

**T.C.
BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ**

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ VE
BORSA'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN
KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ
ÇERÇEVESİNDE PERFORMANSLARININ
DEĞERLENDİRİLMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

ASİYE NUR ZENGİN

İSTANBUL, 2014

**T.C.
BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MBA (TÜRKÇE, TEZLİ)**

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ VE
BORSA'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN
KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ
ÇERÇEVESİNDE PERFORMANSLARININ
DEĞERLENDİRİLMESİ**

Yüksek Lisans Tezi

ASİYE NUR ZENGİN

Tez Danışmanı: YRD. DOÇ. DR. AYŞE DİLARA ALTIOK

İSTANBUL, 2014

T.C.
BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ

İLGİLİ ENSTİTÜ ADI
YÜKSEK LİSANS PROGRAM ADI

Tezin Adı: Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Borsa’da İşlem Gören Şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Performanslarının Değerlendirilmesi
Öğrencinin Adı Soyadı: Asiye Nur ZENGİN
Tez Savunma Tarihi: 09.01.2015

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak gerekli şartları yerine getirmiş olduğu Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından onaylanmıştır.

Yrd. Doç. Dr. Burak
KÜNTAY
Enstitü Müdürü
İmza

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak gerekli şartları yerine getirmiş olduğunu onaylarım.

Doç. Dr. Fatma ULUCAN
ÖZKUL
Program Koordinatörü
İmza

Bu Tez tarafımızca okunmuş, nitelik ve içerik açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak yeterli görülmüş ve kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri

İmzalar

Tez Danışmanı
Yrd.Doç.Dr. Ayşe Dilara ALTIOK

Üye
Yrd.Doç.Dr. Hümeyra ADIGÜZEL

Üye
Doç.Dr. Elif Akben ŞELÇUK

TEŐEKKÜR

Tez çalıőmam sűresince desteęini benden esirgemeyen, her aőamada yanımda olarak engin bilgisini ve tecrűbesini benimle paylaőan deęerli hocam Yrd. Doç. Dr. Ayőe Dilara Altıok'a ve yűksek lisans eęitimim boyunca yoluma ıőık tutan enstitű műdűrűműz Yrd.Doç. Dr. Burak Kűntay'a teőekkűrű bir borç bilirim.

Ayrıca çalıőmam boyunca beni yűreklendiren ve destekleyen saygıdeęer yűneticilerim Dr. Orcan űrtűk ve Dr. Őzgűr Uysal'a ve dűnyanın en anlayıőlı yűneticisi aynı zamanda en iyi dostlarından biri olan Nazlı Baőaran Bozkurt'a teőekkűrlerimi sunarım.

Son olarak onlar olmasa asla baőaramazdım... Desteklerini, dualarını benden hiçbir zaman esirgemeyen, sevgisi ve hoőęűrűsű sınırsız olan annem Gonca Zengin ve Babam Nurullah Zengin'e, hayatım boyunca ne yaptıysa yaptıęım, nereye gittiyse peőinden gittięim aęabeyim Emrullah Cihat Zengin'e, amca dedikleri baba yarısı ama benim için ondan çok daha fazlası olan sevgili amcam İbrahim Zengin'e, beni asla yalnız bırakmayan, űzűntűme sevincime ortak olan dostum Yaęmur Sır'a ve duaları olmadan yaőayamayacaęım babaannem Havva Zengin ve dedem Yaőar Zengin'e teőekkűr ederim.

Aralık, 2014

Asiye Nur ZENGİN

Anneannem ve Tomurcuk Annem'in aziz hatırasına...

ÖZET

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ VE BORSA'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ ÇERÇEVESİNDE PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Asiye Nur ZENGİN

MBA

Tez Danışmanı: Yrd.Doç.Dr. Ayşe Dilara ALTIOK

Aralık 2014, 68 sayfa

Kurumsal yönetim ilkeleri şirketlerin yönetim kurulu, çalışanları, hissedarları kısacası tüm paydaşları ile ilişkilerini düzenleyen kurallar bütünü olarak tanımlanabilir. Küreselleşen dünyada sermaye akımlarının önündeki engeller kalkmış, yatırımcılar zaman ve mekan sınırı olmaksızın dünyanın her yerinde istedikleri piyasalarda yatırım yapabilir hale gelmiştir. 1990'larda patlak veren şirket skandalları ise yatırımcıların yatırım kararı alırken kurumsal yönetim uygulamalarına uyum sağlamış olan şirketleri tercih etmesine neden olmuştur. Öte yandan hükümetler kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin çalışmalar başlatmış ve piyasaların etkin, güvenilir ve şeffaf olması için pek çok düzenleme getirilmiştir.

Bu çalışma küreselleşen dünyada değeri daha iyi anlaşılabilir kurumsal yönetim hakkında bilgi vermeyi, kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi açıklamayı amaçlamaktadır. Kurumsal yönetim yalnızca şirketin paydaşları ile ilişkilerini düzenleyen kurallar bütünü olarak görülmemelidir. Son yıllarda kurumsal yönetim ilkeleri ile şirket performansı arasındaki ilişki üzerine yoğunlaşan pek çok araştırma yapılmıştır.

Çalışma çerçevesinde kurumsal yönetim olgusu ve ülkemizde geldiği nokta üzerinde durulmuş ve Borsa İstanbul A.Ş.'de, Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin bilanço kalemleri ve hisse senedi performansları, endekse giriş öncesi ve sonrasında değerlendirilmiş ve kurumsal yönetim endeksinde yer almanın firmanın performansına katkısı olup olmadığı ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Araştırmada bağımlı değişken olarak firma performansının bir göstergesi olan Tobin's Q oranı kullanılmış olup panel veri analizi kullanılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim İlkeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, OECD, Borsa İstanbul A.Ş, Kurumsal Yönetim Endeksi, Şirket Performansı

ABSTRACT

PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE AND THE PERFORMANCE EVALUATION OF PUBLICLY TRADED COMPANIES WITHIN THE FRAMEWORK OF PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE

Asiye Nur ZENGİN

MBA

Thesis Advisor: Associate Professor Ayşe Dilara ALTIOK

December 2014, 68 pages

Principles of corporate governance can be described as rules that regulate relationships among board of directors, shareholders, employees briefly its every participants. In our globalized world, all obstacles faced by investors has been removed and they can invest in markets all over the world timeless and without any restriction. The corporate scandals that have occurred in 1990s have caused the investors prefer companies that have adopted the corporate governance disciplines while making investment decisions. On the other hand governments started analysis over corporate governance practices and made regulations to make markets more efficient, secure and transparent.

This study's purpose is to give information about corporate governance, which its value in the globalized world is better understood and describe relations between corporate governance practices and company's capital. Corporate governance should not only be defined as the rules that regulate relationships among stakeholders. In recent years many studies that emphasize the relation between management principles and performance of companies have been published.

Within the concept of this study, corporate governance phenomenon and its current status in our country was analyzed. Balance sheet items and stock performances of companies taking part in corporate governance index in Borsa İstanbul A.S, were evaluated before and after entering the index and whether or not it has any benefit on the performance of the company. In this research panel data analysis was implemented and Tobin's Q ratio, an indicator of company's performance, has been used as an dependent variable.

Key Words: Principles of corporate governance, Capital Markets of Board of Turkey, OECD, Borsa İstanbul A.S, Corporate Governance Index, Company Performance

İÇİNDEKİLER

TABLOLAR.....	ix
ŞEKİLLER.....	x
KISALTMALAR.....	xi
1. GİRİŞ.....	1
2.KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI.....	3
2.1 KURUMSAL YÖNETİM TANIM.....	3
2.2 KURUMSAL YÖNETİMİN KAVRAMSAL BOYUTLARI.....	4
2.2.1 Vekâlet Problemi ve Kontrat Teorisi.....	4
2.2.1.1 Hissedarlar ile yöneticiler arasındaki vekâlet problemi.....	6
2.2.1.2 Ana ve azınlık paylar arasındaki vekâlet problemi.....	8
2.2.2 Paydaş (Stakeholder) Teorisi.....	9
2.2.3 Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri.....	10
2.2.3.1 Eşitlik	10
2.2.3.2 Şeffaflık.....	11
2.2.3.3 Hesap verebilirlik.....	11
2.2.3.4 Sorumluluk.....	11
2.2.4 Kurumsal Yönetim İlkelerinin Önem Kazanması: Şirket Skandalları.....	11
2.2.4.1 Enron skandalı.....	12
2.2.4.2. Worldcom skandalı.....	12
2.2.5 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	14
2.2.6 Dünyada Kurumsal Yönetim Uygulama Modelleri	15
2.3 KURUMSAL YÖNETİMİN MALİYETİ VE GEREKLİLİKLERİ.....	17
2.3.1 Şirketler Açısından Potansiyel Maliyet Unsurları.....	17
2.3.2 Düzenleyici Kuruluşların Katlandığı Maliyetler.....	19
2.3.3 Kurumsal Yönetimin Faydaları.....	19
2.3.3.1 Yönetimde oluşacak anlaşmazlıkların çözümü.....	20
2.3.3.2 Dış ve iç baskıyla yüzleşmek ve cevap vermek.....	20
2.3.3.3 Şirket derecelendirme notunu iyileştirme çabası.....	20
2.3.3.4 Birleşme ve devralmaların artması.....	21
2.3.3.5 Düşük sermaye maliyeti.....	21

2.3.3.6 Pay sahiplerinin isteklerini dengelemek.....	21
2.3.3.7 Diğer faydalar.....	22
3. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN ÇALIŞMALAR.....	24
3.1 KURUMSAL YÖNETİM EN İYİ UYGULAMA KODU.....	25
3.2 SPK TARAFINDAN KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	26
3.2.1 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ve 2008 Düzenlemesi.....	26
3.2.2 SPK 2011 Düzenlemeleri.....	29
3.2.3 Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve 2014 Kurumsal Yönetim İlkeleri..	31
3.3 TÜRK TİCARET KANUNU’NDA KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN DÜZENLEMELER.....	33
3.4 MERKEZİ KAYIT KURULUŞU A.Ş. VE KURUMSAL YÖNETİM.....	36
3.4.1 Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı.....	37
3.4.2 E-Cas: Yatırımcı Uyarı Sistemi.....	40
3.4.3 E-Veri: Sermaye Piyasaları Veri Bankası.....	40
3.4.4 E-Genel Kurul: Elektronik Genel Kurul Sistemi.....	42
3.4.5 E-Şirket: Şikayetler Bilgi Portalı.....	43
3.4.6 Kamuyu Aydınlatma Platformu.....	44
4. KURUMSAL YÖNETİM VE ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİSİ.....	46
4.1 TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRMESİ.....	46
4.2 ŞİRKET DEĞERİ VE KURUMSAL YÖNETİM DEĞERLEME YÖNTEMLERİ.....	47
4.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi.....	48
4.2.2 Net Aktif Değeri.....	49
4.2.3 Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi.....	49
4.2.4 Tobin’s Q.....	50
4.3 KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI İLE ŞİRKET DEĞERİ ARASINDA İLİŞKİYİ ARAŞTIRAN DAHA ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR.....	50
5. KURUMSAL YÖNETİM VE ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNE BİST XKURY’DE BİR UYGULAMA.....	54
5.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI.....	54

5.2 ARAŞTIRMANIN DEĞİŞKENLERİ.....	57
5.3 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	60
5.4 ARAŞTIRMA BULGULARI.....	62
6. SONUÇ.....	66
KAYNAKÇA.....	69
ÖZGEÇMİŞ.....	77

TABLolar

Tablo 2.1: Şirket skandallarında kurumsal yönetim zaafiyetlerinin varlığına ilişkin bulgular.....	13
Tablo 2.2: Kıta Avrupası Modeli ve Anglo Sakson Modeli karşılaştırması.....	16
Tablo 2.3: Kurumsal yönetimin potansiyel fayda ve maliyetleri.....	22
Tablo 3.1: Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihçesi.....	25
Tablo 4.1: Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yetkisi Almış Kuruluşlar.....	47
Tablo 5.1: Araştırma Kapsamına Dahil Olan Şirketler.....	54
Tablo 5.2: Endekse Giriş Tarihleri.....	54
Tablo 5.3: Endeks Notları.....	56
Tablo 5.4: Değişkenler.....	57
Tablo 5.5: Tanımlayıcı İstatistikler 1.....	62
Tablo 5.6: Tanımlayıcı İstatistikler 1.....	62
Tablo 5.7: Hausman Test İstatistiği Sonuçları.....	64
Tablo 5.8: Analiz Sonuçları.....	64

ŞEKİLLER

Şekil 3.1: RISE Endeksi 20.11.2009 -14.11.2014 tarihleri arası tüm yatırımcılar..	41
Şekil 3.2: RISE endeksi 2009-2014 yerli yatırımcı.....	41
Şekil 3.3: RISE endeksi 2009-2014 yabancı yatırımcı.....	42

KISALTMALAR

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
Borsa	:	Borsa İstanbul A.Ş.
BİST	:	Borsa İstanbul A.Ş.
e-CAS	:	Yatırımcı Bilgilendirme ve Uyarı Sistemi
e-GKS	:	Elektronik Genel Kurul Sistemi
e-VERİ	:	Sermaye Piyasaları Veri Bankası
e-YÖNET:		Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KHK	:	Kanun Hükmünde Kararname
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
OECD	:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
RISE	:	Risk İştahı Endeksi
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	:	Sermaye Piyasası Kanunu
TBMM	:	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	:	Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
TÜYİD	:	Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği
XKURY	:	Kurumsal Yönetim Endeksi

1. GİRİŞ

Kurumsal yönetimle ilgili farkındalık son yıllarda oldukça artmıştır. 1999 yılında OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlaması ile birlikte dünyada kurumsal yönetim ile ilgili standartlar oluşmaya başlamıştır. Ancak kurumsal yönetime olan ilginin artmasına asıl neden olan olaylar 2000'li yılların başlarında yaşanan Enron, Worldcom gibi büyük şirket skandalları sonucu şirketlerin iflas etmesi , yatırımcıların ve diğer menfaat sahiplerinin bu olaydan oldukça zarar görmesi gösterilebilir. Yaşanan bu hadiseler kurumsal yönetime olan ihtiyacı gözler önüne sermiştir. Gelişmiş piyasalarda yaşanan bu skandallar sadece gelişmekte olan ülkelerde değil gelişmiş ülkelerde de kurumsal yönetime ihtiyaç olduğunun farkına varılmasını sağlamıştır. Özellikle küreselleşmenin hız kazanmasıyla birlikte sermayenin önündeki engeller kalkmış ve yatırımcılar dünyanın her yanında yatırım yapabilir hale gelmiştir. Bu çerçeveden bakıldığında iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olan ülkelerin bu sermaye akımlarından daha öncelikli olarak yararlandığı görülmektedir. Yabancı yatırımcılar daha iyi kurumsal yönetim uygulaması olan şirketlere yatırım yapmayı tercih etmekte, bu sayede şirketler daha az maliyetle fon sağlamaktadır. Bunun yanı sıra gelişen dünyada şirketlerde yönetimin profesyonelleşmesi eğilimi ile birlikte yönetim ve sahiplik yapısı birbirinden ayrılmaya başlamış bu da beraberinde çıkar çatışmalarını getirmiştir. Literatürde vekalet problemi olarak adlandırılan bu sorunun çözümüne ilişkin öneriler de yine Kurumsal yönetim kavramının ve kurumsal yönetim ilkelerinin gelişmesini sağlamıştır.

Ülkemizde de son 10 yılda kurumsal yönetime olan ilgi artmıştır. İlk olarak 2002 yılında Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından "Kurumsal Yönetimin En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşlevi" çalışması yayımlanmıştır. Daha sonra 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) "Kurumsal Yönetim İlkeleri"ni yayımlanmış ve halka açık şirketler için uygulama ya da uygulamıyorsan açıkla zorunluluğu getirilmiştir. Şirketlere her yıl açıklayacakları kurumsal yönetim uygulamalarına uyum raporunda ilkelere uyup uymadıklarını uymadılarsa neden uymadıklarını açıklamak zorunluluğu getirilmiştir. 2006 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) bankalar açısından kurumsal

yönetim düzenlemeleri yapmıştır. 2011 yılında SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerinde yirmi tane ilke uyulması zorunlu ilke olarak yayınlanmıştır. Artık SPK'ya uyum zorunluluğu olan ilkelere aykırılık tespit edilmesi halinde yaptırım uygulama yetkisi verilmiştir. Diğer ilkeler için ise uy ya da açıkla kuralı geçerlidir. SPK düzenlemelerinin yanı sıra 2012 yılında yürürlüğe giren Türk Ticaret Kanunu (TTK) da kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler getirmiştir. Ayrıca 2007 yılında da Borsa İstanbul A.Ş. (Borsa)'da Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur. Endeksteeki şirketlerin her yıl kurumsal yönetime uyum puanları açıklanmaktadır.

Kurumsal yönetim düzeyinin ölçülmesine ilişkin dünya çapında pek çok araştırma yapılmıştır. Bu analizlerin amacı yatırımcıların yatırım yapmayı düşündükleri şirketleri daha iyi analiz etmesine yardımcı olmak olduğu kadar aynı zamanda şirketlerin performansları ile kurumsal yönetim uygulamalarının doğrudan bir bağının olup olmadığını ortaya koymaktadır.

Bu çalışma kapsamında öncelikle kurumsal yönetim kavramı ve kapsamı üzerinde durulacak, kurumsal yönetim ilkeleri ve bu ilkeleri açıklayan yaklaşımlar hakkında kısaca bilgi verilecektir. Daha sonra kurumsal yönetim ilkelerinin firmalar açısından oluşturduğu potansiyel maliyetler ve faydalar üzerinde durulacaktır. Daha sonra yukarıda kısaca bilgi verilmiş olan Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerinin gelişimi ve geline aşama hakkında bilgi verilmeye çalışılacaktır. Aynı zamanda Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerinin gelişmesi için önemli katkılar sağlamış olan Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş (MKK) nin katma değerli projeleri hakkında da kısaca bilgi verilecektir. Son olarak çalışmanın ampirik kısmında ise kurumsal yönetim ilkeleri ve Borsa da işlem gören şirketlerin bilanço ve gelir tablosu kalemleri ile hisse senedi performansları ve kurumsal yönetim değişkenleri çerçevesinde performanslarının değerlendirilmesi üzerinde durulacaktır.

2. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI

2.1.KURUMSAL YÖNETİM TANIMI

Kurumsal yönetimin tüm dünyada geçerli tek bir tanımı bulunmamaktadır. Ancak kurumsal yönetimin gelişimine en büyük katkıyı yapan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD, 1999), kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır: Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi içermektedir. Kurumsal yönetim şirkette bulunan yönetim kurulu, yöneticiler, menfaat sahipleri, pay sahipleri gibi gruplar arasında sorumluluk ve hak dağıtımını belirlemekte ve şirketin hedefleri için karar alma mekanizmaları ile ilgili kurallar ve prosedürler belirlemektedir. Ayrıca kurumsal yönetim şirketin hedeflerinin nasıl belirleneceğini ve bu belirlenen hedeflere nasıl ulaşılabileceğini belirlemektedir.

Alp ve Kılıç'a göre kurumsal yönetim nerede ne amaçla ve kim tarafından kullanıldığına veya buna ilişkin ilkelerin hangi kuruluş tarafından yayımlandığına bağlı olarak değişik şekillerde tanımlanabilir. (2014)

Kurumsal yönetimin tanımı şirketin yönetim çerçevesinin, hissedarlarının ve diğer paydaşlarının beklentileri dikkate alınarak sürdürülebilir değer yaratacak şekilde tasarlanmasıdır. (Alp ve Kılıç, 2014)

Alacaklıoğlu'nun tanımına göre kurumsal yönetim, bir şirketin idare ve kontrol edilmesine etki eden süreçler, gelenekler, politikalar, kanunlar ve kurallar toplamıdır. Kurumsal yönetim aynı zamanda paydaşlar arasındaki ilişkileri ve yönetilen kurumun hedeflerini kapsamaktadır (2009).

Pauly ve Reich'in tanımına bakacak olursak, kurumsal yönetim firma sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, kredi kuruluşları, tedarikçileri, çalışanları ve müşterileri içeren işletmenin çeşitli paydaşları arasındaki iç ilişkilerine yol gösteren geniş çaplı kurallar ve normlar bütünüdür (1997).

Shleifer ve Vishny'e göre ise kurumsal yönetim, bir şirkete finans sağlayan yatırımcıların yatırımlardan bir kazanç sağlama konusunda kendilerini güvende hissetmelerini sağlayan yollarla ilgilidir (1997).

Kısaca kurumsal yönetim, bir şirketin yönetim kurulu, ortakları ve diğer menfaat sahipleri yani paydaşları arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Amacı şirketin herhangi bir grup paydaşının menfaatinin diğer grupların önüne geçmesini engellemektir. Yapılacak olan tanım ülkeden ülkeye, sektörden sektöre, ekonomik yapıya, toplumsal ve kültürel faktörlere, şirketlerin ortaklık yapılarına göre farklılık gösterebilecektir.

2.2 KURUMSAL YÖNETİMİN KAVRAMSAL BOYUTLARI

Kurumsal yönetimin ortaya çıkışı ile ilgili çeşitli teorik yaklaşımlar bulunmaktadır. Vekalet teorisi, paydaş teorisi, temsil teorisi, yönetsel egemenlik teorisi gibi pek çok yaklaşım literatürde yer almaktadır. Bunlardan en önemli olanlarının ve uygulamada en çok kabul görenlerinin vekâlet problemi ve kontrat teorisi ile paydaş teorisi yaklaşımı olduğu söylenebilir. Bu bölümde bu teoriler açıklanacaktır.

2.2.1 Vekâlet Problemi ve Kontrat Teorisi

Kurumsal yönetimin var oluşunun temelinde üretim faktörleri arasında oluşturulan kontratlar nedeniyle ortaya çıkan vekalet problemini ortadan kaldırmak bulunmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997). Üretim faktörleri şirketlerin mal veya hizmet üretmek için kullandığı doğal kaynaklar, hammadde, sermaye, iş gücü ve girişimciyi ifade etmektedir. Vekâlet teorisinin gelişmesi kontrat teorisinin gelişimiyle birlikte olmuştur. Vekâlet problemine literatürde ilk kez Berle ve Means'in 1932 yılında modern şirketler üzerinde yaptıkları araştırmada rastlanmaktadır. Kontrat teorisi ise ilk defa 1937 yılında Coase tarafından literatüre sokulmuştur. Daha sonra Jensen ve Meckling (1976) ve Fama ve Jensen (1983) tarafından geliştirilmiştir. Fama'ya göre (1980) şirketler her birinin kendi faydasını maksimize etmeye çalıştığı üretim faktörlerinin birbirleri arasında oluşturmuş oldukları kontratlar bütünüdür. Jensen ve Meckling (1976) vekâlet ilişkisini; bir veya daha fazla asilin başka kişileri kendilerine hizmet etmeleri için yetkilendirmeleri ve onları karar alma mercii olarak atamaları olarak tanımlamaktadır. Asil ve vekil grubunun amacı kendi faydalarını maksimize etmektir. Dolayısıyla vekil her durumda asil için en iyi olanı yapmayabilecektir. Bu durumda asilin istedikleriyle vekilin yaptıkları çatışacaktır. Bu bağlamda Jensen ve Mackling (1976) asillerin doğru teşviklerle veya onları gözlemleme maliyetine katlanarak vekillerin asillerin hedeflerine aykırı hareket etmelerinin önüne geçebileceğini belirtmektedir. Bazı durumlarda ise

buna ek olarak, vekilin asillerin çıkarlarına aykırı hareket etmesini önlemek veya aykırı ettiği durumda ise kayıplarını telafi etmek için vekillerin sigortalama maliyetlerine katlanmaları gerekir. Ancak bu durumlarda bile sıfır maliyetle vekilin asilin çıkarları doğrultusunda hareket edeceğinin garantisi yoktur. Bu maliyetler çoğu durumda pozitifdir. Bunlara ek olarak vekilin aldığı kararlar ile asilin refahını maksimize edecek kararlar arasında fark olacaktır. Bu da bir maliyet olarak ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak Jensen ve Meckling vekâlet maliyetini asilin gözetleme maliyeti, vekilin sigortalama maliyeti ve artık maliyetin toplamı olarak tanımlamıştır (1976).

Vekâlet problemine kontrat teorisi açısından bakacak olursak Fama ve Jensen'e göre (1983), vekâlet probleminin ortaya çıkış nedeni kontratların oluşturulmasının ve uygulanmasının maliyetsiz olmayışıdır. Onlara göre vekâlet maliyeti yapıyı oluşturma, onu gözetlemek ve çıkar çatışmalarıyla ilgili vekillerle oluşturulacak kontratlardan oluşmaktadır. İdeal olan durum, asil ile vekil arasında mükemmel bir kontrat imzalanmasıdır (Shleifer ve Vishny, 1997). Ancak mükemmel bir kontrat oluşturabilmek için gelecekte oluşabilecek tüm çıkar çatışmalarını tahmin etmek ve bunlara yönelik alınacak aksiyonları kontrata dahil etmek gerekir. Ancak oluşabilecek her ihtimali önceden bilmek mümkün olmadığı için böyle bir kontrat yapmak mümkün değildir. Bu nedenle kontrattan doğan hakları Grossman ve Hart 1986 yılında ikiye ayırmışlardır: spesifik haklar ve artık haklar. Spesifik haklar kontratta belirlenen koşullar ortaya çıktığında kullanılacak haklardır. Artık haklar ise kontratta yazmayan koşullar sonucunda oluşacak durumlarda kullanacak hakları ifade etmektedir. Kontrata spesifik hakları yazmanın maliyeti yüksek olduğu durumlarda artık hakların tek bir tarafta olmasının daha optimaldir. Ancak tüm ayrık haklar tek tarafta olduğunda ise bu haklar karşı taraf için yitlik durumda olmakta ve bu da şirkette bozulmalara neden olabilmektedir. Dolayısıyla artık hakların dağıtımını önem arz etmektedir.

Sonuç olarak vekalet teorisi şirketin sahipleri (hissedarları) ile yönetim arasındaki ilişkiyi vekalet sözleşmesinin tarafları olan "müvekkil" ile "vekil" arasındaki ilişki olarak tanımlanmaktadır. (Alp ve Kılıç 2014) Yukarıda da belirtildiği gibi sahiplik ve yönetimin birbirinden ayrılması çeşitli maliyetleri beraberinde getirmekte olup bu maliyetlere kurumsal yönetim çare olarak düşünülmektedir.

Vekalet problemine “Hissedarlar ile Yöneticiler Arasındaki Vekâlet Problemi” ve “Ana ve Azınlık Paylar Arasındaki Vekâlet Problemi” olarak iki açıdan bakılabilir. Aşağıda bu açıdan konu ele alınacaktır.

2.2.1.1 Hissedarlar ile yöneticiler arasındaki vekâlet problemi

İki kişinin bir arada iş yaptığı her ortamda bir vekâlet probleminden bahsedilebilir (Grossman ve Hart, 1986). Şirketlere baktığımızda ise, vekâlet problemi yöneticiler ile hissedarlar arasında, tüm yönetici pozisyonları arasında, küçük hissedarlarla büyük hissedarlar arasında görülebilmektedir. Ancak bunlar arasında en çok tartışılanı hissedarlar ile yöneticiler arasında olan vekâlet problemidir. Vekâlet maliyeti daha önce de bahsedildiği gibi sahiplik ile kontrolün birbirinden ayrılmasından kaynaklanmaktadır. Günümüz modern şirket yapılarında sahiplik ile kontrolün ayrıldığı sıklıkla görülmektedir. Sermaye piyasalarının gelişmesiyle birlikte yatırımcılar yatırımlarını çeşitli şirketler arasında düşük maliyetlerle dolaştırabilmektedir (Fama, 1980). Portföy teorisine göre, yatırımları çeşitli şirketler arasında çeşitlendirerek riski minimize edilebildiği için yatırımcılar tek bir şirketin nasıl yönetildiğiyle ilgilenmemektedir. Diğer yandan vekiller şirketi yönetmek için gerekli yetenek ve bilgi birikimine sahiptir ve bu insan kaynağını şirkete, şirketin performansına bağlı uygun oranda kullanılmaya isteklidir. Sonuç olarak yatırımcılar da şirkette yönetimde veya gözetimde rol alacak kaliteye ve isteğe sahip değildir ve yönetim ve karar kontrol haklarını devretmeye isteklidir (Fama ve Jensen, 1983). Bunun sonucunda sahiplik ile kontrol ayrılınca hissedarlar ile yöneticiler arasında vekâlet problemi baş göstermeye başlamaktadır. Yöneticiler kendi faydalarını maksimize etmeye çalıştıklarından aldıkları kararlarda asil için en iyi olan yerine kendi faydaları için iyi olanı yapmaya başlamakta ve asilin mal varlığında azalmalar olmaya başlamaktadır. Shleifer ve Vishny (1997), asil ile vekil arasında yapılan kontratta belirtilmemiş durumların ortaya çıktığı durumlarda kullanılacak olan artık hakların asilde olmasının optimal olduğunu belirtmiştir ancak asilin bu haklarını kullanması gerekli yetenek ve bilgi eksikliği nedeniyle mümkün değildir. Bu şartlar altında artık hakların büyük çoğunluğu vekillerin elindedir ve bu hakların verdiği yetkiyi şirket kaynaklarını istediği gibi dağıtmasına neden olacaktır. Vekiller kendi faydalarını maksimize etme gayesi taşıdıklarından bu fırsatı, asilin varlıklarına el koymak için kullanacaktır. Bu varlıklara el koyma çeşitli yöntemlerle olabilmektedir. Shleifer ve Vishny (1997) bunun ülkelere

göre değişebileceğini söylemiştir. Yatırımcıların iyi korunmadığı ülkelerde bu doğrudan şirketlerden nakit kaçırma veya transfer fiyatlandırmasını kullanma gibi daha doğrudan olabilmektedir. Yatırımcı dostu olan ülkelerde ise yöneticiler asillerin varlıklarını kaçırmak için daha dolaylı yollar seçmektedir. Bunlar şirketi potansiyel büyüme oranından daha fazla büyütme, nakit yaratıcı operasyonlara ağırlık vermek gibi yollar olabilmektedir. Şirketin büyüme potansiyeli tüm üretim faktörlerinin en etkin şekilde kullanılması durumunda şirketin yakalayacağı büyüme oranıdır. Şirketin bu oranın üzerinde büyümesi şirketin uzun dönemde zararına olacaktır. Ancak yöneticilerin şirketle olan kontratları kısa vadeli olduğu için uzun dönemde şirketin istikrarlı büyümesinden kısa dönemde hızlı ve sağlıklı büyümesine odaklanabilmektedir. Şirketlerin net işletme sermayesinin yüksek olması şirketin fon yaratma konusunda başarısını gösterir ve yatırımcılar arasında olumlu yorumlanabilir. Ancak net işletme sermayesinin rakiplerine göre yüksek olması kaynakların atıl olarak beklenmesi ve yatırıma dönüşmesini engellemektedir.

Asil ile vekil arasındaki çıkar çatışmalarının önüne geçebilmek ve etkin bir gözetim sistemi kurulması adına asil ile vekil arasında vekili teşvik edici kontratlar düzenlenmesi gerekir (Jensen ve Meckling, 1976). Bu teşvik edici kontratlar yöneticilerin belirli fiyattan şirketin hisselerini alma hakkı tanıyan opsiyon sözleşmeleri olabilir. Bu sözleşme sayesinde yöneticiler ellerindeki opsiyon hakkını kullanmak ve kar elde edebilmek adına şirketin hisse senedi fiyatını satın alma hakkı olan fiyattan daha yukarı çıkarmalıdır ki elindeki hakkı kullanarak piyasadan daha ucuza hisse senedi satın alıp daha sonra bunu piyasa fiyatından satıp kar edebilsinler. Bunun için de şirketin performansını arttırmaları gerekmektedir. Teşvik edici bir diğer yol ise yöneticileri hissedar yapmaktır.

Bu yolla şirketin hissedarı olan yöneticiler şirketi yönetirken kendi faydaları ile asillerin faydaları kesişir ve çıkar çatışması ortadan kalkar. Bir diğer yöntem de eğer yöneticinin performans değerleri düşerse onların sözleşmelerini feshetmekle tehdit etmektir (Fama, 1980). Bu tür teşvik edici kontratlar şirketlerde sıklıkla görülmektedir.

Asil ile vekil arasındaki vekâlet sorununu çözmek için vekilin kararlarını kontrol etmek etkili bir yol olarak gözükmektedir. Ancak ortaklık payları çok fazla hissedar arasında dağıldığı zaman, her bir hissedar tarafından ayrı ayrı karar kontrolüne katılmak

mümkün olmamakta ve daha önce de bahsedildiği gibi hissedarların büyük çoğunluğunun bu konuda bilgi, beceri ve istekleri de bulunmamaktadır. Fakat şirketin ortaklık yapısında belirli hissedarlarda yoğunlaşma varsa, bu karar kontrolünü hissesi yoğun olan ortak yapmalıdır (Fama ve Jensen, 1983). Ortaklık payı yüksek olan hissedarlar şirketin karar ve stratejilerini etkileyebilecek kontrol gücüne sahip oldukları için asil ile vekil arasındaki vekâlet probleminin azaltılmasına yardımcı olabilirler (Shleifer ve Vishny, 1997). Ancak ortaklık paylarının bazı hissedarlarda yoğunlaşması başka bir vekâlet sorununu ortaya çıkarmaktadır. Bu konu bir sonraki başlıkta da inceleneceği üzere ana ortakla azınlık ortaklar arasındaki vekâlet problemidir.

2.2.1.2 Ana ve azınlık paylar arasındaki vekâlet problemi

Şirket hisselerinin belirli kişilerde yoğunlaşması sayesinde asil ile vekil arasındaki vekâlet maliyeti ana ortak tarafından azaltılabilir. Ancak bu durum yararının yanında bir başka vekâlet problemine neden olabilir. Ana ortakla azınlık paya sahipler arasında vekâlet problemi ortaya çıkabilir. Shleifer ve Vishny (1997), birçok ülkedeki modern şirketlerde hissedar yoğunlaşmasının oldukça yaygın olduğunu ve şirketi kontrol gücüne sahip ana ortak ile azınlık ortaklar arasında vekâlet probleminin sıklıkla görüldüğünü belirtmişlerdir. Özellikle Kıta Avrupası ülkelerinde ortaklık paylarının çok dağılmadığı genellikle belirli kişilerde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu ülkelerde aile şirketlerinin yoğun olduğu gözlenmektedir. Ana ortaklar kendi çıkarları için çalışmaktadır ve bu çıkarları da her zaman diğer ortaklarıkiyle aynı olmayabilir. Bu durumda sahip olduğu kontrol haklarını kendi mal varlığını maksimize etmek için kullanacaktır. Bu çerçevede şirkette kontrol hakkını elinde bulunduran bir ana ortağın olmasının bazı maliyetleri olmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997). Bunlar doğrudan olabildiği gibi dolaylı da olabilir.

Şirketteki ana ortaklar şirketin nakit akımlarının kontrolünü ellerinde bulundurdukları durumda, kendilerini harcamalarda öncelikli olarak göreceklerdir. Bu durum özellikle kendi hisselerinin oy hakkı imtiyazı bulunuyorsa veya şirketi hiyerarşik bir yapıyla yönetiyorlarsa ortaya çıkmaktadır (Grossman ve Hart, 1986). Bu durumlarda ana ortak nakit akımlarını hissedarların pay oranlarına göre değil sadece kendileri için kullanacaktır çünkü yapmak için sadece isteği değil ayrıca bunu yapabilecek yetkisi de vardır. Bunu kendi hissesine özel kar payı dağıtarak yapabileceği gibi kendisinin

kontrol ettiği diğer Şirketlerle iş ilişkileri kurarak da yapabilmektedir. La Porta vd. (2000) firmada ana ortakları ve yöneticileri iğeridekiler ve kredi verenlerle azınlık ortakları ise dıŐarıdakiler olarak tanımlamıştır. İğeridekilerden ana ortak da olsa yöneticiler de olsa Şirketi kontrol etmek için gerekli kontrolü ele geçirdiklerinde zarar gören her zaman dıŐarıdakiler olacaktır. Bu yüzden dışarıdaki yatırımcılar yasalarla korunmalıdır (La Porta vd. 2000).

2.2.2 Paydaş (Stakeholder) Teorisi

Paydaş kelimesi ilk olarak 1963'te Stanford Araştırma Enstitüsünde yapılan bir bildiriadaki yönetim literatüründe kullanılmıştır. Paydaşlar, hissedarları, sendikaları, finansal kurumları, çalışanları, müşterileri, tedarikçileri ve toplumu iğeremektedir. Yani kısaca, paydaşlar örgütün amacına ulaşmasını etkileyen ya da bundan etkilenen tüm grup ve kiŐilerdir (Freeman, 2010).

Seksenli yıllarda Şirketlerin toplumdaki yeri ve görevinin ne olduğu tartışılmaya başlanmıştır. Özellikle gelişmiş ölkelerde bireylerin ve organizasyonların etik kurallara olan ilgisi artmıştır. Bunun sonucu olarak Şirketler tarafından doğaya verilen zararlar, çalıŐanlara karşı uygunsuz davranışlar, müşteri memnuniyetsizliğine yol açan veya onları tehlikeye atan üretim hataları medyada yer almaya başlamıştır. Yatırımcılar ve yatırım fonu yöneticileri yatırım kararı alırken ekonomik verilerin yanında Şirketlerin sosyal sorumluluğunu da dikkate almaya başlamıştır. Tüketiciler satın alma kararlarında Şirketlerin sosyal performansları konusunda daha hassas hale gelmiştir (Harrison ve Freeman, 1999). Son yıllarda evre konusunda hassas yatırımcılar için sadece doğaya zarar vermeyen Şirketlerin portföyünde yer alabildiği yeşil yatırım fonları (green funds) kurulmuştur.

Paydaş yaklaşımına göre yöneticiler Şirketin tüm paydaşlarını tatmin edecek süreçleri tasarlamalı ve uygulamaya koymalıdır. Bu yaklaşımın amacı, hissedarlarla, çalıŐanlarla, müŐterilerle, tedarikçilerle, topluluklarla ve diğer gruplarla olan ilişkileri ve onların çıkarlarını uzun dönemde Şirketin başarısını sağlayacak Şekilde yönetmektir (Harrison ve Freeman, 1999).

Paydaş teorisinin 3 temel yaklaşımı vardır. Bunlar, kuralcı (normatif) yaklaşım, tanımlayıcı (betimsel) yaklaşım ve araçsal yaklaŐımdır (Donaldson ve Preston, 1995).

Tanımlayıcı (betimsel) yaklaşım, şirketin spesifik karakteristik özelliklerinin ve davranışlarının ne olduğunu tanımlayan, bazen de açıklayan bir model sunmaktadır (Donaldson ve Preston, 1995).

Araçsal yaklaşım, şirketin paydaş yönetimi ile şirketin büyüme, karlılık gibi geleneksel hedeflerine ulaşması arasındaki bağlantıyı incelemektedir. Kullanılan yöntem ne olursa olsun araştırmaların amacı şirketin paydaş yönetim politikaları ile şirketin geleneksel hedeflerine ulaşmada diğer yaklaşımlardan daha iyi olduğunu veya en az onlar kadar iyi olduğunu göstermektir (Donaldson ve Preston, 1995).

Kuralcı (normatif) yaklaşım, şirketlerin fonksiyonlarını, şirketin operasyonlarıyla ve yönetimiyle ilgili ahlaki ve felsefi ilkeleri ortaya koymaktadır (Donaldson ve Preston, 1995). Bu yaklaşıma göre, hiçbir paydaş diğer paydaşlardan daha üstün ayrıcalıklara sahip değildir. Pay sahipleri, sermaye yatırımları üzerinde adil bir kar hakkına sahiptir. Çalışanlar, adil ücret hakkına sahiptir ve müşteriler de verdikleri fiyat karşılığında kaliteli bir ürün alma hakkına sahiptir (Saint, 2005).

Paydaş teorisi, literatürde şirketlerin, çok sayıdaki paydaş çıkarı arasındaki dengeyi sağlamalarının çok zor olduğu gerekçesiyle eleştirilmektedir (Maher ve Andersson,1999).

2.2.3 Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri

Kurumsal Yönetimin temel ilkeleri eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk, disiplin, bağımsızlık ve sosyal sorumluluk olarak sıralanabilir. Ancak bunların içerisinde genellikle eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları kurumsal yönetimin temel kavramları olarak kabul edilmektedir.

2.2.3.1 Eşitlik

Paydaş teorisi bölümünde de anlatıldığı üzere, eşitlik ilkesine göre şirket tüm paydaşlarına (pay sahipleri, çalışanlar, yönetim kurulu, tedarikçiler, müşteriler, çevre sakinleri, doğa, devlet vs.) karşı eşit mesafede olmalı ve hepsine eşit davranmalıdır.

Azınlık hissedarları ve yabancı ortaklarda dahil olmak üzere, hissedar haklarının korunması bu ilke altında incelenmektedir. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2011 s.16)

2.2.3.2 Şeffaflık

Bushman vd. (2004) şeffaflığı firma özelindeki bilgilerin dışarıdaki yatırımcılar ve paydaşlar tarafından erişilebilirliği olarak tanımlamıştır. Black (2001), güçlü sermaye piyasalarının oluşması için, azınlık pay sahiplerinin şirketin işlemleri hakkında yeterince bilgi sahibi olması ve şirket yöneticileri ve büyük pay sahipleri tarafından, yatırımlarının değerini düşürecek kararlar almalarını engelleyecek kompleks hukuki ve kurumsal yapıların olması gerektiğini belirtmiştir. Bunu sağlamak için şirketlerin şeffaf olması ve yatırımcının kararlarını etkileyebilecek her türlü bilgiyi tam, zamanında, doğru ve güvenilir bir şekilde pay ve menfaat sahiplerine ulaştırması gerekmektedir. Şirketler şeffaflığın gereklerine uymadıklarında piyasada asimetrik bilgi oluşacaktır.

2.2.3.3 Hesap verebilirlik

Kurumsal Yönetim anlayışına göre, Yönetim Kurulunun tek hesap vereceği mercii sadece genel kurul değildir. Yönetim kurulu tüm paydaşlarına karşı aldığı kararlar için hesap verebilmelidir.

2.2.3.4 Sorumluluk

Sorumluluk kavramı ise şirket faaliyetlerini yürütürken alınan kararların, uygulamaların şirketin ana sözleşmesine, yönetmeliklere, mevzuata uygun olmasını ve bu uygunluğun denetlenmesi gerekliliğini belirtir.

Kurumsal yönetim ilkeleri, kanunların sorumluluk açısından asgari standartlar olduğunu, gerçek anlamda sorumlu şirket davranışının ise kanunların ötesine geçilerek yerine getirileceğini vurgulamaktadır. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2011 s.16)

2.2.4 Kurumsal Yönetim İlkelerinin Önem Kazanması: Şirket Skandalları

Dünya çapında geniş yankı uyandıran Enron, Worldcom, Xerox şirket skandalları kurumsal yönetimin gündeme gelmesinde büyük ölçüde etkili olmuştur. Şirket yönetimlerinin kendi çıkarlarını maximize etmek adına şirketleri iflasa sürüklemesi ve yatırımcıların, diğer paydaşların bu olaylardan büyük ölçüde zarar görmesi dikkatleri kurumsal yönetimin önemine çekmiştir.

2.2.4.1 Enron skandalı

1985 yılında kurulan ve Amerika Birleşik Devletleri'nin en büyük şirketlerinden birisi olan, enerji piyasasında faaliyet gösteren Enron 1999 yılı başında 20 dolar civarında olan hisse senedi fiyatlarını 90 dolara kadar yükseltmiş ve yatırımcıların ilgisini çekmiştir. Ancak Şubat 2001'de ana faaliyet alanı enerji piyasası olan Enron'un bu alanda çok ciddi zarar etmekte olduğu ancak firmanın çeşitli muhasebe hileleri ile bu zararı gizlediği ve hisse senedi fiyatlarının olduğundan fazla görünmesine yol açtığı ortaya çıkmıştır.

Şirket yöneticileri maaş, prim, hisse senedi opsiyonları yoluyla kendi servetlerini arttırmak için yasadışı davranışlar içerisine girmişler, şirketi yatırımcılar ve kamuoyu adına denetlemesi gereken bağımsız denetim firması (Arthur Andersen) görevini yerine getirmemiştir. Aynı zamanda bu sistemi gözetleyen kamu otoritesi de bu durum karşısında yetersiz kalmıştır. Sonuç olarak 2001 yılında skandalın patlak vermesinin ardından şirketin hisse senetlerinin değeri 0.26 dolara kadar gerilemiş, yatırımcılar büyük ölçüde zarar görmüştür.

Yaşanan bu skandal şirketlerin şeffaf yönetim yapılarına sahip olmadığını, kamuoyunun ve yatırımcıların yeterli ve doğru bir şekilde bilgilendirilmediğini, bağımsız denetimin yetersiz kaldığını, yasal düzenlemelerin yapılması gerektiğini ortaya koymuştur. Ayrıca kurumsal yönetimin yalnızca az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından değil gelişmiş ülkeler açısından da ne kadar önemli olduğunu gözler önüne sermiştir.

2.2.4.2 Worldcom skandalı

Enron skandalının ardından ABD'de yaşanan en büyük skandallardan birisi de Worldcom skandalıdır. Telekomünikasyon sektöründe faaliyet gösteren firma karını olduğundan 3.8 milyar dolar fazla göstermiştir.

1999 ve Mayıs 2002 yılları arasında firmanın muhasebe kadrosunun sahte gelir ve karlılık rakamları ile hisse senedi fiyatlarını yüksek tutmaya çalıştıkları anlaşılmıştır. Burada giderler düşük gösterilirken sahte gelir kalemleri yaratılmıştır¹.

Burada dikkat çeken unsurlardan birisi de Worldcom şirketinin de bağımsız denetimini yapan firmanın Arthur Andersen olmasıdır.

¹Bir Dünya Devinin Çöküşü: ENRON Skandalı, <http://www.riskonomi.com/wp/?p=582>, Kasım 2014

Yaşanan bu ve benzeri skandallar dış denetimde bağımsızlığın sağlanmasının, halka açık şirketlerin faaliyetleri ile ilgili yatırımcı ve kamuoyunu bilgilendirmesinin, usulsüz muhasebe ve denetim uygulamalarına karşı önlemlerin alınması gerektiğini açık bir şekilde ortaya koymuştur. Dünya genelinde kurumsal yönetimin önemi anlaşılmış, OECD tarafından kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmış, ABD’de Sarbanes-Oxley Act adıyla bilinen ve ciddi yaptırımlar öngören yasalar hazırlanmış, Avrupa da pek çok ülkede kurumsal yönetim üzerine çalışmalar ve kanunlar hazırlanmıştır.

Bu yasalarla dış denetimin gerçek anlamda bağımsızlığının sağlanması, halka açık şirketlerin yatırımcılarını doğru, zamanında ve eksiksiz bilgilendirmesi, şirket yöneticilerinin şirketin mali durumu ile ilgili paylaşılan sonuçların doğruluğu konusunda sorumluluğunun artırılması sağlanmaya çalışılmıştır.

Tablo 2.1’de Grove ve Basilico (2011) tarafından yapılan bir araştırma da temel kurumsal yönetim zaafiyetleri belirlenmiş ve Enron ve Worldcom’un bu zaafiyetlerden hangilerine sahip olduğu ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

Tablo 2.1 Şirket skandallarında kurumsal yönetim zaafiyetlerinin varlığına ilişkin bulgular

Kurumsal Yönetim Zaafiyeti	Enron	Worldcom
Çok güçlü CEO ve içerideki yöneticilerin yönetim kurulunda görev alması	x	x
İç kontrol sisteminin zayıflığı	x	x
Kısa vadeli performans ve kar hedeflerine odaklılık	x	x
Şirket etiği ve değerinin olmaması veya zayıf olması	x	x
Anlaşılmaz/şeffaf olmayan iş stratejileri	x	x
Eleştirilmekten hoşlanmayan CEO’lar	x	x
İçeriden yapılan hisse senedi satışları	x	x

Kurumsal Yönetim Zaafiyeti	Enron	Worldcom
Üst yönetimdeki değişme hızı	x	
Dış denetçilerin bağımsızlık sorunu	x	x
Şirketin iş yaptığı yatırım bankalarının bağımsızlık sorunu	x	x
Zaafiyet Sayısı ve Yüzdesi	10, %100	9, %90

Kaynak : Grove ve Basilico (2011)

2.2.5 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 1998 yılında kurumsal yönetim ile ilgili bir dizi standart ve yol gösterici ilkenin geliştirilmesi çağrısı üzerine ortaya çıkmıştır. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005)

Bu ilkelerin oluşturulmasının arkasında 1997-1988 Asya krizleri, Enron, Worldcom vb. şirket skandalları gibi pek çok etken vardır. OECD tarafından oluşturulan bu ilkeler OECD üyesi olan ve olmayan ülkelerde kurumsal yönetim anlayışının oluşturulması ve geliştirilmesi için tavsiye niteliğindedir, herhangi bir bağlayıcılığı yoktur. 1999 yılında oluşturulan bu ilkeler konjonktürel gelişmeler ışığında 2004 yılında revize edilmiştir. İlkeler doğası gereği gelişmeye açıktır ve koşullardaki belirgin değişimler ışığında gözden geçirilmelidir. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005)

Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD'ye üye olan ve olmayan hükümetlere, ülkelerinde kurumsal yönetim ile ilgili yasal, kurumsal ve düzenleyici çerçeveyi değerlendirmede ve geliştirmede yardımcı olmayı hedeflemektedir. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005)

İlkeler şu alanları kapsamaktadır: Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi, Hissedarların ve Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri, Hissedarların Adil Muamele Görmesi, Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü, Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık Yönetim Kurulunun Sorumlulukları.

2.2.6 Dünyada Kurumsal Yönetim Uygulama Modelleri

Her ülkenin kurumsal yönetim uygulamaları birbirinden farklılık göstermektedir. Her ülke kurumsal yönetime kendi kültürünü, iş yapma şeklini yansıtmaktadır. Bu açıdan ülkelerdeki uygulamaları birbiriyle aynı gruplara ayırmak mümkün olmasa da birbirine benzeyen ülkeleri gruplara ayırmak mümkündür. Bu açıdan ülkelerdeki uygulamalara bakıldığında dünyada kurumsal yönetim uygulamalarında iki ana sistemden bahsedilebilir. Bunlardan ilki Kıta Avrupası Sistemi diğeri ise Anglosakson sistemidir.

Kıta Avrupası sisteminde, pay sahipliği dağılmamıştır. Bankalar, şirketler veya aileler şirketlerin ana ortaklarıdır. Şirketin kontrolü ana ortağın elindedir. Şirketin yönetim kurulu üyeleri ana ortakla ilişki içerisinde. Sermaye piyasalarının likiditesi görece daha düşüktür. Şirketin yöneticileri arasında yakın ve güvene dayanan ilişkiler bulunmaktadır. Şirketler uzun dönem kaynaklarını ticari bankalar aracılığıyla sağlamaktadır. Kıta Avrupası sistemi kurumsal yönetime paydaşlar açısından yaklaşmaktadır. Sadece pay sahiplerine değil, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve toplum gibi diğer menfaat sahiplerine de odaklanmaktadır (Baums, 1993). Bu sistemin uygulandığı ülkelere başta Almanya olmak üzere, Belçika, İtalya ve Fransa örnek gösterilebilir.

Anglosakson modelde ise şirkette hissedarların payları dağınıktır, bir hissedarda yoğunlaşma yoktur. Yönetim kurulu üyeleri kontrolü kendi ellerinde tutmaktadır, herhangi bir hissedarla ilişkileri bulunmamaktadır. Bağımsız kurul üyeleri önemli bir rol üstlenmektedir. Sermaye piyasalarının likiditesi oldukça yüksektir. Anglosakson sistem, kurumsal yönetime hissedarlar açısından yaklaşmaktadır (La Porta vd., 1997). Daha önce de bahsedilen vekâlet probleminin ortaya çıkmasını önleyerek vekâlet maliyetini azaltmayı amaçlamaktadır. Bu sistemin uygulandığı ülkelere başta İngiltere ve ABD olmak üzere Avustralya ve Yeni Zelanda örnek gösterilebilir.

Dünyada kurumsal yönetimle ilgili oluşan bir diğer farklılık, oluşturulan kuralların uygulanması konusundadır. Bu konuda iki yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilki, kurumsal yönetime uyumun mevzuatla zorunluluk haline getirilmesidir. Zorunluluk haline getirilen en iyi kurumsal yönetim ilkeleri nadir görülmekle birlikte, daha çok çıkarılan yasalarla zorunlu hale getirilmektedir. Yasal zorunluluğa en büyük örnek 2002 yılında ABD’de çıkarılan Sarbanes-Oxley kanunudur. 2002 yılında yaşanan şirket

skandalları sonrasında yaşanabilecek skandalları önlemek adına Sarbanes-Oxley kanunu yürürlüğe girmiştir (Aguilera ve Cuervo-Cazurra, 2009). Şirketlerin bu kanuna uymak dışında başka bir alternatifi bulunmamaktadır. Bu yasanın amacı denetimde bağımsızlığın sağlanması, firmaların şeffaf bir yapıya kavuşturulması ve kamuya doğru, güvenilir bilginin aktarılmasıdır. Kıta Avrupası ülkelerinde kurumsal yönetimle ilgili zorunluluklar görülmektedir. Dünya genelinde getirilen bu yasal düzenlemelerin firmaların maliyetlerini arttıracığı, halka açılmaları sekte vuracağı düşüncesi ortaya atılsa da yaşanan skandallar ve bu skandalların yarattığı kayıplar göz önünde bulundurulduğunda bu maliyetlerin önemsiz kaldığı söylenebilir.

Diğer yöntem ise uy ya da açıkla prensibinin uygulanmasıdır. Bu yöntemde borsa şirketleri için kurumsal yönetim ilkelerine uymakla ilgili bir zorunluluk getirilmemektedir. Ancak şirketler kurumsal yönetim ilkelerine uyup uymadıklarını, uymadıkları ilkelere de neden uymadıklarını halka açıklamak zorundadır. MacNeil ve Li'ye göre bu yaklaşımın altında yatan iki neden vardır (2006). İlki firmaların kendi karakterlerine uygun olan ilkeleri uygulamaları, diğeri de piyasanın şirketlerin uygulamalarını gözetleyeceği ve bunu fiyatlara yansıtacağı varsayımıdır. Uy ya da açıkla yaklaşımı Anglosakson ülkelerinde görülmektedir. Modellere ilişkin karşılaştırma Tablo 2.2'de görülebilir.

Tablo 2.2 Kıta Avrupası Modeli ve Anglo Sakson Modeli karşılaştırması

Karşılaştırma Kriteri	Kıta Avrupası Modeli	Anglo-Sakson Modeli
Uygulandığı Ülkeler	Almanya ,Belçika ,Fransa	İngiltere, ABD
Pay Sahipliği	Dağılmamıştır	Dağılmıştır
Yönetim Kurulu	Ana ortakla ilişkili	Bağımsız kurul üyeleri
Sermaye Piyasaları	Likiditesi düşük	Likiditesi yüksek
Kurumsal Yönetimin Amacı	Hissedar çıkarını korumak	Tüm paydaşların çıkarını korumak
İlkelerin Uygulanışı	Zorunluluk Esası	Uy ya da açıkla

2.3 KURUMSAL YÖNETİMİN MALİYETİ VE GEREKLİLİKLERİ

Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesinin halka açık ve halka açık olmayan şirketler açısından pek çok faydasının olmasının yanı sıra şirketlere yüklediği çeşitli maliyetlerde bulunmaktadır. Uygulanması gereken ilkeler şirketin mevcut yapısında değişikliklere gidilmesi anlamına geleceğinden, şirkette var olan iş yapış şekilleri ve yönetim süreçleri yeniden tasarlanacaktır. Bu işleri yapmak için şirket zaman ve kaynak ayırmalıdır. Kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmenin maliyetinin şirketler için bazen caydırıcı olabileceği de düşünülmektedir.

Örneğin Sarbanes Oxley yasası çıktıktan ABD’de yapılan bir araştırmada şirketlerin üst düzey yöneticileri yasaya uyum maliyetlerinin yasanın sağladığı faydalardan çok olduğu yönünde görüş belirtmiştir. (Alp ve Kılıç, 2014 s.237) Bu bölümde kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler için potansiyel maliyetine değinilecektir.

2.3.1 Şirketler Açısından Potansiyel Maliyet Unsurları

Şirketler için maliyet unsuru olan birinci konu şeffaflığın gereklerini yerine getirmektir. Şeffaflık, kamunun bilme hakkı ile şirketin bilgi saklama hakkının kesiştiği noktadadır. Burada kamunun bilme hakkı, menfaat sahiplerinin şirket ile ilgili kendilerini ilgilendiren her türlü bilgiyi ifade etmektedir. Şirketin bilgi saklama hakkı ise şirket ile ilgili her türlü bilgiyi toplama, kullanma ve açıklama hakkının şirkette olmasıdır. Ancak pay ve menfaat sahipleri şirketin yönetimi, finansal ve hukuki durumu ile ilgili olarak düzenli ve güvenilir bilgiye erişmek isterler. Bu nedenle şirketler ticari sırları dışında kalan, şirketin pay ve menfaat sahiplerini etkileyebilecek her türlü bilgiyi kamuya açıklamalıdır.

Kamuya açıklanan bilgiler tarafsız olmalıdır. Şirketle ilgili tarafların bir veya birkaçının bilgi alma ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde yapılan bilgi açıklamaları, bilgi asimetrisine neden olacaktır. Şirketler hiçbir şart altında kendi aleyhlerine sonuçlar doğurabilecek bile olsa açıklanması gereken bilgilerin açıklanmasında tereddüt etmemelidir. Pay ve menfaat sahiplerini ilgilendiren bilginin zamanında açıklanması gerekmektedir. Ancak burada önemli bir nokta da kamuya açıklanan şirket bilgilerinin ticari sır kapsamında olmaması ve şirketin rekabet gücünü engelleyerek zararına neden olabilecek sonuçlar doğurmamasıdır.

Kamuya açıklanacak bilgiler iki bölüme ayrılabilir. İlki kamuya düzenli olarak açıklanan finansal tabloları içermektedir. Halka açık şirketler finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirmek zorundadır. Bağımsız denetimden geçirilen tablolar üç aylık dönemler halinde halka açıklanmaktadır. Şirketlerin finansal tablolarını bağımsız denetime tabi tutmaları onlar için bir maliyet unsurudur. Açıklanması gereken diğer bilgiler ise özel durum açıklamalarıdır. Şirketin değerini etkileyebilecek bilgiler öğrenildikleri anda kamuya açıklanmalıdır. Ancak şirket sorumluluğu kendisinde olmak kaydıyla, meşru çıkarlarının zarar görmemesi adına bilgilerin açıklanmasını geciktirebilir. Bu durumda açıklamayı geciktiren neden ortadan kalktığında bilgiler hemen, geciktirmenin nedenleri ile birlikte kamuya açıklanmalıdır.

Şirketlerin internet sitesi kolay bulunabilir ve ulaşılabilir olmalıdır. Şirketin internet sitesine girmek istendiğinde internet sitesinden kaynaklı sorunlar yaşanmamalıdır. Pay ve menfaat sahipleri kamuyu aydınlatma ilkeleri gereği şirket ile ilgili bilgiye düşük maliyetlerle ve kolay ulaşmalıdır. Günümüzde bunu yapmanın en iyi yolu internetten bu bilgilere ulaşmaktır. Bunu sağlamak için şirketler bu bilgilere kendi internet sitelerinde yer vermelidir. Küreselleşmenin etkisi ve BİST'teki yabancı payının %60-65 olması nedeniyle pay ve menfaat sahipleri arasında Türkçe bilmeyenlerin de olması ihtimali göz önüne alındığında, onların da şirketle ilgili bilgiye kolayca ulaşmaları için şirketler kendi internet sitelerine koydukları açıklamaları İngilizce olarak da hazırlamalıdır. Bu yapının sağlanması da yine bir maliyet kalemi olarak sayılabilir.

Şirketlerin şeffaflığın gereklerinden bir diğeri de faaliyet raporu hazırlanmasıdır. Faaliyet raporu, şirketin o andaki ve potansiyel pay ve menfaat sahiplerine bilgi vermek için yıllık olarak hazırlanır. Faaliyet raporu sayesinde şirketler kendi vizyon, misyon ve geleceğe yönelik hedeflerini anlatabilmektedir. Şirketle ilgili en kapsamlı bilginin yer aldığı faaliyet raporları, pay ve menfaat sahipleri ile iletişimin en etkili aracıdır.

Menfaat sahipleri SPK kurumsal yönetim ilkelerinde, şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları olarak tanımlanmaktadır. Şirket menfaat sahiplerinden olan çalışanları kurumsal yönetim gereği karar mekanizmasına dahil etmelidir. Onları ilgilendiren konularda onların ve ilgili sendikaların görüşleri alınmalıdır. Şirket işe alım politikaları oluşturmalı ve eşit

iş eşi fırsatlar sunmalıdır. Bunun yanında çalışanlarının bilgi, beceri ve görgülerini artırıcı eğitim programları hazırlamalıdır.

Tüm bu düzenlemelerin yapılması şirketler açısından ekstra bir maliyet olarak görülebilmektedir. Şirket bünyesinde bu sistemlerin oluşturulması, nitelikli ve yeterli sayıda personelin istihdam edilmesinin gerekliliği şirketlerin katlanması gereken maliyetler arasında gösterilebilir.

2.3.2 Düzenleyici Kuruluşların Katlandığı Maliyetler

Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesinde oluşacak potansiyel maliyetler yalnızca şirketler açısından değil düzenleyici denetleyici kuruluşlar açısından da değerlendirilmelidir. Düzenleyici kuruluşların düzenleme yapabilmesi için araştırma yapması, bilgi toplaması, düzenlemelerin hazırlanması, düzenlemelere uyulup uyulmadığının kontrolünü gerçekleştirilmesi, uyumsuzlukların tespiti halinde yaptırım uygulanması, uyuşmazlıkların çözümü gibi konularda insan, zaman ve kaynak ayrılacak olması bu maliyetler arasında gösterilebilir. (Kılıç, 2008)

2.3.3. Kurumsal Yönetimin Faydaları

Kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmek elbette şirketler için maliyetsiz değildir. Kurumsal yönetim için gerekli kontratları oluşturmak, iş süreçlerini revize etmek, yönetim kurulunda gerekli değişiklikleri yapmak, paydaşların çıkarlarını da karar alma mekanizmasına dahil etmek, şeffaflığın gereklerini yerine getirmek şirketler için maliyet unsurudur. Ancak yine de şirketler kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmektedir.

Yaşanan şirket skandalları ve yatırımcıların bu skandallardan zarar görmesi yatırım kararı alan kişi ve kurumların dikkatini kurumsal yönetim üzerine çekmiştir. Daha öncede bahsedildiği gibi yatırımcılar riski minimize etmek adına kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirildiği şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedir.

İlkelere uyum sağlayan şirketlerin tüm paydaşlarının şirkete olan güveni artmakta, bu şekilde şirketin kaynak, tedarikçi, müşteri, çalışan bulması kolaylaşmaktadır. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2011 s.23)

Pricewaterhouse Coopers eski CEO'su olan Samuel DiPiazza "Eksik ve güvenilirlikten uzak bilgilendirmenin etkileri bir şirketi veya bir sermaye piyasasını aşabilir. Tüm ekonomi bundan zarar görebilir." sözleriyle kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının sadece şirketler için değil piyasalar açısından da önemli ve faydalı olduğunu vurgulamıştır.

Tüm bunlar göz önünde bulundurulduğunda kurumsal yönetimin şirketlere ve piyasalara sağladığı faydalara aşağıda yer verilmiştir.

2.3.3.1 Yönetimde oluşacak anlaşmazlıkların çözümü

Şirket hissedarları ile yönetim kurulu arasında, azınlık hissedarlarla kontrolü elinde tutan hissedarlar arasında ya da yönetim kurulu üyelerinin kendi arasında çıkabilecek anlaşmazlıkların çözümünde ve bu anlaşmazlıkların azaltılmasında kurumsal yönetimin rolü oldukça büyüktür.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması şirketlerde oluşan ihtilafların en kısa sürede ve en az maliyetlerle çözülmesine yardımcı olur.

2.3.3.2 Dış ve iç baskıyla yüzleşmek ve cevap vermek

Dış baskı küreselleşme ile birlikte gelen yoğun rekabetten, kıt kaynaklardan ve diğer rakiplerin maliyetlerindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. İçsel baskı ise yatırımcılardan kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar risklerini azaltmak adına yatırım yaptıkları şirketteki kurumsal yönetim uygulamalarının üst düzey olmasını istemektedirler. Kurumsal yönetim açısından zayıf uygulamaların ve kanuni gerekliliklerin az olduğu finansal pazarlara yatırımcılar daha az ilgi göstermekte, dolayısıyla dış kaynak kullanımını zorlaşmaktadır.

2.3.3.3 Şirket derecelendirme notunu iyileştirme çabası

Derecelendirme, firmalarının verdiği not ile şirketin kurumsal yönetim performansı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Özellikle kamuya açıklamanın kalitesinin yüksek olması şirketin derecelendirme notuyla pozitif bir ilişki içerisindedir. Bu sayede şirket iyi kurumsal yönetim uygulamalarının faydasını uzun vadeli ve düşük maliyetli kaynak olarak görmektedir (Aman, Nguyen 2013).

2.3.3.4 Birleşme ve devralmaların artması

Küreselleşmenin getirdiği etki ile birlikte artık dünyanın her yeriyle iş yapılabilen, her yere yatırım yapılabilir. Özellikle 2008 krizi öncesi yaşanan gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırım olarak gelen yabancı sermaye sahipleri genelde bir işi yeniden kurmak yerine o ülkede kurulmuş bir şirketi devralmak veya şirkete ortak olmak yoluyla ülkeye doğrudan yatırım yapmayı tercih etmektedir. Yabancı sermayenin yatırım yapacağı şirketi seçerken şirketin kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda yönetilmesi önemli bir karar kriteridir. Şirketin kurumsal yönetim kalitesini arttırmak için sarf ettiği efor yabancı yatırımcıların şirkete olan ilgisini de arttırmaktadır (Kim vd. 2010). Ayrıca OECD, kurumsal birleşme ve devralmaların, kurumsal yönetimi uygulayan şirketlerin şeffaflığa sahip olmaları nedeniyle, daha güvenle yapılacağını belirtmiştir.

2.3.3.5 Düşük sermaye maliyeti

Kurumsal yönetim doğrultusunda yönetilen firmaların sermaye piyasalarında fon bulma maliyeti, kurumsal yönetim uygulamalarına geçmemiş olan firmalara oranla daha düşüktür. Yatırımcının korunması, yatırımcının yatırım yapma isteğini arttıran bir etkidir. Bu nedenle kurumsal yönetim uygulamalarını benimsemiş olan şirketlere yatırım yapma isteği daha fazladır (Klapper ve Love, 2004). Bu da demektir ki eğer bir firma ileride fon ihtiyacı duyacaksa bugünden kurumsal yönetimi uygulamaya başlamalıdır ki ileride fon sağlarken daha az maliyete katlansın (La Porta vd. 1999).

2.3.3.6 Pay sahiplerinin isteklerini dengelemek

Bazen bazı pay sahiplerinin değişik talepleri olabilmekte ve bu da şirketin genel olarak hedeflerinden farklı olduğunda şirkete zarar verebilmektedir. Bu gibi durumlarda şirketin tüm pay sahiplerinin menfaatlerini koruyacak çeşitli kurallar ve prosedürleri içerecek bazı kurumsal yönetim ilkelerine sahip olması farklı çıkar gruplarının isteklerinin dengelenmesi ve şirket açısından optimal kararın verilmesi yönünde önemli bir etkidir. Bu sayede pay sahiplerinin menfaatleri arasında denge sağlanmış olacaktır.

2.3.3.7 Diğer faydalar

OECD'nin yayınlamış olduğu kurumsal yönetimi pratik kılavuzu raporunda yukarıda bahsedilen sayısal faydaların yanında bazı niteliksel faydalar da bulunmaktadır. Bunlar aşağıda sıralanmıştır (2009),

- i. Kurumsallaşmış süreçler sayesinde işleri yürütmek için belirli insanlara daha az bağımlı olunması,
- ii. Yatırımcı kitlesi tarafından şirkete daha güvenle bakılması,
- iii. Ulusal ve uluslararası kuruluşlar dahil menfaat sahipleri tarafından daha fazla fark edilmek,
- iv. İç kontrol ve karar alma mekanizmalarındaki denetimler dahil iş süreçlerinde azımsanmayacak iyileştirmeler.

Tüm bu süreçler dikkate alındığında kurumsal yönetim uygulamalarının hayata geçirilmesinin şirketler açısından yaratacağı potansiyel faydaların potansiyel maliyetlerden daha fazla olduğu söylenebilir. Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi aynı zamanda ülke ekonomisine de katkıda bulunacaktır. Ülkenin ve piyasanın imajının artması, finansal sistemin ve sermaye piyasalarının gelişmesi, yolsuzlukların ve şirket skandallarının önüne geçilmesi, yabancı sermaye akışının sağlanmasının yanı sıra yerli sermayenin de yurtiçinde kalmasının sağlanması gibi pek çok potansiyel katkıdan söz edilebilir.

Kurumsal yönetem ilkelerinin hayata geçirilmesinin şirketler açısından sağladığı faydalar ve yarattığı maliyetlere ilişkin Tablo 2.3. incelenebilir.

Tablo 2.3 Kurumsal yönetimin potansiyel fayda ve maliyetleri

FAYDALAR	MALİYETLER
Yönetimde oluşacak potansiyel anlaşmazlıkların çözümü	Kurumsal yönetim için gerekli kontratları oluşturmak,
Pay sahiplerinin isteklerini dengelemek	İş süreçlerini revize etmek

FAYDALAR	MALİYETLER
Birleşme ve devralmaların daha günvenle yapılabilmesi	Yönetim kurulunda gerekli değişiklikleri yapmak
Sermaye piyasalarından düşük maliyetle fon bulabilme imkanı	Paydaşların çıkarlarını da karar alma mekanizmasına dahil etmek
Yatırımcıların şirkete güvenle bakması	Şeffaflığın gereklerini yerine getirmek
Piyasada yüksek itibar ve bilinirlik	Dışarıdan alınan danışmanlık hizmetleri

3. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN ÇALIŞMALAR

Türkiye’de kurumsal yönetime ilişkin çalışmalar 2000’li yıllarda yapılmaya başlanmıştır. Dünya çapında yaşanan finansal krizler, ABD’de yaşanan şirket skandalları ve bu skandalları takiben hem ABD hemde Avrupa ülkelerinde kurumsal yönetime ilişkin ortaya çıkan yasal düzenlemeler, OECD’nin dünya genelinde kabul gören tavsiye niteliğinde çalışmaları Türkiye’de kurumsal yönetim alanında çalışmaların başlamasını tetikleyen unsurlar olmuştur. Ancak bu etkenlerden ziyade Türkiye’de yaşanan ve kamu sektörü ile reel sektör üzerinde büyük izler bırakan Şubat 2001 krizinin kurumsal yönetimin öneminin anlaşılmasındaki temel etken olduğu söylenebilir.

Erdönmez’e göre Türkiye şubat 2001’de tarihinin en büyük ekonomik krizlerinden birisini yaşamış ve krizin yarattığı olumsuzlukların ortadan kaldırılması ve uluslararası piyasalara uyumun gerçekleştirilebilmesi için tüm sektörlerde yapılanma ihtiyacı doğmuştur (Erdönmez, 2003)

Türkiye’de kurumsal yönetim alanındaki ilk çalışma TÜSİAD tarafından 2002 yılında gerçekleştirilmiştir. 2002 yılında “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu:Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı çalışma yayımlanmıştır. Daha sonra 2003 yılında SPK tarafından ilk kez halka açık şirketlere yönelik düzenlemeler getirilmiştir. SPK’düzenlemelerini 2006 yılında BDDK düzenlemeleri izlemiş, bankalarda kurumsal yönetimin uygulamasına yönelik standartlar getiren çalışmalar yapılmıştır. 2011 yılında kurumsal yönetim ilkeleri ilk kez sermaye piyasası kanununda yer bulmuştur. Ayrıca 2012 yılında yürürlüğe giren yeni Türk Ticaret Kanunu da kurumsal yönetime yönelik önemli düzenlemeleri beraberinde getirmiştir.

Bu bölümde öncelikle TÜSİAD tarafından yapılan ve Türkiye’de kurumsal yönetimin temellerinin atılmasını sağlayan “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu:Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” çalışması ele alınacak daha sonra 2003 yılından günümüze kadar gelen süreçte SPK’nın kurumsal yönetime ilişkin attığı adımlar incelenecek ve son olarak yeni Türk Ticaret Kanunu’nun şirketler açısından getirdiği yenilikler kurumsal yönetim perspektifinden ele alınmaya çalışılacaktır.

Tablo 3.1 : Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihçesi

Yıl	Kurumsal Yönetime İlişkin Atılan Adımlar
2002	TÜSİAD: Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi
2002	SPK: Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Hakkında Tebliğ
2003	SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri
2004	SPK Tarafından Getirilen Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu Hazırlama Mecburiyeti
2005	SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeler (Revize)
2007	BİST Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) Hesaplanmaya Başlanması
2007	Türk Ticaret Kanunu’nun Revize Edilmesi Çalışmaları
2008	SPK Düzenlemeleri Seri:IV No:41 Sayılı Tebliğ Düzenlemesi
2011	Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapan 654 sayılı KHK
2012	6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu
2012	6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu
2014	II-17.1sayılı “Kurumsal Yönetim Tebliği”

3.1 KURUMSAL YÖNETİM EN İYİ UYGULAMA KODU

2001 krizi sonrası Türkiye piyasalarının yeniden yapılanması sürecinde, kurumsal yönetimin önemi ve gerekliliği üzerine dikkatler yoğunlaşmış, 2002 yılında TÜSİAD tarafından halka açık ve halka açık olmayan şirketlere yönelik kurumsal yönetim uygulamaları için tavsiye niteliğinde kararlardan oluşan “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu:Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” çalışması yayımlanmıştır.

TÜSİAD’a göre gelişmiş ülkelerin piyasalarında artık kurumsal yönetim anlayışının benimsenmediği bir şirketin varlığı düşünülemez hale gelmiştir ve ülkemiz de içerisinde bulunduğu yeniden yapılanma sürecinde kurumsal yönetim kavramını gözardı etmemelidir. Yayımlanan çalışmanın odak noktasını yönetim kurulunun yapısı, işleyişi ve bağımsızlığı olguları oluşturmaktadır. Çalışma halka açık ve halka açık olmayan şirketler için tavsiye niteliğinde hükümler içermektedir. TÜSİAD’a göre şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını gönüllülük esasına dayalı olarak yürütmesi önemli

olsa da düzenleyici denetleyici kuruluşlar tarafından hukuki alt yapının oluşturulması ve etkin denetim mekanizmalarının yaratılması şarttır.

Çalışmada yönetim kurulu üyelerinin sahip olması gereken özellikler, yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi, yönetim kurulu üyelerinin seçimi, komitelerin oluşturulması, hissedar hakları ve oy kullanma, genel kurul süreçlerine ilişkin değerlendirmeler yer almaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin bağımsız olması gerektiği, icranın başı ile yönetim kurulu başkanının mutlaka farklı kişiler olması, komitelerin yönetim kurulunun profesyonel ve kurumsal yönetim ilkelerine göre işlemlerini sağlayacağı, genel kurulların bütün hissedarların eşit muamele göreceği ve oy kullanmayı, katılımı zorlaştırmayacak ya da maliyetli hale getirmeyecek şekilde yapılmasının önemi vurgulanmıştır.

Bu çalışmada kurumsal yönetimin yalnızca yönetim kurulu boyutu ele alınmıştır ancak bu alanda yapılan ilk çalışma olması ve kurumsal yönetime ilişkin farkındalık oluşturmuş olması bakımından önemlidir.

3.2 SPK TARAFINDAN KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN YAPILAN DÜZENLEMELER

3.2.1 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ve 2008 Düzenlemesi

SPK tarafından Kurumsal Yönetim ilkeleri ilk kez 2003 yılında bir bütün olarak ele alınmıştır. SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerini hazırlanmasının arkasında yatan faktörler; yaşanan küresel çaplı krizler, uluslar arası rekabet ve sürdürülebilir büyüme, küreselleşen dünyada artan uluslar arası sermaye hareketleri, yabancı yatırımcının ülkeye çekilmesi sayılabilir.

Sermaye piyasalarının uluslar arası piyasalardan fon sağlama imkanlarının arttırması hem ülkemiz hemde halka açık şirketler açısından önemlidir.(SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri ,2003)

İlkelerin hazırlanmasında birçok ülkenin kurumsal yönetim düzenlenmeleri incelenmiş, başta 1999 yılında yayımlanan "OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri" olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır.(SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003)

İlkeler halka açık şirketler açısından düzenlenmiş olup uygulanıp uygulanmaması gönüllülük esasına dayalıdır. Şirketler bu ilkeleri uygulamak zorunda değildir ancak yıl

sonunda hazırlayacakları faaliyet raporlarında bu kurallara uyup uymadıklarına, uymadılarsa neden uymadıklarına yer vermek ve bu durumu kamuya açıklamak zorundadır.

İlkeler pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört başlık altında düzenlenmiştir.

Pay sahipleri bölümünde, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı, oy hakkı, genel kurula katılım hakkı, azınlık hakları, kar payı hakkı, payların devri, pay sahiplerine eşit işlem ilkesi ele alınmıştır. Şirketlerin pay sahipleri ile ilişkiler birimi kurması istenmiştir. Pay sahiplerine doğru, zamanında ve tam bilgi sağlanması esastır. Bu bölümde madde 2.1'e göre "Bilgi alma ve inceleme hakkının kullanımında, pay sahipleri arasında ayırım yapılamaz." Yine bu bölümde genel kurula ilişkin önemli düzenlemeler yer almakta, genel kurul ile ilgili yapılan düzenlemelerde temel amacın en fazla sayıda pay sahibine ulaşmak olduğunun altı çizilmektedir. Oy hakkı ile ilgili yapılan düzenlemelerde oy hakkının vazgeçilemez nitelikte olduğu, vekaleten oy kullanımını engelleyecek hükümlere esas sözleşmede yer verilemeyeceği belirtilmiştir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi tüm paydaşlara ve kamuoyuna şirketin çıkarlarının da gözetecek şekilde zamanında, doğru ve eksiksiz bilgilendirme yapılmasını sağlayacak düzenlemeler içermektedir. Açıklanan bu bilgilere erişim kolay ve maliyetsiz olmalıdır. Bu bölümdeki önemli düzenlemelerden birisi madde 1.1.3'e göre kamuya açıklanacak bilgilerin açıklama öncesinde belirli yatırımcılara veya ilgili taraflara duyurulmasının engellenmesidir. Bu sayede bilgi edinme açısından ilişkili taraflar için fırsat eşitliği sağlanacaktır. Bir diğer önemli madde ise şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme ihtimali bulunan gelişmelerin ivedilikle kamuya duyurulmasına ilişkin olarak hazırlanan 1.3 nolu maddedir. Bu sayede yatırımcının şirkete yatırım kararı vermeden önce doğru ve eksiksiz bilgiye sahip olması amaçlanmaktadır. Ayrıca şirketlerin yıllık ve ara dönem mali tablolar ile bağımsız denetim raporlarında kamuya açıklamalarına ilişkin düzenlemeler getirilmiştir.

Üçüncü bölümde menfaat sahiplerine ilişkin düzenlemeler yapılmış olup menfaat sahipleri ile ilişkin genellikle mevzuat ile düzenlendiği ve menfaat sahiplerinin yasalar yoluyla korunduğuna dikkat çekilmiştir. Madde 1.1'de " Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları, menfaat sahiplerinin mevzuat ile düzenlenen veya henüz düzenlenmemiş haklarının garanti altına alınmasını sağlar" denilmiştir.

Son bölümde ise yönetim kurulu ile ilgili düzenlemeler yer almaktadır. Yönetim kurulunun görevleri, sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu, kurulacak komitelere ilişkin alt başlıkları bulunmaktadır. En önemli maddelerden birisi yönetim kurulu başkanı ile icara başkanının aynı kişi olmaması gerektiğine ilişkin maddedir. Bu durum çıkar çatışması yaratabilecek bir durumdur. Şirketin faaliyetlerinin yürütülmesinden sorumlu olan icra başkanının aynı zamanda icrayı denetleyecek olan mekanizmanın başında olması kurumsal yönetim anlayışı ile ters düşmektedir. Bir diğer önemli düzenleme de yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı alanında yapılmış, yönetim kurulunun sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte birinin bağımsız üyelere oluşacağı belirtilmiştir. SPK'nın 2003 yılında yaptığı bu düzenlemenin ardından 2004 yılında yapılan bir düzenleme ile Borsa'da işlem göre şirketlerin 2005 yılından başlamak üzere "Kurumsal Yönetim Uyum Raporu" hazırlaması ve yayımlaması yükümlülüğü getirilmiştir.

Bu dönemde yaşanan önemli gelişmelerden birisi de Borsa İstanbul bünyesinde 2007 yılında oluşturulan "Kurumsal Yönetim Endeksi"dir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan şirketlere kotta/kayıtta kalma ücreti BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikleri tarihten itibaren; ilk 2 yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirimli uygulanmaktadır. Kurumsal Yönetim notunu ilk açıklayan şirket Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir. (07.03.2007)

Aşağıdaki şartlarda veya durumlarda Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında bulunan ilgili hisse senetleri Kurumsal Yönetim Endeksi'nden çıkarılır:

- i. Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan BİST Gözaltı Pazarı'na alınması,
- ii. Yeni bildirilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 6'dan düşük olması,
- iii. Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması,
- iv. Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması,
- v. Derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona erdiğinin Borsa'ya bildirilmesi,
- vi. Derecelendirme kuruluşunun Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarıldığının Borsa'ya bildirilmesi,

- vii. Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığına Borsa'ya bildirilmesi.²

2014 yılı ağustos ayı itibarıyla Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 48 şirket bulunmaktadır.

Bu dönemde SPK tarafından yapılan önemli bir düzenleme de 2008 yılında yürürlüğe giren Seri IV, NO:41 "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ"idir. Bu tebliği ile payları borsada işlem gören şirketlerde pay sahipleri ile ilişkilerden sorumlu pay sahipleri biriminin oluşturulması zorunluluğu getirilmiş ayrıca şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının koordinasyonundan sorumlu bir personeli görevlendirmesi zorunlu tutulmuştur. Tebliğde bu personelin sahip olması gereken gereken lisanslara da yer verilmiştir.

3.2.2. SPK 2011 Düzenlemeleri

01.10.2011 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan 654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile kurumsal yönetim ilkeleri açısından yeni bir dönem başlamıştır.

654 sayılı KHK ile SPK'ya kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, Borsa'da işlem gören şirketlerden belli özelliklere sahip olanlara kurumsal yönetim ilkelerinin bir bölümüne veya tamamına uyma zorunluluğu getirebilmek ve uyum zorunluluğuna aykırılık halinde tedbir almak, yaptırım uygulamak gibi yetkiler verilmiştir. (Alp ve Kılıç, 2014 , s.109-110)

*"Sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dâhil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak, buna ilişkin usul ve esasları belirlemek, getirilen uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemek, dava açmak, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemek."*³

² Kurumsal Yönetim Endeksi, ww.borsaistanbul.com/data/Brosurler, Aralık 2014

³ 654 sayılı KHK, Madde 2

Bu doğrultuda SPK tarafından Seri:IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ hazırlanmış, 11.10.2011 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

SPK tarafından tebliğin ilan edildiği metinde 2008 küresel krizinden sonra kurumsal yönetiminin öneminin bir kez daha anlaşıldığına, dünya genelindeki uygulamalarda da artık düzenleyici denetleyici kurumlar tarafından halka açık şirketler için kurumsal yönetim ilkelerinin bir kısmına veya tamamına uyma zorunluluğu getirildiğine dikkat çekilmiştir.

Tebliğin 5’inci maddesinin 1’inci fıkrasında Payları Borsa’da işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan BİST 30 Endeksine dahil olan bankalar haricindeki halka açık anonim ortaklıkların tebliğin ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkelerinin 1 numaralı “Pay Sahipleri” bölümünde yer alan 3.2.1, 3.2.4, 3.4.3, 3.4.14, 3.6 ve 4.7 numaralı maddeleri ile 4 numaralı “Yönetim Kurulu” bölümünde yer alan 3.3.1, 3.3.4, 3.3.5 ve 3.3.6 numaralı maddelerine uymaları zorunlu hale getirilmiştir. Tebliğin 6’ncı maddesinde ise şirketlerin faaliyet raporlarında tebliğin ekinde yer alan ilkelere uyup uymadıklarını, uymadılarsa gerekçeli açıklama yapmaları zorunlu hale getirilmiştir.

Pay sahipleri bölümünde yer alan zorunlu ilkelerde şirketin genel kurul ilanının genel kurul tarihinden en az üç hafta önce maksimum sayıda pay sahibine ulaşacak şekilde yapılması, genel kurul toplantı ilanında yer alması gereken maddelerin neler olduğu, yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme politikalarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurulda ayrı bir madde olarak görüşülmesi, karşılıklı iştirak ilişkisi içerisinde bulunan şirketlerinin birbirlerinin genel kurullarından oy kullanmaktan kaçınması ve bu durumu kamuoyuna bildirmesi ile ilgili hükümler yer almaktadır.

Yönetim kurulu bölümünde yer alan zorunlu ilkelerde ise yönetim kurulunun, sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşması gerektiği, şirketin yönetim kurulunda son altı yıl içerisinde yönetim kurulu üyeliği yapan bir kişinin, yönetim kuruluna bağımsız üye olarak atanamayacağı ve bağımsız üye kriterlerine ilişkin hükümler yer almaktadır.

2011 yılı sonunda SPK tarafından yayımlanan Seri: IV, No:56 sayılı tebliğ ile Gelişen İşletmeler Piyasası ve Gözaltı Pazarı’nda işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda tebliğ kapsamına dahil edilmiştir. Tebliğin 2’inci maddesinde “Bu Tebliğ ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkelerinden zorunlu olarak uygulanacak olanların belirlenmesi

ve gözetiminde, Borsa Şirketleri, sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak üç gruba ayrılır” denilmiştir. Gruplandırılan şirketler farklı zorunluluklara tabi tutulmuştur. Tebliğin 3’üncü maddesinde ise şirketlerin dahil olduğu grup değiştiği zaman takip eden yıldan itibaren dahil oldukları yeni gruba ilişkin ilkelere tabi olacağı belirtilmiştir.

3.2.3 Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve 2014 Kurumsal Yönetim İlkeleri

30.12.2012 tarihinde yayımlanan 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu kurumsal yönetim mevzuatı bakımından yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. SPK’ya kurumsal yönetim ilkelerine uyma zorunluğu getirme ve zorunlu ilkelere uyum sağlanamaması halinde resen işlem yapma yetkisi tanımış, ilk defa ilişkili taraf işlemleri düzenlenmiş ve kurumsal yönetim ilkelerine tabi olan kurumların kapsamı genişletilmiştir.

6362 sayılı SPKn’nun 17, 36 ve 73’üncü maddeleri kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgilidir.

17’inci maddenin 1’inci fıkrasına göre halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkeleri ile kurumsal yönetim uyum raporlarının içeriğine, yayımlanmasına, ortaklıkların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirilmesine ve bağımsız yönetim kurulu üyeliklerine ilişkin usul ve esasların Kurul’ca belirleneceği, Kurul’un bu yetkilerini halka açık şirketler arasında haksız rekabet ile sonuçlanmayacak şekilde ve eşit koşullardaki şirketlere eşit kuralların uygulanması prensibini göz önünde bulundurarak kullanacağı belirtilmiştir. (SPKn md.17/1)

17’nci maddenin 2’inci fıkrası ile Kurul’a kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili kısmen yada tamamen uyum zorunluluğu getirme, uyumsuzluk tespiti halinde resen işlem yapma yetkisi verilmiştir. (SPKn md.17/2)

Madde 36 ve madde 73 incelendiğinde kurumsal yönetim ilkelerine tabi olacak şirketlerin kapsamının genişletildiği, düzenlemenin borsaları, piyasa işleticilerini, sermaye piyasası kurumlarını da içine alacak şekilde yapıldığı, ve 17’inci maddede yer alan ilkelerin bahsi geçen kurumlara kıyasen uygulanacağı belirtilmiştir.

Kanunda getirilen bir diğer önemli yenilik ise halka açık ortaklıkların kurumsal yönetime ilişkin yükümlülüklerini MKK tarafından sağlanan elektronik ortam vasıtasıyla da yerine getirilebilir olmasıdır. (SPKn md.17/4) MKK’nın katma değerleri projelerine (Elektronik Genel Kurul Sistemi, E-Yönet Portalı, E-Cas Yatırımcı

bilgilendirme sistemi vd.) ve Türkiye’de kurumsal yönetim alanında getirdiği yeniliklere ilerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak yer verilecektir.

2013 yılı temmuz ayında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 17’inci maddesinin 2’inci fıkrasında SPK’ya verilen resen işlem yapma yetkisinin kapsamını genişleten bir düzenleme yapılmış, bu düzenleme ile halka açık ortaklıkların yönetim kurullarında, yönetim kurulu üyelerinin tamamının veya bir kısmının görev süresinin dolması veya üyeliklerinin boşalması sebebiyle yönetim kurulu toplantı yeter sayısının sağlanamaması ve görev süresi dolan veya üyeliği boşalan yönetim kurulu üyelerinin yerlerine görev sürelerinin bitimini veya üyeliğin boşalmasını takip eden 30 gün içinde yeni yönetim kurulu üyelerini seçmek üzere genel kurulun toplanamaması veya genel kurulda yeter sayıda yönetim kurulu üyesinin seçilememesi durumunda, Kurul’a yönetim kurulu toplantı yeter sayısını sağlayacak asgari sayıda, yönetim kurulu üyelerini resen atama yetkisi verilmiştir. (SPKn md.128, (k))

Bu düzenleme ile Kurul Turkcell’de yaşanan sorunlar nedeniyle yönetim kurulunun yapılamaması gibi, halka açık büyük şirketlerin yönetimsiz ve denetimsiz kalmasının önüne geçmeyi amaçlamıştır. (Alp ve Kılıç, 2008)

Son olarak 3 Ocak 2014’te SPK tarafından yeni bir kurumsal yönetim tebliği yayımlanmıştır.

Bu düzenlemeler sonrasında Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının Kıta Avrupası modeli ve Anglo Sakson modelinin karması bir model haline geldiği söylenebilir. Belirli ilkelere uyum zorunluluğu getirilmiş olmakla birlikte, uyum zorunluluğu olmayan ilkelere “uygula, uygulamıyorsan açıkla” yaklaşımı devam ettirilmektedir.

Yapılan düzenleme ile SPK ilgili tebliğin yirmidört ilkesini payları ulusal pazarda, ikinci ulusal pazarda veya kurumsal ürünler pazarında işlem gören borsa şirketlerine zorunlu hale getirmiştir. (Şirketler tebliğinin ekinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerinden (1.3.1.), (1.3.5.), (1.3.6.), (1.3.9.), (4.2.6.), (4.3.1.), (4.3.2.), (4.3.3.), (4.3.4.), (4.3.5.), (4.3.6.), (4.3.7.), (4.3.8.), (4.5.1.), (4.5.2.), (4.5.3.), (4.5.4.), (4.5.9.), (4.5.10.), (4.5.11.), (4.5.12.), (4.5.13.), (4.6.2.) ve (4.6.3.) numaralı ilkeleri uygulamakla yükümlüdür.)

3.3 TÜRK TİCARET KANUNU'NDA KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN DÜZENLEMELER

01.07.2012 tarih 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) yürürlüğe girdiği tarihte Türkiye'de kurumsal yönetim alanında yeni düzenlemeler getirmiştir. Yeni kanunun temel etkileri şirketlerin ve işletmelerin şeffaflaştırılması, evrensel ve çağdaş normlara dayalı kurumsal yönetim anlayışı, Avrupa Birliği Hukuku'na uyum alanında kendini göstermektedir. (Deloitte, 2011)

Yeni kanunun yürürlüğe girmesinden itibaren kurulacak olan şirketler şeffaf ve kurumsal bir biçimde kurulacak, mevcut şirketler ise kurumsal yönetim alanında yer alan maddelere uyum sağlamak durumunda kalacaktır. (Deloitte, 2011)

Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM) Kanun genel gerekçesi kısmında kurumsal yönetimin özellikle son on beş yıldan beri tüm dünyada etkili olduğunun altı çizilmiş, şeffaflık ilkesi ele alınırken gelişen dünyada elektronik ortamda bilgi paylaşımının arttığı vurgulanarak "bilgi toplumu" kavramı ön plana çıkarılmış, eşit işlem ilkesinin yalnızca şirketin pay sahipleri açısından değil çalışanlar, alacaklılar, müşteriler yani tüm paydaşlar açısından değerlendirilmesi gerektiğinin önemi vurgulanmıştır.

Yeni kanunun 1529'uncu maddesinin 1'inci ve 2'inci fıkraları kurumsal yönetimle ilgilidir. 1'inci maddede kurumsal yönetim ile ilgili esasları belirlemeye yetkili tek organın SPK olduğu belirtilmiş, 2'inci maddede ise kurumsal yönetim ile ilgili diğer kamu kurum ve kuruluşları eğer bir düzenleme yapacaksa, SPK'nın uygun görüşü alınarak ve SPK düzenlemelerine aykırı olmayacak şekilde bu düzenlemelerin yapılabileceğine yer verilmiştir. Böylece yapılacak düzenlemelerde oluşabilecek olası çelişkiler önlenmeye çalışılmıştır.

Aksoy'a göre kanunun yalnızca bu maddesi değil, yönetim kuruluna, pay sahiplerine, genel kurula ilişkin yapılan düzenlemelerin hepsi aslında kurumsal yönetimle yakından ilişkilidir ve kurumsal yönetim anlayışına hizmet etmektedir. (Aksoy, 2013)

Yeni kanun anonim şirketlere daha kuruluş aşamasında şeffaf bir yapı kurmaları için düzenlemeler getirmiştir. Kanunun 339'uncu maddesinde şirketin esas sözleşmesi ile ilgili düzenlemeler yer almakta, maddenin 2'inci fıkrasının (f) bendinde kurucularla, yönetim kurulu üyelerine ve diğer kimselere şirket karından sağlanacak menfaatlere esas sözleşmede yer verilmesi zorunluluğu getirilmektedir. Yine aynı maddenin (h) bendinde genel kurulların toplantıya nasıl çağrılacakları ve oy haklarının esas

sözleşmede yer alması gerektiği belirtilmiştir. 353'üncü madde ile şirketin kurulmasında kanun hükümlerine aykırı hareket ederek, alacaklıların, pay sahiplerinin yada kamunun menfaatleri ihlal edilmiş olursa asliye ticaret mahkemelerince şirketin feshine karar verilebileceği hükmü yer almaktadır.(TTK md.353/1) Böylece paydaşların hakları daha kuruluş aşamasında güvence altına alınmaya çalışılmıştır.

Kanunun 357'inci maddesi ile pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulacağı belirtilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin eşitlik ilkesi uyarınca önemli bir düzenlemedir. Bu hüküm organların keyfi karar almasının önüne geçmekte, aynı zamanda esas sözleşmede yer alan hükümlerin adil bir şekilde yorumlanmasını sağlamaktadır.(Ulusoy, 2012 s.458)

Kanunda yönetim kurulunun yapısı, işleyişi ve sorumluluklarına ilişkin de önemli düzenlemeler yapılmıştır. 361'inci madde ile yönetim kurulu üyelerinin görevlerini yaparken şirkete verebilecekleri zararların güvence altına alınabilmesi adına isteğe bağlı olarak sigorta yapılabileceği belirtilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının düzenlendiği 395'inci maddede yönetim kurulu üyelerinin şirkete borçlanamayacağı belirtilmiştir. Ulusoy'a göre bu maddenin amacı kötüye kullanımların önüne geçmektir. (2013). Yönetim kuruluna ilişkin düzenlemelerden belki de en önemli olanı "riskin erken saptanması" komitesinin kurulmasına ilişkin yapılan düzenlemedir. 378'inci madde ile pay senetleri borsada işlem gören şirketlerin, yönetim kurulu, şirketin varlığını, gelişmesini ve devamını tehlikeye düşüren sebeplerin erken teşhisi, bunun için gerekli önlemler ile çarelerin uygulanması ve riskin yönetilmesi amacıyla, uzman bir komite kurmak, sistemi çalıştırmak ve geliştirmekle yükümlüdür denilmiştir. (TTK md.378/1). Kurumsal yönetim uygulamaları açısından oldukça önemli ve etkili olacak olan bu komite denetim komitesinden farklı olarak geçmişe değil, şirketin içinde bulunduğu ana ve geleceğe odaklanacak, potansiyel riskler konusunda yönetim kurulu ve genel kurulu uyararak şirketin gerekli önlemleri almasını sağlayacaktır.

Şirketlerin bağımsız denetime tabi olması kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi bakımından hayati önem taşımaktadır. Worldcom, Enron gibi büyük şirketlerin finansal raporlamalarında yaptığı usulsüzlükler bağımsız denetim firmaları tarafından tespit edilemediği ya da üstü kapatıldığı için yatırımcılar büyük zarara uğramış ve piyasalardaki güven ortamı sarsılmıştır. Yeni TTK bağımsız denetim konusunda yeni düzenlemeler getirmiş, tüm anonim ortaklıklar, limited ortaklıklar ve

diğer şirket topluluklarının bağımsız denetime tabi olduğu belirtilmiştir. Bağımsız denetçinin tanımı, görevleri, seçilmesi ve görevden alınması, bağımsız denetimin konusu ve kapsamı kanunda ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Yeni kanunun genel kurula ilişkin getirdiği en büyük yenilik genel kurulların elektronik ortamda yapılabilmesidir. Kanunun 1527'inci maddesinde şirket sözleşmesinde veya esas sözleşmede düzenlenmiş olması şartıyla genel kurulların elektronik ortamda yapılabileceği belirtilmiştir. Anonim şirketlerde genel kurullara elektronik ortamda katılma, öneride bulunma, görüş açıklama ve oy verme, fiziki katılmanın ve oy vermenin bütün hukuki sonuçlarını doğurmaktadır.(TTKmd. 1527/5) Ağustos 2012'de Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan tebliğ ile pay senetleri Borsa'ya kote edilmiş şirketlerde genel kurulların elektronik ortamda yapılması zorunlu hale getirilmiştir. Elektronik Genel Kurul (e-GKS) MKK'nın sağlayacağı altyapı üzerinden gerçekleştirilmektedir. Böylece genel kurula katılımın önündeki engeller kalkmış, yerli ve yabancı yatırımcıların sınır tanımaksızın genel kurullara katılabilmesi, görüş bildirebilmesi, oy kullanabilmesinin önü açılmıştır. e-GKS sisteminin kurumsal yönetim ilkeleri açısından getirdiği yeniliklere ilerleyen bölümde ayrıntılı olarak değinilecektir. Kanunda bilgi toplumu hizmetleri kavramı çerçevesinde 1524'üncü madde ile denetime tabi olan sermaye şirketleri, kuruluşlarının ticaret siciline tescil tarihinden itibaren üç ay içinde bir internet sitesi açmak ve bu sitenin belirli bir bölümünü şirketçe kanunen yapılması gereken ilanların yayımlanmasına özgülemek zorundadır denilmiştir.(TTK md.1524/1) Bu sayede paydaşlar, potansiyel yatırımcılar ve tüm ilişkili taraflar şirket hakkında doğru ve eksiksiz bilgiye düşük maliyetle ulaşabileceklerdir. Kanunun ilgili maddelerinde şirketlerin internet sitelerinde açıklamakla yükümlü oldukları bilgilerin neler olduğu belirtilmiştir.

Sonuç olarak yeni TTK şirketlerin daha kuruluş aşamasında şeffaf, adil, hesap verebilir bir yapıda kurulmasını sağlamakta, şirketlerimizin ve piyasalarımızın uluslararası alanda rekabet edebilirliğine katkıda bulunmaktadır. Şeffalaşmaya ve kurumsallaşmaya yönelik yapılan pek çok düzenleme yatırım ortamının güvenilirliğini arttırmakta ve hem yerli hemde yabancı daha fazla yatırımcının ülkemizde yatırım yapmasına katkıda bulunmaktadır.

3.4 MERKEZİ KAYIT KURULUŞU A.Ş. VE KURUMSAL YÖNETİM

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır. (6362 sayılı SPKn, md.13/1) MKK, SPK tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçları için Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu'dur. MKK, 2499 sayılı eski SPKn'na 4487 sayılı Kanun ile eklenen 10/A maddesine göre kurulmuş ve Haziran 2002'de faaliyete geçmiştir. SPK kanunda 01.01.2005'ten itibaren yapılacak ihraçlarda artık senet basılmayacağı ve ihraçların kayden yapılacağını belirtilmiştir.

6362 sayılı SPKn'nun 81'inci maddesinin 1'inci fıkrasına göre MKK, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin işlemleri gerçekleştirmek, kaydileştirilen bu araçları ve bunlara bağlı hakları, elektronik ortamda, üyeler ve hak sahipleri itibarıyla kayden izlemek, bu araçların merkezi saklamasını yapmak üzere kurulmuş, özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir anonim şirkettir. Aynı maddenin 2'inci fıkrasında belirtildiği üzere MKK'nın kuruluş, faaliyet, üyelik, çalışma ve denetim esasları, gelirleri ve kâr payı dağıtım esasları SPK tarafından çıkarılacak bir yönetmelikle düzenlenir.

Kaydi sisteme geçilmesi ile beraber halka arzlarda şirketlerin katlandığı maliyetler azalmıştır ancak bunun da ötesinde 2499 sayılı eski SPKn'na 4487 sayılı Kanun ile eklenen 10/A maddesinin gerekçesinde belirtildiği üzere halka açık ihraççı şirketlerin bilgileri daha sağlıklı olarak tutulmaya başlanmıştır. Sonuç olarak, sermaye piyasası araçlarının kaydi sisteme geçirilmesiyle, sermaye piyasasında güven ve şeffaflık artmıştır.

7 Ağustos 2014 tarihinde yayımlanan “Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik” ve “Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul Ve Esasları Hakkında Tebliğ” incelendiğinde MKK'nın faaliyetleri kurumsal yönetime doğrudan katkı sağlamaktadır. Erginçan ve Gürbüz'e göre MKK'nın faaliyetleri sadece hisse senetlerinin kaydileştirilmesi değil, tüm sermaye piyasası araçlarının ve bunlara ilişkin haklar ile hak sahipliği bilgilerinin kayden izlenmesidir. (Erginçan ve Gürbüz, 2004 s.88)

Tüm sermaye piyasası araçlarının ve bunlara ilişkin haklar ile hak sahipliği bilgilerinin kayden izlendiği MKK aynı zamanda sahip olduğu bu bilgiler ile çağdaş kurumsal yönetim platformları oluşturmuş ve piyasa aktörlerinin hizmetine sunmuştur. MKK yönetmeliğinin 9'uncu maddesinde 1'inci fıkrasının (d) bendinde yer alan TTK ve

ilgili diğer mevzuatta yer alan kurumsal yönetim ilkelerine şirketlerin uyumunu sağlamaya yönelik olarak şirketler ile ortaklarının ve yatırımcılarının iletişiminin sağlanabileceği elektronik platform oluşturmak görevi çerçevesinde E-MKK Bilgi Portalında e-CAS:Yatırımcı Bilgilendirme ve Uyarı, e-YÖNET: Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri, e-GENEL KURUL: Elektronik Genel Kurul Sistemi, e-VERİ:Sermaye Piyasaları Veri Bankası gibi pek çok katma değerli projeyi hayata geçirmiş ve Türkiye’de kurumsal yönetime bambaşka bir boyut kazandırmıştır.

e-MKK; MKK’nın, merkezi saklama hizmetlerini dünya standartlarında ve düşük maliyet ile paydaşlarına sunma ve aynı zamanda merkezi saklama hizmetleriyle ilintili katma değerli projeler ve hizmetler ile ülkemize katkıda bulunmayı hedefleyen yeni vizyonu çerçevesinde vereceği katma değerli hizmetleri sunan bir bilgi portalıdır.⁴ Bu katma değerli projeler sayesinde paydaşlar doğru ve güvenilir bilgiye zamanında, düşük maliyetle erişebilmekte, şirketlerin genel kurullarına sınır tanımaksızın güvenli bir ortamda katılabilmekte, oy kullanabilmekte , potansiyel yatırımcılar ise şirket hakkında yatırım kararı almadan önce bilgi sahibi olabilmektedir. Sayılan hizmetler sermaye piyasalarımızın şeffaflığını ve güvenilirliğini arttırmakta, şirketler ve paydaşları arasındaki bilgi paylaşımını daha üst seviyelere çıkarmaktadır. MKK’nın katma değerli projelerine ve kurumsal yönetim alanında getirmiş olduğu yeniliklere aşağıdaki başlıklarda ayrıntılı olarak değinilecektir.

3.4.1 Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı

Ağustos 2011’de MKK tarafından şirketlerin ve yatırımcıların hizmetine sunulan E-Yönet: Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı kısaca bir mobil kurumsal yönetim uygulmasıdır. E-Yönet sayesinde şirketler ve paydaşları arasında internet ve mobil iletişime dayalı doğru, hızlı, güvenilir bilgi paylaşımı sağlanmaktadır. Portal üzerinden tüm piyasa aktörleri şirket hakkında bilgi edinebildiği gibi şirketler de ortaklarına ve yatırımcılarına daha düşük maliyetle ve etkin bir şekilde ulaşabilmektedir.

MKK tarafından sermaye piyasası araçlarının hak sahibi bazında izlenmesi, MKK’nın piyasadaki milyonlarca yatırımcının kimlik, iletişim ve hak sahipliği bilgilerinin tutulduğu bir veri bankası haline gelmesini sağlamıştır. MKK sahip olduğu bu bilgiyi

⁴ e-MKK Nedir?, <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK/YatirimciHizmetleri/Hizmetler>, Aralık 2014

teknolojik altyapısı ile birleştirerek E-Yönet portalında şirketlere, mevcut ve potansiyel yatırımcılara kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda yenilikçi hizmetler sunmaktadır.

E-Yönet portalıyla OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerinden "Pay Sahiplerinin Hakları ve Temel Mülkiyet Fonksiyonları", "Pay Sahiplerinin Eşit İşleme Tabi Tutulması" ve "Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık" ilkeleri başta olmak üzere Türkiye'de kurumsal yönetimin temel ilkelerinin gelişimine önemli katkılar sağlanmıştır.⁵

E-Yönet portalından şirketler, yatırımcılar ve gezgin kullanıcı olarak adlandırılan MKK nezdinde yatırımcı olarak tanımlı olmayan ancak portal fonksiyonlarından yararlanmak isteyen kişiler yararlanabilmektedir. Şirketler portal üzerinden bilgi ve belge paylaşımı yapabilmekte, (Esas Sözleşme, Ticaret Sicili Bilgileri, İmtiyazlar, Ayrıntılı Genel Kurul Bilgileri, İzahname ve Sirkülerler vb.) ortaklarına ve yatırımcılarına duyurular yapabilmekte, anketler düzenleyebilmekte, yatırımcıları hakkında çeşitli istatistiklere ulaşabilmektedir. Erginçan'a göre ihraççı şirketlerin en önemli ihtiyaçlarından biri ortakları hakkında doğru, güvenilir ve kapsamlı istatistikler elde edebilmektir. (Erginçan, TUYİD Röportajı, 2010) E-Yönet sayesinde şirketler mevzuatın izin verdiği ölçüde ortakları hakkında doğru, güvenli ve kapsamlı istatistik raporlar elde edebilmekte, ortakların demografik özellikleri, sektörel tercihleri, yaşı, cinsiyeti gibi pek çok hususta bilgi alabilmektedir. Bu sayede şirket sağlıklı bir yatırımcı profili elde etmektedir. Erginçan'ın Ocak 2012'de Ekonomist dergisine verdiği röportajda bahsettiği örnekteki gibi bu yatırımcı profili sayesinde örneğin Konya'da faaliyet gösteren bir şirket iki hafta sonra yapacağı tesis açılışına yatırımcılarını davet etmek istiyorsa bu daveti E-Yönet portalı üzerinden yapabilir, portal üzerinden ilgili yatırımcıları ile bu bilgiyi SMS ve e-mail yoluyla paylaşarak hedef kitleye daha düşük maliyetle ve etkin bir şekilde ulaşılabilir. (Erginçan, Ekonomist Röportajı, 2012)

Yatırımcılar e-DEVLET şifreleri, MKK sicil numaraları ve şifreleri ya da TC. Kimlik Numaraları ve şifreleri ile portala üye olabilmektedir. Yatırımcı portal sayesinde hem yatırım yaptığı şirket hakkında hem de yatırım yapmak istediği şirket hakkında bilgilere tek kanaldan ulaşabilmekte, şirketin bu bilgilerinin SMS veya e-mail ile kendisine iletilmesini talep edebilmektedir. İhraççıların Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) başta olmak üzere diğer platformlara iletildiği KAP duyuruları ve açıklamaları Portal

⁵ e-YÖNET: Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı, <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK/YatirimciHizmetleri/eYonetKurumsalYonetimveYatirimciIliskileri>, Kasım 2014

yatırımcı sayfalarına entegre edilmiştir. Bu entegrasyon sayesinde yatırımcıya şirketin yaptığı duyuruların iletilmesinde portal bir aracı vazifesi görmektedir.

Gezgin olarak portal üyesi olan kişiler ise yatırım yapmayı düşündükleri şirketleri takip edebilmekte, sadece ilgilendiği şirketleri filtreleyerek bu şirketlerin portal üzerinde yayınlamış olduğu bilgi ve belgelere ulaşabilmekte, şirket tarafından yapılan KAP duyuruları, şirket duyuruları, şirket mesajlarına tek bir kanal üzerinden erişebilmektedir. Bu sayede kişi yatırım yapmayı düşündüğü şirketler hakkında bilgiye düşük maliyetle ve tek bir kanal üzerinden erişebilmektedir.

E-Yönetin sağladığı faydaları özetlemek gerekirse,

Bilgisel Etkinlik Anlamında:

- i. Şirketler için bilgi dağıtım kanalı
- ii. Hedef Yatırımcı/Ortak tespit ve erişimi
- iii. Birinci kaynaktan tam, gerçek ve güncel bilgiye anında erişim
- iv. Standart Şirket – Ortak iletişimi
- v. Zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bilgi

Kurumsal Yönetim ve Şirket Demokrasisi Anlamında:

- i. Şirket ile ortağı arasında kurumsal yönetim ilkelerinin gereklerinin daha hızlı ve etkin bir şekilde yerine getirilmesi,
- ii. Etkin bir kurumsal yönetim çerçevesi oluşturulması,
- iii. Ortakların şirket yönetimine, karar alma süreçlerine, daha fazla, doğrudan ve geniş tabanlı katılımı
- iv. Tamamen elektronik ve geniş katılımlı yönetim süreci
- v. Şirket demokrasisinde ortakların söz sahipliğinin artırılması
- vi. Ortak aktivizminin (shareholder activism) artırılması
- vii. Bazı konularda kolaylıkla ortakların da onay/görüşleri alınarak karar verilebilmesi

- viii. Yatırımcıların görüş ve önerilerini belirtebileceği ortam
- ix. Ortakların bilgi alma ve inceleme haklarını kullanmalarının kolaylaştırılması
- x. Ortakların bilgi alma ve inceleme haklarını kullanmalarında etkinlik
- xi. Kamuyu aydınlatmada şeffaflık ve ortakların doğrudan bilgilendirilmesi
- xii. Gerçek ve potansiyel ortakların bir araya gelmesi ve bilgilenmeleri ile birlikte hareket edebilmeleri

Bilgi Güvenliği Anlamında:

- i. Yüksek standartlarda bilgi güvenliği
- ii. Ortakların kimlik bilgilerinin gizliliğine ilişkin hassasiyetlerinin korunması suretiyle bilgi paylaşımı⁶

3.4.2 E-Cas: Yatırımcı Uyarı Sistemi

E-Cas: Yatırımcı uyarı sistemi, MKK tarafından yatırımcıların hesaplarında meydana gelen hareketlerin yatırımcılara anında SMS ve e-mail ile iletilmesini sağlayan bir yatırımcı bilgilendirme sistemidir.

Portal üzerinden kayıt olan yatırımcılar, hesaplarında meydana gelen pay senedi çıkışı, hesabındaki sermaye piyasası araçlarına konulan haciz ve tedbirler vb. pek çok işlem hakkında anında bilgilendirilmekte, bu sayede hem oluşabilecek suistimler engellenmekte hem de bilgi akışı anında sağlanabilmektedir.

3.4.3 E-Veri: Sermaye Piyasaları Veri Bankası

E-Veri Sermaye Piyasaları Veri Bankası ile üye bazında saklama bakiyeleri, yerli-yabancı saklama bilgileri, fiili dolaşımda bulunan paylar raporu, yatırımcı risk iştahı endeksi (RISE) gibi sermaye piyasaları hakkında pek çok bilgi portal üzerinden paylaşılmaktadır. Bu projenin diğer amacı sermaye piyasalarında üretilen tüm verilerin MKK aracılığı ile ilgili taraflara güvenli, tutarlı ve doğru bir şekilde iletilmesidir.⁷

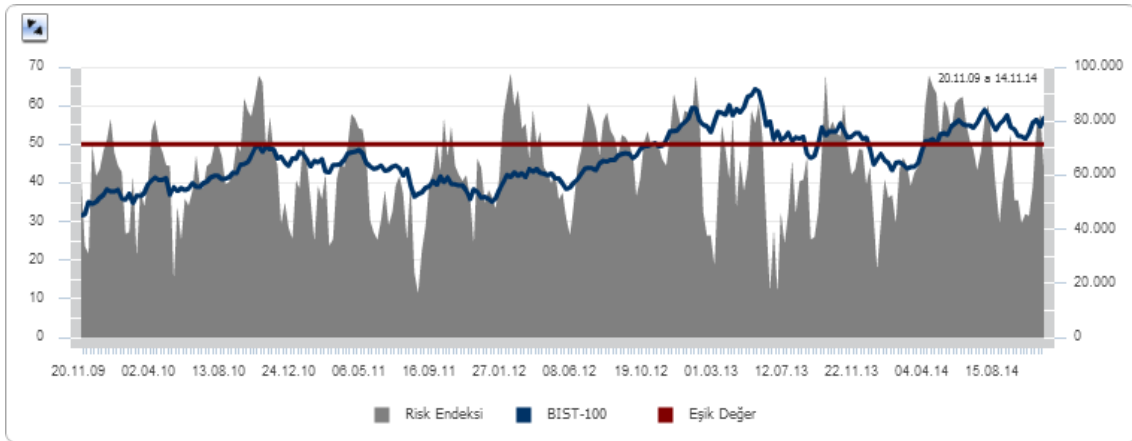
⁶ e-YÖNET: Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı, <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK/YatirimciHizmetleri/eYonetKurumsalYonetimveYatirimciIliskileri>, Kasım 2014

⁷ Risk İndeksi, [https://portal.mkk.com.tr/portal/#Investor-Risk-Appetite-Index-\(RISE\)](https://portal.mkk.com.tr/portal/#Investor-Risk-Appetite-Index-(RISE)), Kasım 2014

RISE, 28 Kasım 2005 tarihinden başlayarak, geçmiş herhangi bir dönemde 5.000 TL ve üzeri hisse senedi portföy değerine sahip yatırımcıların haftalık portföy değişimlerinden yola çıkılarak hesaplanan haftalık bir endekstir. Endeks yerli yatırımcılar yabancı yatırımcılar, yerli gerçek kişiler, yerli tüzel kişiler, nitelikli yatırımcılar ve yerli fonlar için hesaplanmaktadır.

Şekil 3.1’de yeralan RISE endeksi BİST-100 için 2009-2014 yılları arasında hesaplanmış olup yatırımcılar açısından en basit ifadeyle endeks değerinin eşik değer üzerinde olması risk iştahının arttığı anlamına gelmektedir. Genel olarak incelendiğinde 2012 yılından sonra genel olarak yatırımcıların risk iştahının arttığı gözlemlenmektedir.

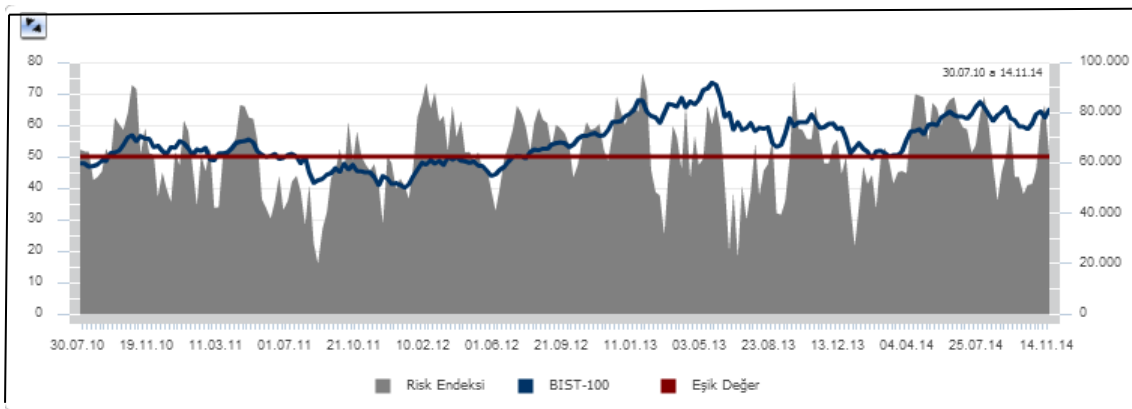
Tablo 3.1 RISE Endeksi 20.11.2009 -14.11.2014 tarihleri arası tüm yatırımcılar



Kaynak : MKK ,2014

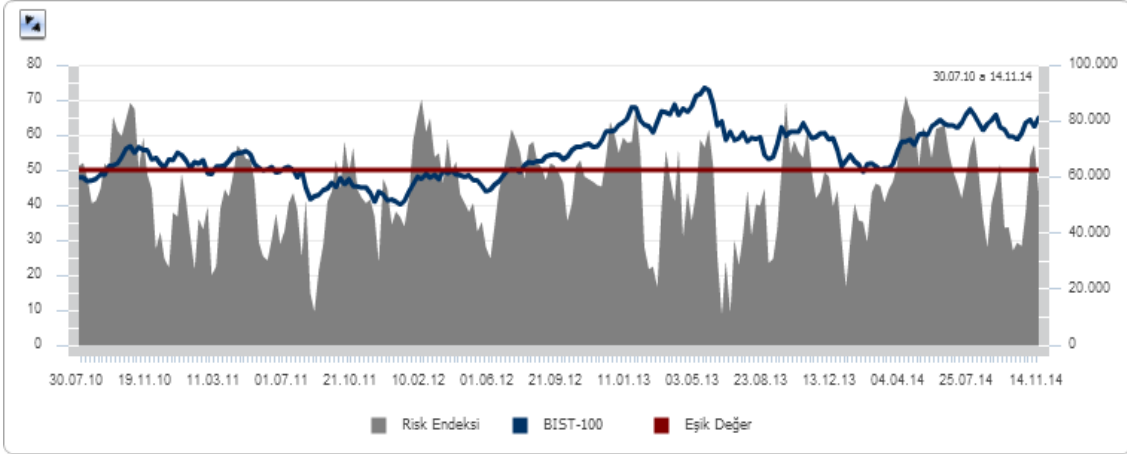
Risk iştahını gösteren endekse yerli ve yabancı yatırımcılar açısından baktığımızda ise yerli yatırımcıların yabancılara göre çok daha fazla risk aldıkları görülmektedir. Şekil 3.2 ve Şekil 3.3 de bu fark gözlemlenebilir.

Şekil 3.2 RISE endeksi 2009-2014 yerli yatırımcı



Kaynak : MKK ,2014

Şekil 3.3 RISE endeksi 2009-2014 yabancı yatırımcı



Kaynak : MKK, 2014

3.4.4 E-Genel Kurul: Elektronik Genel Kurul Sistemi

Yeni TTK'nın 1527'inci maddesine göre şirket sözleşmesinde veya esas sözleşmede düzenlenmiş olması şartıyla, sermaye şirketlerinde yönetim kurulu ve müdürler kurulu tamamen elektronik ortamda yapılabileceği gibi, bazı üyelerin fiziken mevcut buldukları bir toplantıya bir kısım üyelerin elektronik ortamda katılması yoluyla da icra edilebilir.(TTK md.1257/1) Aynı maddenin 5'inci fıkrasına göre ise pay senetleri borsaya kote edilmiş şirketler açısından genel kurulların elektronik ortamda yapılmasının zorunlu olduğu belirtilmiştir. Yine aynı maddenin 5'inci fıkrasında anonim şirketlerde genel kurullara elektronik ortamda katılma, oy verme vb. işlemlerin fiziki katılmanın ve oy vermenin bütün hukuki sonuçlarını doğuracağı belirtilmiştir.

Yayla'ya göre TTK'da yapılan bu düzenleme ile genel kurulların fiziken toplanması yöntemi ortadan kaldırılmamış, toplantılara elektronik ortamda katılımın sağlanabilmesinin önü açılmıştır (Ümit Yayla, 2013).

Bu çerçevede Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından hazırlan ve 28 Ağustos 2012'e yayımlanan Anonim Şirketlerde Elektronik Ortamda Yapılacak Genel Kurullara İlişkin Yönetmelik'in 5'inci maddesinin 3'üncü fıkrası uyarınca payları MKK tarafından kayden izlenen borsaya kote şirketlerin yapacakları genel kurul toplantılarına elektronik ortamda katılma, temsilci tayin etme, öneride bulunma, görüş açıklama ve oy verme işlemlerinin MKK tarafından sağlanan elektronik genel kurul sistemi üzerinden yapılacağı belirtilmiştir.

MKK tarafından E-Genel Kurul sistemi 1 Ekim 2012 tarihinde hizmete açılmıştır. E-Genel Kurul Sistemi ortakların elektronik yöntemle işlem yapabildiği, toplantıyı eş anlı olarak takip edebildikleri, görüşülen gündeme ilişkin görüş ve önerilerin eş anlı olarak aktarılabilirdiği, toplantıya katılanlarla birlikte eş anlı olarak oy kullanabildiği bir sistemi ifade etmektedir. (Yayla, 2013 Lebib Yalkın Mezuat Dergisi s.19)

E-Genel Kurul Sistemi ile şirketler genel kurul çağrısını E-MKK bilgi portalına kayıtlı hak sahiplerine elektronik ortamda göndermekte, pay sahipleri listesine genel kurul günü sistem üzerinden erişmekte, hazirun cetvelini isterse sistem üzerinden oluşturabilmekte, yatırımcılar ise zaman ve mekan sınırı olmaksızın yatırımcısı oldukları şirketlerin genel kurullarına katılabilmekte, genel kurulu canlı olarak izleyebilmekte, görüşülen konulara ilişkin eş zamanlı olarak görüş bildirebilmekte, oy kullanabilmekte, elektronik ortamda vekalet verebilmektedir. E-Genel Kurul üzerinde yapılan işlemlerin hepsinin güvenli elektronik imza ile yapılması zorunlu tutulmuş böylece işlem güvenliği sağlanmıştır.

Devreye alındığı ilk sene 13.556 yatırımcı e-GKS üzerinden genel kurullara katılırken 6.088 yatırımcı fiziksel olarak katılmıştır. 292 şirkete ait 415 genel kurul toplantısı yapılmış, 41 farklı ülkeden yatırımcılar e-GKS üzerinden genel kurullara katılmıştır.

e-GKS üzerinden yapılan genel kurullarda 241 görüş, 224 muhalefet beyanı gönderilmiştir. 23 farklı şehirde 198 farklı noktadan toplamda 877 saat canlı genel kurul yayını yapılmıştır.⁸

e-GKS sermaye piyasalarımızın şeffaflığını arttıran, pay sahiplerinin en önemli haklarından biri olan genel kurula katılma ve oy kullanma haklarını çağdaş bir yöntemle, düşük maliyetle kullanılmasına imkan veren yenilikçi bir uygulamadır. Ülkemizde kurumsal yönetim anlayışının daha ileri seviyelere taşınabilmesi adına yalnızca mevzuatın zorunlu kıldığı şirketlerin değil bütün şirketlerimizin genel kurullarını e-GKS üzerinden yapmasının faydalı olacağı düşünülmektedir.

3.4.5 E-Şirket: Şirketler Bilgi Portalı

TTK'nun 397'nci maddesinin 4'üncü fıkrası uyarınca denetime tabi olan sermaye şirketleri, kuruluşlarının ticaret siciline tescili tarihinden itibaren üç ay içinde bir

⁸ Elektronik Genel Kurul Sistemi, <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK/YatirimciHizmetleri/eGenelKurulSistemi>, Kasım 2014

internet sitesi açmak ve bu sitenin belirli bir bölümünü şirketçe kanunen yapılması gereken ilanların yayımlanmasına özgülemek zorundadır.

e-ŞİRKET, Türk Ticaret Kanunu'nun 1524'üncü maddesi uyarınca internet sitesinde ilan edilecek içeriğin şirketlerin kendilerine özgülenmiş sayfalarına güvenli elektronik imza ve zaman damgası ile yüklendiği, yüklenen içeriğin güvenli ortamda tutulduğu, içeriğin erişime hazır bulundurulduğu, güvenli olarak arşivlendiği elektronik ortamdır.⁹

Bu uygulama sayesinde şeffaflığın en üst düzeyde uygulanması amaçlanmış olup aynı maddenin 2'inci fıkrasında söz konusu yükümlülüğe uyulmaması halinde ilgili kararların (genel kurul kararı vb.) iptal edileceği hükmü yer almaktadır.

MKK sahip olduğu teknolojik altyapı ve misyonu çerçevesinde Merkezi Veritabanı Hizmet Sağlayıcı olarak faaliyet göstermekte, şirketlere güvenilir, etkin ve düşük maliyetli olarak bu hizmetleri sağlamaktadır. MKK Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Üyesi Yakup Ergincan MKK'nın yeni vizyonu doğrultusunda E-Şirket ile E-Devlet, Gümrük ve Ticaret Bakanlığının MERSİS sistemi, KAP, E-Yönet, e-GKS ve diğer düzenleyici denetleyici kurumlar tarafından işletilen elektronik platformlarla entegrasyon sağlanacağını bu entegrasyonlarla aynı bilgi ve belgelerin birden fazla mercie fiziken ve/veya elektronik ortamda sunulması zorunluluğunu ortadan kaldırılmayı hedeflediklerini belirtmektedir. Entegrasyonun sağlanması halinde şirketlerin bilgi ve belgeleri kamuoyu ile paylaşmak, yetkili mercilere ibraz etmek aşamasında katlandığı maliyetlerin azalacağı ve şirketlerin tek bir kanal üzerinden takip edilen şeffaf yapılar haline gelmesi yolunda önemli bir aşama kaydedileceği düşünülmektedir.

3.4.6 Kamuyu Aydınlatma Platformu

Kurumsal yönetim uygulamalarının en önemli ayaklarından birisi şirketlerin paydaşlarını zamanında, doğru ve eksiksiz bir şekilde bilgilendirmesidir. Ülkemizde halka açık şirketlerin paydaşlarını zamanında ve eksiksiz bilgilendirmesini sağlayan en önemli mekanizma şüphesiz Kamuyu Aydınlatma Platformu'dur.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), sermaye piyasası ve borsa mevzuatı uyarınca, kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemdir. Daha önceden Borsa İstanbul bünyesinde hizmet vermekte olan KAP'ın işleticiliği 2014 yılından itibaren MKK'ya geçmiştir.

⁹ e-ŞİRKET: Şirketler Bilgi Portalı, <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/MKK/YatirimciHizmetleri/eSirketSirketlerBilgiPortali>, Kasım 2014

KAP, yatırımcıların ve şirket hakkında bilgi sahibi olmak isteyen bütün paydaşların hızlı, güvenilir, etkin ve düşük maliyetle bilgi sahibi olmasını sağlamakta ve bu yönüyle kurumsal yönetim uygulamaları bakımından kilit bir hizmet sunmaktadır. Yatırımcılar şirketler hakkında anlık bilgilere ulaşabildikleri gibi geçmişe dönük olarak da bilgi sahibi olabilmektedir.

KAP ve MKK'nın katma değerli projelerinden olan E-Yönet portalı entegre edilmiş olup, portala üye olan kişiler takip etmek istedikleri şirketleri filtreyebilmekte ve takip edilen şirketler tarafından KAP'a yapılan bildirimler eş anlı olarak portaldaki sayfaya iletilmekte, böylece kişilerin ilgilendikleri şirketleri tek bir platform üzerinden takip edebilmesine imkan tanınmaktadır.

Sermaye piyasası araçları Borsa'da işlem gören ortaklıklar; finansal raporlarını, SPK'nın "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i kapsamında özel durum açıklamalarını ve ilgili diğer düzenlemeler uyarınca yapmaları gereken tüm bildirimleri KAP üzerinden kamuya açıklamakla yükümlüdürler.¹⁰

Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. katma değerli projelerinin yanı sıra bünyesine kattığı KAP uygulaması ile Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının ilerlemesine, kurumsal yönetim kültürünün hem şirketler hemde yatırımcılar açısından gelişmesine büyük katkı sağlamıştır.

¹⁰ Genel Olarak KAP, <http://www.kap.gov.tr/kap-hakkinda/genel-bilgi.aspx>, Aralık 2014

4. KURUMSAL YÖNETİM ve ŞİRKET PERFORMANSINA ETKİSİ

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum ve şirket performansı arasındaki ilişki son yıllarda önemi giderek artan ve üzerine pek çok araştırma yapılan konulardan biri haline gelmiştir. Kurumsal yönetim alanında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde pek çok düzenleme yapılmış, yatırımcılar için daha şeffaf, etkin, güvenilir piyasalar oluşturulması için çalışmalar yapılmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerine uygun hareket eden şirketlerin yerli ve yabancı yatırımcılar açısından daha çok tercih edildiği birçok araştırmada ortaya koyulmuştur.

Çalışmamızın dördüncü bölümünde öncelikle kurumsal yönetim derecelendirmesi, şirket değeri ve kurumsal yönetim, yatırımcıların şirketin değerini belirlerken kullandıkları yöntemler kısaca açıklanacaktır. Daha sonra kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiye ilişkin literatürde yer alan çalışmalara yer verilecek, son bölümde ise araştırmamızın amacı, araştırmada kullanılan veri seti ve araştırmanın metodolojisi açıklanarak elde edilen bulgulara yer verilecektir.

4.1 TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRMESİ

Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, firmaların yönetim yapılarının, yönetilme biçiminin, pay sahipliği ve menfaat sahipliğini ilgilendiren düzenlemelerin, tam anlamıyla şeffaf ve doğru bilgilendirmenin günümüz modern kurumsal yönetim ilkelerine uygun yapıp yapılmadığını denetleyen ve mevcut duruma karşılık gelen notu veren sistemdir.

Kurumsal yönetim derecelendirme notu hesaplanırken şirketin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulu, pay sahipleri ve menfaat sahipleri başlıklarına uyumu değerlendirilir ve bu her başlık için kurumsal yönetim notu olarak 1 ile 10 arasında, virgülden sonra iki basamaklı olmak üzere bir not verilir. Verilen bu dört notun ağırlıklı ortalaması alınarak şirketin genel kurumsal yönetim notu belirlenir.

Bu dört başlık SPK'nın tebliği doğrultusunda kamuyu aydınlatma ve şeffaflık puanının %35'i, yönetim kurulu ve pay sahipleri puanlarının her birinin %25'i, menfaat sahipleri puanının ise %15'i alınarak şirket genel kurumsal yönetim puanı elde edilir. Şirket genel puanı da 1 ile 10 arasında ve virgülden sonra iki basamak olarak açıklanır.

Türkiye sermaye piyasasına derecelendirme faaliyeti, Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır. Derecelendirme faaliyetinde bulunacak olan kuruluşların sahip olması gereken özellikler SPK tarafından düzenlenir.

Tablo 4.1 Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yetkisi Almış Kuruluşlar

Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye'de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
1- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 2-Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. 3-JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	1- ISS Corporate Services

4.2 ŞİRKET DEĞERİ VE KURUMSAL YÖNETİM, DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Mal ve hizmetlere verilen öneme değer denir. Birey ve/veya toplum, bir mal veya hizmetin değerini, o mal ve hizmetin sağladığı fayda, o mal veya hizmetin yeryüzünde bol veya kıt olması ve o mal ve hizmetin kalitesine bağlı olarak tayin eder. Mal ve hizmetlerin değişim değerinin para ile ifadesine fiyat adı verilir. Başka bir ifade ile bir malın veya bir hizmetin elde edilmesi için verilmesi gereken para miktarıdır.

Şirket değerinden kasıt ise şirketin hisselerini satın alabilmek için verilmesi gereken para miktarıdır. Yatırımcıların şirketin değerini belirlerken kullandıkları birçok hesaplama yönetimi bulunmaktadır. Bu yöntemlerden bazıları aşağıda açıklanmıştır.

4.2.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (Net Bugünkü Değer) Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre, bir şirketin değeri gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının şimdiki değerine eşittir. Bu yöntemde, genellikle beş ya da on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonlar yapılırken şirketin geçmiş yıllar nakit akımları incelenip genel varsayımlar belirlendikten sonra geleceğe yönelik varsayımlar yapılır. Projeksiyonlardan elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek, şirket değeri hesaplanır. Bu değer şirketin, borsa koşullarından bağımsız olarak hesaplanan, gerçek değeridir. İndirgenmiş nakit akımlarının formüle edilmiş hali aşağıdadır. Aşağıdaki formülde de görüldüğü üzere her dönemde elde edilmesi öngörülen nakit akımı belirlenen iskonto oranıyla bugünkü değere indirgenir.

İskonto oranının hesaplanmasında kullanılan formüle aşağıda yer verilmiştir.

$$WACC = r_e * E/V + (1 - T)R_d * D/V$$

WACC: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

r_e : Özsermaye maliyeti

E/V : Özsermayenin toplam kaynaklara oranı

T : Vergi oranı

R_D : Borçlanma maliyeti

D/V : Borçların toplam kaynaklara oranıdır

Özsermaye maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanabilmektedir.

$$r_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta$$

R_f : Risksiz faiz oranıdır.

R_m : Portföyün getirisidir.

β : Beta katsayısı bir menkul kıymetin sistematik riskinin ölçüsüdür.

Beta katsayısı pozitif ise menkul kıymet içinde bulunduğu piyasa ile aynı yönde hareket ediyor demektir. Beta katsayısı ne kadar yüksek ve pozitif ise o menkul kıymet, piyasanın hareketlerinden o derece yüksek ve aynı yönde etkilenir. Eğer ilişki ters yönlü

ve yüksekse bu durumda menkul kıymet baz alınan piyasayla ters yönde hareket ediyor demektir.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin fon maliyetlerini azaltması beklenmektedir. Bu sayede şirketin iskonto oranı azalacak ve şirketin ilerideki nakit akımları daha az iskontoya uğrayacak bunun sonucu olarak da şirket daha yüksek fiyattan değerlendirilecektir. Ancak kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik literatürde bu yöntem kullanılmamaktadır. Bunun yerine şirketlerin karşılaştırılabilmesine olanak sağlayan diğer yöntemler kullanılmaktadır.

4.2.2 Net Aktif Değeri

Net aktif yöntemiyle değerlendirme yapıldığında, bir şirketin aktif (varlık) ve pasiflerinin (kaynak) piyasa değerleri bulunur ve bu şekilde şirket değerinin ve/veya hisse senetlerinin toplam değeri hesaplanır.

Ancak bu yöntem olağanüstü durumlarda yani şirketin faaliyetlerini sonlandırıp iflas etmesi gibi durumlarda sahip olduğu aktif kalemlerin piyasa fiyatından paraya çevrilip mevcut borçlarının ödenmesi sonucu sermayedarların paylaşması için kalacak tutardır. Şirket bilançosunda yazan tutarlar maliyet esaslı gereği varlıkların piyasa fiyatını yansıtmamaktadır. Bu nedenle kullanışlı bir değerlendirme değildir.

4.2.3 Piyasa Değeri / Defter Değeri Yöntemi

Bu değer bir şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin toplamının hisse senetlerinin nominal değerine (öz kaynak toplamına) bölünmesiyle hesaplanır. Bu hesap sonucu şirketin borsa fiyatının özkaynakların kaç katı olduğunu göstermektedir. Bu yönüyle de diğer şirketlerle karşılaştırma yapabilme olanağı sağlamaktadır. Bu oranın yüksek olması yatırımcının şirket hakkında pozitif düşündüğü ve geleceğine yönelik olumlu düşüncelere sahip olduğunu, düşük olması ise yatırımcının şirket hakkında olumlu düşünmediğini göstermektedir. Burada yüksek veya düşük olması tabii ki şirketin başka şirketlerle kıyası ile mümkündür. Standart bir PD/DD oranı bulunmamaktadır. Bu oranın ortalama değeri sektörel bazda da değişmektedir. Örneğin Ar-Ge bazlı teknoloji şirketlerinde bu oranın ortalaması yüksekken, inşaat sektöründe daha ileri teknoloji şirketlerinde daha düşük değerler almaktadır.

Bu nedenle şirketin PD/DD oranını karşılaştırma yaparken şirkete benzer diğer şirket oranlarıyla karşılaştırmak gerekir. Bu oranın hesaplanmasında kullanılan formül ve açıklamalarına aşağıda yer verilmiştir.

$$PD/DD = BF / \{ [TV - (KVY + UVY)] / \ddot{O}dS \}$$

Burada:

BF: Borsa fiyatı

TV: Toplam Varlıklar

KVY: Kısa Vadeli Yabancı Kaynak

UVY: Uzun Vadeli Yabancı Kaynak

ÖdS: Ödenmiş Sermaye'yi ifade etmektedir.

4.2.4 Tobin's Q

Morey vd. (2008), Klapper ve Love (2002), Gompers vd. (2003) Black vd. (2006a) vd., kurumsal yönetim ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi ölçerken şirket değerini Tobin's Q yöntemiyle hesaplamışlardır. Tobin's Q yöntemi de PD/DD gibi diğer şirketlerle karşılaştırma yapma kolaylığı sağlamaktadır. Tobin's Q; varlıkların (borçlar ve özkaynak) piyasa değerinin, varlıkların yerine koyma değerine bölünmesi yöntemiyle hesaplanmaktadır.

Tobin's Q değerinin 1 olması durumunda şirketin piyasa değerinin varlıkların yerine koyma değerine eşit olduğu söylenebilir. 0 ile 1 arasında olduğu durumda ise şirketin piyasa değeri varlıklarının yerine koyma maliyetinin altında kaldığını göstermektedir. Bu da şirketin piyasa fiyatının artacağına bir sinyali olabileceği gibi şirket için işlerin iyi gitmediğinin de göstergesi olabilir. Bu oran 1'in üzerine çıktıkça şirket değerinin şirketin varlıklarının yerine koyma maliyetinin daha üzerinde belirlendiğini göstermektedir.

4.3 KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI İLE ŞİRKET DEĞERİ ARASINDA İLİŞKİYİ ARAŞTIRAN DAHA ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR

Kurumsal yönetim ile şirketin değeri arasındaki ilişkiyi ölçen geniş bir literatür bulunmaktadır. Ancak bu literatürün büyük bir kısmı gelişmiş ülkelere odaklanmaktadır

ve şirketin genel kurumsal yönetim puanına değil kurumsal yönetimin, yönetim kurulu yapısı, pay sahiplerinin hakları, ortaklık yapısı gibi, belirli bir noktasına odaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde genel kurumsal yönetim puanına odaklanan çalışmalar daha kısıtlıdır. 21 gelişmekte olan ülkede yaklaşık beş yıllık bir periyotta yapılan araştırma sonucunda Morey vd. (2008), şirketlerin kurumsal yönetim puanındaki artışların şirket değerine etkisinin yüksek olduğunu bulmuşlardır. Kullandıkları kurumsal yönetim puanlarını yatırım bankası olan Alliance Bernstein'in açıklamış olduğu puanlardan almışlardır. Verileri aylık olarak güncellediklerinden değişimlerin şirket değerine etkisini mikro bazda daha iyi ölçtüklerini belirtmektedirler.

Black (2001) 21 Rus şirketi üzerinde bir Rus yatırım bankasının açıklamış olduğu kurumsal yönetim puanını kullanarak yaptığı araştırmada kurumsal yönetim uygulamalarının iyi olmasının şirket değerini artırıcı yönde olduğunu bulmuştur. Black ayrıca ABD gibi kurallara hemen herkesin uyduğu ülkelerde yapılan iyileştirmelerin şirket değerine etkisinin ekonomik olarak anlamlı olmadığını ama Rusya gibi kuralların göz ardı edilemediği ülkelerde yapılan iyileştirmelerin daha fazla etkisinin görüldüğünü belirtmektedir. Rusya'da kuralların yeterli olduğunu ama uygulamak için şirketlerin zorlanmadığını belirtmiştir. Örneğin Rusya'da 1994 yılından beri hisse senedi transferlerinin bağımsız bir memur tarafından tutulması gerekse de incelenen 21 şirketlik örnekte sadece 8 tanesi bu kurala uymuştur. Örneklem sayısının az olması sonuçların genellenebilme yetisi hakkında soru işaretleri bırakmaktadır. Black içsellikle ilgili Rus şirketlerin kurumsal yönetim uygulamasını yeni yeni hayata geçirdiği için gelişmiş ülkelerde olduğu gibi bir içsellik sorununun bu örnekte göz önünde bulundurulması gereken bir problem olmadığını belirtmektedir. Veriyi analiz ederken de basit regresyon analizi kullanmıştır.

Durnev ve Kim (2005) 27 ülkede yaptıkları araştırma sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının ve kamuya açıklama kalitesinin artması şirketin değerine pozitif etki yaptığını bulmuşlar ve bu etkinin daha az yatırımcı dostu olan ülkelerde diğerlerine göre daha da fazla olduğunu tespit etmişlerdir.

Şirket değeri ölçütü olarak Tobin's Q kullanan Klapper ve Love (2004) 14 gelişmekte olan ülkede, CLSA'nın açıklamış olduğu kurumsal yönetim puanlarını kullanarak yaptıkları araştırmada şirketlerin ortalama kurumsal yönetim uygulamalarının yasal

sistemin zayıf olduğu ülkelerde daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin değeriyle pozitif bir ilişkide olduğunu bulmuşlar ve bunun yasal sistemin daha zayıf olduğu ülkelerde daha önemli olduğunu bulmuşlar. Bir diğer bulguları da ülke değişkenini modele soktuklarında katsayıların iki katına çıkmış olmasıdır. Bu da genel ortalamadan çok ülke ortalamalarına göre değerlendirme yapıldığını göstermektedir.

Black vd. (2006a) Güney Kore’de 515 tane halka açık şirketi içerecek şekilde 2001 yılında bir anket kullanarak endeks oluşturmuşlardır. Sonuç olarak şirketin kurumsal yönetim notu ile değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlar. Belirttikleri bir diğer nokta kurumsal yönetimi iyi uygulayan şirketlerin daha karlı veya daha çok temettü ödediklerine dair bir sonuç bulunmamasına rağmen, aynı miktarda kar eden şirketlerden kurumsal yönetimi daha iyi uygulayanı daha yüksek değerlediğini bulmuşlardır. Dolayısıyla daha iyi kurumsal yönetim uygulaması bulunan şirketler daha düşük maliyetle fon sağlamaktadırlar. Black vd. (2006b) Rusyada yaptıkları araştırmada kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasında güçlü bir pozitif ilişki bulmuşlardır.

Gompers vd. (2003) 24 kurumsal yönetim ilkesini kullanarak kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. 1990’larda ABD’de 1500 tane büyük şirketi bu endeksi kullanarak değerlendirdikten sonra şirket değeri ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Oluşan puanlar sonucu şirketleri demokrasi grubu ve diktatörler grubu olarak ikiye bölen araştırmacılar demokrasi grubunun daha yüksek şirket değerine sahip olduğunu, daha yüksek kar elde ettiğini, daha yüksek gelir artışına sahip olduğunu, fon bulma maliyetinin daha az olduğunu ve satın alınma oranlarının daha düşük olduğunu bulmuşlardır.

Cheung vd. (2007) Hong Kong’ta OECD ve Hong Kong’ta açıklanmış olan kurumsal yönetimin en iyi uygulamaları üzerinden kendi oluşturdukları kurumsal yönetim endeksine göre şirketlere kurumsal yönetim puanı vermişler ve bu kurumsal yönetim puanıyla şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sonuç olarak da kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Özellikle şeffaflık ile ilgili uygulamalarla şirket değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuşlardır. Bu analizi yaparken en büyük 168 şirketin oluşturduğu

kurumsal yönetim puanlarıyla şirket değerini oransal olarak hesaplayabilmek ve piyasa değerini de içermesi açısından piyasa değerinin defter değerine kullanmışlardır. Analiz yöntemi olarak da regresyon analizini seçmişlerdir.

Türkiye’de yapılan çalışmalara bakılacak olursa Eyüpoğlu (2011) yaptığı çalışmada BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin endekse giriş tarihinden önce ve sonrasında, her bir şirkete ait TL bazlı aylık getirilerini hesaplamış ve endekse giriş öncesi ve sonrası dönemde getiri açısından anlamlı bir fark olup olmadığını araştırmıştır. Araştırma sonucunda istatistiksel açıdan iki dönem arasında anlamlı bir fark olmadığı ancak çalışmada yer alan şirket sayısının ilgili yıl itibariyle az olduğu ve endekste yer almak için yeterli kurumsal yönetim notunun alınması sonrası dönemin sağlıklı bir analiz için yeterli uzunlukta olmadığı belirtilmiştir.

Kılıç (2011) yaptığı araştırmada BİST kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin endekse dahil olmak için yeterli notu aldıkları tarihi kamuoyuna açıklamalarının ardından geçen 5 günlük süreçte şirketlerin hisse senedi fiyatlarında herhangi bir değişiklik olup olmadığını ortaya koymaya çalışmıştır. Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma yöntemi kullanılarak şirketlerin anormal bir getiri elde etmediği ve önemli bir getiri performansı yakalayıp yakalamadığı test edilmiştir. Araştırmaya dahil edilen 28 şirketten sadece 9’unda getiri beklenen getirinin üzerinde çıkmış, 19 şirkette dönemde getiri kaybı gözlemlenmiştir. Sonuç olarak Kılıç yatırımcıların henüz kurumsal yönetim derecelendirmesine yeteri kadar önem vermediğini dile getirmiştir.

Kendirli vd. (2013) ise çalışmalarında BİST İkinci Ulusal Pazarda 2012 sonu itibariyle yer alan 77 şirketi, borsaya kote oldukları tarih öncesi ve sonrasını şirketlerin likidite rasyoları, faaliyet rasyoları, mali yapı rasyoları ve karlılık rasyoları açısından değerlendirmiştir. Sonuçlar genel anlamda t testi çerçevesinde olumsuz çıksa da, alacak devir hızı rasyosu, finansal kaldıraç, öz kaynak/toplam aktif oranı, borçların toplam aktife oranı gibi rasyolar da anlamlı sonuçların elde edilmiş olması şirketlerin BİST İkinci Ulusal pazara kote olmasının kurumsallaşma anlamında belli bir düzeyde katkı sağladığını ileri sürmüşlerdir.

5. KURUMSAL YÖNETİM VE ŞİRKET PERFORMANSI ÜZERİNE BİST XKURY'DE BİR UYGULAMA

5.1 ARAŞTIRMANIN AMACI VE KAPSAMI

Araştırma kapsamında kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmaların performansları üzerine bir çalışma yapılmıştır.

Çalışmanın amacı BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)'inde yer alan firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile sermaye yapıları ve piyasa performansları arasındaki ilişkiyi incelemektir. Çalışmanın kapsamını 2008-2013 yılları arasında XKURY'de yer alan 35 şirket oluşturmaktadır. Endekse 2014 yılında dahil olan Lider Faktoring A.Ş., Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş., Aksa Akriik Kimya Sanayii A.Ş. ve Çemaş Döküm Sanayii A.Ş. araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır. Bunun yanı sıra endekste yer alan bankalar ve faktoring şirketleri sermaye yapılarının farklı olmasından dolayı araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır. Araştırma kapsamındaki şirketler tablo 5.1'de görülmektedir.

Tablo 5.1 Araştırma Kapsamına Dahil Olan Şirketler

Araştırma Kapsamındaki Şirketler	
AEFES	ANADOLU EFES
ARCLK	ARÇELİK
ASELS	ASELSAN
AYGAZ	AYGAZ
BOYNR	BOYNER MAĞAZACILIK
CCOLA	COCA COLA İÇECEK
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV
DOHOL	DOĞAN HOLDİNG
EGCYH	EGELİ & CO. YATIRIM HOLDİNG
ENKAI	ENKA İNŞAAT
GLYHO	GLOBAL YAT. HOLDİNG
GRNYO	GARANTİ YAT. ORT.
HURGZ	HÜRRİYET GZT.
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ
IHLAS	İHLAS HOLDİNG
ISGYO	İŞ GMYO
ISYHO	İŞIKLAR YAT. HOL.
LOGO	LOGO YAZILIM
OTKAR	OTOKAR

Araştırma Kapsamındaki Şirketler	
PETKM	PETKİM
PETUN	PINAR ET VE UN
PINSU	PINAR SU
PNSUT	PINAR SÜT
PRKAB	PRYSMIAN KABLO
PRKME	PARK ELEK.MADENCİLİK
TAVHL	TAV HAVA LİMANLARI
TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
TRCAS	TURCAS PETROL
TTKOM	TÜRK TELEKOM
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
TUPRS	TÜPRAŞ
VESTL	VESTEL
VKFYO	VAKIF YAT. ORT.
YAZIC	YAZICILAR HOLDING
YGYO	YEŞİL GMYO

Araştırma kapsamına dahil olan şirketlerin endekse giriş tarihleri ve bu tarihten itibaren bağımsız denetim şirketleri tarafından yapılan denetim sonrasında ilan edilen endeks notları tablo 5.2 ve 5.3’de yer almaktadır.

Tablo 5.2 Endekse Giriş Tarihleri

UNVAN	ENDEKSE GİRİŞ TARİHİ
ANADOLU EFES	2008
ARÇELİK	2009
ASELSAN	2012
AYGAZ	2010
BOYNER MAĞAZACILIK	2012
COCA COLA İÇECEK	2009
DOĞUŞ OTOMOTİV	2011
DOĞAN HOLDİNG	2008
EGELİ & CO. YATIRIM HOLDİNG	2011
ENKA İNŞAAT	2012
GLOBAL YAT. HOLDİNG	2011
GARANTİ YAT. ORT.	2013
HÜRRİYET GZT.	2008
İHLAS EV ALETLERİ	2010
İHLAS HOLDİNG	2010
İŞ GMYO	2012
İŞIKLAR YAT. HOL.	2013

UNVAN	ENDEKSE GİRİŞ TARİHİ
LOGO YAZILIM	2009
OTOKAR	2008
PETKİM	2009
PINAR ET VE UN	2012
PINAR SU	2013
PINAR SÜT	2011
PRYSMIAN KABLO	2009
PARK ELEK.MADENCİLİK	2010
TAV HAVA LİMANLARI	2009
TOFAŞ OTO. FAB.	2008
TURCAS PETROL	2010
TÜRK TELEKOM	2009
TÜRK TRAKTÖR	2008
TÜPRAŞ	2008
VESTEL	2008
VAKIF YAT. ORT.	2009
YAZICILAR HOLDING	2010
YEŞİL GMYO	2008

Tablo 5.3 Endeks Notları

BORSA KODU	ENDEKS NOTU 2008	ENDEKS NOTU 2009	ENDEKS NOTU 2010	ENDEKS NOTU 2011	ENDEKS NOTU 2012	ENDEKS NOTU 2013
AEFES	80.96	82.71	84.00	85.46	83.39	93.30
ARCLK	0	82.09	85.53	85.91	91.07	92.80
ASELS	0	0	0	0	87.73	90.71
AYGAZ	0	0	84.61	84.95	85.97	92.71
BOYNR	0	0	0	0	83.36	86.13
CCOLA	0	83.04	84.34	84.96	88.91	92.01
DOAS	0	0	0	77.05	78.00	86.30
DOHOL	87.64	87.64	87.80	88.76	90.06	90.43
EGCYH	0	0	0	82.00	86.04	90.80
ENKAI	0	0	0	0	91.59	91.97
GLYHO	0	0	0	83.64	88.04	88.60
GRNYO	0	0	0	0	0	83.90
HURGZ	83.21	84.31	84.69	85.54	90.90	90.90
IHEVA	0	0	71.20	73.88	75.75	80.49
IHLAS	0	0	77.10	79.11	80.94	81.48
ISGYO	0	0	0	0	85.27	88.09
ISYHO	0	0	0	0	0	0

BORSA KODU	ENDEKS NOTU 2008	ENDEKS NOTU 2009	ENDEKS NOTU 2010	ENDEKS NOTU 2011	ENDEKS NOTU 2012	ENDEKS NOTU 2013
LOGO	0	80.53	81.71	82.61	85.97	89.12
OTKAR	79.40	81.20	83.18	84.68	86.80	91.03
PETKM	0	77.13	81.90	85.20	87.20	89.10
PETUN	0	0	0	0	87.73	91.59
PINSU	0	0	0	0	0	0
PNSUT	0	0	0	83.43	88.67	91.49
PRKAB	0	77.58	80.79	81.50	84.39	86.55
PRKME	0	0	86.45	86.66	88.24	89.90
TAVHL	0	83.34	90.35	91.02	91.09	94.03
TOASO	78.34	81.21	83.03	85.04	90.25	91.39
TRCAS	0	0	75.20	81.20	84.00	90.90
TTKOM	0	80.11	82.66	83.73	88.01	88.02
TTRAK	78.34	81.21	83.02	85.04	89.02	91.04
TUPRS	82.02	83.41	85.58	86.20	91.00	93.43
VESTL	82.57	83.38	84.02	85.87	88.32	90.94
VKFYO	0	78.10	82.30	84.10	87.30	92.10
YAZIC	0	0	80.44	83.00	87.75	90.73
YGYO	81.56	81.55	82.66	85.58	86.59	90.24

5.2 ARAŞTIRMANIN DEĞİŞKENLERİ

Araştırmanın değişkenleri olarak XKURY’de yer alan ve araştırma kapsamına dahil edilen 35 şirketin 2005- 2013 yılları arasında bilanço ve gelir tablolarından elde edilen bazı değerler ile kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin değişkenler ele alınmıştır. Kurumsal yönetim karakteristiklerine ilişkin seçilen değişkenler hakim ortak oranı, yabancı ortak oranı, endekse giriş tarihi ve endekse giriş notudur. Değişkenlere ait veriler firmalara ait kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarından, faaliyet raporlarından, MKK’dan ve TKYD internet sitesinde yayımlan verilerden elde edilmiştir. Firmaların bilanço ve gelir tablosu verilerinden toplam varlıklar , kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar, öz Sermaye (azınlık payı dahil), toplam aktifler, toplam borçlar, toplam borç/ öz sermaye, toplam borç/toplam aktif, satış gelirleri ve net dönem karı/zararı bilgileri ise Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Finnet finansal veriler programı aracılığıyla elde edilmiştir. Bunun yanı sıra firmaların hisse senedi performanslarını ölçmek amacıyla ise fiyat kazanç ve dağıtılan net temettü oranı değişkenleri kullanılmış olup bu değişkenlere ilişkin veriler MKK’dan temin edilmiştir.

Analizde bağımlı değişken olarak ise Tobin's Q değişkeni kullanılmıştır. Çalışmada Q bağımlı değişkeni F_K , HO, TB_OZ, TB_TA, TON, SGB, YO, EGT ve EN ise bağımsız değişkenleri temsil etmektedir. Değişkenlere ilişkin tablo 5.4 incelenebilir.

Tablo 5.4 Değişkenler

Değişken	Değişken Kısaltması
Fiyat Kazanç Oranı	F_K
Satış Gelirlerindeki Büyüme	SGB
Hakim Ortak Yapısı	HO
Toplam Borç / Özsermaye	TB_OZ
Toplam Borç / Toplam Aktif	TB_TA
Temettü Oranı (Net)	TON
Yabancı Ortak Oranı	YO
Endeks Notu	EN
Endekse Giriş Tarihi	EGT
Tobin's Q	Q

Çalışmada kullanılan model ise aşağıkdaki gibi kurulmuştur:

$$Q = \alpha_0 + \beta_1 FK + \beta_2 EN + \beta_3 SGB + \beta_4 HO + \beta_5 TB\ OZ + \beta_6 TB\ TA + \beta_7 TON + \beta_8 YO + \beta_9 EG + \varepsilon_i$$

Formülden,

α : Sabit Terim Parametresi

Q: Tobin's Q oranı

SGB: Satış Gelirlerindeki Büyüme

HO: Hakim Ortak Oranı

TB_OZ : Toplam Borç / Özsermaye Oranı

TB_TA : Toplam Borç / Toplam Aktif Oranın

TON: Temettü Oranı

YO: Yabancı Ortak Oranı

EGT : Endekse Giriş Tarihi

EN : Endeks Notu

ε : Hata terimi

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8$ ve β_9 değişken katsayılarını göstermekte olup bu katsayılar bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin yönünü göstermektedir.

Bağımlı değişken olarak kullanılan Tobin's Q oranının hesaplamasında aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Piyasa Değeri} + \text{Toplam Borçlar}}{\text{Öz Sermaye} + \text{Toplam Borçlar}}$$

“Tobin's Q” oranı Nobel ödüllü ve yüzyılın en önemli ekonomistlerinden biri olan James Tobin tarafından 1969 yılında tanıtılmıő olup oran şirketlerin toplam piyasa değerinin, yine aynı şirketlerin tüm aktiflerinin yenileme değerine oranını ifade etmektedir. Bu oranın 1'den büyük olması şirket için yatırım yapmanın kazançlı olacağı, 1'den küçük olması ise kazançlı olmayacağı anlamına gelir. Bir başka deyişle yapılan yatırımın maliyeti olası kazançlardan küçük demektir.

Bağımsız değişken olarak kullanılan “Toplam Borç / Toplam Aktif” kaldıraç oranı olarak da bilinmektedir. İşletmenin kaynak yapısını ifade etmektedir. Bu oran varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir. Kaldıraç oranı borçların toplam varlıklara oranı olarak bilinir. İşletmenin borçlarını ödeme gücü gibi mali yapısı hakkında fikir verir. Kaldıraç oranının yüksek olması şirket açısından risk göstergesidir.

Bir diğer değişken olarak çalışmada kullanılan “Toplam Borç / Özsermaye” finansal kaldıraç ile benzer özellikler göstermekte olup aktiflerin öz sermayenin kaç katı olduğunu, başka bir deyişle öz sermayenin aktifler içerisindeki ağırlığını göstermektedir. Başka bir deyişle işletmenin borçlanma yoluyla sağladığı yabancı kaynak ile firma sahip veya ortaklarının kattığı sermaye arasındaki ilişkilerini göstermektedir.

Araştırma kapsamında firmaların hisse senedi performanslarını ortaya koymak için 2005-2013 yılları arasında şirketlerin dağıttıkları net temettü oranı kullanılmıştır. Temettü bir diğer adıyla kar payı firmaların ortaklarına ödemek üzere kardan ayırdıkları pay olarak tanımlanabilir. şirketler her zaman kar dağıtımını yapmayabilir. Yeni SPKn çerçevesinde kar payı, genel kurulca belirlenen politika kapsamında ortaklara ve kara katılan diğer kiőilere genel kurulca dağıtılmasına karar verilen tutarı ifade eder (Sancak,

2014). Tanımdan da anlaşılacağı üzere temettü dağıtımını yönetim kurulunun insiyatifindedir.

Hisse senedi performansını ortaya konulması için kullanılan bir diğer bağımsız değişken ise “Fiyat Kazanç” oranıdır. “F/K Oranı = Hisse Fiyatı / Hisse Başı Net Kar” veya “F/K Oranı = Şirketin Piyasa Değeri / Şirketin Net Karı” formülleri ile hesaplanabilir. F/K çarpanı yatırımcıya bir birim kar için kaç birim fiyat ödediğini gösterir. Fiyat kazanç oranı yatırımcıların şirketlere yatırım kararı alırken dikkate aldığı önemli değişkenlerden biri olup yatırımcı açısından bu orana ne kadar düşükse o şirkete yatırım yapılabilir olma durumu o kadar yüksektir.

Kurumsal yönetim karakteristiklerine ilişkin seçilen değişkenlerden hakim ortak oranı, bir ortaklığı doğrudan ya da dolaylı olarak tek başına veya birlikte kontrol eden gerçek veya tüzel kişiyi ifade etmekte olup bu oran için 31.12.2007 sonrası yıl sonları itibarıyla firmaların ortaklık yapısı bilgileri kullanılmıştır. 31.12.2007 kaydileşme eşik tarihi olup bu tarihten sonra hakim ortak oranında meydana gelen artış araştırma sonuçları açısından anlamsız veriler oluşturacağından 2007 sonrası oranlar dikkate alınmıştır.

Kurumsal yönetim karakteristiklerine ilişkin seçilen bir diğer değişken yabancı ortak oranı olup şirketin ortaklık yapısı içerisinde yabancı ortağın oranını temsil etmektedir. Firmaların kurumsallaşma yönünde adımlar atması sonucu yabancı yatırımları çekeceği başka deyişle yabancı ortak oranının artacağı ön görülmektedir.

Son olarak endekse giriş tarihi ve firmaların kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan bağımsız denetim kuruluşlarınca hesaplanan ve kamuya açıklanan endeks notları bağımsız değişken olarak modele dahil edilmiş olup endekse geçirilen süre arttıkça ve endeks notu arttıkça firma performansında artış meydana geleceği beklenmektedir.

5.3 ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada panel veri analizi kullanılmıştır. Panel veri; bireyler, ülkeler, firmalar, hanehalkları gibi birimlere ait yatay kesit gözlemlerinin belli bir zaman döneminde bir araya getirilmesidir (Baltagi, 2005). Bu çalışmada da zaman faktörü ile yatay kesit verilerini birlikte içeren veri seti analiz edildiği için panel veri analizi kullanılmıştır.

Panel veri analizi :

- a) Araştırmacıya zaman serisi veya kesit analizine kıyasla daha geniş bir veri seti ile çalışma imkanı tanır.

- b) Panel veri yöntemi kesit ve zaman serisi gözlemlerini birleştirdiği için gözlem sayısı daha fazladır.
- c) Panel veri analizinde açıklayıcı değişkenler arasında daha düşük çoklu doğrusal bağlantı sorunu ile karşılaşılır.
- d) Panel veri modelleri kantitatif (nicel) ve kalitatif (nitel) faktörlerin aynı model üzerinde birlikte belirlenmesine imkan vermektedir.

Bunların yanı sıra panel veri analizinin başlıca kısıtları ise veri toplamanın maliyeti, verinin zaman boyutunu içermesi, korelasyon sorununa ve dolayısıyla, tahmin edicilerin sapmalı ve tahminlerin tutarsız olmasına yol açabilmesi sayılabilir .

Panel veri analizinde kullanılabilir üç tahmin yöntemi bulunmaktadır. Bunlardan ilki klasik modeldir.

Klasik modelde , hem sabit hem de eğim katsayılarının zamana ve birimlere göre sabit olduğu yani bütün gözlemlerin homojen olduğu varsayılmaktadır. Bu modelde parametreler en küçük kareler yöntemi ya da genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemleri ile tahmin edilir.

İkinci model sabit etkili modeldir. Sabit etkili modelde, birimlere göre değişiklikler sabit katsayıda farklılıklar meydana getirir. Böylece herbir yatay kesitin bireysellikleri dikkate alınmaktadır.

Üçüncü model ise rassal etkiler modelidir. Rassal etkiler modelinde ise firmaların bireysel etkileri tesadüfidir. Sabit etkiler modelinden farklı olarak modelde sabit değişkeninin yanında firma verilerindeki bireysel farklılıkları ve sabit zamana göre firmalar arasındaki değişmeyi dikkate alan gözlenemeyen tesadüfi hataları bulunmaktadır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007)

Hangi panel veri modelinin kullanılacağına ilişkin ise üç test bulunmaktadır. Tesadüfi Etkiler Testi (Lagrange Çarpanı (LM) Testi), Olabilirlik Oranı (LR) Testi ve Hausman Testi.

Araştırmamızda hangi panel veri modelinin kullanılacağına ilişkin karar vermek için Hausman testi kullanılmıştır. Hausman testi birim etki dolayısıyla hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında ilişki olup olmadığını , yani tesadüfi etkili modelin uygun olup olmadığını ölçer.

5.4 ARAŞTIRMA BULGULARI

Tablo 5.4 ve tablo 5.5 araştırmada kullanılan değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri olan mean, median, minimum ve maximum değerler ile standart sapmaları göstermektedir.

Tablo 5.4. Tanımlayıcı İstatistikler 1

	Q	EGT	EN	F_K	HO
Mean	1.189	1.331	3.827	1.293	0.332
Median	1.086	0.000	0.000	8.326	0.377
Maximum	3.066	6.000	9.400	2.286	0.965
Minimum	0.329	0.00	0.00	0.00	0.00
Std. Dev.	0.483	1.779	4.256	2.279	0.250
Skewness	1.001	1.107	0.219	6.172	0.135
Kurtosis	3.937	2.979	1.067	5.272	2.102
Jarque-Bera	6.397	6.419	5.137	34338.87	1.150
Probability	0.00	0.00	0.000000	0.000000	0.003173
Sum	3.734.133	4.180.000	12017.66	4.061.955	1.042.576
Sum Sq. Dev.	7.309.813	9.915.541	567194.2	162611.9	1.965.559
Observations	314	314	314	314	314

Tablo 5.6 Tanımlayıcı İstatistikler 2

	YO	SGB	TB_OZ	TB_TA	TON
Mean	0.216	0.566	0.684	0.435	2.984
Median	0.170	0.095	0.877	0.468	5.000
Maximum	0.857	9.805.	1.876	1.013	4.778
Minimum	0.00	-0.996	-1.146	0.002	0.00
Std. Dev.	0.209	5.623	8.029	0.243	6.516
Skewness	1.305	1.673	-1.207	-0.173	3.733
Kurtosis	4.262	2.895	1.619	2.075	1.864
Jarque-Bera	1.100	1089	338034.4	1.275	3.930
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.001698	0.000000
Sum	6.792.499	1.780.276	2.149.060	1.367.170	9.372.529
Sum Sq. Dev.	1.375.560	9.899.946	20179.00	1.856.665	1329179.
Observations	314	314	314	314	314

Araştırma sonucu şirketlerde hakim ortak oranı en fazla %96 en az %0 olduğu görülmüş olup ortalama olarak bu şirketlerde yüzde %33 oranında hakim ortak bulunmaktadır. Bu oranlar kurumsal yönetim ilkeleri açısından olumlu olarak yorumlanabilir. Yabancı ortak oranına bakılacak olursa en fazla %85 en az yüzde %0 oranında şirketlerin yabancı ortağa sahip olduğu, bu oranın araştırma kapsamındaki şirketler için %21 olduğu görülmüştür. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayan şirketlerin gerçek ve tüzel yabancı ortak oranlarında artış beklenmekte olup araştırma sonucunda elde edilen rakamların beklenenin altında olduğu görülmüştür.

Şirketlerin sermaye yapılarına ilişkin değişkenler ele alınacak olursa “toplam borç/özsermaye” ortalama %68 olduğu görülmüştür. Yani BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan araştırma kapsamındaki 35 şirket ortalama olarak %68 oranında borçla finansmana başvurmaktadır. Bunu yanı sıra “toplam borç/ toplam aktif” oranının ise ortalama %43 olduğu görülmüştür. İlgili işletmelerin yaklaşık %43’ünün yabancı kaynak kullandığı ve bu bağlamda ağırlıklı olarak özkaynakla finanse oldukları görülmektedir. Khan, Balachandran ve Mather (2007) bu değeri %25, Jahmani ve Ansari (2006) ve Fahlenbrach ve Stulz (2008) ise %42 olarak bulmuştur.

Araştırma kapsamındaki şirketlerin satış gelirlerindeki büyüme oranı ise ortalama %56 olarak tespit edilmiştir.

Modelde bağımlı değişken olarak kullanılacak olan Tobin-Q değişkeninin ortalama değeri 1.189’dir. Tobin-Q bağımlı değişkenini Khan, Balachandran ve Mather (2007), yaklaşık olarak 2.28, Davies, Hiller ve McCloghan (2005) 1.96, Rose (2005) 1.17 olarak bulmuştur. Ünlü ve arkadaşları da bu oranı yine 1.18 olarak bulmuşlardır.

Hisse senedi performansına ilişkin göstergeler yorumlanacak olursa fiyat/kazanç oranı maksimum %2, minimum %0 ve ortalama %1.29’dur. Ortalama olarak fiyat/kazanç oranının düşük olması endekste yer alan şirketlerin yatırım yapılabilir şirketler olduğunun bir göstergesidir.

Araştırmamızda hangi panel veri modelinin kullanılacağına ilişkin karar vermek için Hausman testi kullanılmıştır. Hausman test sonuçları Tablo 5.7’de görülebilir.

Tablo 5.7 Hausman Test İstatistiği Sonuçları

<i>Hausman Test Sonucu</i>
<i>Correlated Random Effects - Hausman Test</i>
<i>Pool: Untitled</i>
<i>Test cross-section random effects</i>

<i>Test Summary</i>	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
<i>Cross-section random</i>	11,914857	9	0,02

Hausman Testinde yokluk hipotezi “rassal etki modeli”, alternatif hipotez ise “sabit etki modeli” kullanılmalıdır şeklinde kurulmuştur.

H₀: Rassal etki vardır.

H₁: Rassal etki yoktur.

Prob.=0.02<0.05 olduğu için Ho hipotezi reddedilir. Yani sabit etki vardır diyebiliriz. Bu durumda sabit etki modelinin kullanımına karar verilmiştir.

Sabit etkiler modeli kullanılarak yapılan analize ilişkin sonuçlar Tablo 5.8’de yer almaktadır.

Tablo 5.8 Analiz Sonuçları

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1,010608	0,088842	11,37528	0
TB_OZ	-0,006615	0,00267	-2,477646	0,0138
TB_TA	-0,042146	0,17747	-0,23748	0,8125
SGB	-0,000758	0,003916	-0,193617	0,8466
TON	0,002526	0,000616	4,096971	0,0001
F_K	0,002407	0,000957	2,515249	0,0125
EGT	0,033555	0,023075	1,454182	0,1471
EN	-0,000827	0,000939	-0,880996	0,3791
YO	0,509673	0,173513	2,937368	0,0036
HO	-0,083458	0,121594	-0,686363	0,4931

Tablo da yer alan sonuçlar değerlendirilecek olursa Tobins’s Q oranı ile toplam borç/özsermaye oranı arasındaki ilişki anlamlı çıkmıştır. Yani toplam borç/özsermaye Tobin’s Q oranını istatistiksel olarak anlamlı etkilemektedir. Toplam borç/özsermaye oranı arttıkça Tobin’s Q değeri azalmaktadır. Kaldıraç oranı olarak da bilinen bu oran aynı zamanda işletme riskini arttıran bir orandır. Literatürde yapılan benzer

çalışmalarda da Tobin's Q oranı ve kaldıraç oranı arasında pozitif ve anlamlı ilişki olduğu tespit edilmiştir. . Bu bulgu Fama (1980) ile uyumludur. Aynı zamanda Akkaya (2008) da yaptığı çalışmada benzer sonuçlara ulaşmıştır.

Analiz sonucunda istatistiksel olarak anlamlı çıkan bir diğer değişten ise dağıtılan net temettü oranıdır. Net temettü oranı Tobin's Q oranını pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Bu sonuç firmaların performansı arttıkça hissedarlarına dağıttıkları temettü oranının arttığı şeklinde yorumlanabilir. Kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmalar açısından yorumlandığında ise firma performansı arttıkça temettü dağıtma oranı artmıştır.

Fiyat/kazanç oranı değişkeni de istatistiksel olarak anlamlı çıkan bir diğer değişken olarak karşımıza çıkmaktadır. F/K arpanı yatırımcıya bir birim kar için kaç birim fiyat ödediğini gösterir. Fiyat/kazanç oranı ile Tobin's Q arasında da pozitif ve anlamlı bir ilişki söz konusudur.

Son olarak yabancı ortak oranı ile Tobin's Q oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olduğu görölmekte olup endekste yer alan firmaların yabancı ortak oranında meydana gelen artışın firmanın Tobin's Q değerini arttırdığı söylenebilir. Ersoy ve arkadaşları yaptıkları çalışmada benzer bir sonuç elde etmiştir. Yabancı sahipliğinin Tobin's Q temelinde firma performansını arttırdığını ortaya koymuşlardır. (2011).

Endekse giriş tarihi ve endeks notu araştırmamız açısından anlamlı istatistikler oluşturmamıştır. Açıklayıcı değişkenlere bakılacak olursa araştırma kapsamındaki şirketlerinde endekte geçirdikleri yıl sayısı ortalama 1.33 olarak tespit edilmiştir. Bu nedenle endeks notu değişkeni de yine kısıtlı bir zaman için sonuç vermiştir. Sonuç olarak analiz ilerleyen yıllarda endekste geçirilen sürenin artmasıyla tekrarlanacak olursa endekse giriş tarihi ile Tobin's Q oranı arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkin ortaya çıkması muhtemeldir.

Araştırma sonucunda toplam borç/ toplam aktif, satış gelirlerindeki büyüme ve hakim ortak oranı ile Tobin's Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ortaya çıkmadığı görölmüştür.

6. SONUÇ

1990'lı yıllarda ortaya çıkan ve giderek tüm dünyada önem kazanan kurumsal yönetim kavramı günümüzde firmalar ve piyasalar açısından prestij kaynağı olmaktan ziyade bir ihtiyaç haline gelmiştir.

1990'ların sonu 2000'lerin başında yaşanan ve bütün piyasaları derinden etkileyen Asya Krizi gibi sistemik krizler, Worldcom, Enron ve Xerox gibi dünya çapında tanınmış büyük şirketlerin yaşadığı skandallar piyasaların etkin, şeffaf ve verimli bir şekilde işleyebilmesi için kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesinin ne denli önemli olduğunu bir kez daha ortaya koymuştur. Bahsi geçen bu şirketlerin finansal raporlarını manipüle ederek yatırımcılarını ve bütün paydaşlarını zarara uğratması şirketlerin şeffaf, sorumluluk sahibi ve iyi yönetilmesinin hem yatırımcılar açısından hem de piyasaların itibarı ve etkinliği açısından hayati önem taşıdığını gözler önüne sermiştir.

Gelişmiş ülkelerde yaşanan şirket skandalları kurumsal yönetim anlayışının sadece gelişmekte olan ülkeler açısından değil gelişmiş ülkeler açısından da bir ihtiyaç olduğunun açık bir göstergesidir. Nitekim ABD, İngiltere Almanya gibi pek çok ülke bu dönemde kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar yapmış, Sarbanes Oxley Act, Cadbury raporu gibi pek çok çalışma ve yasa hayata geçirilmiştir. Özellikle Sarbanes Oxley Act firmalar açısından ciddi yaptırımlar içeren, piyasaları düzenleyen hükümler içermekte olup pek çok ülkenin kurumsal yönetim uygulamalarına temel teşkil etmiştir.

Hükümetlerin hayata geçirdiği bu uygulamaların yanısıra eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri üzerine kurulu OECD kurumsal yönetim ilkeleri 2004 yılında yayımlanmıştır. OECD bu çalışma ile kurumsal yönetime ilişkin hem farkındalık yaratmayı hem de ülke uygulamalarına rehber olmayı hedeflemiştir. Kurumsal yönetimin tek bir tanımı olmadığı gibi her ülke için geçerli tek ve doğru bir kurumsal yönetim uygulamasının varlığından söz edilemez. Ülkeler sahip oldukları ekonomik ve sosyal yapı çerçevesinde bu temel ilkeleri revize etmiş ve ihtiyaçlarına yönelik uygulamaları hayata geçirmiştir.

Türkiye açısından durum ele alınacak olursa ülkemizde kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar ABD ve Avrupa ülkelerine kıyasla daha geç başlamıştır. TÜSİAD tarafından yayımlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri En İyi Uygulama Kodu : Yönetim Kurulunun Yapısı” çalışması bu alanda yapılan ilk ciddi çalışma olarak

nitelendirilmekle beraber çalışmanın yalnızca yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi ile ilgilenmesi ayrıca bir sivil toplum kuruluşu tarafından yapılmış olması nedeniyle yaptırım gücünün olmadığı hususlarına dikkat edilmelidir. 2005 yılında ise SPK tarafından ilk defa kurumsal yönetim ilkelerine yönelik çalışma yapılmış olup bu çalışmada yer alan kararların da çoğu tavsiye niteliğindedir ve firmalar açısından herhangi bir yaptırım getirmemiştir. Başlangıçta “uygula uygulamıyorsan açıkla” yaklaşımını benimseyen SPK zaman içerisinde getirdiği düzenlemeler ile belirli ilkelere uymayı payları borsaya kote olmuş şirketler açısından zorunluluk haline getirmiştir. 2012 yılında hayata geçirilen yeni Sermaye Piyasası Kanunu ise kurumsal yönetim uygulamalarında tek karar mercii olarak SPK’yı işaret etmiş, bu bağlamda SPK, hem düzenleme yapma hem de denetleme alanında oldukça geniş yetkilerle donatılmıştır. Bunun yanı sıra 2012 yılında hayata geçirilen Türk Ticaret Kanunu da şirketlerin adil, şeffaf, hesap verebilir olması, piyasaların güvenilirliğinin artırılması için ciddi yaptırımları beraberinde getirmiştir. Ayrıca tüm bu yasal düzenlemelerin yanında, Borsa tarafında da kurumsal yönetime ilişkin çalışmalar yapılmış, 2007 yılından itibaren Borsa bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Bağımsız denetimden geçen ve kurumsal yönetim ilkelerine belirli oranda uyum sağlayan şirketler endeks kapsamına dahil edilmiştir.

2007 yılında 22 şirket ile hesaplanmaya başlanan Kurumsal Yönetim Endeksi günümüzde 48 şirketi barındırmakta olup çalışmamızın ampirik kısmında XKURY’de yer alan firmaların kurumsal yönetim uygulamaları ile sermaye yapıları ve piyasa performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmanın kapsamını 2008-2013 yılları arasında XKURY’de yer alan 35 şirket oluşturmaktadır. Araştırmanın değişkenleri olarak endekste yer alan ve araştırma kapsamına dahil edilen 35 şirketin 2005- 2013 yılları arasında bilanço ve gelir tablolarından elde edilen bazı değerler ile kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin değişkenler ele alınmıştır. Bağımlı değişken olarak firma performansının göstergesi olan Tobin’s Q değişkeni kullanılmıştır. Araştırma sonucunda Tobin’s Q oranı ile toplam borç/özsermaye oranı, net temettü oranı, fiyat/kazanç oranı ve yabancı ortak oranı arasında istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu ortaya koyulmuştur. Litaratürde firma performansı ile kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi arasındaki ilişkiyi oryata koymaya

çalışan benzer çalışmalarda da benzer sonuçlar elde edilmiş olup araştırmamızın değerlendirme kısmında bu bilgilere yer verilmiştir.

Gelinen aşamda Türkiye kurumsal yönetim alanında önemli yol kat etmiştir. düzenleyici denetleyici kuruluşların yanısıra MKK gibi sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlayan teknoloji şirketlerinin hayata geçirdiği e-GKS, e-YÖNET, e-VERİ, e-şİRKET gibi katma değerli projler sermaye piyasalarımızın etkinliğini ve şeffalığını arttırmış, sadece yerli yatırımcılar açısından değil yabancı yatırımcılar açısından da lkeminizin güvenle yatırım yapılabilir bir ülke olarak görülmesine önemli katkılarda bulunmuşlardır. Kurumsal yönetim SPK tarafından da ifade edildiği gibi, başta halka açık anonim ortaklıklar olmak üzere, özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketlerin faaliyetlerini uluslararası standartlarda sürdürebilmesi ve böylece daha etkin ve şeffaf bir yönetim anlayışıyla uluslararası finans kaynaklarından daha rahat ve ucuz maliyetle faydalanabilmelerine katkıda bulunacak bir yönetim anlayışı getirmeyi hedeflemektedir. Bu hedef doğrutusunda düzenleyici denetleyici kuruluşlar tarafından yapılan çalışmalar bütün hızı ile devam etmekte olup kurumsal yönetim anlayışının şirketlere ve piyasalara yerleşmesi için yasal zorunluluklardan ziyade firmaların bu yönetim biçimini bir kurum kültürü haline getirmesi şarttır.

Gelişmiş bir sermaye piyasasının olmazsa olmaz koşulu paydaşlarını zamanında, eksiksiz ve doğru bilgilendiren, şeffaf, adil ,sorumluluk sahibi şirketlerin o piyasada faaliyet göstermesidir. Türkiye'nin bu konuda önemli adımlar attığı yadsınamaz bir gerçek olmakla birlikte kurumsal yönetim kültürünün yerleşmesi için kat edilmesi gereken uzunca bir yol olduğu unutulmamalıdır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Alacaklıoğlu, Haluk. 2009. *Kurumsal Yönetim ve Aile Şirketleri* (1. Baskı). İstanbul: Global Kobi Yayınları-2.
- Baltagi, B.H. (2005) *Econometric Analysis of Panel Data*, Third Edition, John Wiley & Sons Gmbh, West Sussex, England.
- Ergincan ve Gürbüz, 2004. *Kurumsal Yönetim Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*. İstanbul: Literatür Yayıncılık
- Freeman, Edward. R. 2010. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press.
- Kılıç, S. ve Alp A., 2014. *Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli ?* . İstanbul : Doğan Kitap
- Saint, Daniel K. 2005. *The Firm as a Nexus of Relationships: Toward a New Story of Corporate Purpose*, Benedictine University.
- Sancak, E., 2014. *Sermaye Piyasası Sözlüğü*, İstanbul: Scala Yayıncılık
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, 2011. *Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı*. İstanbul : Pasifik Ofset Ltd. Şti.
- Ulusoy, E., 2012. *Gerekçeli Karşılaştırmalı Yeni TTK*, 2. Baskı Ankara: Bilge Yayınevi

Sürekli Yayınlar

- Aguilera, R, Alvaro Cuervo-Cazurra. 2009. "Codes of Good Governance", *Corporate Governance: An International Review*, **17**(3): 376-387
- Aksoy,M.A. 2013. "Türk Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu" , *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C.XVII Sa.1-2
- Akkaya, C., "Sermaye Yapısı, Varlık Verimliliği Ve Kârlılık: İmkb'de Faaliyet Gösteren Deri-Tekstil Sektörü İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama", 2008, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: **30**, Ocak-Haziran 2008, ss.1-13
- Aman, Hiroyuki, Pascal Nguyen. 2013. "Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit rating of Japanese firms Research" *International Business and Finance*, **29**: 14-34
- Black, Bernard, Hasung Jang, Woochan Kim,2006a,"Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea," *Journal of Law, Economics, and Organization* **22**: 366-413.
- Black, Bernard, Inessa Love, Andrei Rachinsky. 2006b. "Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence from Russia," *Emerging Markets Review* **7**: 361-379.
- Black, Bernard. 2001 "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms," *Emerging Markets Review* **2**: 89-108.
- Bushman, Robert M, Joseph D. Piotroski, Abbie J. Smith. 2004. "What Determines Corporate Transparency?" *Journal of Accounting Research* **42**: 207252.
- Bushman, Robert M, Joseph D. Piotroski, Abbie J. Smith. 2004. "What Determines Corporate Transparency?" *Journal of Accounting Research* **42**: 207252.
- Cheung, Yan-Leung. J. Thomas Connelly, Piman Limpaphayom, Lynda Zhou. 2007. "Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong

- Kong Market”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, **18**(2): 86-122
- Donaldson, Thomas, Preston, Lee E., 1995. “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications”, *Academy of Management Review*, **20**(1): 65-91.
- Durnev, Art, E. Han Kim. 2005. “To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation”, *Journal of Finance*, **60**: 1461-1493.
- Erdönmez, P. 2003. “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma” , *Bankacılar Dergisi*, 47, Sf:52, Finans Politik & Ekonomik Yorumlar 2011 Cilt: **48** Sayı: 554
- Ersoy, E. Bayrakdaroğlu,A Şamiloğlu,F., 2011, “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi”
- Eyüboğlu K., 2011. "Kurumsal Yönetimin HİSSE Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi: İmkb Kurumsal Yönetim Endeksindeki Şirketler Açısından Bir Değerlendirme", *KTÜ SBE Dergisi*, cilt.1, ss.55-69.
- Fama, Eugene, Michael C. Jensen. 1983. “Separation of Ownership and Control ”’ *The Journal of Law and Economics* **26**: 301-325.
- Fama, Eugene. 1980. “Agency problems and the theory of the firm.”, *The Journal of Political Economy*, **88**: 288-307.
- Fahlenbrach, R., Stulz, M. 2007, “Managerial Ownership Dynamics and Firm Value”, *Journal of Financial Economics, Elsevier*, vol. **92**(3), pages 342-361, June.
- Gompers, Paul, Joy Ishii, Andrew Metrick. 2003 “Corporate Governance and Equity Prices,”, *Quarterly Journal of Economics*, **118**: 107-155.
- Grossman, Sanford J., Oliver D. Hart. 1986. “The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration.”, *The Journal of Political Economy*, **94**: 691-719.

- Greve, H., Basílico, E. 2011. “Major Financial Reporting Frauds of the 21.st Century : Corporate Governance and Risk Lessons Learned” , *Journal Of Forensic and Investigativa Accounting*, **3** (2) Special Issue: 191-226
- Harrison, Jeffrey. R. Edward Freeman. 1999. “Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives”, *The Academy of Management Journal*, **42**(5): 479-485
- Kendirli,S., Konak,F., Turan,H. 2013. “Kurumsal Yönetişim Uygulamalarının Firma Performansı Üzerine Etkisi: Bist İkinci Ulusal Pazarında Bir Uygulama”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* **15/3** (2013) 31-46
- Khan, Rahman A., Balachandran B.,Mather, P. 2008. “Managerial share ownership and firm performance: evidence from Australia”, *Proceedings of the AFAANZ Conference*
- Kılıç,S. 2008. “Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi” , *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, **10**:56
- Kılıç,S., 2011. “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl:**48**, Sayı:**552**, ss.45-58.
- Kim, In Joon, Jiyeon Eppler-Kim, Wi Saeng Kim, Suk Joon Byun. 2010. “Foreign investors and corporate governance in Korea”, *Pacific-Basin Finance Journal*, **18**:390-402
- Klapper, Leora F. , Inessa Love. 2004. “Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets”, *Journal of Corporate Finance*, **105**:703 - 728
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny. 1999. “, Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Financial Economics*, **58**: 3-27

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny. 1999. “, Investor Protection and Corporate Valuation”, *Journal of Financial Economics*, **58**: 3-27
- MacNeil, Iain, Xiao Li .2006. “Comply or explain: Market discipline and non-compliance with the combined code”, *Corporate Governance: An International Review*, **14**(5): 486-496.
- Pauly, Louis W., Simon Reich. 1997. “National Structures and Multinational Corporate Behaviour: Enduring Differences in the Age of Globalization”, *International Organization*, **51**(1): 1-30
- Pazarlıoğlu, V., Gürler Ö. 2007. “Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı”, 8. *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, İnönü Üniversitesi, 24-25 Mayıs, Malatya
- Rose, C. 2005, “Managerial Ownership and Firm Performance in Listed Danish Firms: In Search of The Missing Link,” *European Management Journal*, **23/5**: 542–553.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1997. “A survey of corporate governance.”, *Journal of Finance*, **52**: 737-783.
- Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği, 2010. “Yakup Ergincan Röportaj” , *TÜYİD Hissedar Dergisi*, Eylül : **8-11**
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, 2010. “Yakup Ergincan Röportaj”, *TKYD Dergi*, Sonbahar: **10-14**
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, 2005. “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri”, *TKYD Dergi*
- TÜSİAD , Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu : Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi , İstanbul 2002 ,Yayın No:**336**,

Ünlü, U., Bayraktaroğlu A., Şamiloğlu F., 2011, “Yönetici Sahipliği Ve Firma Değeri: İmkb İçin Ampirik Bir Uygulama”, *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, Cilt **66**, No.2, 2011, s.201-214.

Yayla, Ü. 2013. “Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Genel Kurullara İlişkin Yenilikler ve Elektronik Genel Kurullar” , *LEBİB YALKIN Mevzuat Dergisi*, **109**: 19

Diğer Yayınlar

Bir Dünya Devinin Çöküşü: ENRON Skandalı, <http://www.riskonomi.com/wp/?p=582>,
Kasım 2014

Deloitte, Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Şiketim İş Dünyasında Yeni Bir Perde Açılıyor,
2011

Ekonomist, 2012. “20 Milyon Yatırımcının 426 Milyarı O’na Emanet” ,Ocak : 58-60

e-MKK Nedir?, <https://www.mkk.com.tr/wps/portal/>, Aralık 2014

e-YÖNET: Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı,
<https://www.mkk.com.tr/wps/portal>, Aralık 2014

Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul Ve
Esasları Hakkında Tebliğ, 2014

Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında
Yönetmelik, 2014

OECD, Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin
American Companies Circle. 2009

OECD, Principles of Corporate Governance. 1999. Rev. 2004,

Risk Yönetimi Yetersizliğinin Batırdığı Dev: WorldCom, Kasım 2010,
www.riskonomi.com.tr ,

SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri. 2005

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte, Nedir Bu Kurumsal Yönetim, 2006

Kurumsal Yönetim Endeksi, www.borsaistanbul.com/data/Brosurler, Aralık 2014

Yeni Türk Ticaret Kanunu ,2012

6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanun ,2012

2499 Sayılı Eski Sermaye Piyasası Kanunu

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Asiye Nur ZENGİN

Sürekli Adresi : Sultantepe Mah. Şeyh Yokuşu Sok. 9/7 Üsküdar/ İSTANBUL

Doğum Yeri ve Yılı :Ankara 1988

Yabancı Dili : İngilizce

İlk Öğretim : Talia Yaşar Bakdur İ.Ö.O.,2002

Orta Öğretim : Mamak Anadolu Lisesi, 2006

Lisans : Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. , İktisat 2011

Yüksek Lisans : Bahçeşehir Üniversitesi, 2015

Enstitü Adı : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Program Adı : MBA (Türkçe/Tezli)

Çalışma Hayatı :Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., Yatırımcı Hizmetleri ve KAP
Müdürlüğü, Uzman Yardımcısı 2012-

Ferman Günvelik A.Ş., İdari İşler Asistanı 2008-2009

Ziraat Bankası A.Ş., Satıyer, 02.02.2009 – 20.02.2009

