklı sistemlerin karakteristik özellikleri; iyi gelişmiş finansal piyasalar, pay sahiplerinin çok dağınık bir şekilde olduğu açık şirketler, kurumsal kontrol için aktif piyasalar şeklindedir. Şebeke odaklı yani büyük pay sahiplerine odaklı sistemlerin karakteristikleri ise, şu şekildedir; hisse senetleri çok dağınıkmamıştır, belli bir bölgede yoğunlaşmıştır, kurumsal firmaların kontrolünde ve finansmanında dünya çapındaki bankaların direkt olarak yer aldığı sistemlerdir ve şirketlerde

grup üyeliği vardır. Piyasa odaklı sistemlere, Anglo-Saxon ülkeleri olarak bilinen Amerika, Birleşik Krallık, Kanada ve Avustralya gibi ülkelerde rastlanmaktadır. Şebeke odaklı sistem ise, Alman-Japon Modeli olarak bilinmekte ve Kıta Avrupa'sında ve Japonya'da rastlanmaktadır (Moerland, 1995: 19).

Anglo-Amerikan ya da Anglo-Sakson ekolü ve Alman-Japon modeli olarak bilinen Kıta Avrupası modeli, rekabet halinde bulunan iki kurumsal yönetim sistemidir. Anglo-Sakson modeli, dominant karakterli ve daha eski olmasına karşın, Kıta Avrupası modeli Anglo-Sakson modeline alternatif olarak oluşturulmuştur. Özellikle pay sahiplerinin daha dağınık halde olması ve pay sahiplerinin yönetim üzerindeki etkisinin çok hissedilmediği durumlarda, pay sahipleri ve yöneticiler arasındaki ilişki, temsil problemine neden olabildiği için oldukça önemlidir. Bunlar kurumsal yönetim modelinin altında yatan baskın karakterli özelliklerdir. Bu problem, Birleşik Krallıkta ortaya çıkmış ve yayılmıştır. Amerika'da, büyük şirketlerin hisse senetlerinin çoğunluğu kurumsal yatırımcılar tarafından elde tutulmaktadır. Kıta Avrupası modelinde ise, hem pay sahiplerinin hem de paydaşların özellikle de çalışanların çıkarları, dikkate alınmaktadır. Bu sistemde çalışanların temsilcileri de şirketin üst düzey yönetiminde yer alabilmektedirler. Dolayısıyla bu sistem, Anglo-Sakson modelinde olduğu gibi yönetimden kaynaklanan gücün yanlış kullanılmasını engellemeyi amaçlamaktadır (Kamal, 2010: 206-207).

Kurumsal yönetim sistemleri iki kategoriye ayrılmış görünse de her ülkenin farklı özelliklerine göre oluşturulmaktadır. Sistemlerin birbirine yakınsamaları ya da tezatları olabilmektedir. Dolayısıyla söz konusu sistemlerin uygulandıkları ülkeler bakımından dağılımı ise, aşağıdaki Tablo 3.1'deki gibidir. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi ABD,

İngiltere, Kanada ve Avustralya'da kullanılmaktadır. Almanya, Hollanda, İsveç, İsviçre, Avusturya, Danimarka, Norveç ve Finlandiya'da ise, Alman Kurumsal Yönetim Sistemi söz konusu iken Japon Kurumsal Yönetim Sistemi Japonya'da uygulanmaktadır. Fransa, İspanya, İtalya ve Belçika'da ise Latin Kurumsal Yönetim Sistemi uygulamaları kendini göstermektedir.

Tablo 3.1. Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Ülkeleri

Kurumsal Yönetim Sistemi	Uygulayan Ülkeler
Anglo-Sakson	ABD, İngiltere, Kanada, Avustralya
Alman	Almanya, Hollanda, İsveç, İsviçre, Avusturya, Danimarka, Norveç, Finlandiya
Latin	Fransa, İspanya, İtalya, Belçika
Japon	Japonya

Kaynak: Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 298.

Alman, Latin ve Japon kurumsal şirket sistemlerinde bankaların etkisi çok büyüktür ve bankalar tarafından bu şirketlerin çok büyük hisseleri ellerinde bulundurulmaktadır ve bu yüzden de bu üç grup birlikte Kıta Avrupası ve Japon sistemini oluşturmaktadır. Anglo-Sakson ülkeleriyle aralarında çok büyük farklar bulunmaktadır. Latin ülkelerinde, genelde pay sahipleri egemenliğinden bahsedilmektedir. Kurumsal yönetim kararlarında işçilerin çok fazla söz hakkı olmamaktadır. Ki bu durum aslında bu yönüyle Latin sisteminin Anglo-Sakson sistemine benzerliği şeklinde değerlendirilebilmektedir. Fakat sistem, daha ziyade Japonya'da görüldüğü gibi bankalarla çok sıkı ilişkiler taşıdığı ve büyük grup üyeliği şeklinde gerçekleştiği için, daha ziyade Kıta Avrupası ve Japon sistemine daha yakın olduğu vurgulanmaktadır. Bu durumda Latin sisteminin aslında, Anglo-Sakson ve Japon modellerinin bir birleşimi olduğu görülmektedir.

Benzer bir şekilde de Japon endüstri modelinin Alman ve Latin modellerinin birleşimi şeklinde düşünülebileceği söylenmektedir (Moerland, 1995: 22).

Alman ve Anglo-Sakson Kurumsal yönetim Sistemleri arasındaki fark, Alman şirketlerinin finans kuruluşları ile özellikle bankalar ile iyi ilişkiler içinde olmalarıdır (Peck and Ruigrok, 2000: 421). Bunun yanı sıra, Almanya'da uygulanan kurumsal yönetim sistemi, Avrupa'daki bir çok ülkeden de farklılık göstermektedir. Bu farklılığın sebebi olarak da, Almanya'nın Avrupa Birliği içinde büyük bir ekonomiye sahip olması gösterilmektedir (Peck and Ruigrok, 2000: 420).

Tablo 3.2'de ülkelere göre verilen sistemlerin birbirlerinden ayrıldığı özellikler ise aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 3.2. Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Özellikleri

UNSUR	ANGLO-SAKSON SİSTEMİ	ALMAN SİSTEMİ	LATİN SİSTEMİ	JAPON SİSTEMİ
Yönetim	Piyasa Yönelimli	Ağ Yönelimli	Ağ Yönelimli	Ağ Yönelimli
Firma Kavramı	Aracı Firma	Kurumsal Firma	Kurumsal Firma	Kurumsal Firma
Yönetim kurulunun Yapısı	Tek Fonksiyonlu (Yönetim)	İki Fonksiyonlu (Yönetim-Denetleme)	Opsiyonel (Fransa), (Genellikle Tek Fonksiyonlu)	Yönetim Kurulu ve Vekil Yöneticiler Kurulu (Gerçekte Tek Fonksiyonlu)
Önemli çıkar grupları	Hissedar	Bankalar, Çalışanlar	Holdingleler, Hükümetler, Aileler	Yerel Bankalar, Diğer Finansal Kuruluşlar, Çalışanlar
Menkul Kıymet Borsalarının Önem Derecesi	Yüksek	Orta Seviyede/Yüksek	Orta Seviyede	Yüksek
Kontrol Mekanizmalarının Etkinliği	Etkin	Etkin Değil	Etkin Değil	Etkin Değil
Sahiplik Yoğunluğu	Düşük	Orta Seviyede/Yüksek	Yüksek	Düşük/Orta Seviyede
Performansa Dayalı Ödüllendirme Düzeyi	Yüksek	Düşük	Orta Seviyede	Düşük
Ekonomik İlişkilerin Süreci	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli

Kaynak: Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 399.

Genel itibariyle, tüm ülkeler için geçerli bir kurumsal yönetim modeli yoktur. Model, işletmenin yapısına, ülkeni mevzuatına göre farklılaştırılmaktadır. Ancak, bazı standartlar vardır ki, her türlü farklılığa rağmen, her ülkede uygulanabilmektedir. Örneğin, OECD'nin yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri-adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk- farklı ülkelerde her daim yayımlanmaktadır (Standar and Poor's Governance Service, 2004: 7). Kurumsal yönetim sistemlerinde ortak belirgin bir özellik vardır ki bu da, kurumsal yönetim sistemlerinin işletmenin çoğunluk ve azınlık hissedarlarına, finansal piyasalara, ülke ekonomisinin gelirene, yöneticilere ve işletmenin diğer paydaşlarına olumlu etkiler yaratmasıdır (Çıtak, 2006: 146). Buna bağlı olarak, kurumsal yönetim sisteminin seviyesini belirleyen faktörler, ülkelerdeki mevcut şartlar, finansal piyasaların gelişmişlik seviyesi ve işletmelerin uygulamaları olarak görülmektedir (Öztürk ve Demirgüneş, 2008: 397).

Kurumsal Yönetim Sisteminin gelişmişliği Anglo-Sakson sisteme yakınsaması ile ilişkilendirilmektedir. Dünya genelinde, ekonomik entegrasyonların büyümesi ve ekonomilerin ve piyasaların birbirine bu denli yaklaşması, kurumsal yönetim sistemlerinin de birbirine yakınlaşmasını tahmin ettirmektedir. Buna karşın, işletme sahiplik yapıları, sektörler arası ilişkiler, ekonomik, yasal, politik ve kültürel yapı ve işletme biçimleri gibi kıstaslar kurumsal yönetim sistemlerinin tek tip olamayacağını göstermektedir (Çıtak, 2006: 156). Bunun yanı sıra, OECD'nin ve ülkelerdeki kurumların yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri, şekli olarak sistemleri daha çok birbirine yaklaştırmış olsa bile yakınsamanın uygulamaya dökülmesinin oldukça güç olduğu görülmektedir (Çıtak, 2006: 156).

3.1.1. Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi

Dünya genelinde Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sisteminin tüm ülkelerde başarıyla uygulanabilecek ortak bir sistem olması çalışmaları söz konusudur. Ancak, kısa vadede tüm ülkelerde fiili olarak uygulanmaya koyulması pek mümkün görünmemektedir (Çıtak, 2006: 146). Bu sisteme göre, işletmelerdeki karlılık, pay sahipleri açısından en önemli beklentidir ve dolayısıyla yönetimin en önemli amacı pay başına karlılığı artırmaktır (Kayacan, 2006: 46-47). Anglo-Sakson ekolünde, her hangi bir paydaş tek başına yönetsel karar alma süreçlerinde etkide bulunabilmektedir. Ekolün uygulandığı ülkelerde, pay sahiplerinin etkisi güçlü bir şekilde kurumsallaşmıştır. Kısaca, yöneticiler pay sahiplerinin çıkarına ya da refahını artırmak için hareket etmektedirler. Bu ülkelerde her bir pay, bir oy şeklinde uygulanmaktadır (Weimer and Pape, 1999: 153-154). Bu modelin Amerika'da ve Birleşik Krallık'ta rastlanmasının nedeni, büyük ölçüde büyük işletmelerin borsaya kote olması olarak gösterilmektedir. En büyük 400 Amerikan şirketinin %99'u ve 100 büyük Birleşik Krallık şirketlerinin %67'si borsaya kote durumdadır. Bunun anlamı, bu ülkelerde hisse senetlerini elinde bulunduran kişiler çok dağınık bir şekilde bulunmakta yani belli bölgelere yoğunlaşmış değillerdir (Kamal, 2010: 209).

Anglo-Sakson ülkelerinde yönetim ve danışma sorumlulukları bir yasal birimde yoğunlaşmıştır. Fakat yönetim kurulunda hem içeriden hem de dışarıdan (bağımsız) üyeler yer almaktadır. Yine dışarıdan uzmanlar yer almaktadır ve onlar da sıklıkla şirketlerin yönetim kurullarında aktif olarak bulunmaktadırlar. Yasal bir bakış açısıyla, dışarıdan gelen direktörler şirket yönetiminde sorumludurlar. Onların işletmeye sadık olmaları, iyi işletme yargılarında bulunmaları ve temel

olarak pay sahiplerine karşı sorumlu olmaları beklenmektedir. Uygulama bakış açısından ise, icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri (bağımsız üyeler) içerideki yöneticilere, ana politika kararlarında, pay sahiplerinin çıkarını gözetecek bir düşünce biçimiyle, tavsiyede bulunmaktadır (Weimer and Pape, 1999: 154).

Temsilci teorisi/finans modeli ve miyop market modeli Anglo-Sakson kurumsal yönetim modelini açıklamada kullanılan iki ana teoridir. Finans modeli, pay sahiplerinin zenginliğini maksimum etmeyi amaçlamaktadır. Friedman'ın dediği gibi, kar elde etmek şirketlerin pay sahipleri açısından şirketlerin toplumdaki tek rolüdür. Anglo-Sakson modelini destekleyenler açısından hisselerin değerini maksimize etmek amacıyla hareket eden şirketler, iyi yönetildiğinde bu firmaların ekonomik yapısı da gelişmiş olmaktadır (Kamal, 2010: 209).

Geleneksel olarak, Anglo-Sakson ülkelerinde temel finansal piyasa sistemi iyi gelişmiştir. Genel olarak, firmaların büyük bir kısmı, halka açıktır (Moerland, 1995: 19). Bu bağlamda, Anglo-Sakson ülkelerindeki kurumsal sektör önemli boyutlar içermektedir. Endüstri devrimiyle şirketler halka açılmaya başlamış ve toplum hisse senetlerini yatırım amaçlı elde buldurmaya başlamıştır. İşletmelerde çok ciddi ölçüde yaşanan büyümeler, riskin dağıtılmasını ve profesyonel yöneticilik mesleğinin doğmasını sağlamıştır. Buna bağlı olarak da, sahiplik yapısı ve kontrol yapısı birbirinden ayrılmaya başlamıştır. Öz sermaye sahipleri ile kontrolü elinde bulunduranların birbirinden ayrılmaya başlamasının yanı sıra, öz sermaye sağlayanlar ile borç sermaye sağlayanlar da ayrılmaya başlamıştır. Her bir ayrışma, beraberinde temsil çatışmasını ortaya çıkarmıştır. Bu çatışmalar, genel olarak, yöneticiler ile pay sahipleri arasında ve pay

sahipleri ile borç verenler arasında yaşanmaya başlamıştır. (Moerland, 1995: 20).

3.1.2. Kıta Avrupa'sı Kurumsal Yönetim Sistemi

Şirketler ile pay sahipleri, bankalar ve finansal kurumlar gibi sermaye sağlayıcıları arasındaki ilişkiler Kıta Avrupası modelinin temelini oluşturmaktadır. Japonya ve Kıta Avrupa'sı, modelin temsilcileri olarak görülmektedir. Bu sisteme içerideki model denmesinin temelinde, paydaşlara da şirketin yönetim kurulunda gözetim görevi vermesi durumu gösterilmektedir (Kamal, 2010: 210). Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim anlayışının temelinde, anonim şirketlerin idaresinde ve faaliyetlerinde kar elde etme ve elde edilen kar payını sahiplerine dağıtmanın yanında hissedarların korunması, talep ve beklentilerinin karşılanması olduğunu vurgulamaktadır. Dolayısıyla, işletmenin hissedarlar ile iletişimin ve etkileşiminin önemli olduğu ifade edilmektedir. Bu bağlamda bu yaklaşım, sadece hissedarlar için değil tüm firma için de değer yaratan bir sistemdir (Kayacan, 2006: 47). Bu modelin temel amacı, pay sahipliğindeki modellerin yönetimden kaynaklanan gücünün suiistimal edilmesinin engellenmesidir. Yönetimden kaynaklanan gücün suiistimali, Anglo-Sakson ekolüne yapılan en büyük eleştirilerden biridir. Yöneticilerin yönetimden kaynaklanan güçleri kendi kişisel çıkarları için kullanabildiği yöntemdir. Kıta Avrupa'sı modelini savunanlar, bu problemin tam anlamıyla aşılamayacağını da savunmaktadırlar (Kamal, 2010: 210).

Anglo-Sakson modelindeki ülkelerle karşılaştırıldığında, Kıta Avrupası modelinde, halka açık işletme sayısı çok daha azdır. Bu durum, yerel hisse senedi piyasalarının göreceli önemini etkilemektedir. Anglo-Sakson ülkelerindeki borsalar, çok daha önemli bir hal almaktadır. Örneğin, Almanya'nın yaşadığı endüstriyel gelişmede hisse senetlerinden ziyade uluslararası

düzeideki bankaların önemi çok daha fazladır. Ve hala bu Almanya'da bankacılık sektörü içi çok önemli bir mahiyet arz etmektedir. Bu bankalar, hem büyük çaplı banka kredileri sağlamakta hem de özsermaye kaynağı yaratmaktadır. Elleriinde bulundurdukları çok büyük paylar onlara bir çok şirkete önemli oy hakları sağlamaktadır (Moerland, 1995: 20).

3.2. Dünya Ülkelerinde Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Dünya'daki ülkelerin kendilerine has özelliklerine göre kurumsal yönetim anlayışları mevcuttur. Aynı zamanda her ülke geçmişten günümüze kurumsal yönetim alanında bir gelişme göstermiştir. Aşağıda ABD, İngiltere, Japonya, Rusya, Çin ve Avrupa Birliği'nde kurumsal yönetim anlayışı açıklanmaya çalışılmıştır.

3.2.1. Amerika Birleşik Devletleri ve Kurumsal Yönetim

Özellikle pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkileri hedef alan Amerika Birleşik Devletlerindeki kurumsal yönetim yapısı, işletmelerin kendi bünyelerinde düzenleme yaptığı ve en önemli kurumsal yönetim ilkesinin, kamuyu aydınlatma olduğu bir sisteme sahiptir. Bu ülkedeki işletmeler, genel itibariyle çok fazla sınırlandırılmamış ve bağımsızlık kazandırılmaya çalışılmış özellikteki işletmelerden oluşmaktadır (Varış vd., 2001: 47). Amerika'daki kurumsal yönetim 1980'den sonra ciddi bir değişim göstermiştir. Bir çok işletme ve finans uzmanının değindiği gibi, 1980 öncesi dönemde şirket yöneticilerinin temel önceliği paydaşların çıkarları değilken, bu dönemde yöneticiler kendilerini paydaşların değil şirketin temsilcisi gibi görmekteydi. Bu nedenle, amaç pay sahiplerinin değerini maksimum etmek değildi. Onun yerine, şirketin dengeli bir şekilde büyümesini temel olan paydaşların yani pay sahiplerine ek olarak çalışanların, tedarikçilerin, yerel

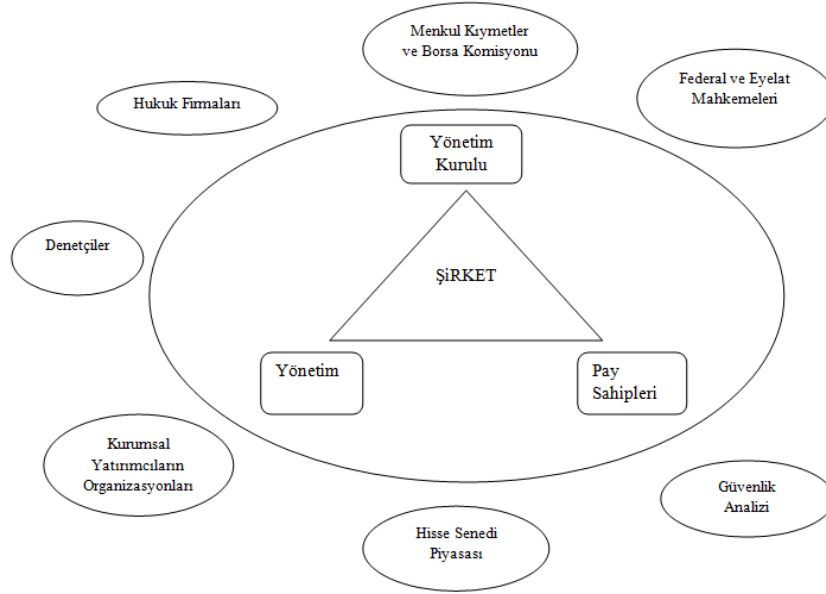
toplumun çıkarlarını maksimum etmekte (Holmström and Kaplan, 2003: 5). 1990'lı yılların başı, Amerika Birleşik Devletlerindeki mevcut yönetimin durumunu anlamak için önemli bir durumdur. Önemli Amerikan şirketlerinin performansları bazı zamanlarda Almanya, Japonya ve diğer sanayileşmiş ülkelere göre duraksama göstermiştir (Lorsch, 2006: 3).

Amerika'daki uygulama hem pay sahibi odaklı ve hem de piyasa odaklı bir kurumsal yönetim yaklaşımı olduğundan dolayı, örnek bir modeldir. Şirketlerin sahiplik yapısının çok dağınık olmasına karşın, bu sahiplik yapısında emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların payı çok büyüktür. İcracı kurullar küçük ve büyük bir kısmı dışarıdan gelen ve bağımsız nitelikteki üyelerden oluşmaktadır. Aynı zamanda da, bu uygulama kurulun işlemlerini gerçekleştirmek için komitelerden faydalanmaktadır (Şekil 3.1) (www.boeckler.de, 03.07.2014).

Enron ve WorldCom gibi çok ses getiren finansal skandallardan sonra en önemli eleştiri Amerika'daki kurumsal yönetim yapısına getirilmiştir. Politik reaksiyon, Sarbanes Oxley'le gelen düzenlemeler ve Amerikan Sermaye Piyasası'nda yaşanan önemli değişimler neticesinde, Amerikan kurumsal yönetim uygulamaları önemli ölçüde etkilenmiştir. SOX'un sonuçları hala tartışılmaya devam edilmektedir. Yaşanan finansal skandalların devam etmesi ve küresel ekonomide yaşanan aşağı yönlü hareketler, Amerikan kurumsal yönetim kurumlarının etkinliğinin temellerinin sorgulanmasına neden olmaktadır (www.boeckler.de, 03.07.2014).

SOX'tan sonra yaşanan gelişmeler, Amerikan ve İngiliz kurumsal yönetim yaklaşımlarının farklılığını gün yüzüne çıkarmıştır. Her ikisi de çok benzer gibi görünse de, Amerika'daki düzenlemeler çok daha katı ve devlet temelli düzenlemelere bağlıdır. İngiltere'de bu düzenlemeler çok daha yumuşak ve kendi

kendini düzenleyici mekanizmalar sayesinde yerine getirilmektedir (www.boeckler.de, 03.07.2014).



Şekil 3.1. Amerika Birleşik Devletleri Kurumsal Yönetim Sistemi

Kaynak: Lorsch, 2006: 2.

Sarbanex-Oxley Yasası hükümleri, 2001-2002 yıllarında meydana gelen şirket skandallarının bariz nedenleri üzerinde odaklanmıştır. Yasa, finansal raporlama ve muhasebe alanlarında üst düzey yöneticileri, yönetim kurulu üyelerini ve denetimi hedef almıştır. CEO VE CFO'nun finansal raporlarının tam olarak firmanın mali durumu yansıttığını, şirketlerin belgeleri gerektiği yasa da belirtilmiştir. Yanlış raporlar bir suç eylemi olabilmektedir. Yasa ayrıca yöneticilerin kendi şirketlerinden borç almasını engellemektedir. Son olarak, yasanın en önemli bölümü 404 olarak görülmektedir. Bu bölüm, her yıl şirketin mali kontrollerini ve yaptığı kontrolleri tasdiklenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu talep maliye ve zaman nedeniyle çok fazla şikayet

edilmiştir. Aynı zamanda özellikle bu yasanın bu bölümüne uyum, küçük firmalar için çok külfetli olduğu görülmektedir (Lorsch, 2006: 4).

3.2.2. İngiltere ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Farklı şekillerde gelişen İngiltere'deki kurumsal yönetim uygulamaları, ABD'den sonra başlamıştır. Özellikle 1980'lerde meydana gelen kötü yönetim sonucu işletmelerin iflas etmesi, kurumsal yönetim alanında değişimlerin başlamasını hızlandırmıştır (Gürbüz ve Ergincan, 2004: 17). Aslında bu ülkedeki işletmelerde, sahiplik ve kontrol yapısının birbirinden ayrılması ile başlayan temsil sorunu, uzun zamanlardan beri devam etmektedir. Çok uzun yıllardır benzer problemlerin etkileri tartışılmıştır ancak buna karşın 1980'li yıllarda İngiltere'de yaşanan finansal skandallar problemin etkilerinin tekrar hatırlanmasına neden olmuştur. Bu problemler; yaratıcı muhasebe uygulamaları, çok etkileyici işletme iflasları, dürüst olmayan yöneticilerin diğer paydaşların ellerindekilerini elde etme çabaları ve büyük ve kurumsal yatırımcıların kısa vadeli amaçlarla piyasada yaptıkları yıkıcı işlemler şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Tüm bu yaşanan problemlere bir önlem amacıyla, İngiltere'de, 1991 yılında ilk kurumsal yönetim komitesi olan Cadbury komitesi kurulmuştur (Keasey, Short and Wright, 2005: 21). Kurumsal yönetimde yaşanan problemler neticesinde, Birleşik Krallık'taki kurumsal yatırımcıların durumunun netleştirilmesi oldukça önemli bir konu haline gelmiştir. Yaşanan süreçte her yeni komite ve rapor kurumsal yatırımcıların ne denli önemli bir kurumsal yönetim konusu olduğunu vurgulamaktadır. İlk etapta oluşturulan, Cadbury raporunda, sahip oldukları çok yüksek oy ve pay potansiyeli nedeniyle kurumsal yatırımcılara özel bir önem verildiğini ve onların yönetim üzerinde etkide bulunma gücünün olduğundan söz edilmiştir (Short and Keasey, 2005: 61).

Cadbury komitesinin kurulmasından ve 1992 yılında nihai raporun yayınlanmasından sonra, İngiltere’de, kurumsal yönetim uygulamalarında çok ciddi değişimler yaşanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda, raporla gelen en önemli başlıklar kontrol ve hesap verebilirlik üzerine yoğunlaşmaktadır. Raporla gelen değişmeler neticesinde, daha önce yapılan eleştirilere göre, çok daha büyük eleştirilerle karşılaşmaya başlanmıştır. Bu eleştirilerden en önemlisi, raporla gelen değişmeler neticesinde işletme aktivitelerini zora sokacak kadar bunaltıcı hesap verebilirlik boyutunun şirketler içerisinde yerleştirilmesi sayılabilmektedir. Cadbury raporuna yapılan eleştiriler neticesinde, yeni bir rapora ihtiyaç duyulmuştur. Bu rapor da 1995 yılında Hampel Komitesi tarafından hazırlanmaya başlanmıştır. Hampel raporunun en çok vurguladığı konu, bir işletmenin temel amacının hesap verebilirlik değil o işletmenin pay sahiplerinin değerinin maksimize edilmesi olduğudur. Bu nedenle, 1998 yılında yayınlanan Hampel Raporu, hem işletmelerin zenginliği ve yatırımcılarının değerini, hem de hesap verebilirliğini bir denge içerisinde sağlayacak bir model önerisi getirmiştir. Hampel raporunun en önemli boyutlarından bir tanesi ise, raporun bir reçete yani kurtarıcı gözüyle görülmemesi, bunun yerine sadece ilkesel bazda olması, gerekeni ortaya koymaya çalışmasıdır (Keasey, Short and Wright, 2005: 21-22).

Cadbury ve Hampel raporlarının yayınlandığı dönemler arasında, yönetici ücretlerinde çok ciddi artışlar yaşandığı gözlenmeye başlanmıştır. 1995 yılında yayınlanan ve yeni bir rapor olan Greenbury raporuyla, hem önceki raporlarla uyum sağlanmaya çalışılmış, hem de yönetici ücretleri üzerinde çok ciddi ve yeni düzenlemeler gerçekleştirilmiştir (Keasey, Short and Wright, 2005: 22).

Bu gelişmelere ek olarak, 1998 yılında İngiltere’de, İngiliz Parlamentosu’na Sir Adrian Cadbury öncülüğünde kurumsal yönetim modeli kurulmuştur. Daha sonra kanun üzerinde eklemeler yapılmış ve “Birleşik Kurumsal Yönetim Kanunu” oluşturularak, 2003 tarihinde uygulamaya koyulmuştur. Bazı küçük işletmeler ile hisseleri borsada kayıtlı olmayan şirketler, söz konusu yasaya uymakta zorlanmaları durumunda, uygulamaya geçmeyi geciktirebilmektedirler (Aysan, 2007: 125). Aynı zamanda, İngiltere’deki kurumsal yönetim sisteminin en önemli özelliğinin yönetim kurulunun yetki ve sorumluluklarına bağlı bir sistem olduğudur (Aysan, 2007: 129).

3.2.3. Japonya ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Japonya’daki kurumsal yönetim sistemi, krizlere ya da değişikliklere cevap olarak yüzyıllardır gelişmektedir. İlk en iyi bilinen değişiklik, 1930’daki ikinci dünya savaşında meydana gelmiştir. Savaş öncesinde kurumsal yönetim ile ilgili farklı kalıplar söz konusu idi. Bunlar; işletmenin devlet mülkiyetinde olması, şirketlerde sınırlı ortaklık yapısı gibi olgulardı. Japonya, ikinci dünya savaşından sonra ekonomisini yeniden inşa etti ve benzersiz bir kurumsal yönetim yapısı geliştirmiştir. Bu bağlamda, Japonya kurumsal yönetim modeli, Alman ve ABD modelinden oldukça farklı idi ve bu model 1980’lerde Japonya’yı dünya ekonomisinde ikinci en büyük ekonomi olmasını sağlamıştır. Japonya’daki kurumsal yönetim modeli 1980’lerde ihtiyaçlara cevap veren bir model olmasına rağmen, 1990’ların başında modelle ilgili sorunlar ortaya çıkmaya başlamıştır. Dolayısıyla ikinci en büyük değişiklik ise, 1990’larda meydana gelmiştir. Küreselleşmeden kaynaklanan ekonomik kriz, Japonya’daki kurumsal yönetim modelinin evrimini etkilemiştir. O dönemlerde Japonya’daki kurumsal yönetim anlayışı, küresel rekabet karşısında zayıf kalmıştır. Bazı gözlemciler, Japonya’nın kendine has olan kurumsal yönetim anlayışını bırakması

gerektiğini ve kurumsal yönetim anlayışlarının daha uluslararası özelliklere sahip olması gerektiğini belirtmişlerdir (Yao, 2009: 167). Bu bağlamda Japonya, 1990'ların başından itibaren yavaş fakat büyük ölçüde kurumsal yönetim sistemini değiştirmeye başlamıştır. En fazla değişen ana unsurlar; şirket üst yönetimi, emek-yönetim ilişkileri, hissedarlar, banka sistemi, sermaye piyasaları, dış denetçiler ve hükümet politikası şeklindedir (Patrick, 2004: 13).

Japon kültüründe ailenin ve birlikte karar almanın etkisi çok büyüktür. Aile gelenekleri aynı zamanda Japon kurumsal yönetim kültürünün temellerini oluşturmaktadır. Japonya'daki aile bağları, Latin ülkelerdeki kan bağıyla geçen aile bağlarından çok daha geniş bir anlam taşımaktadır (Weimer and Pape, 1999: 160).

Japonya'da "Keiretsu" adıyla anılan ve şirketler arası güçlü bir şebeke organizasyonu şekilde uygulanan model çok yaygın olarak kullanılmaktadır. Hatta Japonya'nın en büyük 200 firmasının yarısı bu şekilde örgütlenmiştir. Bu şirketler, aynı isim kullanarak hem finans, hem ticaret hem de endüstriyel üretim yapmakta ve aynı marka ve logo ile yollarına devam etmektedirler. Keiretsu'lar hem farklı alanlara yönelmiş, hem de dikey olarak bütünleşmiş işletmelerdir. Bu şirketlerin bir kısmı savaş öncesi aile işletmesi şeklinde kurulmuşken, diğer bir kısmı da Amerika'nın işgalinden sonra ortaya çıkmıştır. (Weimer and Pape, 1999: 160). 1950 sonrası oluşturulan Keiretsu'lar büyük bankaların desteğiyle oluşturulmuş işletmelerdir. Böylelikle hem üretim hem de finansal piyasada işlem yapan bir yapıları vardır. Bunlar, aynı zamanda, finansal piyasa dışında faaliyet gösteren firmalara hem borç, hem de öz sermaye yatırımı yapmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak, bankanın üst düzey yöneticileri aynı zamanda da diğer firmalarda kilit pozisyonlar üstlenmektedir.

Böylelikle, endüstriyle üretim yapan işletmeler, bankaların etrafında şekillenmekte ve uzun vadeli yapılar şeklinde örgütlenmektedir (Moerland, 1995: 21).

Japonya'daki yönetim kurulu yapısı oldukça karmaşıktır. Bu kurul, icracı yöneticilerden oluşan bir kurul, temsilci yöneticilerden oluşan bir kurul ve denetçiler kurulundan oluşmaktadır. Tüm bu kurullara karşın Japon şirketlerinde informal bir yönetim kurulu alt yapısı oluşturulmaktadır. Bu durum, hem içerdeki hem de dışardaki yöneticileri kapsamaktadır ki Anglo-Sakson modele çok benzer bir yapıdadır. Tıpkı Anglo-Sakson modelinde olduğu gibi yönetim kurulu, tüm pay sahiplerinin yaptığı bir seçimle seçilmekte ve görevden alınmaktadır (Weimer and Pape, 1999: 160). Ortaklık yapısı yıllar öncesine göre büyük ölçüde farklılık göstermektedir. En dramatik değişiklik ise, ticari bankaların azalan payı, hayat sigortası sahipliği, yabancı yatırımcıların yükselişi ve bankalara olan güvendir (Patrick, 2004: 16).

Japonya'da 1998 yılında Sony, Fuji, Xerox, Sumitomo Life gibi firmalar yönetim yapılarında değişiklik yapmaya başlamıştır. Söz konusu değişiklikler; yönetim kurulu üye sayısının azaltılması, bağımsız yöneticilerin atanması, aday gösterme ve ücretlendirme komitelerinin oluşturulması şeklindedir. 1999 yılında ise, Tokyo Borsası kurumsal yönetim ilkeleri için politika çalışmaları yapmaya başlamıştır. Japon İktisadi Organizasyonlar Federasyonu (Japan Federation of Economic Organizations) adında kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili bir komisyon oluşturulmuş ve sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar yıllık genel kurul toplantılarında oy haklarını aktif şekilde kullanır hale gelmişlerdir (Varış vd., 2001: 70). Bunun yanı sıra, Japonya'daki kurumsal yönetim anlayışında bağımsız yönetim kurulu üyesi tanımı yapılmamıştır. Bu tanımın yerine, herhangi

bir bağımsız yönetim kurulu üyesinin bağımsızlığına engel olan unsurlardan bahsedilmiştir. Dolayısıyla, yönetim kurulu üyelerinin sahip olması gereken özellikler üzerinde durulmuştur. Söz konusu özellikler; üyelerin donanımlı, deneyimli ve düzgün karakterde olmasıdır (Darman, 2005: 2).

Japonya'daki şirketler için sahiplik ve kontrol yapısı durumu oldukça uç noktalardadır. Genellikle, yönetim kontrolleri ve hissedarlık pasif ve dağınıktır. Şirket kurucuları ve aileler tarafından kontrol edilen bazı genç şirketler vardır (Patrick, 2004: 7).

Son yıllarda tipik Japon firmaları pek çok değişiklik geçirmesine rağmen, bazı temel yönleri hala devam etmekte ve bazı yabancı firmalar ile aralarında tezat söz konusudur. Özellikle Amerikan firmaları ile. Amerikan (Anglo-Sakson) model ile Japon modeli (Japon-Alman modeli) kurulduğunda, özellikle Japon modelinin daha kolay anlaşılabilirliği görülmektedir (Okabe, 2010: 4):

Anglo-Sakson modelinin aksine, Japonya Kurumsal yönetim modeli, dili İngilizce olmayan OECD ülkelerinde oldukça yaygındır. Bu modelin en önemli özelliği, sermaye piyasasındaki yabancılar tarafından izlenmediği ancak, bazı zamanlar alacaklı bazı zamanlar kreditor olan bankalar tarafından izlendiğidir. Bu teoride üç güçlü yan bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, modelin uzun dönem yönetim anlayışının olmasıdır. Çünkü yöneticiler genellikle aynı şirkette uzun dönem çalışmaktadırlar ve bu durum gelecek dönemde yöneticilerin çıkarlarını göstermektedir. İkincisi, küçük işlem maliyetleridir. Üçüncüsü ise, şirketlerin esnek bir yapılanmalarının olduğudur. Çünkü, çeşitli paydaşların yatırımları kolayca hesaba alınabilir olmasıdır (Okabe, 2010: 5).

Japonya'da kurumsal yönetim, iki temel ayırt edici özelliğe sahiptir. Bunlardan birincisi, bir bankanın müşteri işletme üzerinde izleme ve disipline etme gibi bir rolü bulunmaktadır. Sermayedarlar genellikle bankalar, şirketler ya da banka dışı şirketler oldukları için pay sahiplerinin şirketler üzerinde çok fazla kurumsal etkisi oluşmamıştır. (Okabe, 2009: 8).

3.2.4. Rusya ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Rusya'da kurumsal yönetim 1991'den sonra anılmaya başlanmıştır. Komünizmin çöküşü, eski Sovyetler Birliği'nin dağılması ve Batı Rusya'nın batıya olan yüksek oranlardaki borçları ve 1991'den sonraki ulusal kriz, kurumsal yönetimin tetikleyicileri olmuştur. Reformcular, siyasal anlamda demokrasi, şirketler hukuku, sermaye piyasaları gibi konular üzerinde politik ve ekonomik değişiklikleri gerçekleştirmek için çalışmışlardır (Buck, 2003: 300). Rusya'da, ülkenin serbest piyasa ekonomisine geçmeye başladığı 1990'lı yıllarda, kurumsal yönetim ve temsil sorunu ortaya çıkmış ve önemli hale gelmeye başlamıştır. Bu yıllarda yeni kanunların oluşması, yeni kurumların kurulması yeni bir anlayışın oluşturulmaya başlanmasını sağlamıştır (Puffer and McCarthy, 2003: 285). 1992-1994 yıllarında ile gelen özelleştirme ile Rus modeli ortaya çıkmıştır. Bu uygulama ile, kurumsal sahiplik yapısının temel özelliklerinin tespiti, Rusya'da yönetim ve bunların gelişimi için bazı durumlar sıralanmıştır. Özelleştirmeyle birlikte ortak hisseli Rus şirketleri ortaya çıkmıştır, bu şirketler toplam endüstriyel üretimin çok büyük bir kısmını yapan şirketlerdir. Bu durum Rusya sermaye piyasalarının ortaya çıkmasında ve gelişmesinde çok önemli bir rol oynamıştır. (www.imf.org, 08.09.2014). 2002 yılında Menkul Kıymetler Piyasası Federal Komisyonu tarafından, Rusya'nın kurumsal yönetim kodları ortaya çıkarılmıştır. Bu kodlar, Rus Şirketlerinin iyi yönetim kuralları için oluşturulmuştur. Kodlar; hissedar hakları, bilginin açığa çıkarılması ve iş etiği ile ilgili

konular üzerinedir. Yazılan kod Rusçadır ve OECD ve dünya ekonomik formu tarafından çıkarılmıştır. Bu kod, iyi bir kurumsal yönetim için uluslararası standartlardadır (McCarthy, Puffer and Shekshnia, 2004: 40).

Sovyet ülkeleri, var olan otoriter geleneklere bağlı olma durumundan kaynaklanan devlet hakimiyeti ile oluşturulmuş yönetim ile batıdan gelen modern yönetim anlayışı arasında sıkışmıştır. Bu demektir ki, söz konusu ülkelerde modernlik ve geleneksellik durumu mücadelesi vardır. Söz konusu mücadele, her anlamda işletmeleri ve piyasaları etkilemektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları ve seviyesi, ülkeleri ekonomik anlamda etkileyen bir olgudur. Çünkü kurumsal yönetim yapısı yatırımcı hakları konusunda işletmeleri disipline eden bir sistemdir. Bu bağlamda, yatırım akışlarını etkileyen kurumsal yönetim, ülkelerin büyüme trendlerini kısmen açıklayabilmektedir (Zheka, 2006: 5).

Rus kurumsal yönetim modelinde, şu noktalar üzerinde durulmaktadır. Bunlar (www.imf.org, 08.09.2014):

- Hisse sahipliği yapısı ve bu yapının değişikliğine eğilimler,
- Bir mekanizma olan Rus finansal sistemin rolü, yatırımların tasarrufa dönüşmesi ve gelişimi beklentisi,
- Rus kurumsal yönetiminde finansman kaynakları arasındaki ilişki ve bu alandaki değişim beklentileri,
- Hukuk sisteminin gelişiminin tarihi ve eğilimleri,
- Makroekonomik politikalar ve kurumlar üzerindeki etkisi şeklindedir.

Bunların yanı sıra, diğer faktörler de vardır ki Rusya'nın kurumsal yönetim modeli üzerinde etkilidir. Bunlar; ticari

uygulamalar ve iş etiği, gelenekler, ekonomik yaşamda devlet müdahalesi doğası ve benzeri kavramlardır (www.imf.org, 08.09.2014).

3.2.5. Çin ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları

Çin'de kurumsal yönetimin tarihsel gelişiminde dört aşama bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, 1949-1983 yılları arasındaki dönemde ekonomide kamu iktisadi teşebbüslerinin egemen olması ve ekonominin her yönünü kontrol etmesidir. Batı tarzı yönetim o dönemde Çin'de yoktu. İkincisi, 1984-1993 dönemlerinde hükümetin ekonomiden ayrılması ve girişimciliğin başlamasıdır. Bu dönemde, Şangay Menkul Kıymetler Borsası, Shenzen Borsası ve Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu kurulmuştur. Üçüncü dönemde, 1994-2005 yılları arası, modern şirketlerin tüm haklarını ve sorumluluklarını tarif eden, kapsamlı yasa dahilinde şirketler hukuku yayınlanmıştır. Bu da modern anlamda kurumsallaşmanın başlangıcı olmuştur. Şirketler hukuku kurumsal yönetim alanında ve ekonomide etki yaratmasına rağmen, bireysel yatırımcılar için hiç bir koruyucu yasa ve düzenlemenin olmadığı görülmektedir. Son dönem olarak da, 2006 ve sonrasında, Çin'de kurumsal yönetimin her geçen gün geliştiği görülmüştür. Bu dönemde daha çok bireysel hissedarlar ve devlet hissedarları arasındaki ilişkiler üzerinde durulmuştur (Kang, Shi and Brown, 2008: Giriş).

Çin'de 1992 yılında, Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu'nun (CSRC) kurulmasıyla, menkul kıymet piyasası ile ilgili 300'den fazla kanun ve direktif yayınlanmıştır. Bu bağlamda, Çin'de kurumsal yönetim alanında yapılan asıl yasal çerçeveler; Aralık 1993 yılında yürürlüğe giren şirketler hukuku, 1998'de yayınlanan kıymetli evrak hukuku, Janua Çin Menkul Kıymetler Düzenleme Komisyonu, Devlet Ekonomi ve Ticaret Komisyonu

tarafından yayınlanan Şirketler için Kurumsal Yönetim Kodu şeklindedir (Lin, 2004: 2).

1992 yılından bu yana Çin, kurumsal yönetim alanında önemli ilerlemeler kaydetmiştir. Bunlar:

- Hissedarların hakları ve hissedarların toplantıları için oluşturulmuş kurallar,
- Yöneticilerin görevleri ve sorumlulukları ve yönetim kurulu üyelerinin bağımsız olması,
- Temsil görevleri,
- Performans değerlendirmeleri ve teşvik ve disiplin sistemleri,
- Bilgilerin açıklanması ve şeffaflık,
- İçerden öğrenenler, ilişkili taraf işlemleri ve denetçinin rolü olarak sıralanmaktadır (Lin, 2004: 2).

Çin'in devlet destekli kurumsal yönetim yapısını anlamak için öncelikle, 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik reformu iyi anlamak gerekmektedir. Rusya'nın ve Doğu Avrupa'nın yaptığı köklü özelleştirme hamlelerinden farklı olarak, Çin'de çok yavaş ve aşama, aşama ilerleyen bir reform yapısı uygulanmaktadır. Bu reform, 2-R politikası olarak bilinmektedir. Birinci R, büyük ve orta büyüklükteki stratejik sektörlerdeki devlet işletmelerindeki hükümetin kontrolünü simgelemektedir. İkinci R ise, çok rekabetçi piyasalar içerisinde çalışan devlet kontrolündeki küçük işletmelerden çekilmeyi ifade etmektedir (Liu and Sun, 2005: 390).

Çin sistemi, borsaların devlet tarafından işletildiği, devlet tarafından düzenlendiği, mevzuatın devletçe hazırlandığı, devlet tarafından sahip olunan işletmelerin hisse senetlerinin devlet çıkarına piyasada satıldığı, oldukça devlet kontrolünde olan bir

yapıdır. Dolayısıyla, piyasada dolaşan hisse senetlerinin çok büyük bir kısmı yine devlet eliyle yönetilen şirketler tarafından elde tutulmaktadır. Tüm bu sınırlamaların yanı sıra, diğer bir ayırt edici özellik de, hisse senetlerinin serbest bir şekilde ticaretini ilgilendirmektedir. Öyle ki hisse senetlerinin yaklaşık 2/3'ü piyasada serbestçe dolaşamamaktadır (Liu and Sun, 2005: 391).

Çin'de modern işletme sisteminin kurulması ve standardize bir sistemin oluşturulması için, China Securities Regulatory Commission (CSRC) bir kaç düzenleme yayınlamıştır. 2001 Ocak ayında, CSRC tarafından Çin'deki listelenen şirketler için kod yayınlamıştır. Yayınlanan kod, Çin'deki borsaya kote olmuş tüm şirketler için geçerli idi ve amacı borsaya kote olan şirketlerin yatırımcı haklarının korunması, temel davranışların düzenlenmesi, yönetimde ahlaki standartların oluşturulması, denetleyiciler, yöneticiler ve şirketlerin diğer üst yöneticilere yönelik kuralları şeklindeydi (Li, Naughton and Hovey, 2008: 19).

Çin'de kurumsal yönetimle ilgili birçok reform ve yenilik yapılmasına rağmen, birçok sorun hala devam etmektedir. Bunlardan birincisi, devlet mülkiyetinin devam etmesi sorunudur. Şangay Menkul Kıymetler Borsasında listelenen şirketlerin yaklaşık olarak üçte ikisi, devlet tarafından işletilmektedir. İkincisi, yönetim kurulundaki bağımsız yönetim kurulu üyesi eksikliğidir. Yönetim kurulunda devletin ezici bir etkinliği vardır ve denetim kurulunun yeterli ve etkili bir rolü yoktur. Üçüncü sorun, içerden öğrenenlerin ticareti olgusu, büyük bir sorun olarak devam etmektedir. Dördüncüsü ise, işletmelerin finansal açıklamalarının tam doğru olmaması durumudur. Sonuncusu olarak da, Çin'in olgunlaşmamış sermaye piyasalarının olması, kurumsal tahvil ihracındaki zorluklar,

yatırım seçeneği olarak tercih edilen hisse yokluğu şeklindedir (Kang, Shi and Brown, 2008: Giriş).

3.2.6. Avrupa Birliği'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları

2002 Kasım ayında Avrupa Birliği şirket hukuku uzmanlarının bir araya gelmesiyle, Jaap Winter Raporu hazırlanmıştır. Bu rapora göre, en azından hisse senetleri halka açık olan işletmelere kurumsal yönetim sistemi ve uygulamaları zorunlu hale getirilmesi gerektiği belirtilmiştir. Bu durum aslında birçok birlik ülkesindeki mevcut duruma ters düşmekteydi. Çünkü bir çok ülkede kurumsal yönetim ilkelerine uyum gönüllülük esasına göre yapılmaktaydı (Bauwhede and Willekens, 2008: 102). Bazı birlik ülkelerinde mevcut düzenlemeler yapılmış olmasına karşın, rapor asgari olarak kurumsal yönetime uyum raporunda aşağıdaki bilgilerin olması gerektiğini söylemektedir (Bauwhede and Willekens, 2008: 102):

- Pay sahipleri toplantısı ve payları,
- Yönetim kurulunun yapısı ve bireysel üyeleri,
- Büyük pay sahipleri, onların oy ve kontrol güçleri,
- Diğer büyük pay sahipleri ile direkt ya da endirekt ilişkiler; özellikle de tüm maddilik kapsamında değerlendirilen işlemlere dair yeterli açıklama,

Üçüncü taraflarla yapılan işlemler;

- Risk yönetim sisteminin varlığı ve doğası,
- Ülkenin kurumsal yönetim kurallarına referans göstermek şeklindedir.

Winter Raporundan sonra Avrupa Birliği'nce, Winter raporu temel alınarak, 21 Mayıs 2003'te, "Kurumsal Yönetimi Geliştirmek ve Şirket Hukuku'nu Modernleştirmek" isimli AB

eylem planı devreye sokulmuştur. Bununla birlikte, yıllık kurumsal yönetim raporu yayınlanması zorunluluğu da yürürlüğe koyulmuştur. Kurumsal yönetim, aslında sadece şekilsel değil pay sahiplerinin şirkete yatırım yaparak uzun dönemli faydalar sağlamayı amaçladığı bir yapıyı destekleyici bir sistemdir. Yani amaç, sadece yıllık rapor hazırlamak gibi kısa vadeli değildir (Bauwhede and Willekens, 2008: 102).

Amerika Birleşik Devlet'lerinde işlerin kurallar tarafından kontrol edilmesi gerekliliği ihtiyacı vardır. Örneğin, Sarbanes-Oxley Yasası 2002 yılında Enron ve WorldCom gibi skandallara cevap olarak ortaya çıkmıştır. Ancak Avrupa Birliği'nin 2003 yılında hazırladığı eylem planı, olumsuz bir duruma cevap niteliğinde değildir, yani başarısızlık karşısında üretilmemiştir (Casson, 2013: 12). Bu plan çok büyük destek almıştır ve planın önerileri; kurumsal yönetim, sermayenin korunması ve değiştirme, gruplar ve piramitler, kurumsal yapılanma ve hareketlilik, Avrupa özel şirketleri ve kooperatifler şeklindedir (Casson, 2013: 13). Eylem planı, kurumsal yönetim alanında kısa, orta ve uzun vadeli önlem planları içermektedir. Eylem planındaki temel konular kurumsal yönetim, sermaye koruma, sermaye yapısını yenilemek, sermaye azaltma, şirket grupları, uluslararası kurumsal yeniden yapılanma ve yeni bir yasal form oluşturmaktır. Büyük derecelendirme kuruluşlarının büyük firmaların kurumsal yönetim performanslarının değerlendirmeye başlaması, iyi kurumsal yönetimin yönetimle, paydaşlarla ve politika yapıcılarla önemli bir ilgisinin olduğunu göstermektedir (Kouloridas and Lackum, 2004: 1276).

Eylem planı devam ederken, 2004 yılında, "Komisyon Önerileri" adlı bir tebliğ yayımlanmıştır ve tebliğde bağımsız yöneticilerin rolü ve yöneticilerin ücretleri ile ilgili bildirimlerde bulunulmuştur (Casson, 2013: 13). 2010 yılında komisyon bir

tebliğ daha yayımlamıştır ve bu tebliğe göre, kurumsal yönetim konusunda halkın katılımı durumunun başlatılması söz konusudur. Aynı zamanda bu tebliğde, şeffaflığı artırmak için bir kamu istişaresi başlatılmıştır (Casson, 2013: 14). 2012 yılında ise, yeniden "Kurumsal Yönetim Eylem Planı" yayımlanmıştır. Bu yayın 2010 ve 2011 yıllarında yayınlanan tebliğlerin yanıtı niteliğindedir. Bu yayında üç temel amaç söz konusudur. Bunlar; şeffaflığın artırılması, şirketlerin desteklenmesi ve hissedarların işletmeye çekilmesidir (engaging shareholders) (Casson, 2013: 15).

AB'de yaşanan kurumsal yönetim mücadelesinin altında yatan temel etmenlerden bir tanesi de, Avrupa piyasasındaki kurumsal şeffaflığı sağlamaktır. AB'nin getirdiği uyum raporu, aslında ilkesel bazlıdır, yani her ülkenin kendi şartlarına ve mevzuatlarına göre farklılıklar gösterebilmektedir. Eylem planı yayımlandıktan sonra, iki komisyon önerisi yayınlanmıştır. Bunlardan birincisi, yöneticilerin ücretlerini ele almaktadır ve diğeri ise, bazı ülkelerdeki uygulamaların yeterli olmadığı üzerinedir. Bu uygulamalar, halka açık işletmelerin yıllık faaliyet raporlarında kurumsal yönetimin yapı ve uygulamalarının temellerini kapsayacak şekilde tanımlayıcı ve uyumlu olmalıdır vurgusu yapılmıştır (Bauwhede and Willekens, 2008: 102).

Batı Avrupa'da gelişen kurumsal yönetim uygulamalarının yanı sıra, Orta ve Doğu Avrupa'da da kurumsal yönetim alanında gelişmeler ortaya çıkmaya başlamıştır. Kurumsal yönetimin gelişimini desteklemek adına, ekonomik ve politik farklılıklar bu bölgelerde de yapılmaya devam etmektedir. Örneğin, Batı Avrupa'da 1992 yılında Cadbury Raporu yayınlanmış ve buna müteakip 1995 yılında Orta ve Doğu Avrupa'da bir çalışma grubu oluşturulmuştur. Bu çalışma grubu, kurumsal yönetimi, işletmelerin sahipleri ile yöneticiler arasındaki ilişkinin

organizasyonu olarak ifade etmiştir. Yine bu çalışma grubuna göre, her ülkenin kendi özelliklerine göre kurumsal yönetim yapısının farklı olduğu belirtilmiştir (Mallin and Jelic, 2000: 43).

Bunlara ek olarak, Avrupa Sermaye Piyasasında her geçen gün yatırımcı sayısının çoğalması, kurumsal yönetim sistemlerinin, Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemine göre bir akışı beraberinde getirmektedir. Özellikle temettü politikası, bir hisse bir oy hakkı, yöneticilere sağlanan maddi haklar, ortakların bilgilendirilmesi ve genel kurul düzenlemelerinin yapılması şeklindeki olgular kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde görülmektedir (Varış vd., 2001: 16).

Avrupa Birliği'nde uygulanan kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili üç temel kıstas söz konusudur. Bunlar (Varış vd., 2001):

- Kurumsal Yönetim adına yapılan en iyi uygulama kodunun Avrupa düzeyinde olması,
- Özelleştirmede yabancı mülkiyetinin korunması kısıtlamalarının seviyesinin en aza indirilmesi,
- Avrupa Birliği'ne üye olan ülkelerin kamuya ait olan kuruluşlarının yapısını açıklayan bir rehberin oluşturulması şeklindedir.

Ülkeler Avrupa Birliği içinde olsa da kurumsal yönetim alanında farklı özelliklere sahip olabilmektedir. Aşağıdaki Tablo 3.4'de, A.B.D. ile Avrupa Birliği üyesi olan İngiltere, Fransa ve Almanya'nın kurumsal yönetim özellikleri ile ilgili farkları ortaya çıkarılmıştır. Bu farklar şu şekilde özetlenebilmektedir. Örneğin, ABD ve İngiltere'de sahiplik yapısı çok yüksekken, Fransa'nın sahiplik yapısının orta seviyede, Kanada ve Almanya'nın sahiplik yapısının ise düşük düzeyde olduğu görülmektedir. Sahiplik kimliğinin ise, Almanya'da bankalar ve işletmeler, Fransa'da işletmeler ve devlet, Kanada'da aile ve işletmeler, İngiltere'de

emeklilik fonları ve yatırım fonları ve ABD’de de bireyler, emeklilik fonları ve yatırım fonları şeklinde olduğu görülmektedir. İşletmelerin yönetim kurullarının kimlerden oluştuğuna bakıldığında, ABD ve İngiltere’de yöneticiler ve dışarıdakiler; Kanada’da sahipler, yöneticiler ve dışarıdakiler, Fransa’da ve Almanya’da ise sahipler ve işçilerin olduğu saptanmıştır. Hissedar gücü ABD ve İngiltere’de düşükken, Kanada’da orta seviyede ve Fransa ve Almanya’da yüksek seviyelerdedir. Satın almaların ise, ABD ve İngiltere’de yüksek düzeylerde iken, Kanada’da orta, Fransa ve Almanya’da düşük seviyelerde olduğu görülmektedir. Ülkelerin finansman olanaklarına bakıldığında, ABD ve İngiltere’nin özkaynaklar ile finanse olduğu, Kanada ve Fransa’nın özkaynak ve borçla, Almanya’nın ise borçla kaynak sağladığı anlaşılmaktadır.

Tablo 3.4. Ülkelerin Kurumsal Yönetim Özelliklerinin Farklılıkları

	A.B.D	İngiltere	Fransa	Almanya
Sahiplik Yayılması	Çok Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük
Sahiplik Kimliği	Bireyler Emeklilik F. Yatırım F.	Emeklilik F. Yatırım F.	İşletmeler Devlet	Bankalar İşletmeler
Yönetim Kurulu	Yöneticiler Dışarıdakiler	Yöneticiler Dışarıdakiler	Sahipler İşçiler	Sahipler İşçiler
Hissedar Gücü	Düşük	Düşük	Yüksek	Yüksek
Satın Almalar	Yüksek	Yüksek	Düşük	Düşük
Finansman	Özkaynaklar	Özkaynklar	Borç/Özk	Borç

Kaynak: Çıtak, 2006: 158.

IV. BÖLÜM

BİST KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE
TABİ OLMANIN FIRMA DEĞERİ VE PERFORMANSINA
ETKİSİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA

4.1. Literatür Taraması

Günümüze kadar yapılan çalışmalarda bazen kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansı üzerinde olumlu etki yarattığı; bazen de bu etkinin negatif yönlü ya da hiç olmadığı görülmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, çalışmamızın asıl amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansında bir etkisinin olup olmadığının ortaya çıkarılmasıdır. Dolayısıyla Türkiye ve dünya literatüründeki kurumsal yönetim ile firma performansı konulu çalışmalar incelenerek, her bir çalışma aşağıda tek tek açıklanmaya çalışılmıştır. Literatür taraması, gelişmiş, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye bağlamında bir ayrıma tabi tutulmuştur. Böyle bir ayırım yapılarak, yapılan çalışmaların sonuçları karşılaştırılmak istenmiştir.

Gelişmekte Olan Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Estrin ve Wright (1999), eski Sovyetler Birliği'ne üye olan ülkelerdeki ekonominin geçiş sürecinde yavaş ilerlemesinin nedenlerine bakmışlardır. Söz konusu yavaşlamanın iyi bir kurumsal yönetim uygulamasının olmamasından mı ya da genel anlamdaki ekonomik zayıflıktan mı kaynaklandığını araştırmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre, bu geçiş sürecindeki ekonomik anlamdaki yavaş ilerlemenin sebebi, kurumsal yapının ve rekabetçi piyasa koşullarının tam olarak modern anlamda uygulanmaması nedeniyle olduğu ortaya çıkmıştır.

Johnson vd. (2000), çalışmalarında yönetici hakimiyetini artıran etmenlerin, şirketler için ekonomik anlamda olumsuz bir geleceğin öngörülmesi ve kurumsal yönetimin iyi uygulanmaması şeklinde olduğunu belirlemişler ve buna bağlı olarak da firmaların finansal varlık fiyatlarında düşüşlerin söz konusu olduğunu saptamışlardır. Araştırmanın sonuçlarına göre, yasal

sistemin etkin çalışmadığı ya da görece zayıf yasal düzenlemelere sahip olan ülkelerin yatırımcıları daha çok güven kaybı yaşamaktadır ve dolayısıyla ekonomiler daha kırılğan bir yapıya sahiptir.

Black (2001), çalışmasında kurumsal yönetim uygulamaları ile işletmenin piyasa değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. 1999 yılı verileri kullanılarak yapılan çalışma, Rusya'da faaliyet gösteren 21 firmaya uygulanmıştır. Analiz sonuçlarına göre, firmanın değer oranları ile kurumsal yönetim arasında güçlü bir ilişki ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra, yasal ve kültürel kısıtlamaların kurumsal yönetim üzerinde zayıf bir etkisinin olduğu, ancak kurumsal yönetimin firmanın piyasa değeri üzerine güçlü bir etkisinin olduğu anlaşılmıştır.

Mitton (2002), Güneydoğu Asya mali krizinin var olduğu 1997 ve 1998 yıllarını kapsayan çalışmasında Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'da 398 şirketi incelemiş ve şirket bazında kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki farkın şirket performansında önemli bir etkisinin olduğunu ortaya çıkarmıştır. Daha iyi hisse senedi performansına sahip olan şirketlerin daha iyi açıklama kalitesine, daha yoğun dışarıdan ortaklığa ve belirli faaliyetlere odaklanan şirketler olduğu anlaşılmıştır. Bunun yanı sıra, daha fazla ve yoğun uygulanan kurumsal yönetim uygulamalarının önemi, ekonomik bunalımların çok olduğu ve azınlık hissedarlarının haklarının korunmadığı ortamlarda daha fazla artış gösterdiği saptanmıştır.

Black, Jang ve Kim (2003), çalışmalarında 2001 yılı verilerini kullanarak, Kore Hisse Senedi Piyasası kurumsal yönetim endeksinin işletme değerine olan etkisini ortaya koymuşlardır. Analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim endeksinin firma değerinde bir etkiye sahip olduğu saptanmıştır.

Joh (2003), çalışmasında, işletmelerde kriz öncesinde zayıf bir kurumsal yönetim sisteminin var olmasının ortaklık yapısı ve çıkar çatışmalarına karşı ne yönde bir etki yaptığını araştırmıştır. Çalışmasında, 1993-1997 yılları arası bağımsız denetime tabi 5829 Kore şirketini araştırmaya katmış ve elde ettiği analiz sonuçlarına göre, ortaklık yapısı itibarıyla görece düşük yoğunluğa sahip şirketlerin düşük bir karlılık gösterdiğini bulmuştur. Bu bağlamda, Kore'deki zayıf kurumsal yönetim yapısının düşük karlılığa neden olduğu anlaşılmıştır.

Klapper ve Love (2004), çalışmalarında 14 gelişmekte olan pazarda kurumsal yönetim sıralamalarının son verilerini kullanarak, örnekler arasında büyük bir değişikliğin olduğunu ve zayıf hukuki sistemi olan pazarların daha düşük yönetim sistemine sahip olduklarını bulmuşlardır. Firma düzeyindeki yönetimin belirleyicilerini bulmuşlar ve yönetimin asimetrik bilgi düzeyi ile ilişkili olduğunu ortaya çıkarmışlardır. Aynı zamanda, analiz sonuçlarından iyi bir kurumsal yönetim yapısının iyi bir firma performansı ve şirket değeri ile yüksek düzeyde ilişkili olduğu anlaşılmıştır.

Boubakri, Cosset ve Guedhami (2004), Asya'da 1980-1997 dönemini ele alarak özelleştirme ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmaya 10 farklı ülkeden 50 işletme dahil edilmiştir. Elde edilen sonuçlarına göre, özelleştirme ile işletmelerde üretkenliğin, karlılığın ve etkinliğin arttığı anlaşılmıştır. Aynı zamanda, işletme performansındaki artışın, kurumsal yönetim düzeyi ve ekonomik çevre faktörlerine bağlı olduğu saptanmıştır.

Chiang (2005), yaptığı çalışmasında, kurumsal yönetim ile firmaların performansları arasında anlamlı bir ilişki olduğunu saptamış ve aynı zamanda bilgi şeffaflığının kurumsal yönetimin şirket performansına etkisini ölçmede en önemli göstergelerden

biri olduğunu belirlemiştir. Çalışma, Tayvan'daki Yüksek Teknoloji Sanayinde yapılmış ve çalışmada Standart and Poor's un (S&P) şeffaflık ölçüsü dikkate alınmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal sahiplik, finansal şeffaflık, kamuyu aydınlatma, yönetim kurulu ve yönetimin yapısı işletme performansını etkilemektedir. Ancak kurumsal yönetim değerlendirilmesinde, bilgi şeffaflığının en önemli gösterge olduğu anlaşılmıştır.

Dwivedi ve Jain (2005), yaptıkları çalışmalarında yönetim kurulu büyüklüğü ile firma değeri arasında düşük seviyelerde pozitif ilişki olduğunu ayrıca yabancı paydaşlık ile firmanın piyasa değeri arasında yine pozitif yönde bir ilişkinin olduğunu saptamışlardır. Buna karşın yerli paydaşlık ile piyasa değeri arasında bir ilişkinin olmadığı anlaşılmıştır. Elde edilen bu sonuçların yanı sıra, yöneticilerin ortaklığı ile firma değeri arasında negatif bir ilişkinin var olduğu belirlenmiştir (Indian).

Bebczuk (2005), çalışmasında kurumsal yönetim düzeyi, varlıklardan elde edilen getiriler ve Tobin-q değeri arasında güçlü bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. En büyük hisseyi elinde bulunduran grupların kontrol ve nakit akım haklarının ayrılmasının performansı etkilediği ancak iyi yönetim kurullarından elde edilecek olan yararlı etkiyi azalttığını saptamıştır.

Gruszczynski (2006), Polonya'daki firmalara uyguladığı çalışmasında, firmaların kurumsal yönetim düzeyleri ile firma performansları arasındaki ilişkiyi ortaya koymuştur. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören işletmelerin kurumsal yönetimleri ile firma performansı arasında güçlü bir ilişki varlığı saptanmamıştır. Bu olumsuz sonucun nedeni, firma sayısının yetersizliğine bağlanmıştır.

Kim ve Yoon (2007), firma performansının Kore'deki kurumsal yönetimle olan ilişkisini araştırmışlar ve denetim komitesinin olup olması firmaların performansının iyileştirilmesinde yeterli olmadığı, ancak dışarıdan gelen yöneticilerin yönetim kurulunda aldığı rolün firma karlılığı üzerinde olumlu yönde etkisinin var olduğu anlaşılmıştır.

Javid ve Robina (2007) çalışmalarında Karachi Menkul Kıymetler Borsası'nda kote olmuş şirketlerde kurumsal yönetim kalitesindeki farklılıkların firma performanslarını ne yönde açıklayabildiğini araştırmışlar ve dolayısıyla çalışmayı yapmak için Tobin-q ile ölçülen firma değeri ile kurumsal yönetim endeksini ve üç alt endeksi analiz etmişlerdir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetimin Pakistan'da önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak kurumsal yönetimin tüm ilkeleri değil bazı ilkelerinin önemli olduğu anlaşılmıştır. Yönetim kurulu, sahiplik yapısı ve paydaşlar gibi ilkelerin performans üzerinde olumlu bir etkisi var iken, kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın firma performansı üzerinde çok fazla bir etkisi olmadığı anlaşılmıştır.

Wei'an ve Yuejun (2007), yaptıkları çalışmada iyi bir kurumsal yönetimin karlılığı artırdığını, çalışma verimliliği, büyüme ve gelişme potansiyeli sağladığını bunların yanı sıra finansal esneklik ve şirketlerin kote olmalarından dolayı güvenlik sağladığını saptamışlardır. Aynı zamanda kurumsal yönetimin; hissedarların idaresinin kontrol edilmesini, kurul idaresini, üst yönetim idaresini, bilgi birikimli çıkar gruplarının idaresini, denetleme komitesinin idaresini içine alan ve firmaların karar alma sistemine sahip olup olmadığını belirleyen bir mekanizma olduğu anlaşılmıştır.

Wu et al. (2009), çalışmalarında kurumsal yönetimin şirket performansına olan etkisine bakmışlardır. Çalışmada firma performansını ölçmek için kullanılan değişkenler; aktif karlılığı,

hisse senedi getirisi ve Tobin Q dur. Araştırmanın sonuçlarına göre; firma performansı ile yönetim kurulunun büyüklüğü, CEO ikiliği, hisse senedi teminat oranı ve sapması arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu görülmüştür. Öte yandan, firma performansı ile yönetim kurulunun bağımsızlığı ve insider ownership (içeridekilerin sahipliği) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki söz konusudur. (Tayvan)

Ehikioya (2009), çalışmasında kurumsal yönetim yapısı ile Nijerya'daki firmaların performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmada 1998'den 2002 yılına kadar dönemde Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda yer alan 107 adet firmanın verileri regresyon modeli yardımıyla analiz edilmiştir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre ise, mülkiyet yoğunlaşmasının işletme performansı üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu, buna karşın yönetim kurulu kompozisyonu ile performans arasında bir ilişkinin olmadığı ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumunun işletme performansında olumsuz bir etki yarattığı anlaşılmıştır.

Vo and Phan (2013), çalışmalarında, kurumsal yönetim ile Vietnam firmalarının performansı arasındaki ilişkiyi ölçmüşlerdir. Yoğun bir literatür taraması sonucu, kurumsal yönetimin şu unsurlardan oluştuğu anlaşılmıştır: Yönetim kurulu büyüklüğü, Kadın yönetim kurulu üyelerinin varlığı, COE ikililiği, Yönetim kurulu üyelerinin eğitim düzeyi, Yönetim kurulu üyelerinin çalışma deneyimi, Dışarıdan bağımsız yöneticinin varlığı, Yönetim kurulu tazminatları, yönetim kurulu mülkiyeti. Çalışmada, 2006-2011 dönemi ele alınarak 77 adet firma verileri kullanılmıştır. Aynı zamanda çalışmada, performans ölçütü olarak ROA kullanılmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre; yönetim kurulunda kadınların varlığı, CEO ikililiği, yönetim kurulu üyelerinin çalışma deneyimleri ve yönetim kurulu üyelerin

tazminatları firmanın performansında olumlu etkiler yaratmaktadır. Bununla birlikte, yönetim kurulu büyüklüğü firma performansında negatif etki yaratmaktadır. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin mülkiyeti ile firma performansı arasında doğrusal olmayan bir ilişki söz konusudur.

Velnampy (2013), çalışmasında, 2007-2011 dönemini ele almış ve 28 üretim şirketinin verilerini kullanarak kurumsal yönetim ile firma performansı arasında bir ilişkinin olup olmadığına bakmıştır. Yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu komitesi, yönetim kurulu toplantısı, icra müdürleri de dahil olmak üzere yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız icrada görevli olmayan yöneticiler, icrada görevli olmayan yöneticiler kurumsal yönetimin belirleyicileri olarak saptanmıştır. Aynı zamanda, ROE ve ROA performans ölçütü olarak kullanılmıştır. Araştırmanın sonuçlarına göre, bu kurumsal yönetim belirleyicileri ile performans arasında bir ilişki olmadığı görülmüştür. Regresyon modeline göre; kurumsal yönetim şirketin ROE VE ROA'sını etkilememektedir.

Sheikh, Wang and Khan (2013), yaptıkları çalışmalarında kurumsal yönetimin iç faktörlerinin firma performansına etkisinin olup olmadığını ortaya çıkarmaya çalışmışlardır. Bu iç faktörlerden kasıt; yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetici, CEO ikililiği, yönetsel mülkiyet ve mülkiyet konsantrasyonudur (Ownership concentration). Çalışmada, Pakistan Karachi Borsasındaki finansal sektörde olmayan şirketlerin 2004-2008 verileri kullanılmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, ROA, hisse başına kazanç ve piyasa değeri/defter değeri; yönetim kurulu büyüklüğü ile pozitif yönde; bağımsız yönetici ve managerial ownership (yönetsel mülkiyet) ile negatif yönde bir ilişki içindedir. Bunun yanı sıra, sahiplik konsantrasyonu bütün performans ölçütleri ile pozitif ilişki içindedir. CEO ikililiği ise,

sadece hisse başına kazanç ile pozitif ilişkisi içindedir. Kontrol değişkenleri ile ilgili olarak ise, kaldıraç etkisi; ROA, aktif karlılığı ve hisse başına kazanç ile negatif ilişki içindedir. Firma büyüklüğü tüm performans ölçütleri ile pozitif ilişki içindedir. Çalışmanın genel sonucuna göre, iç yönetim mekanizması firma performansında etkili olduğu anlaşılmıştır.

Gupta and Sharma (2014), çalışmalarında, Hindistan ve Güney Kore şirketlerindeki çeşitli kurumsal yönetim uygulamalarına bakmışlardır. Kurumsal yönetim uygulamalarını oluşturan unsurların; yönetim kurulu yapısı, çeşitli komiteler, bağımsız yöneticiler ve onların rolleri, çıkar çatışması ve bilgilerin açıklanması şeklinde olduğu saptanmıştır. Çalışma, yüksek ve daha iyi bir kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin daha iyi performansa neden olup olmadığına bakmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi fiyatları üzerinde ve finansal performans üzerinde sınırlı bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Vo and Nguyen (2014), çalışmalarında, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemek için Vietnam'daki firma verilerini kullanmışlardır. Çalışmada, kurumsal yönetim bazı değişkenler kümesi ile temsil edilmektedir. Bunlar; CEO ikililiği, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı ve sahiplik konsantrasyonudur (Ownership Concentration). Bunun yanı sıra firma performansı ölçütleri; ROA, ROE, Z-score by Altman ve Tobin Q şeklindedir. Çalışmanın bulgularına göre, kurumsal yönetim firma performansı üzerinde birden fazla etki göstermektedir. İlk olarak, CEO ikiliğinin firma performansı ile pozitif bir ilişki içinde olduğu görülmektedir. İkinci olarak, yönetsel mülkiyet ile firma performansı arasında yapısal bir değişiklik olduğu anlaşılmıştır. Üçüncü etki olarak da yönetim kurulu bağımsızlığı firma

performansına ters etki yarattığı şeklindedir. Dördüncüsü ise, yönetim kurulu ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişkiyi olmadığıdır.

Korent and Dundek and Calopa (2014), çalışmalarında, kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasında bir ilişkinin olup olmadığını araştırmışlardır. Çalışmada Hırvat Kurumsal Yönetim Endeksi kullanılmış ve regresyon modeli oluşturularak Tobin-Q ile ölçüm yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim Hırvat şirketlerin dahil olduğu Zagreb Borsasında performansının açıklanmasında önemli bir unsurdur.

Gelişmiş Ülkelerde Yapılan Çalışmalar

Renneboog (2000), 1989-1994 dönemini ele alarak Brüksel Borsasında işlem gören şirketlerin kurumsal yönetimi nasıl kullandığını araştırmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarında, üst düzey yöneticilerin değişiminin hızlı olması, hisse senedi getirileri ve muhasebe karı ile hesaplanan performans değerlerini etkilediği ve düşük performansa neden olduğu anlaşılmıştır.

Gompers, Ishii ve Metrick (2003), çalışmalarında 1500 firma için, 1990 yılında, 24 değişkenli kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Elde ettikleri endeks ile kurumsal performans arasındaki ilişkiyi belirlemişler ve sonuç olarak kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan işletmelerin şirket değerlerinin daha yüksek olduğu, kar ve büyüme açısından daha güçlü oldukları ve daha az sermayeye ihtiyaç duyup daha az şirket satın aldıkları anlaşılmıştır. (ABD).

Bauer, Günster, Otten (2003), yapmış oldukları çalışmalarında Avrupa'da kurumsal yönetim uygulamalarının iyi bir şekilde uygulanıyor olmasının firma performansına olan etkisine bakılmıştır. Ayrıca çalışmada iyi yönetilen ve kötü

yönetilen şirketlerin performansları karşılaştırılmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, iyi bir kurumsal yönetim uygulamasının firma performansına olumlu etki yarattığı görülmüştür.

Drobetz vd. (2003), yaptıkları çalışmada Almanya'daki kamu firmalarındaki firma değeri ile kurumsal yönetim yapısının kalitesi arasındaki ilişkiye bakmışlar ve aralarındaki ilişkinin pozitif yönde olduğunu saptamışlardır. Buna karşın kurumsal yönetim kalitesinin beklenen hisse senedi getirilerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğunu belirlemişlerdir.

Bohren ve Odegaard (2003), kurumsal yönetimin şirketlerin ekonomik performansına olan etkisini ortaya koymak için Oslo Menkul Kıymetler Borsası'na kote olmuş mali sektörde yer almayan firmaların 1989-1997 dönemine ait verilerini kullanmışlardır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetimin firmaların ekonomik performansı üzerinde etkisinin olduğu, ayrıca performans düşüşünün ise, artan yönetim kurulu üye sayısı, borçlanma, kar payı ile oy hakından yoksun hisse senetleri ile alakalı olduğunu belirlemişlerdir.

Hutchinson ve Gul (2003), 1998-1999 yılı verilerini kullanarak Avustralya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören en büyük 500 şirketin 437'sinin büyüme ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişler ve kurumsal yönetim uygulamalarının bu ilişkiye ne denli etki yarattığına bakmışlardır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, işletme performansları değerlendirilirken kurumsal yönetim değişkenlerinin dış çevre bağlamında büyüme fırsatında önem arz ettiği ortaya çıkmıştır. Büyüme fırsatları olan işletmelerin performanslarını artırmak için iç kontrol mekanizmalarının önemli olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca kurumsal yönetim değişkenlerinin her şirketin yapısına

uygun olarak seçilmesi ve kullanılması şeklinde de bir sonuca vargu yapılmıştır.

Beiner vd. (2004), çalışmalarında Kurumsal Yönetim Endeksi'nin İsviçre'de faaliyette bulunan işletmeler üzerine etkisini ortaya koymuşlardır. Çalışmada birden fazla kontrol mekanizması kullanılmış olup bunlar, geniş bir kurumsal yönetim endeksi, sahiplik yapısı ve yönetim kurulu özellikleri şeklindedir. Analiz sonuçlarına göre, Tobin-q değeri ile kurumsal yönetim anlayışı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Klein vd. (2005), firma değeri ile kurumsal yönetim endeksi arasındaki ilişkiyi Kanada'da faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim endeksine dahil olan 263 adet firmayı ele alarak incelemişlerdir. Sonuçlar Kanada'da kurumsal yönetimin firma performansı açısından önem arz ettiğini göstermektedir. Bununla beraber, her kurumsal yönetim unsurunun önemli olmadığı da ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda tüm firmalar için kurumsal yönetim endeksine dahil olma durumu firma performansını etkilememektedir.

Dittmar and Mahrt-Smith (2005), çalışmalarında iyi yönetilen ve kötü yönetilen firmalar açısından kurumsal yönetiminin firma değeri üzerindeki etkisine bakmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre, yönetimin firma değeri üzerinde etkisi olduğu anlaşılmıştır. Kötü yönetilen firmaların iyi yönetilen firmalara göre daha düşük değere sahip olduğu görülmüştür. Bunun yanı sıra, zayıf kurumsal yönetim anlayışına sahip olan işletmelerin nakdi iyi değerlendiremediği ve dolayısıyla işletme performansında bir düşüşe neden olduğu görülmüştür. (U.S)

Nicholson ve Kiel (2007) yaptıkları çalışmalarında, yönetim kurulu yapısı için düzenlenen üç farklı teorisinin firma performanslarına olan etkisini ortaya koymuşlardır. Bu teoriler;

temsil teorisi, yönetim teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi şeklinde olmakla birlikte elde edilen analiz sonuçlarına göre, farklı farklı her teorinin bazı olayları açıklamada daha iyi olduğu ve kendi aralarında bir üstünlüğe sahip olanın bulunmadığı anlaşılmıştır. (Australia).

Wessels and Wansbeek (2014), çalışmalarında kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi (a latent variables model) gizli değişkenler modeliyle tahmin etmişlerdir. Çalışmada, korelasyonu tahmin etmek için ABD şirketlerinin verileri kullanılmıştır. Analiz bulguları korelasyonun 0 olduğunu göstermektedir. Firma performansı ile kurumsal yönetim düzenlemeleri arasında bir ilişki saptanamamıştır.

Siddiqui (2014), çalışmasında bu konuda önceden yapılmış 25 çalışmayı ele alarak, kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi netleştirmek istemiştir. Analizin üç belirli endişesi söz konusudur. Bunlar; hukuki sistem, yönetim mekanizması ve performans ölçütleridir. Çalışma firma performansı üzerinde dış yönetimin etkilerini araştırmak açısından oldukça önemlidir. Çalışmanın sonucuna göre, kurumsal yönetim ve firma değeri arasında anlamlı bir ilişkinin olduğu vurgulanmıştır.

Türkiye'de Yapılan Çalışmalar

Varış, Küçükçolak, Erdoğan ve Özer (2001), şimdiki adıyla Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Söz konusu şirketlerin kurumsal yönetim uygulama dereceleri anket yöntemi ile ölçülmüştür. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim ile ilgili bir çok prensibin çok düşük oranlarda uygulandığı ve kurumsal yönetim uygulamalarını daha fazla oranda uygulayan şirketlerin ise,

piyasa getiri performanslarının daha yüksek düzeyde olduğu ortaya çıkmıştır.

Churaev (2003), çalışmasında yeni adı ile BİST-30 şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamalarının işletme performansına ne denli etki yarattığını araştırmıştır. Çalışmada anket yöntemi kullanılmış ve anket sorularında Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayımladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi esas alınmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, kurumsal yönetim kalitesi artan şirketlerin birikimli düzeltilmiş getirinin standart sapması düşmekte ve ortalaması artmaktadır. Bu çalışmayla, daha gelişmiş kurumsal yönetim düzeyine sahip olan işletmelerin, kreditorlerde daha fazla güven yarattığı ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda, regresyon ve korelasyon analizleri, kurumsal yönetim ile birikimli düzeltilmiş getiriler ve sermaye karlılığı arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Finansal kaldıraç ile kurumsal yönetim arasındaki pozitif ilişki de kurumsal yönetimin yatırımcı güveninde çok önemli bir etken olduğunu göstermektedir.

Gürbüz ve Ergincan (2004), çalışmalarında yeni adı ile BİST-30 endeksi kapsamındaki şirketleri, SPK'nın yayınlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkelerine göre oluşturulmuş kriterlere göre değerlendirmişler ve Esas Sözleşme Endeksini oluşturmuşlardır. Ayrıca işletmeye dışarıdan gelen yatırımcılara açıklık derecesini ölçmek için Ortaklık Endeksini oluşturmuşlardır. Bu iki endeksten yola çıkılarak da Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim endeksi ile firmaların finansal yapısı, performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki ölçülmeye çalışılmıştır. Analiz sonuçlarına göre ise, kurumsal yönetim endeksi ile getiri arasında pozitif bir ilişkinin varlığı söz konusudur. Bunun yanı sıra kurumsal yönetim uygulamalarına daha fazla önem veren şirketlerin özsermaye karlılığının daha iyi

olduğu, kreditorlerde güven duygusunun var olduğu ve dış finansmanda daha rahat kaynak bulunduğu anlaşılmıştır.

Koç, Yalın, Yavuz (2004), çalışmalarında kurumsal yönetimin şirket performansına etkisini, yeni adı ile BİST'de yer alan tekstil ve gıda şirketlerini baz alarak incelemiştir. Çalışmada, söz konusu sektörler için endeks oluşturulmuştur. Araştırma sonucuna göre, gıda sektöründe kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki açıklayıcılık etkisi %29 iken, tekstil sektöründe %8 gibi bir rakam görülmektedir. Bu bağlamda çalışmaya göre, kurumsal yönetimin uygulanma derecesinin söz konusu şirketlerde çok düşük düzeylerde olduğu görülmektedir.

Serinkaya (2008), çalışmasında işletmelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların değerinde etkili olup olmadığını araştırmıştır. Serinkaya çalışmada, yeni adı ile BİST 'de işlem gören üretim firmalarından oluşan bir örneklem kullanmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, firmalardaki yönetim kurulu üye sayısı ile firmanın satışlarının büyümesinin, firmanın piyasa değeri/defter değeri oranını pozitif yönde etkilediği görülmektedir. Ancak, genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının, söz konusu oranı negatif yönde etkilediği saptanmıştır.

Büber (2008), yaptığı çalışmayla, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk, adillik gibi kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesinin firma performansına bir etkisinin olup olmadığını araştırmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, yönetim kurulu kararlarının eksiksiz ve doğru bir şekilde paylaşılması, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin bulunması, işletmelerde müşteri memnuniyetine ve iç süreçler ile örgütsel değişim yeteneklerinin gelişimine olumlu etki yarattığı anlaşılmıştır. Buna rağmen, sorumluluk, adillik ve hesap

verilebilirlik ilkelerinin işletme performansı üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı görülmüştür.

Akdoğan (2009), çalışmasıyla yeni adı ile BİST-100 endeksindeki şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyleri ile finansal performansları arasında bir ilişkinin var olup olmadığını araştırmıştır. Analiz sonucuna göre, işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri ile muhasebe performansı göstergeleri (aktif karlılık, özsermaye karlılığı) arasında pozitif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Piyasa performansı ile olan ilişkiye bakıldığında ise, kurumsal yönetim uyum düzeyi ile PD/DD ve Fiyat/Kazanç oranı arasında bir ilişkinin olmadığı ancak kurumsal yönetim düzeyi ile TobinQ oranı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin şartlı kabul edildiği anlaşılmıştır.

Çarıkçı, Kalaycı ve Gök (2009), çalışmalarında kurumsal yönetim süreci ile şirket performansı arasındaki ilişkinin Türkiye'de ne şekilde seyrettiğini araştırmak amacıyla İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi ve İMKB 100 Endeksinin getiri ve getiri değişkenliğini ARCH-GARCH modelleriyle analiz etmişlerdir. Elde edilen test sonuçlarına göre ise, Kurumsal Yönetim Endeksi volatilitésinin İMKB 100 Endeksine göre daha yüksek olduğu ve daha büyük riske sahip olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca salt getiri olarak bakıldığında, Kurumsal Yönetim Endeksinin İMKB 100 Endeksine göre daha büyük negatif getiriye sahip olduğu görülmüştür. Bu bağlamda, işletmelerin Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum göstermesine bağlı olarak performanslarında bir değişikliğin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Karamustafa, Varıcı ve Er (2009), yaptıkları çalışmalarında 2008 yılı itibari ile hesaplanmaya başlanan Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan firmaların endeks öncesi ve sonrası performans durumlarında bir değişim olup olmadığını analiz

etmişlerdir. Analizde söz konusu firmaların endekse girmeden önceki 5 çeyrek dönem ile endekse girdikten sonraki 2 çeyrek dönemde sergiledikleri performans dereceleri sekiz ayrı oran ile hesaplanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre ise, aktif devir hızının, aktif karlılığının ve öz sermaye karlılığının endeks öncesi ve sonrası açısından anlamlı farklılaşma gösteren oranlar olduğu anlaşılmıştır.

Kocağa (2010), çalışmasında 2001 ve 2008 krizlerini göz önünde bulundurarak, BİST-100'de işlem gören reel sektör firmalarının mülkiyet yapıları ile işletmelerin performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre, dolaşımdaki pay senedi ile şirket performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Buna karşın, birinci büyük ortağın payı ile şirket performansı arasında anlamsız bir ilişki bulunmuştur.

Dündar (2010), çalışmasında kurumsal yönetim anlayışı ile profesyonelleşme kavramlarının şirket performansına olan etkilerini ortaya çıkarmıştır. Çalışma sonuçlarına göre, kurumsal yönetim ve profesyonelleşme düzeyi arttıkça işletmelerin performans oranları da artmaktadır.

Dağlı, Ayaydın ve Eyüpoğlu (2010), çalışmalarında 2007 Eylül-2009 Kasım dönemini ele alarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ni risk-getiri açısından analiz etmişlerdir. Analizde Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütleri kullanılmıştır. Böylece çalışma kapsamındaki endekslerin ele alınan dönem itibarıyla performans düzeyleri ortaya çıkarılmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim endeksine girmenin yatırımcılara ek bir gelir sağlamadığı anlaşılmıştır.

Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2010), çalışmalarında bazı finansal göstergeler yardımıyla endeks kapsamındaki imalat

şirketleri ile Sınai endeksinde işlem gören endeks dışı şirketler arasında anlamlı bir fark olup olmadığına bakmışlardır. Araştırmanın sonuçlarına göre, kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmelerin daha fazla yabancı kaynağa yöneldikleri ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda endeks kapsamındaki işletmelere ait özkaynak devir hızının endeks dışındaki işletmelere göre daha yüksek olduğu anlaşılmıştır.

Demirci (2010), çalışmasında İstanbul ilindeki KOBİ'lerin kurumsal yönetimi ne derece uyguladıklarını ve kurumsal yönetim uygulamalarının işletme kararlarında ne derece bir etkiye sahip olduğunu araştırmıştır. Anket uygulamasının yapıldığı çalışmada, işletmelerin büyük bir oranı kurumsal yönetim uygulamalarını uyguladıklarını belirtmiştir. Aynı zamanda kurumsal yönetim uygulamalarını daha çok benimseyen şirketlerin daha çok karının arttığı çıkan analiz sonuçlarından anlaşılmıştır.

Çonkar, Elitaş ve Atar (2011), 2007 ve 2008 yıllarında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören firmaların performanslarını Çok Özellikli Karar Verme Yöntemleri'nden biri olan TOPSİS yöntemi ile analiz etmiştir. Analizde söz konusu şirketlerin mali tablolarından elde edilen veriler kullanılmış ve finansal gösterge olarak seçilen finansal oranlar 2007 ve 2008 yılları için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Elde edilen analiz sonuçları anılan firmaların o yıllara ait derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kurumsal yönetim notu ile karşılaştırılarak derecelendirilmiştir. Dolayısıyla çalışmada, puanlamada ve kurumsal yönetim sıralamasında son sıralarda olan işletmeler olumlu ya da olumsuz şekilde nitelendirilmemiştir.

Şengür ve Püskül (2011), 2009 yılında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören 24 adet firmanın verileri ile işletme performanslarını analiz etmişlerdir. Çalışma, yönetim

kurulu yapısı ile işletme performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesi amacına dayanmaktadır. Bazı finansal göstergeler yardımıyla yapılan analiz sonuçlarına göre, denetim komitesi ve kurumsal yönetim komitesi şeklinde iki komiteye sahip olan işletmelerin hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.

Dalğar ve Pekin (2011), işletmelerin finansal tablolarındaki manipülasyon riski ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Analizde, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan firmalar finansal tablo manipülasyonu tahmin modelleri ile analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, firmalarda kurumsal yönetim yapısının güçlü olması, finansal tablolarda manipülasyon riskini azalttığı görülmüştür.

Dalğar ve Çelik (2011), kurumsal yönetim anlayışının işletmenin finansal yapısını nasıl etkilediği üzerine bir çalışma yapmışlardır. Çalışmada, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmeler ele alınmış ve söz konusu işletmelerin endekse alınmadan (2006) ve endekse alındıktan sonraki (2009) dönemlerde finansal oranları aynı sektördeki ortalamalar ile karşılaştırılmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre ise, faaliyet ve karlılık oranlarının endekse girildikten sonraki dönemlerde aynı sektördeki ortalamalara göre daha iyi bir performansa sahip olduğu görülmüştür.

Kılıç (2011), çalışmasında şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olmasıyla hisse senedi fiyatlarının bu durumdan ne yönde etkilendiğini ortaya koymuştur. Çalışmada, 28 şirket ele alınmış ve söz konusu şirketlerin endekse dahil olduklarını açıkladıkları tarihten itibaren 5 günlük süreçte sağladıkları anormal getiriler CAPM modeli kullanılarak tahmin edilmeye

çalışılmıştır. Elde edilen analiz sonuçlarına göre ise, Türkiye'de Kurumsal Yönetim anlayışına sahip olan işletmelerin yalnızca %60'nın ilk bir kaç gün yatırımcısına pozitif getiri sağladığı ve bu bir kaç günden sonra pozitif etkinin giderek azaldığı anlaşılmıştır. Bu bağlamda, yatırımcıların kurumsal yönetim anlayışına sahip şirketlere ayrı bir önem göstermediği sonucuna varılmıştır.

Ersoy, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu (2011), çalışmalarında kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi Panel Lojistik Regresyon Modelleri (PLRM) yardımıyla analiz etmişlerdir. 1998-2007 döneminin alındığı çalışmada, İMKB-100 endeksinde yer alan 51 firma test edilmiştir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu üyesi veya yönetim kurulu başkanı olmaması durumu, yönetim kurulu üye sayısının büyüklüğü ve sahiplik yoğunlaşmasının Tobin-q değerini arttırdığı anlaşılmıştır. Bunun yanı sıra, Tobin-q'nun firma performansını artırırken, hisse senedi getirilerini azalttığı belirlenmiştir. Ayrıca, firmalarda denetim komitesinin varlığının işletme performanslarını artıracak düşüncesi olumsuz olarak sonuçlanmıştır.

Kayağil (2012), çalışmasında BİST'te faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim düzeylerinin belirleyicilerini araştırmıştır. Aynı zamanda, çalışmada, kurumsal yönetim düzeyi ile firma performansı ve yabancı yatırımcı ilişkileri analiz edilmiştir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim düzeyinin belirleyicileri olarak, şirketin piyasa değeri ve bu yolla firma büyüklüğü olduğu anlaşılmıştır. İşletmelerdeki kurumsal yönetim düzeyinin hem muhasebe performansını hem de piyasa performansını artırdığı görülmüştür.

Çoşkun ve Sayılır (2012), çalışmalarında firma değeri ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi araştırmışlar ve kurumsal yönetimin işletme karlılığında bir etkisinin olup olmadığını

incelemişlerdir. Elde edilen analiz sonuçlarına göre, kurumsal yönetim ile Tobin-q değeri arasında anlamlı bir ilişki saptanmamıştır. Bunun yanı sıra şirket karlılığı ile kurumsal yönetim arasında da bir ilişki bulunmamıştır. Dolayısıyla bu çalışmaya göre, iyi bir kurumsal yönetimin iyi bir firma performansı ya da karlılığı anlamına gelmediği olduğu anlaşılmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkeler ve Türkiye şeklinde ayrılan literatür taramasına göre, kimi çalışmalar kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına olumlu etkileri olduğunu ortaya çıkarmışken, kimi çalışmalar böyle bir etkinin olmadığını vurgulamıştır.

Özellikle gelişmiş ve gelişmekte olan dünya ülkelerinde kurumsal yönetim ile firma performansı arasında olumlu bir ilişkinin varlığı söz konusu iken, Türkiye'deki bazı çalışmalarda ilişki pozitif yönlü iken bazı çalışmalarda ilişkinin olmadığı görülmektedir. Ülkemizde bazı kurumsal yönetim unsurlarının ele alındığı çalışmalarda firma performansı ile kurumsal yönetim arasında olumlu sonuçlar söz konusu iken, bazı çalışmalarda ilişkinin olmadığı yapılan literatür aktarmasından anlaşılmaktadır.

Kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başlamasından önceki dönemleri kapsayan çalışmalarda her bir çalışma kendi endeksini oluşturmuş ve buna bağlı olarak ilişki incelenmiştir. Bu söz konusu endekslerin oluşturulduğu çalışmalarda pozitif yönlü bir ilişkinin varlığından söz edilmektedir. Aynı zamanda, anket yönteminin uygulandığı çalışmalarda da, söz konusu ilişkinin pozitif yönlü olduğu anlaşılmaktadır. Buna karşın, 2007 yılından itibaren Borsa İstanbul'un oluşturduğu endeksin baz alındığı çalışmalarda ilişkinin daha düşük seviyelerde ya da hiç olmadığı

görülmektedir. Bu şu demektir ki, firmaların kurumsal yönetim endeksinde dahil olması, performans üzerinde bir etki yaratmamaktadır. Endekse dahil olmanın uzun dönemde bir getiri sağlamadığı anlaşılmaktadır. Bunun Türkiye açısından birçok sebebi olabilmektedir. Bunlardan biri, kurumsal yönetim endeksinin oluşturulması genel itibarıyla yatırımcılar ve şirket üzerinde herhangi bir olumlu etki yaratmamaktadır. Buna bağlı olarak, yatırımcılar ve şirket bazında farkındalığın ve algının daha yüksek seviyelere çıkarılması, kurumsal yönetim ile firma performansı arasında bir ilişkinin olabileceğini gösterebilmektedir. Aynı zamanda Türk şirketlerinin daha çok uluslararası muhasebe ve denetim standartlarına uyum sağlamasının da bu ilişkinin yönünü değiştirebileceği düşünülmektedir.

4.2. Araştırmanın Amacı

Genel itibarıyla işletmelerin idare ve kontrol edilmesindeki gelenekler, politikalar, süreçler, kanunlar ve kurallardan oluşan kurumsal yönetim, bunun yanı sıra yönetilen kurumun amaçlarını ve paydaşlar arasındaki ilişkileri kapsamaktadır (Alacaklıoğlu, 2009: 47). İşletmelerde yönetsel ve finansal muhasebeleştirmeye yönelik meydana gelebilecek kötüye kullanım ve bazı olumsuz durumlar, bireysel yatırımcıların tasarruflarını ve mali güvencelerini riske atabilmektedir. Bu düzende bireylerin korunabilmesi için en önemli ve gerekli olan yapılanma kurumsal yönetimdir (Kayacan, 2006: Giriş). Özellikle Parmalat (İtalya), Yanguangxia (Çin), Enron, Worldcom (ABD) ve Ahold (Hollanda) gibi skandallar dünyada kurumsal yönetim anlayışının önemini daha fazla artırmıştır (Darman, 2005: 1).

Anılan skandallar nedeniyle kurumsal yönetim ile ilgili olan çalışmaların sayısı da artmıştır. Özellikle işletmelerin performanslarında pozitif etki yaratan kurumsal yönetim, bu

etkiyi yatırımcıların ilgisini çekmekle ve hisse senetlerinin değerini artırmakla sağlamaktadır (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009: 101). Dolayısıyla işletmelerde kurumsal yönetim faaliyetlerinin iyi bir şekilde uygulanması şirketin piyasa değerinin artması anlamına gelmektedir (Sakarya, Kutukız ve Ülker, 2012: 231-252).

Hem dünyada hem de Türkiye’de yapılan çalışmalarda kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişki çok sık çalışılan konulardan biri olmuştur. Özellikle de 2002 Enron skandalı sonrası gelişmeler ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum zorunluluğu getiren düzenlemeler, araştırmacıların oldukça dikkatini çekmiştir. Yapılan çalışmalar incelendiğinde, bazı çalışmalarda firma performansı ile firmanın kurumsal yönetim derecesi arasında pozitif ilişki tespit edilmiş olmasına karşın, bazı çalışmalarda da firma performansının kurumsal yönetim derecesi ile ilişkili olmadığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Literatürde incelenen çalışmaların bir kısmının kurumsal yönetim ilkelerinin 4 bölümünden biri olan yönetimin kurulunun ve komitelerinin yapısıyla ilgili olduğu görülmüştür. Bu çalışmalarda yönetim kurulu ve komitelerinin yapısının firma performansı üzerinde etkisi olduğunu gösteren çalışmalara rastlandığı gibi ilişki tespit edilemeyen çalışmalara da rastlanmıştır.

Araştırmalarda yaşanan bu farklı görüşler, bu çalışmanın yapılmasındaki temel çıkış noktası olmuştur. Bu çalışmanın temel amacı firma performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren şirketler açısından ortaya koymaktır. Bu kapsamda bir çok çalışmada kullanıldığı gibi öz sermaye karlılığı (ROE), performansı gösteren bağımlı değişken olarak analize dahil edilmiştir. Öz sermaye karlılığı muhasebe temelli bir performans ölçüsü olduğu için piyasa temelli bir

performans ölçüsü olan piyasa değeri/defter değeri oranı da analize bağımlı değişken olarak eklenmiştir. Böylelikle kurumsal yönetim endeksine dahil olan ve olmayan firmalar arasında finansal performans açısından bir farklılık olup olmadığı araştırılmıştır.

Çalışma aynı zamanda yönetim kurulunun ve komitelerin yapısının firma performansı üzerinde bir etkisinin olup olmadığını da incelemektedir. Bu kapsamda finansal performans ile aşağıdaki değişkenler arasındaki ilişkilerin araştırılması amaçlanmaktadır:

- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı,
- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı,
- Denetim komitesi üye sayısı,
- Denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve
- Riskin erken saptanması komitesi üye sayısı.

Çalışmada aynı zamanda iki kontrol değişkenin etkileri araştırılmak istenmiştir. Bu etkiler, finansal performans ile firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç derecesi arasında ilişkin var olup olmadığıdır.

Kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişki ortaya koyulduktan sonra, son zamanlarda araştırmacıların oldukça dikkatini çeken bir konu ise, kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmelerin, derecelendirme firmalardan aldığı notların hangi faktörlere bağlı olduğunun araştırılmasıdır. Analizin bu bölümünde kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmelerde, temel olarak performans göstergelerinin bir etkisi olup olmadığı araştırılmaktadır. Yani performansı yüksek olan firmalarla düşük olan firmalar arasında kurumsal yönetim notu açısından bir farklılığın oluşup oluşmadığı belirlenmektedir. Bu

kapsamda kurumsal yönetim notunun bağımlı değişken olarak dahil edildiği analizde, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç derecesi kontrol değişkeni olarak kullanılmış ve aşağıdaki bağımsız değişkenlerin kurumsal yönetim notu üzerinde etkisi araştırılmaya çalışılmıştır:

- Öz sermaye karlılığı (ROE),
- Piyasa Değeri/Defter Değeri,
- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı,
- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı,
- Denetim komitesi üye sayısı,
- Denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve
- Riskin erken saptanması komitesi üye sayısı.

Böylelikle bu çalışmayla, Türkiye’de faaliyet gösteren BİST 100 şirketlerinin kurumsal yönetim endeksine dahil olup olmamalarının finansal performanslarına etkisi ve kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmelerin ise aldığı notları etkileyen unsurların neler oldukları farklı analizler kullanılarak ayrıntılı bir şekilde araştırılmıştır.

4.3. Araştırmanın Kapsamı

Bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren ve BİST 100’de (Borsa İstanbul) yer alan firmalar 2007-2013 yılları kapsamında ele alınmıştır. Bu kapsamda BİST 100 endeksinde söz konusu dönemde sürekli işlem gören 50 şirket tespit edilmiştir. Araştırmanın 7 yıllık dönemi kapsamı ve 50 şirketi içermesi 350 adet gözlem sayısı elde edilmesini sağlamıştır. Veriler yıllık bazda kullanılmış ve şirketlerin faaliyet raporlarından ve yıl sonu mali raporlarından elde edilmiştir. Çalışma kapsamında sektörel bir ayırım yapılmamış olup, oluşturulan veri seti dengeli bir veri seti

olup (balanced) gözlemlenmeyen bir veri (missing data) sorunuyla karşılaşmamıştır. Araştırmaya dahil edilen şirketler aşağıdaki Tablo 4.1’de gösterildiği gibidir:

Tablo 4.1. Çalışma Kapsamındaki Şirketler, Kodları ve Yıllar

	ŞİRKETLER	KODLAR	YILLAR
1	Akbank	AKBNK	2007-2013
2	Ak Enerji	AKENR	2007-2013
3	Aksa	AKSA	2007-2013
4	Alarko Holding	ALARK	2007-2013
5	Anadolu Efes	AEFES	2007-2013
6	Arçelik	ARCLK	2007-2013
7	Aselsan	ASELS	2007-2013
8	Asya Katılım Bankası	ASYAB	2007-2013
9	Aygaz	AYGAZ	2007-2013
10	Bagfaş	BAGFS	2007-2013
11	Doğan Holding	DOHOL	2007-2013
12	Doğan Yayın Holding	DYHOL	2007-2013
13	Doğuş Otomatik	DOAS	2007-2013
14	Eczacıbaşı İlaç	ECILC	2007-2013
15	Eczacıbaşı Yatırım Holding	ECZYT	2007-2013
16	Enka İnşaat	ENKAI	2007-2013
17	Ereğli Demir Çelik	EREGL	2007-2013
18	Ford Otosan	FROTO	2007-2013
19	Garanti Bankası	GARAN	2007-2013
20	Global Yatırım Holding	GLYHO	2007-2013
21	GSD Holding	GSDHO	2007-2013
22	T. Halk Bankası	HALKB	2007-2013
23	Hürriyet Gazetesi	HURGZ	2007-2013
24	İhlas Holding	IHLAS	2007-2013
25	İş Bankası (A-B-C)	ISATR-ISBTR-ISCTR	2007-2013
26	İş GMYO	ISGYO	2007-2013

27	Kardemir (A-B-C)	KRDMA-KRDMB-KRDMD	2007-2013
28	Karsan Otomatik	KARSN	2007-2013
29	Koç Holding	KCHOL	2007-2013
30	Migros Ticaret	MGROS	2007-2013
31	Net Turizm	NTTUR	2007-2013
32	Net Holding	NTHOL	2007-2013
33	Otokar	OTKAR	2007-2013
34	Park Elektrik Madencilik	PRKTE	2007-2013
35	Petkim	PETKM	2007-2013
35	Petkim	PETKM	2007-2013
36	Petrol Ofisi (OMV Petrol)	PTOFS	2007-2013
37	Sabancı Holding	SAHOL	2007-2013
38	SASA	SASA	2007-2013
39	Şekerbank	SKBNK	2007-2013
40	Şişe Cam	SISE	2007-2013
41	Tav Havalimanları	TAVHL	2007-2013
42	Tofaş Oto Fabrikası	TOASO	2007-2013
43	Trakya Cam	TRKCM	2007-2013
44	TSKB	TSKB	2007-2013
45	Tüpraş	TUPRS	2007-2013
46	Turkcell	TCELL	2007-2013
47	Türk Hava Yolları	THYAO	2007-2013
48	Ülker Bisküvi	ULKER	2007-2013
49	Vakıflar Bankası	VAKBN	2007-2013
50	Yapı Kredi Bankası	YKBNK	2007-2013

Araştırmada, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyip benimsemediklerini ölçmek için SPK'nın en son 2014'de yayınlamış olduğu kurumsal yönetim ilkeleri tebliği baz alınmıştır. Bu tebliğde kurumsal yönetim ilkeleri tek tek açıklanmıştır. Kurulun yayınlamış olduğu bildiriye göre, SPK'ya

kayıtlı olan anonim şirketler söz konusu ilkelere uymakla yükümlüdür.

SPK'nın 2014'de yayınlamış olduğu tebliğe göre, yönetim kurulu bünyesinde oluşturması zorunlu komiteler; denetimden sorumlu komite, kurumsal yönetim komitesi, aday gösterme komitesi, riskin erken saptanması komitesi ve ücret komitesi şeklindedir. Çalışma kapsamında, literatür çalışmalarında da sıklıkla etkisi araştırılan komiteler olan ve SPK'nın yayınlamış olduğu 2014 yılı tebliğine göre oluşturulması zorunlu komiteler arasında gösterilen denetimden sorumlu komite, kurumsal yönetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesinin yapılarının firma performansına olan etkileri araştırılmıştır.

4.4. Araştırmanın Değişkenleri ve Özellikleri

Çalışmaya dahil edilen tüm değişkenler ayırım yapılmaksızın aşağıda gösterildiği gibidir. Çalışmaya dahil edilen değişkenler analizin yapılış amacına göre değiştiği için değişkenlerin bağımlı, bağımsız ya da kontrol değişken olarak ayırımı burada yapılmamış olup, her bir analiz için ayrı ayrı model girdi değişkenleri ifade edilecektir.

ROE (Öz kaynak karlılığı) : Bu oran işletmenin sahipleri veya ortaklarının koydukları sermayenin bir birimine isabet eden kar oranını ifade etmektedir. Bu demektir ki bu oran, işletme sahiplerinin koydukları sermayenin ne kadar kar getirebileceğini ortaya koymaktadır (Bayrakdaroğlu ve Ege, 2009: 91).

$$\text{Öz Sermaye Karlılığı} = \frac{\text{Vergiden Sonraki Net Kâr}}{\text{Ortalama Özsermaye}}$$

Karlılığın belirleyicilerinden biri olan ROE, bir çok çalışmada da kullanılan bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. Eken (1997), Abreu ve Mendes (2002), Kaya (2002), Tunay ve Silpar (2006) çalışmalarında özkaynağa göre getiri oranını şirket performansının ölçülmesinde değişken olarak kullanmışlardır (Eken, 1997; Abreu and Mendes, 2002; Kaya, 2002; Tunay ve Silpar, 2006). 2011 yılında ise, Doğru (2011) karlılığın belirleyicileri analizi: teori ve orta ölçekli bir banka uygulaması adlı çalışmasında ROE'nin karlılığın belirleyicisi olan bir ölçüt olduğuna dikkat çekmiştir (Doğru, 2011).

Finansal Kaldıraç Oranı (Toplam Borç/Toplam Aktif):

Finansal kaldıraç oranı firmanın uzun vadeli ödeme gücünü gösteren orandır (www.abahe.co.uk). Borç oranında şirketin genel olarak finansal kaldıraç ile ilgili fikir elde edebilmek için şirketin toplam borçları ve toplam varlıkları karşılaştırılmaktadır. Bu oranın düşük çıkması, şirketin finansal anlamda dışarıya daha az bağımlı olduğunu göstermektedir. Yüksek çıkması ise, şirketin finansal anlamda daha çok risk almış olduğunu ifade etmektedir (www.investopedia.com). Bu bağlamda, işletmelerin riski ile ilgili olan borç oranı, çalışmamızda işletmenin riskini gösteren bir oran olması açısından değişken olarak kullanılmıştır.

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Toplam Aktifler}}$$

Firma Büyüklüğü (Aktif Büyüklük) (log): Genel itibarıyla büyük olan ve büyüme potansiyeline sahip olan işletmelerin daha fazla kurumsal yönetim uygulamalarına ihtiyacı olduğu düşünülmektedir. Hutchinson ve Gul (2003) yaptıkları çalışmada firma performansını değerlendirirken firmanın dış çevre bağlamında ele alınması gerektiğini belirtmişler ve büyüme fırsatı olan işletmelerin performanslarını artırmak için daha çok iç

kontrole ihtiyaç duyduğu görülmektedir. Bu bağlamda, çalışmada firma büyüklüğü kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır (Hutchinson ve Gul, 2003). Firma büyüklüğünü ifade eden aktif büyüklüğün logaritması alınmıştır.

Piyasa Değeri - Defter Değeri: İşletmelerde piyasa değeri denildiğinde, hisse senedinin o andaki piyasa fiyatı ile toplam hisse sayısının çarpımıyla bulunan değerdir. Defter değeri ise, işletmenin toplam varlıklarından toplam borçların çıkarılmasıyla elde edilen bir değer olarak karşımıza çıkmaktadır (Öztürk, 2010: 58). PD/DD oranı, hisse senedinin olması gereken değerinin belirlenmesi amacıyla hesaplanmaktadır. Bu değer yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Bunun sebebi, firmanın piyasa değerinin bilançodaki değere göre karşılaştırılması ve hisse senedi fiyatının aşırı değerlendirildiği ya da ucuz kaldığı durumun belirlenmesidir (Ercan ve Ban, 2008: 125).

Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olup Olmama Durumu:

Borsa İstanbul'da Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), payları Borsa İstanbul pazarında (Gözetli Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören şirketlerin dahil olduğu ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notunun 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi durumudur (www.borsaistanbul.com). Araştırmaya katılan işletmelerin her bir yıl için kurumsal yönetim endeksine dahil olup olmadıkları saptanmış ve dahil olan işletmeler 1 değeri ile ifade edilirken, diğerleri 0 rakamı ile belirtilmiştir.

Kurumsal Derecelendirme Notu: Yönetim kurullarının genel kredibilitesini, kamuyu aydınlatma faaliyetlerini, kurumların hissedar haklarına verdikleri önemi ve menfaat sahipleri ile ilişkileri ile ilgili bilgi sunan kurumsal yönetim derecelendirme notu, 1 ile 10 değerleri arasında ifade

edilmektedir (www.saharating.com). Kurumsal derecelendirme notu ile işletmelerin kurumsal yönetim prensiplerine ne derece uydukları anlaşılabilir. Çalışmada, araştırmaya katılan işletmelerin bazıları kurumsal yönetim endeksine dahildir. Dahil olan işletmelerin notları söz konusu her yıl için değerlendirmeye alınmıştır. Kurumsal derecelendirme notu veren işletmeler çalışmanın teori kısmında ayrıntılı bir biçimde incelenmiştir.

Denetim Komitesi: SPK'nın 2014'de yayınlamış olduğu tebliğe göre her anonim şirket denetim komitesi oluşturmak zorundadır. Bu komitenin amacı yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları daha iyi bir şekilde yerine getirmesidir. Ayrıca bu komitedeki tüm üyeler bağımsız yönetim kurulundan seçilmek zorundadır ve komitenin çalışma esasları, hangi üyelere oluşacağı ve çalışma alanı yönetim kurulu tarafından saptanmaktadır (SPK-Tebliğ, 2014).

- **Denetim Komitesindeki Üye Sayısı**

Çalışmada denetim komitesi ile ilgili diğer bir değişken denetim komitesindeki üye sayısıdır. Araştırmaya katılan şirketlerin denetim komitesi üye sayıları belirlenmiştir.

- **Denetim Komitesindeki Bağımsız Üye sayısı**

Üye sayılarına istinaden işletmelerin denetim komitesinin sahip olduğu bağımsız üye sayısı da denetim komitesinin işlerliği açısından oldukça önemlidir. Dolayısıyla araştırmaya katılan işletmelerin sahip oldukları denetim komitesindeki bağımsız üye sayılarına bakılmış ve verilerde rakamlarla ifade edilmiştir. SPK'nın 2011'de yayınlamış olduğu tebliğe göre, denetim komitesinin tüm üyeleri bağımsız yönetim kurulu üyesi olmak zorundadır (SPK-Tebliğ, 2011):

Kurumsal Yönetim Komitesi:

Kurumsal yönetim komitesi işletmelerde kurumsal yönetim uygulamalarının devam edip etmediğinin kontrolü açısından oldukça önem arz eden bir komitedir. SPK'nın 2014'de yayınladığı tebliğe göre her anonim şirket kurumsal yönetim komitesini oluşturmak zorundadır. Komitenin sadece başkanının bağımsız üye olma şartı vardır (SPK-Tebliğ, 2014).

- **Kurumsal Yönetim Komitesindeki Üye Sayısı**

Uygulamaya katılan işletmelerden kurumsal yönetim komitesi üye sayısına bakılmış ve üye sayısı her bir işletme ve yıl için belirlenmiştir.

- **Kurumsal Yönetim Komitesindeki Bağımsız Üye Sayısı**

Araştırmaya dahil olan işletmelerin kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısına bakılmış ve her bir yıl ve işletme için üye sayısı verilerde ifade edilmiştir.

Riskin Erken Saptanması Komitesi

2014 SPK tebliğine göre, işletmelerin riskin erken saptanması komitesini oluşturmaları diğer anılan komiteler gibi zorunludur. İşletmeyle ilgili oluşabilecek risklerin öngörülebilmesi ve erken müdahale edilmesi açısından oldukça önem arz eden bu komite, riskin yönetilmesi açısından da dikkat çekmektedir (SPK-Tebliğ, 2014).

- **Riskin Erken Saptanması Komitesi Üye Sayısı**

Çalışmadaki her bir firmanın riskin erken saptanması komitesi üye sayısı, faaliyet raporlarından saptanmış ve rakamlar analizde her bir yıl ve işletme için kullanılmıştır.

4.5. Araştırmanın Hipotezleri

Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde firmaların performans düzeyleri ile kurumsal yönetim endeksine dahil olup olmamaları arasında farklı sonuçların çıktığı gözlemlenmektedir. Özellikle gelişmiş ülkelerde yapılan çalışmalarda kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın firma performansı üzerinde pozitif etki yarattığı saptanmıştır. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalarda da bu ilişkinin var olduğu ancak gelişmiş ülkelerdeki kadar olmadığı görülmektedir. Bu durumun arkasında yatan birçok faktör dikkate alındığında çıkan sonuçları anlamak zor olmamaktadır.

Kurumsal yönetim endeksi ile finansal performans arasındaki ilişkilerin incelenmesi son yıllarda hem dünyadaki hem de Türkiye'deki çalışmalarda yer almaktadır. Bazı çalışmalar endeks getirisini, endeks getirisinin BİST 100 getirisinden ayrışmasını incelerken, diğer birçok çalışmada ise finansal performans göstergeleri ile kurumsal yönetim endeksi arasındaki ilişkileri tek yıllık verilerle tespit edilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmada üzerinde durulan temel konu kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın firma performansına bir etkisi olup olmadığının incelenmesidir. Yani kurumsal yönetim endeksine dahil olma durumunun firmaların performans sonuçlarına yansıyor yansımadığının tespit edilmesidir. Bu kapsamda öncelikle firma performans ölçütleri ile kurumsal yönetim endeksine dahil olma arasındaki ilişkiler incelenmektedir. Birinci alternatif hipotez aşağıda belirtildiği gibidir:

H₁: Kurumsal yönetim endeksine dahil olma firma finansal performansını (muhasabe temelli performansı ve piyasa temelli performansı) etkilemektedir.

Çalışmada aynı zamanda yönetim kurulu yapısının firma performansı üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığı da incelenmektedir. Aşağıdaki bölümde belirtilecek olan kurumsal yönetim kurulu unsurlarından olan komitelerin yapısı ayrı ayrı firma performansı üzerinde etkisi araştırılmıştır. İlgili alternatif hipotez aşağıda belirtildiği gibidir:

H₂: Firmaların yönetim kurullarının yapısı (ilgili unsurlar) firma performansını (muhasabe temelli performansı ve piyasa temelli performansı) etkilemektedir.

Çalışmayı diğer birçok çalışmadan ayıran temel unsurlardan biri olarak kurumsal yönetim notu üzerinde etkili olan unsurların tespitidir. Özellikle kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmalarda, finansal performans düzeyleri ile kurumsal yönetim notları arasında bir ilişkinin var olup olmadığı sorusuna cevap aranmaktadır. Ayrıca, kurumsal yönetim komitelerindeki üye sayılarının ve bağımsız üye sayılarının kurumsal yönetim notu üzerinde rakamsal bir etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Bu kapsamda tobit regresyon analiz bulguları bölümünde ayrıntılı bir şekilde belirtilen bağımsız ve kontrol değişkenlerin firmaların kurumsal yönetim notu üzerinde bir etkisinin olup olmadığını araştıran 3. ana hipotez aşağıda belirtildiği gibidir:

H₃: İlgili bağımsız ve kontrol değişkenlerin kurumsal yönetim notu üzerinde etkisi vardır.

4.6. Araştırmanın Yöntemleri

Çalışmada ilk önce literatürde sıklıkla kullanılan panel veri analizinden yararlanılmıştır. Panel veri analizinde elde edilen sonuçların tutarlılığını test etmek için, eğilim skorları eşleştirme modeli uygulanarak, benzer sonuçlara ulaşıp ulaşılamayacağı araştırılmıştır. Eğilim skoru eşleştirme modeliyle etkisini

araştırdığımız değişken ile oluşturulan kontrol grubu arasındaki farklılıklar incelenmektedir. Çalışmada kullanılan 3. yöntemse bağımlı değişkenin sınırlı olduğu durumlarda kullanılan Tobit regresyon analizidir. Her üç yöntemin teorik gelişimi aşağıda ayrıntılı bir şekilde anlatılmaktadır.

Araştırmada elde edilen veriler STATA Veri Analizi ve İstatistik Yazılımında analize tabi tutulmuştur.

4.6.1. Panel Veri Analizi

Panel veri analizi sosyal bilimlerde çok sıklıkla kullanılan analizlerden bir tanesidir. Panel veri aynı zamanda da havuzlanmış kesitsel zaman serisi olarak da bilinmektedir. Panel veri hem kesit verisi modellerine hem de zaman serisi modellerine kıyasla birçok avantajı barındırmaktadır (Frees, 2004). Bu avantajlardan biri olarak daha az zaman serisi verisiyle daha doğru sonuca ulaşma beklentisidir ve aşağıda açıklanmaktadır.

Panel veri birçok birimin tekrarlanan gözlemlerini kullanmaktadır. Aynı birimden elde edilen gözlemlerin korelasyon taşıma eğiliminde olması beklenmektedir. Bu korelasyonu göstermek için şöyle bir model kurulabilmektedir (Frees, 2004: 7):

$$y_{it} = E_{it} + \epsilon_{it}, \quad t = 1, \dots, T_i, \quad i = 1, \dots, (1)$$

Modeldeki ϵ_{it} cevapların ortalamadan sapan değerlerini vermektedir ve bu sapma dinamik nedenlerden kaynaklanabilmektedir. E_{it} beklenen cevap olmak üzere E sembolü beklenti operatörünü ifade etmektedir. Öngörülse olarak, eğer birimler arasında genel bir dinamik biçim varsa ve bu durum birçok birimde de gözlenmiş durumdaysa, bu biçimin geleneksel zaman serisi modellerinde gerekli olandan daha az

zaman serisi gözlemleriyle tahmin edilebileceği umulmaktadır (Frees, 2004: 7).

Panel veri analizi kesit verilerinin zaman boyutunu da dikkate alan bir veri analizidir. Böylelikle panel veri hem zaman serisini hem de yatay kesit serilerini bir araya getiren bir analiz çeşididir. Panel veri analizi bize zaman serisi ve kesit serisi analizlerine göre daha karmaşık modellerin kurulmasında yardımcı olmasının yanı sıra uygulamada karşılaşılan temel sorunlardan biri olan belli bir etkinin oluşmasında aslında açıklayıcı değişkenle yüksek korelasyonlu değişkenlerin analizden çıkarılmış (gözlemlenmemiş veya yanlış hesaplanmış) olması sorununun çözülmesinde ya da azaltılmasında da yardımcı olmaktadır. Hem zamanlar arası dinamiklerin dikkate alınması hem de birimlerin (şirket, kişi, vb.) etkilerinin inceleniyor olması kayıp ya da gözlemlenmemiş değişkenlerin etkisini azaltmada oldukça önemlidir (Hsiao et al., 2002).

Panel veri hem zaman serileri hem de regresyonun birleşimidir. Regresyondan farklı olarak ölçülen birimlerin zaman boyutunu da dikkate alırken, zaman serilerinden farklı olarak birden çok birime ait gözlemi içermektedir (Frees, 2004: 2). Panel veri birisi kesit serisi boyutu N ve diğeri zaman serisi boyutu T olmak üzere iki boyuttan oluşmaktadır. Panel veri analizi tahminleyicilerinin hesaplanmasının kesit serisi verilerine (N= 1) ve zaman serisi verilerine (T= 1) kıyasla daha karmaşık süreçler olmasını beklenmektedir. Fakat belli durumlarda panel verinin erişilebilirliği hesaplamaları ve yorumlamaları daha kolay hale getirmektedir. Zaman serisi modellerine kıyasla panel veri modelleri bireysel sonuçların elde edilmesinde çok daha doğru sonuçlar elde edilmesini sağlamaktadır. Eğer birimlerin davranışları belli değişkenler için benzer şekilde gerçekleşiyorsa, panel veri diğerlerinin davranışlarını gözlemleyerek birimlerin

davranışlarını daha doğru öğrenilmesini sağlamaktadır. Verilerin havuzlanmasıyla birimlerin davranışlarının daha doğru bir şekilde tanımlanması sağlanmış olmaktadır (Hsiao et al., 2002).

Panel veri i'inci birimin t= 1,..., T_i zaman boyutlarındaki gözlemlerini içermektedir. Bu durum şu şekilde ifade edilebilir (Frees, 2004):

Birinci birim- $\{y_{11}, y_{12}, \dots, y_{1T1}\}$

İkinci birim- $\{y_{21}, y_{22}, \dots, y_{2T2}\}$

n'inci birim- $\{y_{n1}, y_{n2}, \dots, y_{nTn}\}$

Regresyon modelleri aşağıda gösterildiği gibi formüle edilebilir ve yorumlanabilir (Greene, 2012:385-387):

$$\begin{aligned} y_{it} &= x'_{it}\beta + z'_i\alpha + \varepsilon_{it} \quad (2) \\ &= x'_{it}\beta + c_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

x_{it} içerisinde K tane tahminleyici olduğunu ve sabit terimin dahil edilmediğini varsayalım. Heterojenlik ya da bireysel etkiler $z'_i\alpha$ olarak ifade edilir ve burada z_i cinsiyet, ırk, mekan gibi gözlenen ya da aileye özgü karakteristikleri, yeteneklerdeki bireysel farklılıklar ya da tercihler gibi gözlemlenemeyen bir sabit terimi ve bireye ya da gruba özgü değişkenler setini ifade etmektedir. Bu modelde z_i her bir birey için gözlemlenirse, bu durumda tüm model normal bir lineer model kabul edilir ve en küçük kareler tekniği uygulanır. Karmaşıklık c_i gözlemlenemediğinde ortaya çıkmaktadır ki birçok modelde bu durumla karşılaşmaktadır. Eğitim ve tecrübenin kazanç üzerindeki etkisi incelendiğinde bireylerin kabiliyetleri kayıp ve gözlemlenmemiş değişken olarak karşımıza çıkacaktır.

Analizin temel amacı kısmi etkilerinin etkin tahmini ve istikrarından ibaret olacaktır,

$$\beta = \partial E[y_{it} | x_{it}] / \partial x_{it} \quad (3)$$

Bu durumun gözlemlenemeyen etkilerle ilgili varsayımlar için mümkün olup olmadığını anlamak için bağımsız değişkenlerin sıkı dışsallık varsayımıyla başlarız,

$$E[\varepsilon_{it} | x_{i1}, x_{i2}, \dots] = 0 \quad (4)$$

Geçmiş, şimdi ve gelecekteki her bir dönemdeki bağımsız değişkenlerle mevcut hataların korelasyon taşımadığını göstermektedir. Modelin en dikkat çekici yönü dışsallıktır. Bu nedenle ortalama bağımsızlık uygun bir varsayım olabilir,

$$E[c_i | x_{i1}, x_{i2}, \dots] = \alpha \quad (5)$$

Eğer kayıp veriler araştırmadaki değişkenlerle korelasyon taşıyorsa, bu kayıp veriler modelin hata teriminde yer alabilir. Ki bu varsayım tesadüfi etkiler modelinin altında yatan varsayımdır.

Aksi takdirde geçerli olacak varsayım şu şekilde formüle edilebilir,

$$E[c_i | x_{i1}, x_{i2}, \dots] = h(x_{i1}, x_{i2}, \dots) \quad (6)$$

$$= h(X_i).$$

Bu modelde oldukça karmaşık ve daha fazla varsayımın sağlanmasını gerektiren bir formülasyondur.

Panel veri analizinde kullanılan temel modeller aşağıdaki olduğu gibidir (Greene, 2012: 387):

Havuzlanmış Regresyon (Pooled Regression) Eğer Z_i sadece tek bir sabit terim içeriyorsa, normal en küçük kareler yöntemi hem sabit terim hem de β eğim vektörü için istikrarlı ve etkin tahminler sağlayabilir.

Sabit etkiler modeli: Eğer Z_i gözlemlenmemişse fakat X_{it} ile korelasyonlu ise, β eğilim vektörünün en küçük kareler tahminleyicisi analizden çıkarılmış değişkenin neticesinde yanlış ve istikrarsız sonuçlar verir.

$$y_{it} = x'_{it}\beta + \alpha + \varepsilon_{it}, \quad (7)$$

Modelde $\alpha_i = z'_i\alpha$ tüm gözlemlenen etkileri somutlaştırır ve tahmin edilebilir şarta bağlı ortalamayı belirtir. Sabit etkiler modeli α_i 'yi regresyon modelinin gruba özgü sabit terimi olarak kabul eder. Buradaki sabit ifadesi C_i ile X_{it} arasındaki korelasyonu ifade eder yoksa C_i 'nin stokastik olmadığını ifade etmemektedir.

Tesadüfi etkiler: Eğer gözlemlenmeyen bireysel dışsallığın, analize dahil edilen değişkenlerle korelasyon taşımadığını varsayarsak, model şu şekilde formüle edilebilir:

$$\begin{aligned} y_{it} &= x'_{it}\beta + E[z'_i\alpha] + \{z'_i\alpha - E[z'_i\alpha]\} + \varepsilon_{it}, \quad (8) \\ &= x'_{it}\beta + \alpha + u_i + \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

Model bileşik hataların istikrarlı fakat etkin olmayabilen bir şekilde en küçük kareler yöntemiyle tahminini ifade etmektedir. u_i gruba özgü tesadüfi elementi simgeler. Tesadüfi ve sabit etkiler modellerinin ayrıştıktıkları temel noktalardan birisi de elementleri

oluşturan gözlemlenemeyen bireysel etkilerin modeldeki tahminleyicilerle korelasyon taşıyıp taşımadığıdır. Yoksa bu etkilerin stokastik olup olmaması değildir. Dolayısıyla tesadüfi etkiler modeli tesadüfi sabit terime sahip bir regresyon modelidir (Greene, 2012).

4.6.2. Eğilim Skoru Eşleştirme

Eşleştirmenin arkasındaki mekanizma şu şekilde açıklanabilir. Standart bir istatistiksel eşleştirme için A ve B olmak üzere iki veri dosyası ve ikisinin de ortak bir Z değişkeninin olduğunu varsayalım. A dosyası aynı zamanda X değişkenlerini içeriyor olsun ve B dosyasında bu değişkenlere ulaşmak mümkün olmasın. B dosyası da Y değişkenlerini içeriyor olsun ve A dosyasında bu değişkenler yer almasın. Çalışma yapan kişinin X, Y, ve Z değişkenlerine aynı anda ihtiyaç duyması durumunda bu verilere tek bir dosyada ulaşma şansı olmadığı için, bu çalışmayı yapacak kişi ilgilenilen değişkenlerin dağılımını olabildiği kadar değiştirmeden bu iki dosyayı birleştirmek zorundadır (Kum and Masterson, 2008:3).

A dosyasının X verilerini içeren alıcı dosyası olsun ve B dosyası da Y verilerini içeren bağışlayan dosyası olsun. Böyle bir durumda, B dosyası içerisinde yer alan Y verilerini alıcı dosyası olan A ile birleştirmek istediğimizde, bu iki dosyayı birleştirmek için benzer değişkenlerin her iki dosyada da yer alması gerekiyor ki buna mesafe fonksiyonu denilmekte ve bu örnekte Z mesafe fonksiyonunu üstlenmektedir. Bu fonksiyon her bir alıcı kayıtları için benzer verici kayıtlarını araştırmak için kullanılır ki buna en yakın komşu eşleştirme denir (Kum and Masterson, 2008:3).

Yöntemin varsayımları oldukça açıktır. X, Y ve Z değişkenleri ortak bir olasılıkla ya da F_{xyz} yoğunluk fonksiyonu ile çok değişkenli tesadüfi örneklerdir. Varsayımsal olarak her iki

dosyadaki veriler de aynı ana küteden bağımsız ve tesadüfi olarak seçilmişlerdir. Bu durumda, bu iki dosyayı birleştirmek ancak Y ve X değişkenlerinden şartlı bağımsız olan Z değişkenleri ile mümkün olmaktadır (Kum and Masterson, 2008:3).

Yoğunluk skoru eşleştirmeleri ortalama işlem (treatment) etkilerinin tahmin edilmesinde kullanılan araştırmaların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır (Abadie and Imbens, 2012). Yöntem Rosenbaum ve Rubin (1983) tarafından geliştirilmiş olup, araştırmacılar eğilim skorlarını şu şekilde tanımlamaktadırlar: Belli bir işlemin gözlenen ortak değişkenlerinin şartlı olasılıkla atamasıdır.

Eşleştirme, potansiyel ve büyük bir kontrol grubundan işlem uygulanmış (treated) gruptaki dağılıma benzer bir şekilde ortak değişkenlerin dağılımını içeren uygun büyüklükte bir kontrol grubu oluşturmaktır. Eşleştirme yapılmasının altında yatan nedenler şu şekilde sıralanabilir (Rosenbaum and Rubin, 1983, 48-49):

- Eşleştirilmiş-işlem uygulanmış grup ve kontrol grubu oluşturmak uygulamada kolaylık sağlamaktadır.
- Modelin altında yatan istatistiksel uyarılma doğru olmuş olsa bile, ortalama işlemin tahmin varyansı, tesadüfi seçilmiş bir örnekleme göre eşleştirme yapılmış bir örnekte daha düşük çıkmaktadır. Çünkü eşleştirme yapılan gruplardaki dağılımlar tesadüfi örneklerdekilere göre daha benzer özellikler taşımaktadırlar. Böylelikle eşleştirme yapılarak örnekleme varyansı daha düşük gerçekleşmektedir.
- Eşleştirilmiş örnekleme model temelli ayarlama tesadüfi olarak seçilmiş örnekleme model temelli ayarlamalara göre daha güçlüdür.

- Sınırlı kaynakla yapılan büyük kontrol ve karışık değişkenler içerisinde, karışık değişkenler çok değişkenli yöntemlerle kontrol edilebilir, fakat sonuç grubundaki küçük örneklem model temelli metotlardan kaynaklanan tüm değişkenlerin kontrolüne izin vermez.

Her bir gözlem ya 0 yani işlem (treatment) almamış ya da 1 yani işlem almış olarak kodlanır. Örneğin, işlem olarak belli bir sosyal programa katılım kabul edilirse bu durumda programa katılmamış olmanın sonuçları 0 (y_0) olarak kodlanırken, programa katılmış olmanın sonuçları 1 (y_1) olarak kodlanır. Böyle bir durumda eğer bir kişi bu programa katılmışsa $D=1$ olarak kodlanırken, katılmamışsa $D=0$ olarak kodlanmış olsun. Bu durumda işlemden kaynaklanan kazanç $\Delta = y_1 - y_0$ olarak gerçekleşmiş olur. Bu durumda her bir gözlem için kazancın ne kadar olduğunu bilmemiz mümkün değildir. Çünkü $Y = DY_1 + (1 - D)Y_0$ olarak gerçekleşmiş olur. Bu durum bize temel olarak kayıp veri probleminin bireysel olarak çözülemeyeceğini fakat ana kütle seviyesinde çözülebileceğini göstermektedir (Heckman et al. 1998:264).

İstatistiksel eşleştirme verilerde bireysel eşleştirmenin mümkün olmadığı durumlarda iki ayrı veri setini eşleştirmeye dayanan verilerdeki bağlantıları bulmaya yarayan bir sistemdir. Kullanılan eşleştirme tekniği iki ayrı veri setini yeni bir sentetik veri seti yaratmak için kullanılmasını ve benzer verilerin belirlenmesi suretiyle daha esnek analizler yapılmasına olanak tanımaktadır. Özellikle, değişkenler arasındaki benzerliklerin birlikte gözlenemediği durumlar karşısında bu tarz sentetik veri setleri oluşturmak bu metodun kullanılmasındaki temel motivasyondur (Kum and Masterson, 2008:1).

Eşleştirme, tahmin edilen işlemin etkisini hesaplarken hangi ağırlıkların karşılaştırılacak birimler için geçerli olduğunu belirlemeye çalışan bir yöntemdir.

Eğilim skorları lojit ya da probit regresyon modelleriyle tahmin edilebilmektedir. Her iki regresyon modelindeki sonuçlar birbirine çok benzer olduğundan dolayı bu iki modelden herhangi biri seçilebilir. Probit regresyon modeline göre formülasyon aşağıdaki gibidir (Meydan, 2014):

$$P(T_i = 1) = \Phi(\beta_i X_i) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 * X_1 + \dots + \beta_n * X_n), (9)$$

Modelde P değeri işlem uygulanma ya da uygulanmama olasılık değerini, T kategorik değişkeni ve $X_{1,2,\dots,n}$ bağımsız değişkenleri göstermektedir.

4.6.3. Tobit Regresyon Analizi

Tobit modeller aynı zamanda, sansürlü regresyon modeller olarak bilinmektedir. Tobit modeller genellikle bağımlı değişkenin ya sağdan ya da soldan sansürlü olduğu durumlar için kullanılan lineer ilişkileri ölçmede kullanılan bir analizdir. Burada sağ ya da sol sansürlü ifadesi belli bir alt ve üst limit olduğu durumları göstermektedir. Örneğin bir sınavda en düşük puanın 0 en yüksek puanın 100 olması bu duruma örnek verilebilir. Sınavdaki öğrenciler minimum 0 alabilirken maksimum 100 alabilmekte ve notlar bu iki uç not arasında dağılmaktadır. Dolayısıyla burada dikkat edilmesi gereken bir alt ve üst eşik var olmasıdır. Dolayısıyla örneğimizde 100 sağ sansürlü olmayı 0 ise sol sansürlü olmayı temsil etmektedir. Bazı durumlarda ise tek bir sansür olabilmektedir. Yani burada kastedilen ya tek bir sağ sansüre ya da tek bir sol sansürün olduğu durumlardır (<http://www.ats.ucla.edu/stat/r/dae/tobit.htm>).

Tobit modeli James Tobin tarafından 1958 yılında yazılan Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables (Sınırlı bağımlı değişkenler için ilişkilerin tahmin edilmesi) isimli çalışmasıyla ortaya koyulmuş bir analizdir. Tobin (1958) makalesinde hane halkına yapılan ekonomik incelemelerde birçok değişkenin şu karakteristiklere sahip olduğunu söyleyerek Tobit modellerin kurgusunu ortaya çıkarıyor: Değişkenler alt ya da üst limitlere sahip ve katılımcıların önemli bir kısmının bu limitleri cevap olarak vermektedir. Geri kalan katılımcılar ise bu limitlerin altında ya da üstündeki değerleri cevap olarak kullanmaktadır.

Tobin (1958), modeli şu şekilde ortaya koymaktadır:

W'nin sınırlı bir bağımlı değişken olduğunu ve alt limitinin ise L olduğunu varsayalım. Buradaki limit ana kütledeki tüm hane halkı için aynı olmayabilir. Y'nin ise (X1, X2, ..., Xm) gibi bağımsız değişkenlerin bir kombinasyonu olduğunu varsayalım ve W'ye dair aşağıdaki gibi bir hipotez oluşturulsun:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_m X_m, \quad (10)$$

Hane halkının W ile ilgili davranışları, sahip oldukları farklı X'ler göz önüne alındığında ve alt limit olan L tam olarak dikkate alınmadığında farklılaşacaktır. Diğer farklılıklar ise tesadüfi olacaktır ve normal dağılan e (sıfır ortalamaya sahip bir tesadüfi değişken) ile temsil edilecektir.

Bu durumda hane halkı davranışı şu şekilde olacağı varsayılmaktadır

$$W = L \quad (Y - e < L),$$

$$W = Y - e \quad (Y - e \geq L),$$

$P(x)$ 'in her bir x için toplam birim normal dağılım fonksiyonunun toplam değeri olduğunu varsaydığımızda ; $Q(x) = 1 - P(x)$ olsun; $Z(x)$ her bir x fonksiyonunun birim normal dağılım yoğunluk değeri olduğu varsayalım. Bu durumda $W-L$ aşağıda gösterildiği gibi e 'nin dağılımından oluşmuş olabilir:

$$P_r(W = L | Y, L) = P_r(\epsilon > Y - L) = Q\{(Y - L)/\sigma\}, \quad (11)$$

$$P_r(W > x \geq L | Y) = \Pr(Y - \epsilon > x) = \Pr(Y - x) = P\{(Y - x)/\sigma\}, \quad (12)$$

Sonuç olarak, W için toplam yoğunluk fonksiyonu, verilen her bir Y ve L için:

$$F(L; Y, L) = 0 \quad (x < L), \quad (13)$$

$$F(L; Y, L) = Q\{(Y - L)/\sigma\},$$

$$F(x; Y, L) = Q\{(Y - x)/\sigma\}, \quad (x > L),$$

İlgili olasılık yoğunluk fonksiyonu şu şekildedir:

$$f(x; Y, L) = \frac{1}{\sigma Z}\{(Y - x)/\sigma\}, \quad (x > L) \quad (14)$$

Verilen Y ve L değerleri için W 'nin beklenen değeri:

$$E(W; Y, L) = LQ\{(Y - L)/\sigma\} + \int_L^{\infty} \frac{x}{\sigma} Z\{(Y - x)/\sigma\} dx, \quad (15)$$

$$LQ\{(Y - L)/\sigma\} + Y \int_{-\infty}^{(Y-L)/\sigma} Z(x) dx + \sigma \int_{-\infty}^{(Y-L)/\sigma} -xZ(x) dx, \quad (16)$$

$$-xZ(x) = Z'(x) = dZ(x)/dx, \text{ olduğu için;}$$

$$E(W; Y, L) = LQ\{(Y - L)/\sigma\} + YP\{(Y - L)/\sigma\} + \sigma Z\{(Y - L)/\sigma\}, \quad (17)$$

4.7. Araştırmanın Bulguları

Çalışmanın kapsamında belirlenen değişkenlere dair tanımlayıcı istatistikler tabloda görüldüğü gibidir. Tablo 4.2'de analize tabi tutulan tüm şirketlerin 7 yıllık gözlem değerlerini dikkate alan, ortalamaları, standart sapmaları, minimum ve maksimum değerleri verilmiştir.

Tablo 4.2. Verilerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Öz sermaye Karlılığı	350	0.087774	0.244679	-	1.018623
Piyasa Değeri/Defter Değeri	350	1.55152	1.128179	0.18	7.934
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	350	1.982857	1.765555	0	9
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	350	0.502857	0.667495	0	2
Denetim Komitesi Üye Sayısı	350	2.217143	0.632222	0	8
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	350	0.768571	0.990288	0	3
Risk İzleme Komitesi Üye Sayısı	350	0.962857	1.669306	0	8

Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olma Durumu	350	0.314285	0.464895	7	4	0	1
Kurumsal Yönetim Notu	350	27.13531	40.21622	0	0	0	94.03
Aktif Büyüklük	350	9.674865	0.736869	8.26196	4	0	11.34534
Finansal Kaldıraç Oranı	350	0.566674	0.245184	0.01767	1	5	97
							1.038539

Veri analizine başlamadan önce ham veriler aşağıda detaylı bir şekilde anlatıldığı gibi belli testler kullanılarak uygulanması düşünülen analizler açısından ön incelemeye tabi tutulmuşlardır. Bu kapsamda öncelikle verilerde sapan birimlerin varlığı incelenmiştir. İstatistiksel anlamda sapan birimler (outliers) diğer gözlem değerlerinin hepsinden ya da büyük bir kısmından uzak olan gözlemleri ifade etmektedir. Sapan birimler gerçek değerler olabileceği gibi hatadan kaynaklanan değerler de olabilmektedir. Bu hatalar ölçüm esnasından karşılaşılan hatalar, örneğin yanlış yazmadan kaynaklanan hatalar, olabileceği gibi, hedeflenen örnekleme yer almaması gereken örnekler nedeniyle de karşılaşılabilmektedir. Eğer sapan birimler gerçek değerler ise, yani veri ortalamadan ciddi ölçüde sapan bir gerçek veri ise, bu sapan birimlere dair genellikle şu üç yoldan birisi izlenmektedir (Ghosh ve Vogt, 2012, 3455):

1. Sapan birimler analizden çıkarılmaz ve bir gözlem olarak analizde kalır,
2. Winsorize edilir, yani analizde yer alan diğer verilere daha yakın hale getirmek için ya o veriye daha düşük bir ağırlık verilir ya da değer düzeltilir ya da,
3. Veri analizden çıkarılır.

Çalışma kapsamındaki verilerin içerisinde ortalamadan çok uzak değerler (outliers) olup olmadığı grafiksel olarak incelenmiş ve bu kapsamda ortalamadan önemli ölçüde sapan gerçek olmayan verilere rastlanmamıştır. Verilerde ciddi sapan değerler olmamasına karşın her bir yüzde değer içerisindeki verilerin en yüksek değerlerini ortalamaya yaklaştıran bir yöntem olarak veriler winsorize edilmiş ve yeniden düzenlenmiştir. Böylelikle veriler içerisinde herhangi bir veri çıkarılmasına gerek kalmamış ve uygun bir veri setiyle analize devam edilmiştir.

Çalışmada panel veri analizi yapıldıktan sonra, veriler arasında oto-korelasyonun/serisel korelasyonun (otocorrelation/serial correlation) var olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Böylelikle verinin kendisi ile gelecekteki değeri arasındaki ilişki incelenmiş olmaktadır. Doğrusal panel veri modellerinde oto-korelasyon/serisel korelasyon olması standart hataların yanlış davranmasına ve böylelikle de sonuçların daha az etkin çıkmasına neden olmaktadır. Bu nedenle araştırmacıların panel veri modellerinin kendine has hata terimlerindeki oto-korelasyonları/serisel korelasyonları araştırmaları gerekmektedir. Panel veri modellerinde oto-korelasyonun/serisel korelasyonun varlığını tespit etmede kullanılan birçok test kullanılmaktadır. Wooldridge (2002) testi uygulamada sağladığı daha az varsayım gerektirmesi ve uygulama kolaylığı avantajları nedeniyle oldukça önem kazanmıştır (Drukker, 2003, 168).

Wooldridge testi uygulanarak yapılan analizlerde hem birinci modelde (öz sermaye karlılığının bağımlı değişken olarak alındığı model) ve hem de ikinci modelde (Piyasa Değeri/ Defter Değeri oranının kullanıldığı model) değişkenler arasında oto-korelasyonun/ serisel korelasyonun varlığına rastlanmamıştır. Bu durum bize standart hataların yanlış davranması gibi bir sonuçla

karşılaşılmadığı yani sonuçların daha az etkin çıkmasına neden olacak bir problem olmadığını göstermektedir.

Panel veri analizinde dikkat edilmesi gereken diğer bir husus da verilerin durağan olup olmadığıdır. Panel veriler üzerine yapılan birim kök testleri zaman serilerinde kullanılan birim kök testlerinden gelmektedir. Aralarındaki temel farkı panel veri analizindeki hem zaman boyutunda hem de kesit boyutunda birim kökün varlığının incelenmesi oluşturmaktadır. Panel modellerde kullanılan en temel durağanlık testlerinden biri olarak Levin-Lin-Chu (LLC) testi karşımıza çıkmaktadır. Testin hipotezleri aşağıdaki gibidir (Levin et al., 2001):

Ho: Her bir zaman serisi birim kök içerir.

H1: Her bir zaman serisi durağandır.

Yapılan analiz sonucundan LLC durağanlık test sonucu 0,05'ten daha büyük çıktığı için Ho hipotezi red edilmiştir. Yani analize dahil edilen verilerde her bir zaman serisinin durağan olduğu sonucu çıkmaktadır.

Bağımsız değişkenler arasındaki ikili korelasyonları gösteren korelasyon matrisi oluşturulmuş olup bu değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığı incelenmiştir. İnceleme sonucunda bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yani bu durum bağımlı değişken üzerinde etkisi araştırılan bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyondan kaynaklanan ölçümleme sorunları olmayacağını göstermektedir.

4.7.1. Panel Veri Analiz Bulguları

Temel olarak kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın firma performansını etkileyip etkilemediğini araştırmak amacıyla kurulan modelde, analize tabi tutulacak değişkenler aşağıda görüldüğü gibidir:

Bağımlı Değişkenler:

- Öz sermaye karlılığı (ROE)
- Piyasa Değeri/Defter Değeri

Bağımsız Değişkenler:

- Kurumsal yönetim endeksine dahil olma durumu
- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı
- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı
- Denetim komitesi üye sayısı
- Denetim komitesi bağımsız üye sayısı
- Riskin erken saptanması komitesi üye sayısı

Kontrol Değişkenler:

- Aktif Büyüklük (log)
- Finansal Kaldıraç Düzeyi

Panel veri modelleri uygularken karşılaştığımız temel konulardan birisi olarak model seçimi karşımıza çıkmaktadır. Sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli arasında seçim yapmak zorunda kalınmaktadır. Literatürde panel veri analizinde kullanılacak model seçiminde Jerry A. Hausman'ın geliştirdiği

model seçim testi uygulanmaktadır. Hausman tarafından geliştirilen test tahminleyicilerinin ortak etkilerinin ortogonal olup olmadığını test etmektedir. Testin altında yatan temel varsayım korelasyon olmadığı durumda, en küçük kareler yönteminin istikrarlı olmasına karşın etkin olmamasıdır. Bu nedenle sıfır hipotezinde, iki tahminleyici sistematik olarak farklılaşmamış kabul edilmektedir ve test de bu farklılık üzerine kurulmuştur (Greene, 2012:421).

Hausman testinin hipotezleri aşağıda Tablo 4.3'de gösterildiği gibi oluşturulabilmektedir:

Ho: Katsayılardaki farklılık sistematik değildir (Tesadüfi etkiler modeli uygundur).

H1: Katsayılardaki farklılık sistematiktir (sabit etkiler modeli uygundur).

Tablo 4.3. Hausman Test Sonuçları

Bağımsız ve Kontrol Değişkenler	(b)Sabit Etkiler	(B)Tesadüfi Etkiler	(b-B) Fark	$\sqrt{\text{diag}(V_{b-B})}$
Kurumsal yönetim Endeksine Dahil Olma Durumu	-0.0277522	0.0083179	-0.0360702	0.0165269
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	0.0069564	0.0091291	-0.0021727	0.0042182
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	-0.0164856	-0.0222765	0.0057909	0.0098358
Denetim Komitesi Üye Sayısı	-0.0582192	-0.0499499	-0.0082693	0.0127347
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.0108611	-0.0050266	0.0158877	0.0055732
Risk İzleme Komitesi Üye Sayısı	-0.0030336	-0.000012	-0.0030216	0.0032853
Finansal Kaldıraç Düzeyi	-0.6604967	-0.2810015	-0.3794952	0.079685
Aktif Büyüklük (log)	0.0640899	0.095996	-0.0319061	0.0573971

$$\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 26.68$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.0008$$

Yapılan test sonucu 0,05'ten daha küçük çıkmıştır ki bu durum bize Ho hipotezinin red edilemediğini göstermektedir. Yani katsayılardaki farklılık sistematiktir ve panel veri modeli olarak sabit etkiler modeli uygulanacaktır.

Bağımlı değişkeni öz sermaye karlılığı (ROE) olan sabit etkiler panel veri modeli sonuçları aşağıda Tablo 4.4.'de gösterildiği gibidir. Bağımlı değişkeni Piyasa Değeri/Defter Değeri olan panel veri modeli sonuçları istatistiksel olarak anlamlı bir model çıkmadığı için burada sonuçlara yer verilmemiştir.

Tablo 4.4. Sabit Etkiler Model Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Güçlü Standart Hatalar	T	P>t	95% Güven Aralığı
Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olma Durumu	-0.02775	0.0261855	-1.06	0.294	-0.080374 0.02487
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	0.006956	0.0069805	1	0.324	-0.0070715 0.020984
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	-0.01649	0.0238594	-0.69	0.493	-0.0644328 0.031462
Denetim Komitesi Üye Sayısı	-0.05822	0.0229455	-2.54	0.014**	-0.1043298 -0.01211
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.010861	0.015935	0.68	0.499	-0.0211614 0.042884
Risk İzleme Komitesi Üye Sayısı	-0.00303	0.005884	-0.52	0.608	-0.0148579 0.008791
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.6605	0.1926249	-3.43	0.001***	-1.047591 -0.2734
Aktif Büyüklük (log)	0.06409	0.0677162	0.95	0.349	-0.0719908 0.200171
_cons	-0.02564	0.5927806	-0.04	0.966	-1.216877 1.165597
R²	0.1432				
F(8,49)	2.35	*p <0,1 ** p<0,05 *** p<0,01			
Prob > F	0.0319				

Yapılan sabit etkiler panel veri analizinde elde edilen model anlamlı bir modeldir (Prob>F = 0.0319). Yani elde edilen katsayılarla değişkenler arasındaki ilişki model tarafından anlamlı kabul edilmektedir. Modeldeki **R²** değeri 0.1432 çıkmıştır ve bu durum bize modelde kullanılan bağımsız ve kontrol

değişkenlerinin öz sermaye karlılığındaki değişimi 0.1432 oranında açıkladığını göstermektedir.

Çalışmada hata terimlerinin tahmininde normal standart hatalar ve bootstrap sonuçlarını dikkate alan hatalar incelenmiş olmasına karşın, yapılan analiz sonucunda daha iyi sonuçlar veren güçlü standart hatalar dikkate alınmıştır.

Analiz sonucunda elde edilen bilgiler aşağıda belirtildiği gibi özetlenebilmektedir:

- Kurumsal yönetim endeksine dahil olma ile öz sermaye karlılığı arasında istatistiksel bir ilişki bulunamamıştır. Yani kurumsal yönetim endeksine dahil olma firma performansını etkileyen bir unsur olarak görülmemektedir. Özellikle pozitif ilişkinin varlığının beklendiği bu durum bize BİST 100'deki 7 yıllık veri setine ulaşılan 50 şirket verisi incelendiğinde endeks ile muhasebe temelli bir performans ölçüsü olan öz sermaye karlılığı arasında beklendiği gibi pozitif bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Sonuç olarak, bu durum, kurumsal yönetim endeksine dahil olan şirketlerin katlandığı maliyetlerin, firmalara finansal performans olarak geri dönmediğinin bir göstergesidir.
- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı, denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısının firma öz sermaye karlılığı üzerinde istatistiksel bir etkisine yani aralarında istatistiksel anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Bu durum, yönetim kurulu yapısındaki önemli komitelerdeki icracı ve bağımsız üyelerin firma performansına bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Bunun altında yatabilecek unsurlar olarak, bu firmalardaki ilgili

komitelerdeki üye sayılarının yeterli olduğu ve bir farklılık oluşturmadığı gösterilebileceği gibi bu komitelerin performansı etkileyen unsurlar olmadığı sonucu da çıkarılabilir.

- Beklentiye oldukça ters bir şekilde denetim komitesi üye sayısı arttıkça firma performansının azaldığına dair bir ilişki de tespit edilmiştir. Yani denetim komitesinde daha fazla üyesi olan firmalar daha az üyesi olan firmalara göre daha düşük finansal performans göstermektedirler.
- Kontrol değişkeni olarak modele ilave edilen iki değişkenden biri olan aktif büyüklük ile firma performansı arasında bir ilişki gözlenmemiştir. Aslında aktif büyüklükte katsayı pozitif olmasına karşın ilişki istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Diğer kontrol değişken olan finansal kaldıraç oranında ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Yani finansal kaldıraç oranı yüksek olan işletmeler düşük olan işletmelere kıyasla daha düşük finansal performans göstermektedir. Diğer bir deyişle daha yüksek finansal kaldıraç daha düşük öz sermaye karlılığı anlamına gelmektedir.

4.7.2. Eğilim Skoru Eşleştirme Analiz Bulguları

Panel veri analizi ile firmaların finansal performansı ile kurumsal yönetim endeksine dahil olma ve yönetim komitelerinin finansal performansa etkisi incelenmiştir. Benzer ilişkinin varlığının tespiti için son yıllarda oldukça fazla dikkate alınan bir model olarak eğilim skoru eşleştirme modeli oluşturulmuştur.

Eğilim skoru eşleştirme modelindeki değişkenlerle panel veri analizinde kurulan modeldeki değişkenler tamamen aynıdır. Bu nedenle model değişkenleri tekrarlanmayacaktır. Eğilim skoru eşleştirme modelinde veri seti iki bölüme ayrılmıştır. Bu ayrım

kullanılan temel unsur firmaların kurumsal yönetim endeksine dahil olup olmamasıdır. Bu kapsamda kurumsal yönetim endeksine dahil olan 110 ve kurumsal yönetim endeksine dahil olmayan 240 gözlem belirlenmiştir. Aşağıda bu duruma dair frekans dağılımı gösterilmiştir (Tablo 4.5).

Tablo 4.5. Kurumsal Yönetim Endeksi Frekans Dağılımı

Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olma Durumu	Frekans	Yüzde	Kümülatif Yüzde
Evet	110	31.43	31.43
Hayır	240	68.57	100.00

iki bölüm halinde incelenen gözlem sonuçlarının tanımlayıcı istatistikleri aşağıda Tablo 4.6'da görüldüğü gibidir:

Tablo 4.6. Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olan İşletmelerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Öz sermaye Karlılığı	110	0.1079256	0.151175	-0.7134455	0.3533571
Piyasa Değeri/Defter Değeri	110	1.597727	0.8625635	0.4	4.83
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	110	2.827273	1.56134	0	8
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	110	0.7090909	0.7211796	0	2
Denetim Komitesi Üye Sayısı	110	2.318182	0.6486658	2	4
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	110	0.9545455	1.008099	0	3
Risk İzleme Komitesi Üye Sayısı	110	1.463636	1.998519	0	7
Finansal Kaldıraç Oranı	110	0.6107714	0.2202903	0.0839634	0.9096293
Aktif Büyüklük (log)	110	9.749348	0.5877633	8.574697	11.29111

Tablo 4.7. Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olmayan İşletmelerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Öz sermaye Karlılığı	240	0.0871771	0.1722166	-0.7134455	0.4398642
Piyasa Değeri/Defter Değeri	240	1.520573	1.187967	0.2251	5.90677
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	240	1.591667	1.704023	0	8
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	240	0.4083333	0.6203769	0	2
Denetim Komitesi Üye Sayısı	240	2.1625	0.4224976	2	4
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	240	0.6833333	0.9722797	0	3
Risk İzleme Komitesi Üye Sayısı	240	0.725	1.402105	0	5
Finansal Kaldıraç Oranı	240	0.5458686	0.2525057	0.0240336	0.9485863
Aktif Büyüklük (log)	240	9.636995	0.8013005	8.317114	11.30285

Yukarıda tablolar halinde verilen değişkenlere dair tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde şu özellikler dikkatimizi çekmektedir:

- Panel veri analiz kapsamında kullanılan bağımlı değişkenler olan Öz sermaye karlılığı ve piyasa değeri/defter değerinin kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmelerde endekse dahil olmayan işletmelere kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir.
- Karşılaştırmalı olarak incelendiğinde endekse dahil olan işletmelerin kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı, denetim

komitesi üye sayısı, denetim komitesi bağımsız üye sayısı, riskin erken saptanması komitesi üye sayısı endekse dahil olmayan işletmelere kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir.

- Çalışmanın kontrol değişkenleri olan aktif büyüklük ve finansal kaldıraç endekse dahil olan işletmelerde endekse dahil olmayan işletmelere göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

Kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmeler ile yönetim kurulu yapısının ve kontrol değişkenlerinin istatistiksel ilişkilerinin incelendiği analiz sonuçları aşağıdaki tabloda görüldüğü gibidir. Kurulan model istatistiksel olarak anlamlı bir model olup, ilgili değişkenler kurumsal yönetime dahil olmanın 0.1319'luk kısmını açıklamaktadır.

Tablo 4.8. Eğilim Skoru Eşleştirme Probit Regresyon Model Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Hatalar	Z	P>z	%95 güven aralığı
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	0.209115	0.049472	4.23	0.000***	0.112151 0.30608
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.294598	0.159457	1.85	0.065*	0.60712 -0.01793 8
Denetim Komitesi Üye Sayısı	0.393615	0.144635	2.72	0.006***	0.67709 0.110135 5
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	-0.14319	0.109891	-1.3	0.193	0.07219 -0.35857 2
Risk İzleme Komitesi Üye Sayısı	0.144621	0.050095	2.89	0.004***	0.24280 0.046436 5
Finansal Kaldıraç Oranı	0.597146	0.39415	1.52	0.13	1.36966 -0.17537 6
Aktif Büyüklük (log)	-0.27583	0.136122	-2.03	0.043**	- -0.54263 0.00904

Sabit Terim	0.315825	1.179328	0.27	0.789	-1.99562	5	2.62726
LR chi2(7)	57.48	*p <0	1				
Prob > chi2	0.000	** p<0	05				
Pseudo R2	0.1319	*** p<0	01				

Kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın bağımlı değişken olarak kullanıldığı modelde, istatistiki olarak anlamlı bir şekilde kurumsal yönetim komitesi üye sayıları, kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayıları, denetim komitesi üye sayıları, riskin erken saptanması komitesi üye sayıları ve aktif büyüklükleri daha yüksek çıkmıştır. Analiz kapsamında sadece denetim komitesi bağımsız üye sayısını ve finansal kaldıraç oranı ile kurumsal yönetim endeksine dahil olma arasında istatistiksel bir ilişki tespit edilememiştir.

Analiz sonuçlarına göre tahmin edilen eğilim skorları aşağıda görüldüğü gibidir.

Tablo 4.9. Tahmin Edilen Eğilim Skorlar

	Yüzdeler	En Küçük		
1%	0.0999183	0.0937728		
5%	0.1144268	0.0941247		
10%	0.1293045	0.0989818	Gözlem	321
25%	0.1844781	0.0999183	Ağırlıklar Toplamı	321
50%	0.2818864		Ortalama	0.333345
		En Büyük	Standart Sapma	0.181206
75%	0.46838	0.8086893		
90%	0.6031424	0.8128774	Varyans	0.032836
95%	0.6654882	0.9033531	Çarpıklık	0.848863
99%	0.8086893	0.9185538	Basıklık	3.022311

Eğilim skoru eşleştirme yöntemi uygulandığında tespit edilen eşleştirmeler aşağıda olduğu gibi gerçekleşmiştir. Eğilim

skorlarını dikkate alacak şekilde yöntem tarafından belirlenen eşleştirme blokları aşağıda Tablo 4.10'da gösterilmiştir.

Tablo 4.10. Eşleştirme Tablosu

	Kurumsal Yönetim Endeksi		
Pscore Blokları	0	1	Total
0	2	2	4
0.1	41	2	43
0.15	23	2	25
0.175	7	3	10
0.1875	2	6	8
0.2	94	40	134
0.4	30	32	62
0.6	10	19	29
0.8	2	4	6
Total	211	110	321

Eğilim skoru eşleştirme modelinde kullanılan temel yöntemlerden birisi olan en yakın komşu eşleştirme (Nearest Neighbor Matching) yöntemi uygulandığında elde edilen sonuçlar aşağıda Tablo 4.11'de görüldüğü gibidir.

Tablo 4.11. En Yakın Komşu Eşleştirme modeline göre analiz sonuçları

İşlem (treatment)	Kontrol	ATT	Standart Hata	T
110	68	0.004	0.024	0.169

En yakın komşu eşleştirme modelinde 110 adet kurumsal yönetim komitesine dahil işletme için uygulanan analiz 68 adet kontrol değişkeni oluşturmuş ve incelenmiştir.

Analiz kapsamında işlem (treatment) olarak kabul edilen değişken olan kurumsal yönetim endeksine dahil olma ile bağımlı

değişken olarak kabul edilen Öz sermaye karlılığı arasındaki ilişkiye dair oluşturulan hipotezler aşağıda yer aldığı gibidir.

Ho: İşlemin bağımlı değişken üzerine bir etkisi yoktur.

H1: İşlemin bağımlı değişken üzerine bir etkisi vardır.

Analize göre 110 kurumsal yönetim endeksine dahil olan gözlem için 68 kontrol değişkeni seçilmiş ve analize tabi tutulmuştur. Elde edilen analiz sonuçları bize kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın bağımlı değişken olarak kullanılan öz sermaye karlılığı üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını göstermektedir. Analiz sonucuna göre t değeri istatistiksel olarak anlamlı çıkmadığı için Ho hipotezi red edilememiştir (Tablo 4.12).

Tablo 4.12. En Yakın Komşu Eşleştirme modeline göre analiz sonuçları (bootstrap sonuçları- 100 tekrar (reps))

Değişken	Tekrar Sayısı	Gözlem	Yanlı	Standart Hata	%95 Güven Aralığı	
Attnd	100	0.004142	0.000577	0.020974	-0.0374744	0.0457579
					-0.0355341	0.0459406
					-0.03404950	0.0468332

Kernel eşleştirme (Kernel matching) ve radyan eşleştirme (radius mathing) metotlarıyla yapılan analizlerde de yine aynı sonuçlar elde edilmiştir. Yani kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın firma öz sermaye karlılığı üzerinde bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Farklı metodlar uygulanmasına karşın sonuçlarda bir değişim olmadığı görülmüştür.

Eğilim skoru eşleştirme modeli bağımlı değişken piyasa değeri/defter değeri olacak şekilde değiştirilmiş ve tekrar analize tabi tutulmuştur. Yapılan analiz sonucunda tıpkı öz sermaye

karlılığında olduğu gibi kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın bağımlı değişkene istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlenmiştir.

4.7.3. Tobit Regresyon Analiz Bulguları

Tobit modeli sınırlı bağımlı değişkenin varlığı durumunda bağımsız ve kontrol değişkenlerle aradaki ilişkiyi ölçmek için kullanılan temel yöntemlerden bir tanesidir. Tablo 4.13'de kurumsal yönetim endeksine dahil olan 110 gözlemin tanımlayıcı istatistikleri gösterilmektedir.

Tablo 4.13. Kurumsal Yönetim Notlarının Tanımlayıcı İstatistikleri

	Yüzdeler	En Küçük		
1%	76.76	75.56		
5%	78	76.76		
10%	79.94	77.05	Gözlem	110
25%	83.21	77.1	Ağırlık Toplamı	110
50%	86.65		Ortalama	86.32746
		En Yüksek	Std. Sapma	4.440018
75%	90.25	93.3		
90%	91.89	93.3637	Varyans	19.71376
95%	92.8	93.3637	Çarpıklık	-0.38827
99%	93.3637	93.3637	Basıklık	2.376014

Tobit analizinde hem lojit hem de probit analizlerinin kullanılması mümkün olmaktadır. Analizde probit analizi kullanılmış olup tüm veri setinin dahil edildiği modelde firmaların kurumsal yönetim notları ile değişkenler arasındaki ilişki aşağıdaki Tablo 4.14'deki gibidir.

Tablo 4.14. Tesadüfi Etkiler Tobit Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart Sapma	z	P>z	%95 Güven Düzeyi	
Öz sermaye Karlılığı	-1.282.898	347.029	-0.37	0.712	-8.084.541	5.518.745
Piyasa Değeri/Defter Değeri	-6.500.519	5.576.199	-1.17	0.244	-1.742.967	442.863
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	7.857.628	370.033	2.Ara	0.034**	0.6051132	1.511.014
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	2.744.709	1.024.238	0.27	0.789	-1.732.999	2.281.941
Denetim Komitesi Üye Sayısı	1.015.566	1.051.679	0.97	0.334	-1.045.687	307.682
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	1.492.218	6.216.635	2.Nis	0.016**	2.737.801	2.710.656
Risk İzleme Komitesi Üye Sayısı	181.447	2.768.287	0.66	0.512	-3.611.272	7.240.211
Finansal Kaldıraç Oranı	-8.817.502	4.464.307	-1.98	0.048**	-1.756.738	-0.67622
Aktif Büyüklük (log)	7.616.363	2.165.121	Mar.52	0.000***	3.372.804	1.185.992

Sabit Terim	-8.110.527	2.033.372	-3.99	0.000***	-1.209.586	-412.519
/sigma_u	1.353.779	230.749	May.87	0.000	9.015.187	1.806.038
/sigma_e	4.130.678	3.319.373	Ara.44	0.000	3.480.093	4.781.264
Rho	0.9148298	0.0290053			0.8428698	0.958709
Wald chi2(9)	75.22					
Prob > chi2	0.000					

*p <0,1
** p<0,05
*** p<0,01

Yapılan analiz kapsamında elde edilen sonuçlar şu şekildedir:

- Öz sermaye karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri oranları ile kurumsal yönetim notu arasında herhangi bir istatistiksel ilişkiye rastlanmamıştır. Yani kurumsal yönetim skoru üzerinde her iki değişkenin bir etkisi görülmemektedir.
- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısının, denetim komitesi üye sayısının ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısının kurumsal yönetim notu ile arasında istatistiksel bir ilişki yoktur.
- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı ve denetim komitesi bağımsız üye sayısı arttıkça istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde kurumsal yönetim notunun arttığı görülmektedir.
- Finansal kaldıraç düzeyi yüksek olan işletmelerin düşük olan işletmelere göre daha düşük kurumsal yönetim notuna sahip oldukları görülmektedir.

- Firmaların aktif büyüklükleri arttıkça istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde kurumsal yönetim notlarının da arttığı görülmektedir.

Marjinal etkiler bağımsız değişkenlerdeki bir birim değişimin bağımlı değişken üzerinde ne kadar bir etkisinin olduğunu gösteren etkilerdir. Marjinal etkiler modeline göre elde edilen analiz sonuçları Tablo 4.15’de görüldüğü gibidir.

Tablo 4.15. Tobit Analiz Sonuçlarının Marjinal Etkileri

Bağımsız Değişkenler	dy/dx	Standart Hatalar	z	P>z	%95 Güven Düzeyi	
Öz sermaye Karlılığı	-3.57833	9.693043	-0.37	0.712	-22.5764	15.41968
Piyasa Değeri/Defter Değeri	-1.81316	1.577661	-1.15	0.25	-4.90532	1.278997
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	2.191694	1.066053	2.06	0.04**	0.102268	4.28112
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.76557	2.854717	0.27	0.789	-4.82957	6.360712
Denetim Komitesi Üye Sayısı	2.832675	2.973804	0.95	0.341	-2.99587	8.661224
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	4.162179	1.845737	2.26	0.024**	0.544601	7.779759
Risk İzleme Komitesi Üye Sayısı	0.506102	0.777222	0.65	0.515	-1.01723	2.02943
Finansal Kaldıraç Oranı	-24.5943	13.203	-1.86	0.062*	-50.4717	1.283129
Aktif Büyüklük (log)	21.24399	7.453752	2.85	0.004***	6.634905	35.85307

*p <0,1

** p<0,05

*** p<0,01

Tablo 4.15’de gösterilen analiz sonuçlarının yorumu aşağıda olduğu gibidir:

- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısındaki her bir birimlik artış, yani her ek kurumsal yönetim komitesi üyesi, kurumsal yönetim notu üzerinde yaklaşık 2.19’luk bir artış sağlamaktadır.
- Denetim komitesi bağımsız üye sayısında ki her birimlik artış, her ek denetim komitesi bağımsız üye sayısı, firmaların kurumsal yönetim notuna yaklaşık 4.16’lık bir katkı sağlamaktadır.
- Finansal kaldıraç oranı bir birim daha yüksek olan işletmelerde kurumsal yönetim notu yaklaşık 24.5 daha az gerçekleşmektedir.
- Aktif büyüklüğü bir birim daha büyük olan firmalar olmayanlara göre kurumsal yönetim notu yaklaşık 21.24’lük bir artış göstermektedir.

Tobit regresyon analizinin ikinci kısmında kurumsal yönetim endeksine dahil olan işletmelerin analizi yapılmıştır. Dolayısıyla sadece kesikli (truncated) gözlemler analize tabi tutulmuştur. Burada kesikliden kastedilen, sadece kurumsal yönetim endeksine dahil edilen işletmelerin dahil edildiği bir model kurulmasıdır. Model sonuçları aşağıdaki Tablo 3.16’da gösterilmektedir.

Tablo 4.16. Kesikli (Truncated) Tobit Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Stn. Hatalar	z	P>z	%95 Güven Düzeyi	
Öz sermaye Karlılığı	1.633833	2.535137	0.64	0.519	-3.334943	6.60261
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0.46542	0.389909	1.19	0.233	-0.2987879	1.229629
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	0.385126	0.213629	1.8	0.071*	-0.0335797	0.803832
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.532859	0.617495	0.86	0.388	-0.6774087	1.743127
Denetim Komitesi Üye Sayısı	1.462569	0.570226	2.56	0.010***	0.3449465	2.580192
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	1.88862	0.433072	4.36	0.000***	1.039814	2.737427
Risk İzleme Komite Üye Sayısı	0.507875	0.164978	3.08	0.002***	0.1845238	0.8312257
Finansal Kaldıraç Oranı	0.463614	1.756633	0.26	0.792	-2.979324	3.906552
Aktif Büyüklük (log)	1.76589	0.654075	2.7	0.007***	0.483926	3.047854
Sabit Terim	60.50476	5.80602	10.4 2	0.000***	49.12517	71.88435
/sigma	3.026612	0.204054	14.8 3	0.000***	2.626673	3.426551
Wald chi2(9)	=	124.58				
Prob > chi2	=	0.000				

*p <0,1

** p<0,05

*** p<0,01

Yeni modeldeki bulgular aşağıda gösterilmektedir:

- Tıpkı sansürlü modelde olduğu gibi kesikli regresyon modelinde de hem öz sermaye karlılığı hem de piyasa değeri/defter değeri oranının kurumsal yönetim notu

üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Arada istatistiksel anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısının kurumsal yönetim notuna bir etkisi tespit edilmemiştir.
- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısının firmaların kurumsal yönetim notları üzerinde pozitif etkilerinin olduğu görülmektedir. Yani anılan değişkenlerin artması kurumsal yönetim notunu pozitif olarak etkilemektedir.
- Finansal kaldıraç düzeyi ile kurumsal yönetim notu arasında bir ilişkiye rastlanmamıştır.
- Firmaların aktif büyüklüğü arttıkça kurumsal yönetim notlarının da arttığı görülmektedir.

Kesikli (truncated) regresyon modelindeki marjinal etkiler dikkate alındığında elde edilen analiz sonuçları aşağıdaki Tablo 4.17'de gösterilmektedir.

Tablo 4.17. Kesikli (Truncated) Tobit Regresyon Modeli Marjinal Etkileri

Bağımsız Değişkenler	dy/dx	Standart Hatalar	Z	P>z	%95 Güven Düzeyi	
Öz sermaye Karlılığı	1.633833	2.535137	0.64	0.519	-3.334943	6.60261
Piyasa Değeri/Defter Değeri	0.4654204	0.3899094	1.19	0.233	-0.2987879	1.229629
Kurumsal Yönetim Komitesi Üye Sayısı	0.3851261	0.2136294	1.8	0.071*	-0.0335797	0.803832
Kurumsal Yönetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	0.5328594	0.617495	0.86	0.388	-0.6774087	1.743127
Denetim Komitesi Üye Sayısı	1.462569	0.5702262	2.56	0.010***	0.3449465	2.580192
Denetim Komitesi Bağımsız Üye Sayısı	1.88862	0.4330723	4.36	0.000***	1.039814	2.737427
Risk İzleme Komite Üye Sayı	0.5078748	0.164978	3.08	0.002***	0.1845238	0.8312257
Finansal Kaldıraç Oranı	0.4636142	1.756633	0.26	0.792	-2.979324	3.906552
Aktif Büyüklük (log)	1.76589	0.6540753	2.7	0.007	0.483926	3.047854

*p <0,1

** p<0,05

*** p<0,01

Kesikli modeldeki (truncated) elde edilen bilgiler aşağıdaki gibidir:

- Kurumsal yönetim komitesi üye sayısı her bir birim arttıkça yaklaşık 0.38 kurumsal yönetim notunda artış yaşanmaktadır.
- Denetim komitesi üye sayısı her bir birim arttığında kurumsal yönetim notunda 1.46'lık bir artış görülmektedir.

- Denetim komitesi bağımsız üye sayısı bir birim arttıkça kurumsal yönetim notu 1.88 birim yaklaşık olarak artmaktadır.
- Riskin erken saptanması komitesinde her bir birim artışta kurumsal yönetim notu yaklaşık olarak 0.50 artmaktadır.
- Aktif büyüklük bir birim arttığında kurumsal yönetim notu yaklaşık olarak 1.76 artmaktadır.

SONUÇ

SONUÇ

Kurumsal yönetim uygulamaları, yaşanan finansal skandallar neticesinde sürekli kamunun dikkatini çeken bir konu olmasına karşın özellikle Enron skandalı sonrasında firmaları daha yakından ilgilendirmeye başlamıştır. Özellikle temsil maliyeti sorununun yani yöneticilerin kendi çıkarlarını pay sahiplerinin çıkarları üzerinde tuttuğu uygulamaların sayısının gün geçtikçe artması, kurumsal yönetimde standartlaşmaya gidilmesini hızlandıran temel unsurlardan olmuştur.

Dünyadaki gelişmeleri takiben Türkiye'de de kurumsal yönetim uygulamaları 2002'den sonra hız kazanmış ve yeni düzenlemelerle bugünkü durumuna gelmiştir. SPK'nın kurumsal yönetim ilkeleri halka açık anonim şirketler açısından zorunlu hale getirilmiştir. Dolayısıyla SPK'ya tabi halka açık anonim şirketler tarafından kurumsal yönetim uygulamaları standartlaştırılmış ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum yükümlülüğü getirilmiştir.

Özellikle 2007 yılından itibaren kurumsal yönetim ilkelerine uyumu inceleyen ve firmaların kurumsal yönetim derecelerini belirlemeye çalışan firmaların ortaya çıkmasıyla ve kurumsal yönetim notu alan firmalara dair endeks geliştirilmesiyle, kurumsal yönetimin önemi daha da belirgin hale gelmiştir. Öyle ki, bir çok firma her yıl kurumsal yönetim notlarını hesaplatmakta ve bunları yayınlamaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının dünyada ve Türkiye'de elde ettiği bu popüleritesinin yanı sıra kurumsal yönetim notlarını hesaplayan firmalar da oldukça popüler hale gelmiştir. Temel olarak kurumsal yönetim notlarının belirlenmesinde kurumsal yönetim ilkelerine uyum beyanı temel alınmakta ve

firmaların mevcut durumları göz önünde bulundurularak değerlendirilmektedir. Yaşanan tüm bu kurumsal yönetim gelişmeleri hem yurtiçinde hem de yurt dışındaki mevcut ve potansiyel yatırımcıların firmalara güven düzeyini artırmaktadır. Böylelikle firmaların değeri üzerinde pozitif bir etki oluşturacağı beklentisi hakim olmaktadır.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum konusunda bir sorun olmamasına karşın kurumsal yönetim notlarının belirlenmesinde temel olarak bazı sorunlarla karşılaşmaktadır. Kurumsal yönetim notu bir zorunluluk olmadığı için birçok firma kurumsal yönetim notunu hesaplatmamaktadır. Özellikle notu belli bir düzeyin altında çıkacağı düşünülen şirketlerin not hesaplatmaktan kaçındıkları tarzında bir düşünce ortaya çıkmaktadır. Böylelikle piyasada sadece iyi kurumsal yönetim uygulamaları ve onların notları yer alırken diğer şirketlerin durumları ortaya koyulamamaktadır. Bu durum da kurumsal yönetim endeksinin yanlış yani daha yüksek kurumsal yönetim uygulama örnekleri tarafınca domine edilmesine neden olmaktadır.

Bu çalışma temel olarak kurumsal yönetim endeksine dahil şirketlerin finansal performans açısından endekse dahil olmayan şirketlerden ayrışıp ayrışmadığını incelemektedir. Yani, iyi kurumsal yönetim uygulamaları genel olarak firmaların finansal performansını açısından iyi bir indikatör mü yoksa firmaların finansal performansları açısından kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın bir etkisi yok mu soruları incelenmektedir. Çalışmada aynı zamanda da kurumsal yönetim ilkelerinin temel bölümlerinden birisi olan yönetim yapısının etkisi yönetim komitelerinin yapıları dikkate alınarak değerlendirilmeye çalışılmıştır. Özellikle komitelerin üye sayılarının ve bağımsız üye sayılarının firma finansal performanslarına etkisi incelenmiştir.

Çalışmanın diğer bir araştırma konusu ise kurumsal yönetim notu hesaplanmış firmaların bu notlarının artmasında veya azalmasında etkili olan faktörlerin belirlenmesidir. Burada vurgulanmak istenen, çalışma kapsamında belirlenmiş bağımsız ve kontrol değişkenlerin kurumsal yönetim notları üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığının saptanmasıdır.

Analiz yöntemleri olarak çalışmada kullanılan panel veri analizi ve eğilim skoru eşleştirme modelleri ile firmaların finansal performans düzeyleri ile kurumsal yönetim endeksine dahil olma durumları incelenmiştir. Çalışmanın sonucunda, finansal performans üzerinde kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Yani endekse dahil olan ve olmayan firmalar açısından finansal performans açısından bir farklılık söz konusu değildir. Başka bir ifadeyle kurumsal yönetim notu hesaplatmanın firmaya maliyeti, firmalar açısından finansal performansa dönüşmeyebilmektedir.

Dünyada yapılan çalışmaları incelediğimizde genel olarak endekse dahil olan firmaların finansal performans düzeyleri arasında pozitif istatistiksel anlamlı bir ilişkinin tespit edildiği görülmektedir. Fakat Türkiye'deki mevcut durum tam tersi şekilde çıkmaktadır. Bu durumun altında yatabilecek birçok farklı neden olmasına karşın, şu faktörlerin etkili olabileceği düşünülmektedir:

- Ülkemizde işletmeler ve yatırımcılar kurumsal yönetim alanında yeterince bilinçlenmemiş olabilir.
- Ülkemizde kurumsal yönetim sisteminin uygulanabilmesi için ilkelerin ve bir çok düzenlemelerin olmasına rağmen, işletmelerin performanslarında bir etkisinin olmaması, kurumsal yönetim uygulamalarının ne derece kaliteli olduğu sorusunu akla getirebilmektedir.

- Kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların sayısı yeterince fazla değildir.
- Bu çalışmada yapılan analizin sadece 7 yılı kapsamı, yani uzun dönemde firma performansı açısından kurumsal yönetim endeksine dahil edilmenin etkileri tespit edilmemiştir. Çünkü endeks henüz 7 yıllık bir endekstir.
- Kurumsal yönetim endeksine dahil edilebilecek bir çok firmanın, diğer firmalar nezdinde kurumsal yönetim notlarının düşük çıkma ihtimallerinin bulunması ve bu durumun firmalara negatif getiri olarak geri dönebilme riskine karşı, bu firmaların derecelendirme yaptırmaktan kaçınabilme ihtimalleri vardır.
- Bu çalışma kapsamında biri muhasebe temelli, öz sermaye karlılığı, diğeri piyasa temelli, piyasa değeri/defter değeri, iki performans kriteri kullanılmıştır. Yapılan ön çalışmada hisse senedi getirisi açısından da finansal performans ile kurumsal yönetim endeksine dahil edilme arasında ilişki tespit edilememiş olmasına karşın, diğer performans kriterleri açısından durum incelenmemiştir. Yani bir çok performans kriteri açısından benzer analizlerin yapılması ve sonuçların incelenmesi gerekmektedir.
- Kurumsal yönetim notunun yatırımcılar tarafından önemli bir gösterge olarak görülmeye başlanıp başlanmadığının araştırılması gerekmektedir. Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetim uygulamalarının önemi hakkında kamu yeterince bilinçlendirilmemiş olabilir.

Kurumsal yönetimle en çok ilgili olan komitelerin yapılarının, -kurumsal yönetim komitesi, denetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesi üye sayılarının ve bağımsız üye

sayılarının- firma performansı açısından bir farklılık oluşturup oluşturmadığı incelendiğinde, böyle bir etkinin olmadığı gözlenmiştir. Yani komitelerin üye sayılarının ve bağımsız üye sayılarının endekse dahil ya da dahil olmayan firmalar açısından firma performansı üzerinde bir etkilerinin olmadığı tespit edilmiştir.

Çalışma kapsamındaki üçüncü analiz bir sınırlı bağımlı değişken modeli olan Tobit regresyon modelidir. Bu modelle asıl incelenen konu kurumsal yönetim notu üzerinde hem sansürlü modelde, yani endekse dahil olan ya da olmayan tüm firmaların dahil edildiği analiz, hem de kesikli modelde, yani sadece kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmaların dahil edildiği analiz, bağımsız ve kontrol değişkenlerin kurumsal yönetim notu üzerindeki etkilerini incelenmiştir. Analiz bulguları Tobit regresyon analiz bulgularında ayrıntılı bir şekilde marjinal etkileriyle birlikte verilmiş olup, daha ziyade merak edilen kesikli model sonuçları genel olarak şu şekildedir:

- Kurumsal yönetim notu ile firma performans göstergeleri olarak seçilmiş olan öz sermaye karlılığı ve piyasa değeri/defter değeri arasında istatistiksel anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Buradaki sonuçlar bize sadece endekse dahil olan firmalarla dahil olmayan firmaların finansal performansları üzerinde kurumsal yönetimin bir etkisinin olmadığını gösteren panel veri ve eğilim skoru eşleştirme modellerinin yanı sıra sadece endekse dahil olan firmalar açısından da kurumsal yönetim notu ile firma performansı arasında da bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Daha açık bir anlatımla sadece endekse dahil edilen firmaların incelendiği modelde, genel beklentinin aksine, daha yüksek endeks notuna sahip olma ile daha yüksek öz

sermaye karlılığı ve/veya daha yüksek piyasa değeri/defter değeri sonuçları tespit edilememiştir.

- Kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısının kurumsal yönetim notu üzerinde bir etkisinin olmadığı görülmesine karşın komitedeki üye sayısı ile kurumsal yönetim notu arasında pozitif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
- Hem denetim komitesi üye sayısı hem de denetim komitesi bağımsız üye sayısı kurumsal yönetim notu üzerinde pozitif etkiye sahip değişkenlerdir.
- Riskin erken saptanması komitesi üye sayısı arttıkça kurumsal yönetim notu istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde artmaktadır.
- Finansal kaldıraç düzeyi ile kurumsal yönetim notu arasında istatistiksel bir ilişki tespit edilememesine karşın firmaların aktif büyüklüğü arttıkça istatistiksel anlamlı bir şekilde kurumsal yönetim notları da artmaktadır.

Sonuç olarak firmaların kurumsal yönetim endeksine dahil olup olmamalarının finansal performansları açısından bir farklılık oluşturmadığı tespit edildiği gibi, endekse dahil firmalar açısından da kurumsal yönetim notu ile firmaların finansal performansları arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Bu durum bize kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın ya da daha yüksek kurumsal yönetim notuna sahip olmanın firmalara finansal performans olarak geri dönmediğini göstermektedir.

Çalışmanın kısıtları genel olarak şu şekildedir: Çalışma Türkiye'de kurumsal yönetim endeksinin oluşturulduğu yıl olan 2007 yılından başlayarak 2013 yılına kadarki verileri kullanmıştır. Dolayısıyla veri seti henüz çok uzun değildir ve endekse dahil

olan şirket sayısı da çok fazla değildir. Bu durum araştırmanın temel kısıtlarından birini oluşturmaktadır. Diğer bir kısıt olarak, çalışmada sadece belli finansal performans göstergelerinin etkilerinin araştırılması tüm finansal performans göstergeleri açısından aynı sonucun çıkacağı anlamına gelmemektedir. Ön uygulama çalışmaları sırasında, bu iki finansal performans göstergesinin yanı sıra aktif karlılık (ROA) ve hisse senedi getirisi açısından da veriler analize tabi tutulmuştur fakat aktif karlılık açısından kurulan model anlamlı çıkmamıştır ve Borsa İstanbul ile yapılan görüşmelerde hisse senedi getiri serilerinin yeniden hesaplanacağını anlaşılması bu iki verinin analizden çıkarılmasına neden olmuştur. Hisse senedi getirisi için kurulan ve henüz yenilenmemiş getiri serisinin dikkate alındığı modelde de getiri ile kurumsal yönetim endeksine dahil olma arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Gelecekte yapılması düşünülen çalışmalar açısından kurumsal yönetim endeksini içeren modellerin daha fazla çalışılacağı tahmin edilmektedir. Dolayısıyla ilerleyen yıllarda daha büyük veri setiyle ve daha fazla endekse dahil olan firma ile çalışma şansı vardır. Yeni araştırmalarda firmaların finansal performansını ölçen diğer değişkenler ve modeller tekrarlanabilir ya da firma performans göstergelerini içeren ortak bir faktör oluşturularak model sonuçları tekrar incelenebilir. Ayrıca, burada uygulanan modeller temel olarak panel veri, eğilim skoru eşleştirme ve Tobit regresyon modelleridir. Uygulamada farklı modellerle benzer analizler yapılabilir ve sonuçlar karşılaştırılabilir.

KAYNAKÇA**Kitaplar**

- Alacaklıoğlu, H., *Kurumsal Yönetim ve Aile Şirketleri*, Resital Yayıncılık, İstanbul, Nisan 2009.
- Alayoğlu, N., *Aile Şirketlerinde Yönetim ve Kurumsallaşma*, MÜSİAD Yayınları, 42, İstanbul, 2003.
- Aysan, M. A., *Kurumsal Yönetim ve Risk*, Elif Ofset, İstanbul, 2007.
- Aras, G ve D. Crowther, *Culture and Corporate Governance*, Research Series: Issues in Corporate Behaviour and Sustainability, Social Responsibility Research Network, 2008; OSUJI, O. K., "Reporting of Corporate Governance Issues, Policies and Practices: Self-Regulation or Regulation, p.19-39.
- Babuşçu, Ş. ve H. Adalet, *SPK Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık*, SPK Lisanslama Serisi: 51, Ankara: Akademi Consulting & Training, 2007.
- Bozkurt, N., *Muhasebe Denetimi*, 5. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul, 2006.
- Coşkun C. A., *Kurumsal Şirket Yönetimi İyi Şirket Yönetimi İçin Kurallar ve Kurumlar*, Ankara: SPK Yayını, 2006.
- Hsiao, C., P. Hammond, and A. HOLLY, *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press, England, 2002.
- Davies, A., *Best Practice in Corporate Governance: Building Reputation and Sustainable Success*, Gower Publishing Limited, 2006.
- Ercan, M. K., ve Ü. Ban, *Finansal Yönetim (Değere Dayalı İşletme Performansı)*, Gazi Kitabevi, 3. Baskı, Ankara, 2008.
- Frees, W. E., *Longitudinal and Panel Data: Analysis and Applications in the Social Science*, Cambridge University Press, England, 2004.
- Greene, H. W., *Econometric Analysis*, 7th Edition, Pearson, 2012.

- Gürbüz, A. O. ve Y. Ergincan, *Kurumsal Yönetim Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004.
- Iturriaga Lopez, F. J., *Codes of Good Governance Around the World*, ISBN: 978-1-60741-141-3, New York: Nova Science Publishers, 2009; Okabe, M., "Corporate Governance in Japan: Evolution, Policy Measures, and Future Issues", p.1-39.
- Kaval, H., *Muhasebe Denetimi*, 3. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, 2008.
- Kayacan, M., *Küreselleşen Dünyamızda Yeni Şirket Yönetimi: Kurumsal Yönetim*, Türkiye Etik Değerler Merkezi Vakfı (TEDMER), Yayın No: 1, Aralık 2006; Kayacan M., "Küresel Mali Piyasalarda Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi ve Ülkemizde Yansımaları", s.1-84.
- Keasey, K., S. Thompson and M. Wright, *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*, John Wiley and Sons, Ltd, 2005; LIU, G. S. and P. SUN, "Ownership and Control of Chinese Public Corporations: A State-dominated Corporate Governance System", p.389-414.
- Keasey, K., S. Thompson and M. Wright, *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*, John Wiley and Sons, Ltd, 2005; Keasey, K., H. Short and M. Wright, "The Development of Corporate Governance Codes in the UK", p.21-44.
- Keasey, K., S. Thompson and M. Wright, *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*, John Wiley and Sons, Ltd, 2005; Short, H, and K. Keasey, "Institutional Shareholders and Corporate Governance in the UK", p.61-95.
- Kula V., *Kurumsal Yönetim: Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*, Papatya Yayıncılık, İstanbul, 2006.

- Mccarthy, D.J., S. M. Puffer and S. V. Shekshnia, *Corporate Governance in Russia*, Edward Elgar Publishing Limited, 2004.
- Millstein, I. M., *Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, OECD Yayınları, Paris, 1998.
- Porter, B., J. Simon ve D. Hatherly, *Principles of External Auditing*, 2nd, John Wiley ve Sons Ltd, West Sussex, 2003.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Deneği (TKYD), *Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Aile Şirketleri Yönetim Rehberi*, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, 5. Baskı, İstanbul, 2013.
- Smith, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of Wealth of Nations*, Random House, Inc., 1776.
- Ural, A., *Aile Şirketlerinde "Kurumsallaşma" Sendromu*, Sistem Yayıncılık, İstanbul, 2004.
- Vakkur, N. V. and Z. J. Herrera, *Corporate Governance Regulation: How Poor Management Is Destroying the Global Economy*, ISBN-9781118496374, February 2013.
- Yiğit, İ., *Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar*, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2005.

Makaleler

- Abdo, A. and G. Fisher, "The impact of reported corporate governance disclosure on the financial performance of companies listed on the JSE", *Investment Analysts Journal*, No. 66 p.43-56, 2007.
- Aksoy, M. A., "Türk Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu", *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. XVII, S. 1-2, s.45-76, 2013.

- Al Khattab, A., J. R. Anchor and E. M. M. Davies, "The institutionalisation of political risk assessment (IPRA) in Jordanian international firms", *International Business Review*, 17, p.688-702, 2008.
- Altunbaş, Y., A. Kara and A. van Rixtel, "Corporate Governance and Corporate Ownership: The Investment Behaviour Of Japanese Institutional Investors", *Documentos Ocasiones*, No: 0703, p.1-56, Madrid, 2007.
- Anderson, A. and P. P. Gupta, "A Cross-Country Comparison of Corporate Governance and Firm Performance: Do Financial Structure and the Legal System Matter?", *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol. 5, Issue 2, p.61-79, 2009.
- Archel, P., J. Husillos and C. Spence, "The institutionalisation of unaccountability: Loading the dice of Corporate Social Responsibility discourse", *Accounting, Organizations and Society*, 36, p.327-343, 2011.
- Arikboğa, Ş. ve A. Menteş, "Türkiye'de Kurumsal Yönetişim İklimi", *İktisat Fakültesi Mecmuası*, C. 59, S. 2, s.85-120, 2009.
- Bai, C., Q. Liu, J. Z. Lu, F. M. Song and J. Zhang, "Corporate Governance and Firm Valuations in China", *Social Science Research Network*, p.1-35, 2003.
- Bai, C., Q. Liu, J. Z. Lu, F. M. Song, and J. J. Zhang, "Corporate Governance and Market Valuation in China", *Journal of Comparative Economics*, 32, p.599-825, 2004.
- Başpınar, A., "Türkiye'de ve Dünyada Denetim Standartlarının Oluşumuna Genel Bir Bakış", *Maliye Dergisi*, S. 148, s.35-62, 2005.
- Bauwhede, H. V. and M. Willekens, "Disclosure on Corporate Governance in the European Union", *Corporate*

Governance-An International Review, Vol. 16, Number 2, p.101-115, March 2008.

Bhasin M. L., "Voluntary Corporate Governance Disclosures: Evidence From a Developing Country", *Far East Journal of Psychology and Business*, Vol. 9, No: 2, p.10-31, 2012.

Black B., "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms", *Emerging Markets Review*, Vol. 2, Issue 2, p.89-108, 2001.

Bonazzi, L. and S. M. N. Islam, "Agency theory and corporate governance", *Journal of Modelling in Management*, Vol. 2, No. 1, P.7-23, 2007.

Boubakri, N. J. C. Cosset and O. Guedhami, "Privatization, Corporate Governance and Economic Environment: Firm-level Evidence from Asia", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 12, Number 1, January, p.65-90, 2004.

Bouner R., N. Gunster and R. Otten, "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", *Journal of Asset Management*, Vol. 5, p.1-24, 23 October 2003.

Boudreau M., R. T. Watson, A. J. W. Chen, M. Greiner and P. Sclavos, "The Benefits Of Transaction Cost Economics: The Beginning Of A New Direction", *ECIS*, p.1124-1135, 2007.

Buck, T., "Modern Russian Corporate Governance: Convergent Forces Or Product of Russia's History?", *Journal of World Business*, 38, p.299-313, 2003.

Büyükşalvarcı, A. ve H. Abdioğlu, "İMKB Kurumsal yönetim Endeksinde İşlem Gören Şirketlerin Finansal ve Finansal Olmayan Belirleyicileri: İMKB İmalat Sektöründe Bir Uygulama", *Muhasebe Öğretim Üyeleri Bilim ve Dayanışma Vakfı (MÖDAV)*, 3, s.119-143, 2010.

Chiang H., "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", *The Journal of American Academy of Business*, 6(1), Cambridge, March 2005.

Chung, K. H., P. Wright and B. Kedia, "Corporate Governance and Market Valuation Of Capital and R&D Investments", *Review of Financial Economics*, 12, p. 161-172, 2003.

Coşkun, M. ve Ö. Sayılır, "Relationship Between Corporate Governance and Financial Performance of Turkish Companies", *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3, No: 14, p.59-64, 2012.

Cuervo, A., "Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, Issue 2, p.84-93, 2002.

Çarıkcı, İ. H., Ş. Kalaycı ve İ. Y. Gök, "Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma", *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, C. 1, S. 1, s.51-72, 2009.

Çıtak, L., "Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama", *İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, No:35, s.145-172, Ekim 2006.

Çonkar, K., C. Elitaş ve G. Atar, "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının Topsis Yöntemi İle Ölçümü ve Kurumsal Yönetim Notu ile Analizi", *İktisat Fakültesi Mecmuası*, C. 61, S. 1, s.81-115, 2011.

Dağlı, H., H. Ayaydın ve K. Eyüpoğlu, "Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S. 48, s.18-31, Ekim 2010.

Dalğar, H. ve İ. Çelik, "Kurumsal Yönetimin İşletmelerin Finansal Yapısına Etkileri: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

(XKURY) Üzerine Bir İnceleme", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, C. 48, S. 557, s. 99-110, 2011.

Dalğar, H. ve S. Pekin, "Kurumsal Yönetim İle Finansal Tablo Manipülasyonu Arasındaki İlişki: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan Şirketlerde Bir Araştırma" *Mali Çözüm Dergisi*, s.19-44, Eylül-Ekim 2011.

Davis, J. H., F. D. Schoorman and L. Donaldson, "Toward to Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, Vol. 22, No 1, p.20-47, 1997.

Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith, "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, Issue 3, p.599-634, March 2007.

Dinç, E. ve H. Abdioğlu, "İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma", *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C. 12, S. 21, s.157-184, Haziran 2009.

Dorğu, C., "Karlılığın Belirleyicileri Analizi: Teori ve Orta Ölçekli Bir Banka Uygulaması", *Maliye Finans Yazıları*, C.1 25, S. 91, s.47-75, 2011.

Donaldson, L. and J. H. Davis, "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16, 1, June p.49-65, 1991.

Donaldson, T. and L. E. Preston, "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", *Academy of Management Review*, Vol. 20, No: 1, p.65-91, 1995.

Drobetz, W., S. Andreas and Z. Heinz, "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, p.267-293, 2004.

Drukker, D. M., "Testing For Serial Correlation in Linear Panel-Data Models", *The Stata Journal*, Number 2, p.168-177, 2003.

Dwivedi, N. and A. K. Jain, "Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership", *Employee Responsibilities and Rights Journal*, Vol 17, No 3, p.161-172, September 2005.

Dyck, I. J. A., "Ownership Structure, Legal Protections and Corporate Governance", *Annual World Bank Conference on Development Economics*, p.1-57, 2000.

Ehikioya, B. I., "Corporate Governance Structure and Firm Performance In Developing Economies: Evidence From Nigeria", *Corporate Governance*, Vol. 9, No. 3, p.231-243, 2009.

Eken, M. H., "Banka Performansı Ölçümüne Risk ve Karlılık Yaklaşımı: Türkiye'de Faal Ticari Bankalar Örneği", *İMKB Dergisi*, C. 8, S. 29, İMKB Matbaası, s.17-40, 1997.

Engstrom, R. L. and R. R. Brischetto, "Is Cumulative Voting Too Complex? Evidence From Exit Polls", *Stetson Law Review*, Vol. XXVII, p.813-834, 1998.

Ersoy, E., A. Bayrakdaroğlu ve F. Şamiloğlu, "Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, C. 48, S. 554, s.71-83, 2011.

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

Estrin, S. and M. Wright, "Corporate Governance in the Former Soviet Union: An Overview" *Journal Of Comparative Economics*, 27, p.398-421, 1999.

Freeman, R. E., "A Stakeholder theory of the modern corporation", *Perspectives in Business Ethics* Sie, C. 3, p.38-48, 2001.

Ghosh, D. and A. Vogt, "Outliers: An Evaluation of Methodologies", *Section on Survey Research Methods-JSM*, p.3455-3460, 2012.

- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, 118/1, p.107-155, 2003.
- Göçen, C. A., "Kurumsal Yönetim, İç Kontrol ve Bağımsız Denetim: Parmalat Vakası", *Mali Çözüm*, S. 97, s.107-132, 2010.
- Gözalın, M., "Kurumsallaşma Üzerine", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, S. 4, s.1-4, Aralık 1998-Ocak 1999.
- Gruszczynski, M., "Corporate Governance and Financial Performance of Companies in Poland", *International Advances in Economic Research*, 12, p.251-259, 2006.
- Gupta, P. and A. M. Sharma, "A Study of the Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian and South Korean Companies", *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Vol. 133, p.4-11, 2014.
- Harshbarger, S. and G. U. Jois, "Looking Back and Looking Forward: Sarbanes-Oxley and the Future of Corporate Governance", *Akron Law Review*, Vol. 40, p.1, 2007.
- Hart, O., "Corporate Governance: Some Theory and Implications", *The Economic Journal*, Vol. 105, Issue 430, p.678-689, 1995.
- Hessels, J. and S. Terjesen, "Resource Dependency and Institutional Theory Perspectives on Direct and Indirect Export Choices", *Small Bus Econ*, 34, p.203-220, 2010.
- Heckman, J. J., H. Ichimura, and P. Todd, "Matching As An Econometric Evaluation Estimator", *The Review of Economic Studies*, 65, p.261-294, 1998.
- Hillman A. J., A. A. Cannella and R. L. Paetzold, "The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change", *Journal of Management Studies*, Vol. 37, Issue 2, p.235-256, March 2000.
- Hillman, A. J., M. C. Withers and B. J. Collins, "Resource Dependence Theory: A Review", *Journal of Management*, 35 (6), p.1404-1427, 2009.
- Hutchinson, M. and F. A. Gul, "Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, Issue 4, p.595-614, 2003.
- Irvine, H., "The Global Institutionalization of Financial Reporting: The case of the United Arab Emirates", *Accounting Forum*, 32, p.125-142, 2008.
- Jackson A., "Towards a 'Mutual Understanding of Objectives'? Attitudes of institutional investors and listed companies to corporate governance reform", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 9, No: 3, p.196-205, 2001.
- Jensen, M. C., "Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", *European Financial Management*, Vol. 7, No: 3, p.297-317, 2001.
- Jesover, F. and G. Kirkpatrick, "The Revised OECD Principles of Corporate Governance and their Relevance to Non-OECD Countries", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, Issue 2, p.127-136, March 2005.
- Joh, S. W., "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea Before the Economic Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol.68, Issue 2, p.287-322, 2003.
- Johnson, S., P. Bone, A. Breach and E. Friedman, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 58, 2000.
- Judge, W. Q., T. J. Douglas and A. M. Kutan, "Institutional Predictors Of Corporate Governance Legitimacy", *Journal Of Management*, p.1-38, 2006.
- Kamal, M., "Corporate Governance and State-owned Enterprises: A Study of Indonesia's Code of Corporate Governance",

Journal of International Commercial Law and Technology. Vol. 5, Issue 4, p.206-224, 2010.

Kandemir, T. ve H. Akbulut, "Bağımsız Denetimin Etkinliğinde Denetimden Sorumlu Komitenin Rolü: Türkiye'deki Bağımsız Denetim Firmalarına Yönelik Bir Araştırma", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, C. 9, S. 20, s.37-55, 2013.

Kang, Y., L. SHI and E. D. Brown, "Chinese Corporate Governance: History and Institutional Framework", *Center For, Corporate Ethics and Governance, A Ran Institute For Civil Justice Center*, p.1-44, 2008.

Karamustafa, O., İ. Varici ve B. ER, "Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C. 1, S. 17, s.100-119, 2009.

Kiliç, S., "İMKB Kurumsal yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Cilt 48, Sayı 552, s. 45-58, 2011.

Kim, H. J. and S. S. Yoon, "Corporate Governance and Firm Performance In Korea", *Malaysian Accounting Review*, Volume 6, No 2, s. 1-17, 2007.

Kimberly, J. R., "Issues in the Creation of Organizations: Initiation, Innovation, Institutionalization", *Academy of Management Journal*, 19/9, p.437-457, September 1979.

Klapper, L. and I. Love, "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets", *Journal of Corporate Finance*, Volume 10, Issue 5, p. 703-728, 2004.

Klein, P., D. M. Shapiro, J. Young, "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence",

Corporate Governance: An International Review, Vol 13, No: 6, s.769-784, November 2005.

Kocaoğlu, N. K, "Anonim Şirketlerde Birikimli Oy Kullanımı", *Ankara Barosu Dergisi*, C. 68, S. 4, s.103-158, 2010.

Korent, D., I. Dundek and M. K. Calopa, "Corporate Governance Practices and Firm Performance Measured by Croation Corporate Governnace Index (CCGI)", *Economic Research*, Vol. 27, Issue 1, p. 222-231, 2014.

Koulouridas, A. and J. Von Lackum, "Recent Developments of Corporate Governance in the European Union and their Impact on the German Legal System", *German Law Journal*, Vol. 5, No: 10, p.1275-1294, 2004.

Kowalewski, O., "Does Corporate Governance Determine Corporate Performance and Dividends During Financial Crisis: Evidence From Poland", *Wharton Financial Institutions Center Working Paper*, No. 12-14, p.1-40, 2012.

Kumar, N., and J. P. Singh, "Global Financial Crisis: Corporate Governance Failures and Lessons", *Journal of Finance, Accounting and Management*, 4(1), p.21-34, 2013.

Küçüksozen, C. ve G. Küçükkocaoglu, "Kurumsal Şirket Yönetiminde Finansal Tabloların Rolü", *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*, S. 16, s.81-103, Eylül 2005.

Lemmon, M. L. and K. V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", *The Journal of Finance*, Vol. LVIII, No. 4, p.1445-1468, 2003.

Levin, A., C. Lin, C. S. Chu, "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", *Journal of Econometrics*, 108, p.1-24, 2002.

Lin, T. W., "Corporate Governance in China: Recent Developments, Key Problems, and Solutions", *USC Marshall*

Research, Global Markets, Monograph Series, University of Southern California Marshall School of Business, p.1-17, Fall 2004.

Lindqvist, C. and D. Mijovski, "Does Agency Theory Or Stewardship Theory Apply to the Venture Capitalist Entrepreneur Relationship?", *Bachelor Thesis in Industrial and Financial Management*, FEG314, p.1-48, 2012.

Luo Y., "Corporate Governance and Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda", *Journal of International Management*, 11, p.1-8, 2005.

Madhok, A., "Reassessing the Fundamentals and Beyond: Ronald Coase, the Transaction Cost and Resource-Based Theories of the Firm and the Institutional Structure of Production", *Strategic Management Journal*, Vol. 23, Issue 6, p.535-550, 2002.

Mallin, C. and R. Jelic, "Developments in Corporate Governance in Central and Eastern Europe", *Empirical Research-Based and Theory Building Paper*, Vol. 8, Number 1, p.43-51, January 2000.

McCarthy, D. J. and S. M. Puffer, "Russia's Corporate Governance Scorecard in the Enron Era", *Organizational Dynamics*, Vol 31, No 1, p. 19-34, 2002.

Mitton, T., "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governnace on the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, Issue 2, p.215-241, 2002.

Moerland, P. W., "Alternative Disciplinary Mechanism in Different Corporate Systems", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 26, p.17-34, 1995.

Nicholson, G. J. and G. C. Kiel, "Can Directors Impact Performance? A case based test of three theories of corporate governance", *Corporate Governance: An*

International Rewiev, Volume 15, Number 4, p. 585-608, July 2007.

Öztürk, H., "Artık Kar, Özsermaye Serbest Nakit Akımı ve Defter Değerlerinin Şirketlerin Piyasa Değerleri Üzerindeki Etkileri: İMKB'de Amprik Bir Uygulama", *Maliye Finans Yazıları*, C. 24, S. 89, p.49-72, Ekim 2010

Öztürk, M. B. ve K. Demişgüneş, "Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye", *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, S. 19, s.395-411, 2008.

Palmer, D. and B. M. Barber, "Challengers, Elites, and Owing Families: A Social Class Theory of Corporate Acquisitions in the 1960s", *Administrative Science Quarterly*, 46 (1), p.87-120, 2001.

Pamukçu, F., "Finansal Raporlama ile Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflıkta Kurumsal Yönetimin Önemi", *Muhasebe-Finansman Dergisi*, s.133-148, Nisan 2011.

Phillips, R., R. E. Freeman and A. C. Wicks, "What Stakeholder Theory Is Not", *Business Ethics Quarterly*, Vol. 13, Issue 4, ISSN 1052-150X, p.479-502, 2003.

Porta, R. L., F. L. Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, "Law and Finance", *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, Issue 6, p.1113-1155, 1998.

Puffer, S. M. and D. J. McCarthy, "The Emergence of Corporate Governance in Russia", *Journal of World Business* 38, p.284-298, 2003.

Peck, I S. and W. Ruigrok, "Hiding Behind the Blang? Prospects for Change in German Corporate Governance", *European Management Journal*, Vol. 18, No. 4, p.420-430, 2000.

Renneboog, L., "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock

- Exchange", *Journal of Banking and Finance*, Elsevier, Vol. 12, Issue 12, p.1959-1995, 2000.
- Rosenbaum R. P. and D. B. RUBIN, *The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects*, *Biometrika*, Vol.70, No.1, p.41-55, 1983.
- Scott, W. R., "The Adolescence of Institutional Theory", *Administrative Science Quarterly*, 32, 4, p.493-511, 1987.
- Sheikh, N. A., Z. WANG and S. Khan, "The Impact of Internal Attributes of Corporate Governance On Firm Performance: Evidence From Pakistan", *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 23, Issue 1, p.38-55, 2013.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, p.737-783, 1997.
- Sloan R. G., "Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, p. 335-347, 2001.
- Slyke, D. M. V., "Agents or Stewards: Using Theory to Understand the Government -Non-Profit Social Service Contracting Relationship", *Oxford University Press on Behalf on the Journal of Public Administration Research and Theory*, Vol. 17, Issue 2, p.157-187, 2006.
- Sönmez, A. ve A. Toksoy, "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye'deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliği", *Maliye Finans Yazıları*, C. 25, S. 92, s.51-90, Temmuz 2011.
- Şengür, E. D. ve A. S. Özbek Püskül, "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşletme Performansının Değerlendirilmesi", *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, S. 31, s.33-50, 2011.
- Tobin, J., "Estimation For Relationships With Limited Dependent Variables". *Econometrica*, 26 (1), p.24-36, 1958.

- Toraman, C. ve H. Abdioğlu, "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S. 40, s.96-109, Ekim 2008.
- Uyar, S., "Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Anlayışının Önemi", *Mali Çözüm Dergisi*, S. 66, s.154-168, 2004.
- Variş, M., A. Küçükçolak, O. Erdoğan ve L. Özer, "Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri", *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Dergisi*, C. 5, S. 19, s.1-209, Temmuz-Ağustos-Eylül 2001.
- Velnampy T., "Corporate Governance and Firm Performance: A Study of Sri Lankan Manufacturing Companies", *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol. 4, No: 3, p.228-236, 2013.
- Vo, D. H. and T. M. Nguyen, "The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, No: 6, p.1-13, 2014.
- Wessels, R. E. and T. Wansbeek, "What is the Relation (If Any) between a Firm's Corporate Governance Arrangements and its Financial Performance?", *CESifo Working Paper Series No. 4599*, 2014.
- Weimer, J. and J. C. Pape, "A Taxonomy of Systems of Corporate Governance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 7, Issue 2, p.152-166, April 1999.
- Wei'an, L. and T. Yuejun, "An Evaluation of Corporate Governance Evaluation, Governance Index (CGINK) and Performance: Evidence from Chinese Listed Companies in 03", *Frontiers of Business Research in China* 1, p.1-18, 2007.

- Winter, J., "The Financial Crisis: Does Good Corporate Governance Matter and How to Achieve it?", *DSF Policy Paper Series*, No: 14, p.1-15, 2011.
- Wong, S., "Audit Pricing in Australia in 2000", *International Review of Business Research Papers*, C. 5, S. 3, s. 82-89, 2009.
- Wu, M. C., H. C. Lin, I. C. Lin and C. F. Lai, "The effects of Corporate Governance on the Firm Performance", *Changua: National Changua University of Education*, p.1-15, 2009.
- Yao, Y., "Historical Dynamics of the Development of the Corporate Governance", *Journal of Politics and Law*, Vol. 2, No. 4, p. 167-174, 2009.

Tezler

- Akdoğan, Y. E., *Kurumsal Yönetim ve İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya 2009.
- Büber, H., *Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulama Derecesi İle Performans Arasındaki İlişki: İMKB'de Faaliyette Bulunan Aile İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama*, Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Doktora Tezi, Kütahya, 2008.
- Churaev, K., *The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies*, *Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul, 2003.
- Demirci, M., *KOBİ'lerde Kurumsal Yönetim Uygulamasının Kara Etkisi: İstanbul İlinde Bir Uygulama*, Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2010.
- Dündar, Ş., *Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Profesyonelleşmenin İşletme Performansına Etkileri*, Dumlupınar

Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2010.

- Hernandez, M., "Stewardship: Theoretical Development And Empirical Test Of Its Determinants", *The Fuqua School of Business Duke University*, 2007.
- Kayagil, S. Ö., *Kurumsal Yönetim Düzeyinin Belirleyicileri ve Etkileri Üzerine İMKB'de Bir Uygulama*, Gebze Yüksek Teknoloji Enstitüsü Sosyal Bilimleri Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gebze, 2012.
- Kocaağa, Ö., *Ownership Structure And Corporate Governance In Turkish Stock Companies*, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, 2010.
- Serinkaya, İ., *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi Ekonometrik Bir Analiz*, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Niğde, 2008.

Kongrede Sunulan Yayınlar

- Aksu, M. ve A. Köseadağ, "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi", *1st International and 7th National Conference of Accountancy in Turkey: Corporate Governance and Auditing*, Antalya, Turkey, April 20-24, 2005.
- Ararat, M., "Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık", *6. Muhasebe Denetimi Sempozyumu, İSMMMO*, 16-19 Nisan, 2003.
- Bohren, O. and B. A. Odegaard, "Governance and Performance Revisited", *ECGI-Finance Working Paper No 28, EFA 2003 Annual Conference Paper No: 252*, 2003.
- Gürbüz, O., "Kurumsal Yönetim: Ülkemizde Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler", *7. Muhasebe Sempozyumu*, Belek/Antalya, 20-24 Nisan 2005.

- Koç, İ. Özlem, P. Yalin ve N. Yavuz, "AB'ye Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama", *Geleneksel Finans Sempozyumu*, 2004.
- Kurt M. ve M. Kayacan, "Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: Kurumsal Yönetim İlkelerinin İçerik Analizi", 4. *Ortadoğu İşletmecilik Kongresi*, 2005.
- Sakarya, Ş., D. Kutukız ve Y. Ülker, "Küresel Finansal Krizler Sonrası Kurumsal Yönetim Alanındaki Gelişmeler: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (İMKB XKURY) Bazında Bir İnceleme", *Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi II*, Malatya, 19-20 Nisan 2012.
- Zheka, V., "Does Corporate Governance Predict Firms' Performance? The Case of Ukraine", *2nd Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper, Social Science Research Network*, 2006.

Yasa Tasarı ve Tebliğler

- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), *Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik*, 26333 Sayılı Resmi Gazete, 2006.
- Cadbury Report*, The Financial Aspects of Corporate Governance, 1992.
- Greenbury Report*, Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury, 17 July 1995.
- Hampel Report*, The Committee on Corporate Governance: Final Report, 1998.
- Higgs Report*, Review of the role and effectiveness of non-executive directors, January 2003.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (BİST), *Kurumsal Yönetim Endeksi*, 2011.

- Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Mevzuatı*, Nisan 2008.
- OECD, Kurumsal Yönetim İlkeleri, *Kurumsal Yönetim Derneği ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü*, Yayın No. KYD-Y/2005-01-01, 2004.
- Sarbanex-Oxley Act 10*, Enhancing the Reliability of Financial Reporting and Audit Quality, 2002.
- Şehirli, K., *Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Araştırma Raporu*, SAYI: XIV-4/55-3, 1999.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Kurumsal Yönetim Tebliği*, 28871 Sayılı Resmi Gazete, (II-17.1, 2014), 2014.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine Ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ*, 28158 Sayılı Resmi Gazete, Seri: IV, No: 56, 2011.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ*, 27869 Sayılı Resmi Gazete, Seri: X, No: 22, 2011.
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), *Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğ*, 27133 Sayılı Resmi Gazete, Seri VIII, No: 54, 2009.
- Standard and Poor's Corporate Governance Scores and Evaluations*, Criteria, Methodology and Definitions, January, 2004.
- The Combined Code on Corporate Governance*, Financial Reporting Council, 2003.
- The Institute of Chartered Accountants of India*, Set up by an Act of Parliament, New Delhi, 2009.
- Türk Ticaret Kanunu*, 6102, Sayı 27846, Cilt 50, 2011.
- Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD), *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu, Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*, Yayın No. TÜSİAD-T/2002-12/336, Aralık 2002.

Türkiye Kurumsal Yönetim Deneği (TKYD), *İç Kontrol ve İç Denetim*, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları.

İnternette Yayınlanan Dergi Makaleleri

Abadie, A. and G. W. Imbens, Matching on the Estimated Propensity Score, <http://www.hks.harvard.edu/fs/aabadie/pscore.pdf> (12.11.2014).

Aktan, C. C., *Kurumsal Şirket Yönetimi*, www.canaktan.org, (08.12.2013).

Black, B., H. Jang and W. Kim, *Does Corporate Governance Affect Firm Value?: Evidence From Korea*, <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/black.pdf>, (08.06.2014).

Fontaine, C., A. Haarman and S. Schmid, *The Stakeholder Theory*, www.martoomily.com, (13.01.2015).

Li, L., T. Naughton and M. Hovey, *Review of Corporate Governance in China*, <http://ssrn.com/abstract=1233070>, (11.08.2014).

Manisalı Darman, G., *Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler, Kurumsal Yönetim Endeksi ve Kurumsal Yönetim Reytinci*, www.cgscenter.org, (07.03.2013).

Saravia, J. A. and J. J. Chen, *The Theory of Corporate Governance: A Transaction Cost Economics - Firm Lifecycle Approach*, <https://mail.sssup.it>, (06.05.2013).

Siddiqui, S. S., *The Association between Corporate Governance and Firm Performance - A Meta Analysis*, <http://ssrn.com/abstract=2424592>, (01.03.2015).

Vasilyev D. V., *Corporate Governance in Russia: Is There Any Chance of Improvement?*, www.imf.org, (01.05.2014).

Vo, D. ve T. Phan, *Corporate Governance And Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam*, http://www.murdoch.edu.au/School-of-Management-and-Governance/_document/Australian-Conference-of-Economists/Corporategovernance-and-firm-performance.pdf, (17.12.2014).

Diğer İnternet Kaynakları

www.boeckler.de

www.escape.library.uq.edu.au

www.spk.gov.tr

www.tkyd.org.com

www.saharating.com

www.kap.gov.tr

www.yenittk.com

www.ifac2014.org

www.ifac.org

www.icdenetimmerkez.com

www.borsaistanbul.com

www.abahe.co.uk

www.investopedia.com

<http://www.ats.ucla.edu/stat/r/dae/tobit.htm>

PCAOB, <http://pcaobus.org/About/Pages/default.aspx>, (23.08.2013).

Çalışma Raporları

Bebczuk, R. N., *Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina*, Latin American Research Network Working Paper, R-5/16, 2005.

- Becht, M., P. Bolton and A. Röell, *Corporate Governance and Control*, Nber Working Paper Series, Working Paper 9371, 2002.
- Beiner, S., W. Drobetz, M. M. Schmid and H. Zimmerman, *An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation Evidence From Switzerland*, European Corporate Governance Institute Finance Working Paper, 2004.
- Çatıkkaş, Ö., *Kurumsal Yönetim İlkeleri*, Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi, 2013.
- Casson, J., *A Review of the Ethical Aspects of Corporate Governance Regulation and Guidance in the EU*, Occasional Paper 8, Institute of Business Ethics in Association with ecoDa, 2013.
- Dennis, D. K. and J. J. MCCONNEL, *International Corporate Governance*, Purdue CIBER Working Papers, Paper 17, 2001.
- Holmstrom, B. R. and S. N. Kaplan, *The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?*, ECGI –Finance Working Paper, 2003.
- Javid, A. Y. and I. Robina, *Relationship Between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange*, Pakistan Institute of Development Economics (PIDE) Working Papers, 14, 2007.
- Kum, H. and T. Masterson, *Statistical Matching Using Propensity Scores: Theory and Application to the Levy Institute Measure of Economic Well-Being*, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 535, 2008.
- Li, K. and E. B. Broshko, *Corporate Governance Requirements in Canada and the United States: A Legal and Empirical Comparison of the Principles-Based and Rules-Based Approaches*, Sauder School of Business Working Paper, February 2006.
- Patrick, H., *Evolving Corporate Governance in Japan*, Working Paper No. 220, Working Paper Series Center on Japanese Economy and Business Columbia Business School, 2004.

Diğer Kaynaklar

- Abreu, M. and V. Mendes, *Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Evidence From EU Countries*, Porto Çalışma Tebliği, Sayı 122, 2002.
- Deloitte(a), *Aile Şirketleri İçin Adım Adım Kurumsal Yönetim*, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, Kurumsal Yönetim Serisi, İstanbul, 2007.
- Deloitte, *Nedir Bu Kurumsal Yönetim?*, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını, Kurumsal Yönetim Serisi, İstanbul, 2006.
- Deloitte(b), *Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları*, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Deloitte Ortak Yayını, Kurumsal Yönetim Serisi, s.1-20, İstanbul, 2007.
- European Commission, Commission Staff Working Document, *Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be Drawn From the Current Financial Crisis*, Best Practices, Green Paper, 669, 2010.
- Hong Kong Institute of Certified Public Accountants, *Internal Control and Risk Management*, A Basic Framework, 2005.
- Gücenme Gençoğlu, Ü.,Y. Özerhan ve S. Karabınar, *Türkiye Finansal Raporlama Standartları*, Sakarya Üniversitesi Sürekli Eğitim Uygulama ve Araştırma Merkezi, 2013.
- International Federation of Accountants (IFAC), *The Professional Accountants in Business Committee, Global Survey on Risk Management and Internal Control: Results, Analysis, and Proposed Next Steps*, February 2011.
- Kaya, Y. T., *Türk Bankacılık Sektöründe Kârlılığın Belirleyicileri: 1997-2000*, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, MSPD Çalışma Raporları 1, 2002.
- London Stock Exchange, *Investor Relations*, A Practical Guide, Marc 2010.

- Lorsch, J.W., A Progress Report on U.S. Corporate Governance, *One Issue Two Voices, Corporate Governance in Canada and the United States: A Comparative View*, Woodrow Wilson International Center for Scholars, 2006.
- Martins, R., F. R. Serra, A. S. Leite, M. P. Ferreira and D. LI, *Transactions Cost Theory influence in strategy research: A review through a bibliometric study in leading journals*, Center of Research in International Business & Strategy, Working Paper, 2010.
- McNally, By. J. S. and V. H. Tophoff, *Leveraging Effective Risk Management and Internal Control*, Strategic Finance, April 2014.
- Meydan C. M., *Kalkınma Ajansları Desteklerinin Değerlendirilmesi: Karşıt Durum Etki Değerlendirme Örneği*, Kalkınma Bakanlığı: Bölgesel Gelişme ve Yapısal Uyum Genel Müdürlüğü, Ankara, 2014.
- Oman, C., *Corporate Governance and National Development*, OECD Technical Papers, No. 180, 2001.
- Risk and Business Consulting, *Internal Audit, Guide to Internal Audit, Frequently Asked Questions About Developing and Maintaining an Effective Internal Audit Function*, The Institute of Chartered Accountants of India, What is an Internal Audit, 2009.
- The World Bank, *Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC), Corporate Governance Country Assessment*, May 2006.
- Tunay, B. ve A. M. Silpar, *Türk Ticari Bankacılık Sektöründe Karlılığa Dayalı Performans Analizi-II*, Araştırma Tebliğleri Serisi, Sayı 2, 2006.

