



YAŞAR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN HİSSE GETİRİLERİNE
ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR ARAŞTIRMA**

DENİZ TEMİZ

TEZ DANIŞMANI: DR. ÖĞR. ÜYESİ MEHMET OĞUZ KARAHAN

ULUSLARARASI TİCARET VE FİNANS ANABİLİM DALI

SUNUM TARİHİ: 21.05.2020

BORNOVA / İZMİR

HAZİRAN 2020

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN HİSSE GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR ARAŞTIRMA

Deniz TEMİZ

Yüksek Lisans Tezi

Danışman: Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Oğuz Karahan

2020

Dünya genelinde etkisini hızla arttıran ve yatırım tercihlerine bir kıstas olarak kabul edilen kurumsal yönetim kavramı ve bu kavramın şirket performansı üzerindeki etkisi son yıllarda üzerinde birçok araştırma yapılan bir konu olmuştur. Çıkış noktası itibarı ile şirket riskini azaltmak ve yönetsel başarısızlıkları sıfırlayarak şirketleri yatırımcıya daha cazip yatırım aracı olarak sunmayı amaçlayan kurumsal yönetim anlayışı kavram itibarı ile dünya borsalarının dengeli ve tahmin edilebilir olması, volatilitenin dengelenmesi, efektif pazar fiyatlamasının yapılabilmesi ve yatırımcı için yeterli bilgilendirmeyi sunması açısından önemli görülen bir yaklaşımdır. Bu araştırmada Borsa İstanbul'da SPK tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ve 2007 yılında kurumsal yönetim endeksinin (XKURY) oluşturulmasından itibaren SPK tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyan ve şirketlerin hisse senedi performansı ile bağımsız denetim şirketleri tarafından yayınlanan kurumsal yönetim notu arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu amaçla 2008-2019 yılları arasında kurumsal yönetim notu hesaplatmış 52 BIST 100 şirketinin hisse performansı ile kurumsal yönetim final ve alt kategori notlarının ilişkileri panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Analizde aynı dönem içindeki BIST 100, XKURY endeksi performansları ve A.B.D. Doları kurundaki değişim kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Analizde aynı dönem içindeki BIST 100, XKURY endeksi performansları, kur değişimi kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Veri analizi sonucunda şirketlerin aldığı kurumsal yönetim final notu ve kamuyu aydınlatma & şeffaflık, yönetim kurulu ve pay sahibi alt kategorilerinde herhangi bir anlamlılık tespit edilememiş, menfaat sahipleri alt kategorisindeki puan artışı ile şirketlerin hisse getiri artışı arasında ise olumlu yönde bir anlamlılık tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, borsa, XKURY, hisse senedi, şirket performansı, şirket skandalları, yönetim ilkeleri, uygulama da açıklama, çıkar çatışması

ABSTRACT

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE APPLICATIONS ON STOCK RETURNS: A STUDY ON ISTANBUL STOCK EXCHANGE MARKET

Deniz Temiz

Master Thesis

Advisor: Asst. Prof. Mehmet Oğuz Karahan

2020

The starting point of the corporate governance is to make a company a better investment option for the investors by minimizing the corporate risks and neutralizing the management fails which conceptually aims to make stock exchange markets more predictable and stable, stabilizing the market volatility and to determine right market pricing which can also provide adequate amount of information to investors. This research is aimed to survey the linkage between the company performance and the corporate governance note of the company which was noted by independent audit firms after the implementation of the corporate governance principles to Istanbul Stock Exchange Market (BIST) and establishment of a specific corporate governance index (XKURY) in 2007. The purpose of the research is to detect the possible effects of corporate governance implementations on the companies' stock prices in tandem with its theory.

This research is analyzed 52 companies who are in BIST 100 index and have calculated their corporate governance performance in 2008-2019 with panel data dummy variables fixed effects model by taking corporate governance final note and subcategory notes into two different regression models to compare with using BIST 100 and XKURY index performance and USD/TRY exchange rate on the same timeline as control variables. In conclusion of the data analysis the research have not detected any type of significance between corporate governance final note and the subcategory notes of board of directors, stockholders, public disclosure and transparency. Apart from these a positive significance has been detected between the subcategory note of stakeholders and performance of the stock price.

Keywords: Corporate Governance, Stock Market, Company Stocks, Company Performance, Company Scandals, Financial Management, Comply Or Explain, Conflict Of Interest

Yüksek Lisans Tezi olarak sunmuş olduğum ““KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN ŞİRKET GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL’DA BİR ARAŞTIRMA” adlı çalışmanın, araştırma aşamasından tamamlanmasına kadar olan tüm süreçte, tarafımdan bilimsel ahlak, gelenek ve temellere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yaparak yararlanılmış olduğunu belirtir ve onurumla doğrularım.

Deniz Temiz

İMZA



21.05.2020

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	i
ABSTRACT.....	ii
YEMİN METNİ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
ŞEKİL LİSTESİ.....	vii
TABLO LİSTESİ.....	viii
GRAFİK LİSTESİ.....	ix
EŞİTLİK LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
1. BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI.....	1
1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımı.....	1
1.2 Kurumsal Yönetimin Tarihçesi.....	3
1.3 Kurumsal Yönetim Sistemleri.....	4
1.3.1 Anglosakson Kurumsal Yönetim Modeli.....	5
1.3.2 Kıta Avrupa Kurumsal Yönetim Modeli.....	7
1.4 Kurumsal Yönetim Teorileri ve Yönetim Hataları.....	8
1.4.1 Vekâlet Teorisi.....	9
1.4.2 Çıkar Çatışması.....	10
1.4.3 Güçler Ayrılığı İlkesi.....	12
1.4.4 Menfaat Sahipleri (Paydaş) Teorisi.....	14
1.4.5 Kaynak Bağımlılığı Teorisi.....	16
1.4.6 İşlem Maliyeti Teorisi.....	17
1.4.7 Politik Teori.....	18
1.4.8 Etik Teorileri.....	19
1.5 Etkin Kurumsal Yönetimin Sağladığı Avantajlar.....	21
1.5.1 Şirket İçi Faktörler.....	22
1.5.2 Şirket Dışı Faktörler.....	23

2. BÖLÜM: DÜNYA GENELİNDE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI VE HUKUKİ DÜZENLEMELER	25
2.1 Şirket Skandalları.....	25
2.1.2 Enron.....	25
2.1.3 WorldCom.....	27
2.1.4 Baring's Bank.....	28
2.1.5 Royal Ahold.....	29
2.1.6 Parmalat.....	30
2.2 Uluslararası Alanda Yapılan Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri.....	33
2.2.1 Cadbury Raporu.....	33
2.2.2 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	37
2.2.3 Sarbanes-Oxley Yasası.....	47
2.3 Türkiye'de Yaşanan Gelişmeler.....	48
2.3.1 TÜSİAD Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu.....	49
2.3.2 SPK Kurumsal Yönetim Prensipleri.....	51
2.3.3 SPK Kurumsal Yönetim Uyum Raporu.....	55
2.3.4 BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY).....	56
3. BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN	58
HİSSE GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR ARAŞTIRMA	
3.1 Literatür Taraması.....	58
3.1.1 Uluslararası Alanda Yapılan Çalışmalar.....	59
3.1.2 Ulusal Alanda Yapılan Çalışmalar.....	63
3.1.3 Literatür Analizi.....	69
3.2 Araştırma.....	71
3.2.1 Veri.....	71
3.2.2 Araştırma Yöntemi ve Kullanılan Sınama	71
3.2.3 Bulgular.....	74

SONUÇ	75
KAYNAKÇA	78
EKLER	89



ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1: Anglosakson Kurumsal Yönetim Modelinde Karar Alma Süreci.....	6
Şekil 1.2: Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modelinde Karar Alma Süreci.....	8
Şekil 2.1: Vekalet Döngüsü.....	10
Şekil 2.2: Başarısızlık Kısır Döngüsü ve Altında Yatan Temel Faktörler.....	13
Şekil 2.3: İşletme Döngüsü Temel Komponentleri.....	15
Şekil 3: Şirket Performansına Etki Eden İçsel ve Dışsal Faktörler ve Birbirleri İle İlişkileri.....	24



TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Şirket Skandallarında Sıkça Görülen Kurumsal Yönetim Hataları ve Karşılaştırması.....	33
Tablo 2.1: Yönetim Kurulu Üye Yapısı.....	51
Tablo 2.2: Kurumsal Yönetimin Uluslararası Gelişim Kronolojisi.....	51
Tablo 2.3: SPK Kurumsal Yönetim Uyum Notları ve Anlamları(SAHA, 2019)	56
Tablo 3.1: Araştırma neticesinde yaratılan regresyon modellerinin özet sonuçları.....	74
Tablo 4.1: Araştırma Grubu Olarak Belirlenen 2007-2019 Yılları Arası Dönemsel veya Sürekli Olarak Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Yapmış BIST 100 Şirketleri.....	89
Tablo 4.2: Model-1 Regresyon Sonuçları (Kukla Değişkenler İle).....	91
Tablo 4.3: Model-2 Regresyon Sonuçları (Kukla Değişkenler İle).....	92
Tablo 4.4: Araştırma Hisse Getirileri Tanımlayıcı Verileri.....	93
Tablo 4.5: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Final Notları Tanımlayıcı İstatistikleri.....	94
Tablo 4.6: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Pay Sahipleri Notları Tanımlayıcı İstatistikleri.....	94
Tablo 4.7: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Menfaat Sahipleri Notları Tanımlayıcı İstatistikleri.....	95
Tablo 4.8: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Notları Tanımlayıcı İstatistikleri.....	95
Tablo 4.9: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Yönetim Kurulu Notları Tanımlayıcı İstatistikleri	96

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: XKURY ile BIST100 Endeks 2008-2020 Yılları Arası Fiyat Performansının Karşılaştırılması	57
--	----



EŞİTLİK LİSTESİ

EŐİtlık 1.1: Kurumsal Yönetim Final Puanlaması İçin Kullanılan Model Formülü.....72

EŐİtlık 1.2: Araştırma Modeli İçin Yaratılan Sınama Formülü.....73



KISALTMALAR LİSTESİ

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

KAP: Kamuyu Aydınlatma Platformu

BİST: Borsa İstanbul

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2013 öncesi için)

BİST 100: Borsa İstanbul 100 Endeksi

XKURY: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TÜSİAD: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

TKYD: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

TRY: Türk Lirası

CEO: Chief Executive Officer (Genel Müdür)

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

(Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)

NYSE: New York Stock Exchange (New York Menkul Kıymetler Borsası)

SOX: Sarbanes-Oxley Yasası

USD: United States Dollar (ABD Doları)

1. BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımı

Ağırlıklı Soğuk Savaş sonrasında başlayan ve etkinliğini günümüzde de koruyan küreselleşme ekseninde ulusal ve uluslararası pazarlarda faaliyet gösteren şirketlerin sistematik olarak hızlı bir büyümeye gitmesi dünya üzerindeki ekonomik faaliyetlerin büyük bir kısmının çok uluslu ve parçalı ortaklık yapısına sahip piyasa değeri yüksek şirketler tarafından yürütülmesine neden olmuştur. Güncel şartlar göz önüne alındığında küresel pazarların veriminin, bünyelerinde faaliyet gösteren şirketlerin performansı ile paralellik göstermesi modern ekonomik dinamikleri oluşturan kaçınılmaz bir etki-tepki dengesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal küreselleşme süreci ile birlikte şirketlerin kâr marjlarını arttırmak, daha hızlı büyümek ve yeni pazarlara nüfuz edebilmek gibi çeşitli nedenlerden ötürü artan halka arzları ve uluslararası borsalara katılmaları uluslararası piyasaların dengelerini doğrudan etkileyen önemli bir faktör olmuştur. Artan halka arzlar ve borsa derinliğiyle likiditenin artması ile birlikte şirket performansı küresel finansal dengelere daha önceki dönemlerde hiç olmadığı kadar fazla etki etmeye başlamıştır. Şirket riskinin borsa nüfuzu üzerinden dolaylı olarak pazar riskine etki etmeye başlaması neticesinde kurumsal yönetim kavramı dünya genelinde şirketlerin etkin ve güvenli faaliyet gösterebilmeleri için göz ardı edilemeyecek bir etken olarak karşımıza çıkmaya başlamıştır.

Günümüzde şirketler faaliyet gösterdiği pazarlardaki dalgalanmalardan bağımsız olarak çeşitli yönetsel ve faaliyet riskleri ile yüzleşmeye başlamıştır. Yönetim kadrosu ve pay sahipleri arasında yaşanan çıkar çatışmaları, azınlık haklarının korunamaması, yönetimin sahip oldukları hakları kendi çıkarları için suiistimal etmesi, bağımsız denetimin doğru yapılamaması ve şirket içi güçler ayrılığı ilkesinin benimsenmemesi ve vekâlet sorunu modern şirketlerin efektif olarak işletilememesi ve şirket iflaslarına sebep olan temel nedenlerdir. Bu neticede geçtiğimiz 30 yıl boyunca ağırlıklı olarak yukarıda sayılan nedenlerden ötürü iflas etmeleri neticesinde hassas ekonomik dengeleri olumsuz yönde etkileyen şirket örnekleri karşımıza çıkmaktadır. Barings Bank, Enron, WorldCom, Royal Ahold ve Parmalat kötü yönetim, bağımsız denetim eksikliği ve etik eksiklikler yüzünden iflas eden ve ekonomik etkileri uzun süren şirket fiyaskolarından bir kaçıdır. Gompers (2003) Aldephia, Enron, Parmarat, Tyco ve WorldCom gibi büyük şirketlerin hisse fiyatlarındaki ani düşüşün nedeni olarak bu şirketlerin kötü kurumsal yönetimini sorumlu tutmuştur. Geçtiğimiz yıllarda çeşitli ulusal ekonomik otoriteler

ülkelerinde faaliyet gösteren şirketlerin başına gelebilecek fiyaskolar ve iflastan kaçınmak için kurumsal yönetim ve etik anlayışlarının gelişmesini zorunlu kılan çeşitli düzenleme ve denetim sistemlerini devreye sokmuştur. Şirket fiyaskoları göze alındığında kurumsal yönetim kavramının uluslararası pazarda faaliyet gösteren yüksek finansal hacimli şirketlerin efektif olarak yönetilebilmesi, menfaat sahiplerinin ve azınlık haklarının iflasa karşı korunması, hisse senetlerinin doğru şekilde fiyatlandırılabilmesi, şirket içi yolsuzluğun engellenmesi ve yatırımcıların korunması ayrıca sürdürülebilir ekonomik dengenin sağlanması açısından önemi anlaşılabilir.

Kurumsal yönetim kavramının net ve ortak bir tanımı olmamak ile birlikte alanda çalışan çeşitli kurumlar ve araştırmacılar kurumsal yönetimi kendi perspektiflerinden açıklamaya çalışmıştır. Dünya Bankası, kurumsal yönetimi “bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkân tanıyan, her türlü kanun, yönetmenlik, kod ve uygulamaları olarak tanımlamıştır (OECD 2004,7). Luo (2005;2) ya göre kurumsal yönetim, işletmenin performansını değerlendiren ve kontrol eden, şirket ve paydaşları arası bütünü ele alan bir yaklaşımdır. Denis & McConnell (2003) kurumsal yönetimi finansörlerin yatırımlarından optimal düzeyde kazanç elde etmesini sağlayan belli başlı mekanizmalar bütünü olarak görmektedir. Shleifer ve Vishny (1997) etkin kurumsal yönetimi şirketlere finansman sağlayan taraflar ile şirket yönetiminin üzerinde mutabık kalmak şartıyla birbirlerinin yönetim ve katılım faaliyetlerini belirleyip denetlemesi sureti ile şirket yönetiminin daha doğru kararlar almasını hedefleyen uygulamalar bütünü olarak tanımlamıştır. Karpuzoğlu (2004) ise kurumsallaşmayı kurumların kişilerden bağımsız olarak kurallara, standartlara ve prosedürlere sahip olması; değişen çevre koşullarını takip eden sistemleri kurması ve gelişmelere uygun olarak organizasyon el yapısını oluşturması, kendine özgü biçimlerini, iş yapma usul ve yöntemlerini kültür hale getirmesi ve bu sayede diğer işletmelerden farklı ve ayırt edici bir kimliğe bürünmesi süreci olarak görmektedir. Konu hakkında kapsayıcı bir tanım yapılması gerekir ise; kurumsal yönetim anlayışı, günümüzde sıklıkla yaşanan sistematik yönetimsel hata ve finansal usulsüzlükleri düzelterek işletme riskini nötralize etmek amacı ile ortaya çıkmış ve sürekli değişim arz eden pazarlarda faaliyet gösteren şirketlerin, modern yönetim ilkeleri, etik kuralları ve güçler ayrılığı gibi temel ilkelere bağlı kalınmak sureti ile en efektif şekilde yönetilmesini amaçlayan yaklaşım ve uygulamalar bütünüdür. Kurumsal yönetim aynı zamanda finansman arayışında olan şirketlerin yatırımcı bulmasını

kolaylaştırması açısından da uluslararası borsalarda faaliyet gösteren şirketler için önem arz etmektedir.

1.2 Kurumsal Yönetimin Tarihçesi

Kurumsal yönetimin uygulama alanlarının genişliği ve çeşitliliğinden ötürü sabit ve kalıplaşmış bir tarihsel kavram olarak ele almak pek mümkün değildir. Kurumsal yönetim kavramı modern hali ile iktisadi düşünür ve uygulayıcıların karşısına çıkmasından önce ilk sistematik şirketler olarak incelenebilecek ticari yapılarının 19. yüzyıl başlarında ABD ve Avrupa ülkelerinde kurulmaya başlaması ile müteakip olarak gelişen şirket yönetim kavramı ve stratejileri ayrıca yönetimin vasıflarının tanımlanması ile oluşmaya başlamıştır. Adam Smith kapitalizmin tanımını yaptığı 1776 tarihli “Ulusların Zenginliği” adlı kitabında şirket yönetimi ve ekonominin efektif olarak işlemesi için güçler ayrılığı ve vekâlet sorunundan bahsetmiştir. Smith ekonomik bir şirketin, tek bir insan veya grup tarafından yönetilmesi halinde şirket sahiplerinin hedeflerinin yönetim tarafından ideal olarak sağlanmaktan ziyade planlanan şekilde yerine getirilmeyeceğini öngörmüştür (Bowrin vd. 2005). Smith’in öngörüsünden anlaşılacağı üzere günümüzde şirket yönetiminde önümüze en sık çıkan sorun olan çıkar çatışması ve vekâlet sorunu kavramları kapitalizm ve modern şirket kavramının ortaya çıkması kadar eskidir. Kurumsal yönetim alanında yapılan en erken çalışmalardan birini kaleme alan Berle & Means (1932), dönemin büyük Amerikan şirketlerinin halka arz oranı ve pay sahibi sayısı arttıkça pay sahiplerinin yönetim üzerindeki kontrolünün azaldığını ve şirket yönetiminin merkezileştiğini savunmuştur. Araştırmacılar ulaştıkları sonucu dönemin şirket yapılarında yaşanan devrimin bir parçası olarak tanımlamıştır. Berle & Means’ın 1932 yılında ABD şirketlerinde gözlemlediği değişimin günümüzde finansal kurumsallaşmanın parçası olarak ortaya çıkan bir gelişim olarak tanımlanabileceği aşikârdır. Jensen ve Meckling (1976) vekâlet kavramı üzerinde yaptıkları çalışmada pay sahiplerinin vekilleri ile yaşanacak çıkart çatışmalarının önüne geçilmesi için teşvik primleri oluşturmaları gerektiğini ayrıca şirket içinde ortaya çıkabilecek olağan dışı aktiviteleri kontrol etmek için bir gözlem mekanizması kurulması gerektiğini savunmuşlardır. Fama & Jensen (1983) şirket yönetiminde ortaya çıkan vekâlet sorunu ve etik sorunlarının en aza indirgenebilmesi için şirketlerin personel riskini öngörebilecek bir planlamaya gitmesi ve şirket içi denetim mekanizmasının oluşmasını belirtmiştir. Jensen’ın ve Meckling’in çalışmaları kapsamları dâhilinde günümüz modern

kurumsal yönetim kavramının öngördüğü denetim mekanizmaları ve temel ilkeleri ile paralellik göstermektedir.

Şirketlerin kurumsal yapılara adaptasyonu ise ağırlıklı olarak kapitalizmin daha efektif uygulanabilmesi, finansal pazarların yaygınlaşması, hızlı büyüme, şirket içi mülkiyet yapılarının değişmesi ve pazar oyuncularının sayısının artıp şirketlerin rekabet sürecinde öne çıkabilmek için daha iyi yönetilmesi gereği gibi nedenlerden ötürü ağırlıklı olarak 2. Dünya Savaşı sonrası süreçte ortaya çıkmıştır. Mülkiyet yapısı genellikle aile fertleri ya da tek bir girişimci elinde tutulan “aile şirketleri” olarak nitelendirilen mülkiyet kapitalizmine sahip şirketler yukarıda yazılan nedenlerden ötürü hızlı bir kurumsallaşma sürecine giderek şirket mali yapısı olarak şirket sahipliği ile yönetiminin birbirlerinden tamamen ayrıldığı ya da yönetimin hissedarlar tarafından denetlendiği mali düzenlere evrilmişlerdir. Aile şirketlerinde şirket sahibi ortakların birbirleri ile olan ilişkileri, rol çatışması, kişilerin kişisel hayatlarının profesyonel hayatları ile karışmış olması ve duygusal çevreden yoksun olarak tarafsız karar almanın güçlüğü belli bir büyüklüğe erişmiş aile şirketlerinin mali ve yönetim yapısının zorunlu olarak değişmesine yol açmıştır. Etkin pazarlarda faaliyet gösteren şirketler rekabette birbirlerinin öne çıkmak için yönetim yapılarında doğal seçilime uğramış ve bu süreç sonucunda Smith’in “kapitalizmin görünmeyen eli” olarak tarif ettiği faktörler neticesinde günümüz ekonomilerinde sadece kurumsal olarak en iyi şekilde yönetilen şirketler ekonomik faaliyetlerini devam ettirebilir duruma gelmiştir.

Şirketlerin erken dönem kurumsallaşma sürecini etkileyen önemli faktörlerden biri de küreselleşmenin hızlanması ile birlikte büyük şirketlerin uluslararası ticaret ve ekonomik faaliyetlerinin artmasıdır. Bu nedenle şirketler yabancı ticaret ortakları ile daha efektif ve müşterek faaliyet göstermek için evrensel bir yönetim yapısı arayışı içine girmek zorunda kalmış ve kurumsallaşma hız kazanmıştır.

1.3 Kurumsal Yönetim Sistemleri

Dünya marketlerinin küreselleşmesi, şirketlerin uluslararası alanlarda faaliyet göstermesi ve çok uluslu şirket birleşmelerinin yaşanmasına neden olmuştur. Bu gelişmelere ekseninde ülkeler ulusal kurumsal yönetim sistemlerini uluslararası alanda rekabet ve faaliyet göstermeye elverecek şekilde reforme etme yolunu izlemişlerdir (Cernat, 2010). 1990 lı yıllardan itibaren küreselleşen ve aynı temel prensiplerde bulunan “harmonize” kurumsal yönetim algısının gelişmesi ile birlikte günümüzde uzmanlar iki temel tip kurumsal yönetim modelinin varlığını kabul etmektedir. Bunlar “içsel” olarak adlandırılan Anglosakson ve “dışsal” olarak

adlandırılan Kıta Avrupa modelleridir. Anglosakson ve Kıta Avrupa kurumsal yönetim modellerinin ayırımında genel olarak göz önünde tutulan temel farklılıklar yönetim sistemlerinde öngörülen sahiplik şekli ve faaliyet gösterdikleri pazar yapısı ve gereklilikleri olmuştur. Yine de bu iki temel modelin ayırımı farklı araştırmacılar tarafından farklı kıstaslara göre sınıflandırılmıştır. Wymeersch (1994) bu ayırımı Avrupa’da şirket temelli sistem ve girişimcilik temelli sistem şeklinde ortaya koymuştur. Yine çeşitli araştırmacılar tarafında kurumsal yönetim modellerinin farklılaşma kıstası olarak “sermaye-temelli” ve “işçi gücü temelli” olarak değerlendirilmektedir (Cernat, 2010).

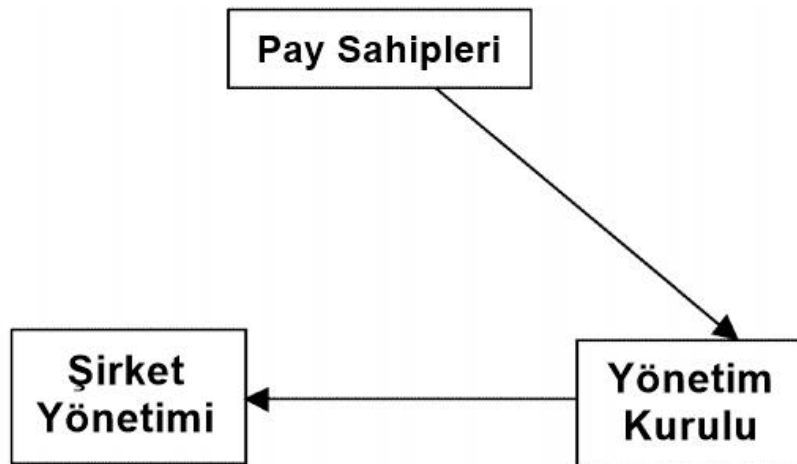
Ülke pazarlarının işleyişi arasında yatan farklılıklar, ulusal düzenleme ve kurallar ayrıca şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkelerin ekonomik yapılarındaki farklılık ve sınırlamalar gereği ile tek tip bir kurumsal yönetim modelini kabul etmenin pratik olarak imkânsız olacağı çoğu araştırmacı tarafından kabul edilen bir gerçektir. Kurumsal yönetim modelleri bunun yerine ağırlıklıla geçtiğimiz 30 yılda ortaya çıkan kurumsal yönetim prensip standartlarını karşılayabilmek doğrultusunda ve işletme sistemleri arasında ortak paydada buluşmak amacı içinde düzenlenmiştir. Günümüzde evrensel ölçüde kabul edilen iki temel kurumsal yönetim modelinin kıyaslanması alanda yaşanan gelişmeler ve ihtiyaçlar öz önüne alınarak kurumsal yönetim işleyişinin gerekliliğinin anlaşılması açısından daha isabetli olacaktır.

1.3.1 Anglosakson Kurumsal Yönetim Modeli

Çeşitli araştırmacılar tarafından “içsel yaklaşım” (insider) olarak da kabul edilen Anglosakson kurumsal yönetim sistemi Britanya kaynaklı olup günümüzde ağırlıklı Britanya ve eski Britanya kolonisi olan benzer ekonomik ve sosyal yapıya sahip Avustralya, Yeni Zelanda, Kanada, Hindistan, Hong Kong ve ABD gibi ülkelerde uygulanmaktadır. Anglosakson modeli bir işletmenin amacını pay sahiplerine azami kazancı sağlamak olduğunu kabul etmekte ve şirket performansının ülke ekonomilerinin gelişmesine katkı sağlayacağı görüşündedir. Anglosakson tipi kurumsal yönetim modelinin temel özelliklerinden biri İngiliz temelli “teamül hukuku” (Common Law) sistemi çerçevesinde ve bu hukuk düzenini kullanan devletlerin yasal gereksinimlerini karşılayabilecek şekilde gelişmiş olmasıdır. Anglosakson kurumsal yönetim modeli şirket yönetim yapısını temel olarak pay sahipleri ve yönetim arasındaki ilişkiye yani vekâlet teorisi temelli olarak ele almaktadır. Anglosakson modeli market kapitalizmini savunarak pay sahibi çıkarları doğrultusunda yönetilen ve oto-kontrol mekanizmasına sahip şirketlerin merkezi olmayan uluslararası marketleri dengeli kılabileceğini savunmaktadır (Cernat, 2010).

Anglosakson kurumsal yönetim modeli sermaye piyasalarının aktif ve likiditesinin yüksek (derin) olduğu ekonomiler için uygundur. Anglosakson modelini Kıta Avrupa modelinden ayıran en büyük fark şirketlerin sahiplik yapılarıdır. Anglosakson sistemini uygulayan şirketler büyük oranda halka açıktır ve şirketin çoğunluk pay sahibi olan şahıs ve aileler bulunmamaktadır. Şirket sahiplik yapısının dağınıklığı şirketlerin finansal yatırımcı bulmasını kolaylaştırdığı Anglosakson kurumsal yönetim modeli görülen pazarlarda şirketlerin finansal yatırımcı sayısı yüksek, kurumsal yatırımcı oranı fazla ve sermaye piyasaları geniş olduğu için şirketlerin finansman kaynağı arayışında banka hâkimiyeti bulunmamaktadır. Anglosakson modelinde şirket pay sahiplerine tanınan hak ve ayrıcalıklar daha kapsamlı olmak ile beraber çoğu ülkede yasa çerçevesinde korunmaktadır. Şirketlerin pay sahibi sayısının fazla olması alınan şirket kararlarının çoğunluk hissesine sahip kişiler yerine birden çok hisse sahibinden oluşan koalisyonlar tarafından alınmasını sağlamaktadır (Becht & Mayer 2002; Blair 1995). Öte yandan şirketlerin çok ortaklı yapısı karar alma sürecini uzattığı gibi yatırımdan kısa vadede kazanç bekleyen yatırımcılar genellikle uzun vadeli ve riski yüksek faaliyetler yapmaktan kaçınmaktadır. Aynı nedenle Anglosakson yönetim yapısına sahip şirketlerin karar alma süreci genellikle diğerlerine göre daha uzun süreli ve meşakkatli olarak kabul edilmektedir. Ayrıca şirket işleyişini pay sahipleri ve yönetim kurulu olarak iki temel yapıya indirgemesi Anglosakson tipi kurumsal yönetim modelinin menfaat sahipleri olarak kabul edilen şirket çalışanlarının çıkarlarını göz ardı etmesine ve şirket yönetiminde aktif olarak rol almamasına yol açmaktadır. Bunun bir sonucu olarak yapılan araştırmalarda Anglosakson modelini uygulayan ülkelerde sendikalaşma oranlarının düşük olduğu tespit edilmiştir (Pryor, 1996).

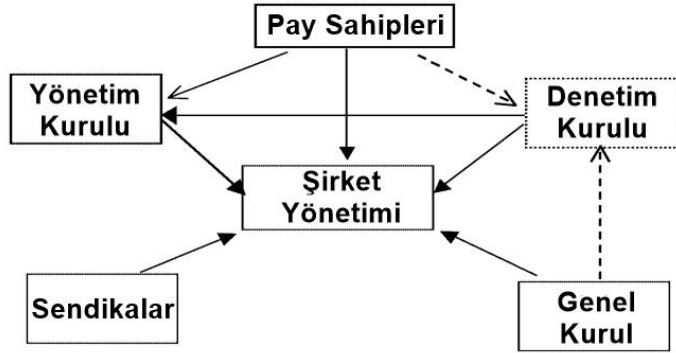
Şekil 1.1: Anglosakson Kurumsal Yönetim Modelinde Karar Alma Süreci
(Cernat, 2010).



1.3.2 Kıta Avrupa Kurumsal Yönetim Modeli

“Dışsal yaklaşım” olarak da kabul edilen Kıta Avrupa kurumsal yönetim modeli ağırlıklı Almanya, Fransa ve Avusturya gibi merkezi Avrupa ülkelerinde gelişmiş olup günümüzde ağırlıklı Türkiye’de dâhil Avrupa Kıtasında ve bazı Uzakdoğu ülkelerinde kullanılan bir kurumsal yönetim modelidir. Kıta Avrupa modeli benimsediği yaklaşım itibarı ile şirket işleyişinde “menfaat sahipleri” teorisini benimser yani, şirketin sadece pay sahiplerini değil şirket çalışanları, tedarikçiler ve olası yatırımcıların çıkarlarını korumak ile yükümlü olarak hareket etmesini benimsemektedir. Kıta Avrupa modeli şirketlerin faaliyetlerinde dâhil olan bütün tarafların çıkarlarını göz etmesi durumunda faaliyet gösterdiği ekonomilerde denge sağlanabileceğini savunmaktadır. Kıta Avrupa kurumsal yönetim modelinin temel özelliklerinden biri de Roma İmparatorluğu sonrası Avrupa ülkeleri tarafından kullanılan “Sivil Hukuk” (Civil Law) sistemi çerçevesinde ve bu hukuk düzenini kullanan devletlerin yasal gereksinimlerini karşılayabilecek şekilde geliştirilmiş olmasıdır. Kıta Avrupa kurumsal yönetim modeli sermaye piyasaları aktif olmayan ve likiditesi az (sıg) ekonomiler için uygundur. Şirketlerin sahiplik yapıları genellikle parçalı değil, çoğunluk pay sahibi bir aile ya da şahıstır. Şirketlerin halka açılma oranları düşük ve genellikle prestij ve halkla ilişkiler gibi nedenlerden ötürü düşük oranlar ile halka açılma amacı güderler. Kıta Avrupa kurumsal yönetim modelinin diğer bariz bir özelliği de şirketlerin finansman kaynağı olarak bankaları kullanmasıdır. Bu nedenle bu modeli kullanan ülkelerde bankaları ekonomik kalkınma ve şirket faaliyetleri üzerindeki etkileri daha yüksektir. Çoğu durumda bankalar kurumsal yatırımcı olarak şirket hisselerinin çoğunluğuna sahip ve karar alma sürecinde aktif rol almaktadır. Kıta Avrupa kurumsal yönetim modelinden gelen şirketler genellikle bilinen ve köklü ailelerin sahipliğinde olan “holding” gruplarının bir parçası olarak yönetilmektedir. Menfaat teorisi gereği şirket çalışanlarının şirket tarafından yapılan karar alma sürecine katılımı yüksek ve hakları korunmaktadır. Aynı zamanda şirket işleyişinde iç ve dış denetimi sağlayan birden fazla denetim mekanizması ve kurum mevcuttur. Kıta Avrupa modelinde çalışanların sendikalaşma oranları yüksektir. Öte yandan sermaye piyasalarının derin olmaması nedeni ile şirketlerin finansman kaynaklarında bankalara bağımlı olması sorununu getirmektedir. Aynı zamanda şirketlerin sahiplik yapısı tek bir kişi yâda bir aile olduğu için şirket karar alma sürecinde azınlık pay sahiplerinin istek ve görüşleri suiistimal edilebilmektedir.

Şekil 1.2: Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modelinde Karar Alma Süreci (Cernat, 2010).



Kıta Avrupa modeli üzerinden şekillenen alternatif bir kurumsal yönetim modeli de Japon şirket modeli de şirket öbeği anlamına gelen Keiretsu modelidir. Japon kurumsal yönetim modeli ağırlıklı Japonya tarafından kullanılmaktadır. Japon kurumsal yönetim modeli, Kıta Avrupa modelinde olduğu gibi banka temelli olarak geliştirilmiştir. Şirketler finansman kaynağı olarak ana bir banka etrafında toplanarak birbirlerinden karşılıklı olarak pay almaktadır, bu şekilde bir banka etrafında finansal olarak birleşen ve birbirlerinin hissedarı olan şirketlerin kendileri arasında kriz durumuna düşen bir şirketi fonlama sureti ile iflas etmekten koruması ve şirket faaliyetlerinde finansman kaynağı yaratılması amaçlanmıştır.

Japon modelinin diğer kurumsal şirket modellerinden ayıran karakteristik farklardan birisi de aynı sektörlerde faaliyet gösteren ve birbirleri ile rekabet içinde olan büyük şirketlerin dahi işletme ve üretim giderlerini azaltmak ayrıca daha fazla markete nüfus edebilmek için ortak finansmana sahip tek bir şirket grubu altında kendi markaları ile hizmet etmesidir.

1.4 Kurumsal Yönetim Teorileri ve Yönetim Hataları

Günümüzde kurumsal yönetim anlayışının şirket işleyişi için önem arz etmesinin nedenlerinden önemli bir kısmı geçmişte şirketler tarafından yaygın olarak yapılan ve şirket faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyerek bazı durumlarda iflasa sürükleyen sistematik yönetimsel ve organizasyon hatalarıdır. Özellikle son 30 yıldan beri hızla artan finansal küreselleşme etkisinde ulusal ekonomilerin birbirlerine entegre olması ile birlikte uluslararası pazarlarda faaliyet gösteren çok ortaklı büyük şirket iflaslarının finansal sonuçları uluslararası düzeyde hissedildiği günümüzde şirket yönetim hatalarından doğan sistematik olmayan riskin en aza indirilmesi dünya ekonomilerinin en verimli şekilde işlemesine olanak verecektir.

Kurumsal yönetim olarak belirtilen kavram sabit bir dizi yönetimsel ve denetim düzenlemeleri olarak algılamak son derece yanlış bir yaklaşımdır. Kavram itibarı ile kurumsal yönetim kavramı şirketlerin hızla değişmekte olan ihtiyaçlara efektif, hızlı ve en düşük zarar ile adapte olmasını amaçlar. Bu nedenle şirketlerin yönetim hatalarının bilinmesi ona uygun yönetim stratejileri ve düzenlemeler geliştirilmesinde etkin rol oynayacaktır. Modern şirket yapılanmalarının karşısına çıkan en yaygın yönetimsel hata ve problemler:

- Vekâlet sorunu
- Çıkar çatışması
- Güçler ayrılığı ilkesinin benimsenmemesi
- Şirket içi denetim mekanizmalarının eksikliği
- Yönetici - sahip arasında olan bilgi asimetrisi
- Etik sorunlar

olarak sıralanabilir.

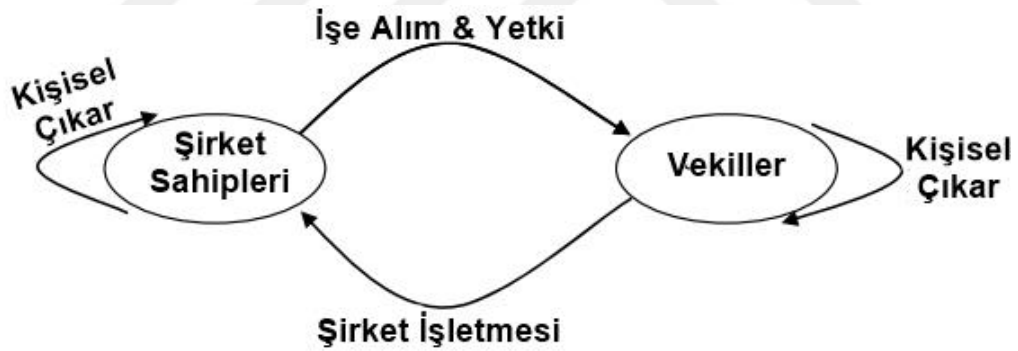
1.4.1 Vekâlet Teorisi

Şirket yönetimi ve pay sahipleri arasında yaşanan en yaygın sorun olarak vekâlet sorunu kavramı karşımıza çıkmaktadır. Vekâlet teorisine göre bir işletme üç gruba ayrılmaktadır. Bunlar pay sahibi (stock holder ya da principal), menfaat sahibi (stake holder) ve yönetim (manager) olarak sıralanabilir. Menfaat sahipleri bir şirketin alt-orta seviye şirket çalışanlarından hammadde tedarikçileri ve müşterilere kadar şirket faaliyetlerine katılan kesimleri kapsar. Pay sahipleri ise şirketi finansal olarak destekleyen yani şirkette hisse ya da pay sahibi olan şirket sahibi kişilerinden oluşur. Yönetim ise pay sahibi tarafından şirketi yönetmek üzere işe alınan kadroyu kapsar. Şirket organizasyonu içinde bu grubun arasındaki ilişki dinamikleri şirketlerin performansını doğrudan etkilemektedir. Şirket yöneticileri pozisyonları gereği sahip oldukları hak ve ayrıcalıklar ile şirket kazanç ve varlıklarını kendi çıkarları doğrultusunda istismak edebilmekte bu da şirket işleyişini olumsuz yönde etkilediği gibi şirket pay sahiplerinin kazancını da düşürmektedir (Jensen & Meckling, vd; 1976). Genel bir ifade ile vekâlet sorunu, şirket yöneticileri ve kaynak sağlayanlar arasında ortaya çıkan ve genellikle fonların nasıl kullanıldığı ile elde edilen kazancın dağıtımını konularını esas alan yaygın bir problemdir (Güleç vd, 2018). Vekâlet teorisi pay sahipleri ile şirket yönetimi arasında çıkabilecek sorunların önlenmesi için şirket içinde sahiplik ve kontrol

mekanizmalarının oluşturulması gerektiğini savunur. Bu etapta pay sahipleri şirket yönetiminin şirket kaynaklarını kendi çıkarları doğrultusunda suiistimal etmemesi için çalışanlara başarıyı teşvik edici mekanizmalar yaratmak (komisyon, satış primi vb.) ve şirket faaliyetlerini yakından denetlemek yani şirket içi denetim ile yükümlüdür.

Şirket çalışanlarını (menfaat ve yönetim) pay sahipleri için birer kaynak olarak görmek mümkündür, her çalışan rasyonel bir aktör olarak belirli bir ücret karşılığında kendi kabiliyetleri ve görevi doğrultusunda şirketin kazanç elde etmesi için şirket adına çalışmaktadır. Eugene Fama gibi ekonomistler ideal olarak efektif işleyen ekonomik pazarların yeterince iş kaynağı içerdiği için menfaat sahipleri ve yönetim arasında ortaya çıkan ödeme farklılıklarını elimine edeceğini savunmaktadır (Fama, 1980). Organizasyon sistemlerinde ortaya çıkan başka bir işletme teorisi olan kaynak bağımlılığı teorisi ise ekonomik pazarları efektif olarak görmez ve bilgi asimetrisi gibi kaynakların yönetim ve çalışan olarak birbirlerinden ayrıştığı kavramlar içerdiği için ödeme farklılıklarının oluşacağını savunmaktadır.

Şekil 2.1: Vekâlet Döngüsü (Abdullah & Valentine, 2009).



1.4.2 Çıkar Çatışması

Günümüz şirketlerinin verimli şekilde işlemlerini riske atan yaygın sorunlardan biri de çıkar çatışması kavramıdır. Çoğu zaman vekâlet teorisinin bir parçası olarak kabul edilen çıkar çatışması bir firma çalışanın firma tarafından şahsına verilen görev ve kabiliyetleri kendi çıkarları doğrultusunda suiistimal etmesi olarak özetlenebilir. Vekâlet sorunu aksinde çıkar çatışması şirketlerde her pozisyondan çalışanda ve hatta pay sahipleri arasında görülebilir. Güçler ayrılığı ve iç denetimin olmadığı şirketlerde pay sahipleri kendi kazançlarını arttırmak

için şirket yönetimine şirket işleyişi ve çalışanlarını riske atacak kararlar almaya zorlayabilirler. Yine şirket çalışanları da kendi ekonomik durumlarını iyileştirmek amacı ile şirket varlık ve kazançlarını kendi adlarına kullanabilmektedir. Yönetim kadrosunda ise çoğu durumda yönetim elemanları şirketin pay sahipleri tarafından gözden çıkarılamaz olarak görülmek için yönetim kurulu görüşmelerinde şirket çalışma sermayesi yönetimi, şirket işleyişi ve mali durumlarını manipüle etmek sureti ile şirketin olduğundan daha iyi performans gösterdiğini raporlamaktadır. Burada şirketin menfaat ve pay sahipleri ile yönetim kurulu arasında olan bilgi asimetrisi de yönetim kadrosunun şirket haklarını suiistimal etmesine imkân kılmaktadır. Bir şirkette yönetimi, temsil ettiği konum ve kabiliyetleri gereği şirket hakkında en fazla bilgiye sahip olan taraftır. Çoğu durumda yönetimin sahip olduğu şirket faaliyetleri hakkında kritik değere sahip bilgileri kendi ekonomik refahları için rakip şirket ve kişilere sızdırdığı ayrıca pozisyonlarını kaybetme gibi endişelerden ötürü başka şirketlerden gelen birleşme kararlarını şirketin pay sahiplerine bildirmedikleri ya da birleşme sürecini sabote edici şekilde hareket ettikleri gözlemlenmiştir. Kurumsal finans alanında yapılan erken dönem çalışmalardan birini kaleme alan Berle & Means (1932) şirket yönetiminde vekâlet teorisi ve çıkar çatışması kavramını ilk kez tanımlamıştır ve şirket yöneticilerinin çıkar çatışmasından kaçınmak için pay sahiplerinin çıkarları yerine şirket çıkarını göze almasını savunmuştur.

Çıkar çatışmasının anlaşılması, çıkar çatışmasına neden olan personel için iş kaybı, tazminat ve bazı durumlarda yolsuzluk kaynaklı hapis cezasına kadar gidebilecek ciddi sonuçlar içermektedir. Çıkar çatışmasının engellenmesi için şirket iç ve dış denetim mekanizmalarının azami düzeyde kullanılması gerekmektedir. Şirketler yapıları dâhilinde farklı bölümlerden oluşmaktadırlar. Güçler ayrılığı ilkesi uyarınca baştan aşağı gitmek sureti ile şirket bölümlerinin hareketlerinden sorumlu ve hesap verebilir olması, pay sahiplerinin şirket işlerini her aşamada denetlemesi, detaylı ve şeffaf muhasebe raporlarının oluşturulması ve dış denetim firmalarından yararlanılması önem teşkil etmektedir. Çıkar çatışmasının önüne geçmek için şirket işleyişinin olabildiğince şeffaf ve bilgi asimetrisinin belli şartlar altında en aza indirgenmesi zaruridir. Ayrıca vekâlet teorisinde değinildiği üzere pay sahipleri yönetim gibi şirket için hayati kabiliyetlere sahip personelin gücünü suiistimal etmesini engellemek için kritik değere sahip personeli ekonomik olarak teşvik ve moralize edici uygulama ve düzenlemeler yapmak zorundadır. Brunello (1989) tarafından Avrupa ülkeleri ve Japonya temel alınarak yapılan çalışmada modern ekonomilerde faaliyet gösteren şirketlerde çalışma sürelerinin azaltılmasının ülke içi iş istihdamını arttırdığı gibi faaliyet, gözlem ve denetim masraflarını da azalttığı için işletme içi tasarrufa katkı yaptığı tespit edilmiştir. İşletmelerde çıkar çatışması ve yolsuzluğun

en büyük nedenlerinden birinin yönetim kurulu tarafından personele yapılan haksızlık ve verilen sözlerin tutulmaması nedeni ile yaşanan kişisel hayal kırıklıkları olduğu unutulmamaktadır. Bu nedenle ast-üst ilişkisi dışında çalışanların işleyiş hakkında yaşadıkları olumsuzlukları rapor edecek ve gerektiğinde üst seviye yönetime taşıyacak tarafsız bir gözlem ve denetim mekanizması kurulması önem arz etmektedir.

1.4.3 Güçler Ayrılığı İlkesi

Güçler ayrılığı prensibi genel anlamı ile daha çok devlet yönetimi ve politikaları ile ilgili bir kavram olsa da aynı sosyoekonomik ve iktisadi ideoloji çerçevesinde yönetilen ve benzer fiziki sınırlamalara sahip işletmeler için de oldukça geçerli bir kavramdır. Güçler ayrılığı prensibi tarih boyunca çeşitli politik düşünür ve akademisyenler tarafından dile getirilmiştir. Tarihi kayıtlarda güçler ayrılığı prensibinden bahseden ilk filozof Aristoteles hükümetin karışık ve hibrit bir yapıda olması gerektiğini savunarak yönetim kabiliyetini ülke refahı için birden fazla şahıs arasında paylaşılması gerektiğini savunmuştur. John Locke ve Montesquieu gibi düşünürler de bu alanda önemli çalışmalara imza atmıştır. Güçler ayrılığı prensibi ayrıca güçler arası denge ve denetim mekanizmalarını modern anayasal demokratik düzenlerde yasama, yürütme ve yargı ayrımı olarak gözlemlemek mümkündür. Kurumsal yönetim kavramında da bu yapılanmaya benzer olarak sahiplik ve yönetim yapılarının birbirlerinden ayrılması ve işletmelerin alanında profesyonel düzeyde bilgi ve tecrübeye sahip olan yönetici kadrosu tarafından en etkin şekilde yönetilmesini amaçlamaktadır. Güçler ayrılığı teoride her ne kadar basit ve temel bir yapı olarak görülse de şirket yönetimi tarafından adapte edilmekte çeşitli zorluk ve aksaklıklar ile yüzleşmektedir.

İşletmeler faaliyetleri sırasında karşılaştıkları personel risklerini öngörücü bir şekilde gelecek faaliyetlerini planlamak ile yükümlüdür. Personel riski bir şirket için bazı durumlarda yıkıcı ve düzeltilmesi zor etkilere sahip olabilmektedir. İşletmeler personel riskten kaçınmak için kurumsal yönetim kavramı eşliğinde kuvvetler ayrılığı ilkesini doğru bir şekilde uygulamak zorundadır. Şirket, kendi içinde birimler arası denetim mekanizmasına sahip, şeffaflık ilkesini benimsemiş ve işletme faaliyetleri tarafsız denetim firmaları ile çıkar sahipleri tarafından yakından gözlemlenen bir yapıya sahip ise bir şirkette personel riski olabildiğince engellenebilmekte ve personel ile alakalı olumsuzluklar en kısa sürede tespit edilebilmekte bu sayede işletme zararlarının önüne geçilebilmektedir.

Rasyonel aktör modeli herhangi bir ekonomik faaliyet içinde bulunan bireysel aktörleri *aktör kabiliyetleri*, *aktör inançları* ve *aktör güvenleri* olarak dört temel dinamik faktör altında

incelemektedir (Fisher & Ghidini, 2002). Bu temel faktörler rasyonel bir aktörün yaptığı temel faaliyetlerde karar verme sürecini doğrudan etkilemektedir. Klasik şirket teorisine göre kişiler yaptıkları faaliyetten kazanç elde etmek amacı ile çalıştıkları şirkete yarar sağlamaktadır ve vekâlet sorununun değindiği üzere işletme faaliyetlerine katkıda bulunan rasyonel aktörler kazançlarını arttırmak için şirket varlık ve kazançlarını suiistimal edebilmektedir. Vekâlet kavramı genel olarak aktörün şirket içi hareketlerini aktörün kişisel ve psikolojik özelliklerinden (etik kavramına inanç, para kazanma hırsı ve çıkar çatışması vb.) analiz ederek bir sonuca ulaşma amacı içindedir. Fakat bu süreçte çoğu araştırmacı aktöre şirkete içinde yaptığı görevi suiistimal etme kararı aldırarak şirket kaynaklı sistematik olmayan hata ve sorunları görmezden gelmektedir. Yukarıda belirtildiği üzere menfaat sahibi olan aktörün *güven* algısı uyarınca çalıştığı şirketin performans ve işletme tarzını kendi pozisyonunu tehlikeye atacaktır şekilde yorumladığında aktörün kendi refahını korumak güdüsü ile etik olmayan faaliyetlere yönelme yatkınlığı yükselmektedir. Modern şirket yönetiminin temelinde pay sahiplerinin menfaat sahiplerine üretken olmaya elverişli istikrarlı ve yüksek refah sağlayan bir ortam sunması ve menfaat sahiplerinin bu sunulan ortama istinaden pay sahiplerine kazanç sağlaması hedefi vardır. Kurumsal yönetim ve kuvvet ayrılığı ilkesi de şirket içi birimlerin birbirlerini denetlemek ve istikrarlı bir şirket yönetim sistemi kurarak menfaat sahiplerinin kendini güvende hissetmesi, etik sorunların aşılması ve şirket performansını arttırması için bir enstrüman olarak kullanılabilir.

Şekil 2.2: Başarısızlık Kısır Döngüsü ve Altında Yatan Temel Yönetimsel Hatalar.



1.4.4 Menfaat Sahipleri (Paydaş) Teorisi

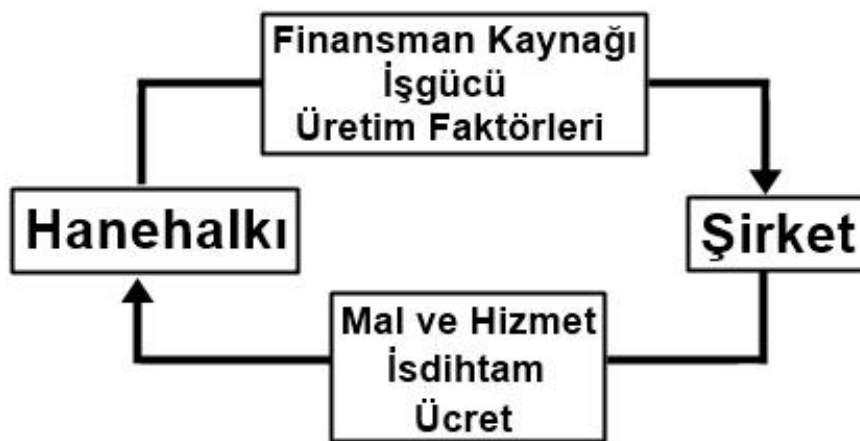
Menfaat (Paydaş) teorisi kurumsal yönetim üzerinde gelişmiş ve şirket işleyişini pay sahipleri ile şirket yönetimi arasındaki ilişki ile sınırlayan geleneksel vekâlet teorisinden farklı olarak bir şirketin faaliyetlerine dâhil olan tarafların şirketin düzgün işletilmesi ve performansına etki ettiğini savunmaktadır. Şirket yönetimi alanında yapılan erken iktisadi çalışmalardan genel olarak menfaat sahipleri (paydaş) ile organizasyonlar arasında yaşanan olumsuz ve oldukça çatışmalı ilişkiler görmezden gelinmiştir. Menfaat sahibi tanımının şirket organizasyonu içindeki anlamı ilk olarak Ansoff tarafından yapılan 1965 tarihli “Corporate Strategy” çalışmasında tanımlanmıştır. Fakat Ansoff menfaat sahiplerinin şirketin karar verme sürecini olumsuz etkileyerek şirket işletmesini yavaşlatacağı için kavramın yararlı olacağını reddetmiştir (Friedman & Miles, 2002). Paydaş yaklaşımı genel itibarı ile şirketleri finanse eden hissedarlar, işletmeye borç veren bankalar ve işletme yöneticileri arasındaki ilişkileri oluşturan biçimsel ve biçimsel olmayan kurallardan meydana gelmektedir (Erdoğan, 2015). Menfaat teorisi bu neticede şirketin hammadde aldığı tedarikçiler, müşteriler, küçük hissedarlar ve şirket çalışanlarını da şirketin yönetimi ve pay sahipleri kadar önemli bir noktaya koymaktadır. Menfaat teorisi yaklaşımı, bir şirketin asli görevinin pay sahiplerine sağladığı kazancı arttırması ile sınırlanmayacağını düşünerek bir şirketin işleyişinde rol alan ve menfaat sahibi olan partilerin tamamının çıkarını gözeterek hareket etmesini savunmaktadır. Menfaat teorisi, vekâlet teorisinde olduğu gibi şirket çalışanlarını rasyonel ajanlar olarak kabul eder. Buna paralel olarak faaliyetlerinde menfaat sahiplerinin çıkarlarını ve refahlarını düşünen şirketler ile ilişkisi bulunan menfaat sahipleri en iyi şekilde performans göstereceği ve çıkar çatışmasına düşmeyeceği için şirketin performansını da arttıracığını savunmaktadır. Menfaat yaklaşımı şirket içi ve dış ortakları arasındaki finansal işleyiş dinamikleri dışında şirketlerin faaliyet gösterdikleri ekonomiler ve hane halkı ile olan ilişkisini de incelemektedir. Menfaat teorisine göre şirketlerin faaliyet gösterdiği çevreye ve topluma karşı olan sorumlulukları bulunmaktadır. Buna doğrultuda şirketler faaliyetlerinde buldukları hane halkına yararlı olma kaygısı ile hareket etmek ile sorumlu olmalı, hane halkı da buna karşı şirket faaliyetlerini insan gücü, mal alımı ve sermaye piyasaları ile finansal olarak desteklemektedir. Menfaat teorisinin sunduğu başka önemli bir yaklaşımda menfaat sahiplerinin ilişkili oldukları şirketin karar alma sürecine doğrudan katılma ve yönetsel kadroda yer almalarını savunmasıdır. Uzun vadeli başarı elde etmek ve işletme stratejileri oluşturmak için şirket yönetimi menfaat sahipleri ile olan ilişkilerini aktif olarak geliştirmek zorundadır (Freeman & McVie, 2001). Şirketlerde çeşitli

gruplar menfaat sahipleri olarak sayılabilmekte, ama araştırmacıların genel olarak kabul ettiği menfaat sahibi kategorisine giren partiler aşağıda sıralanmıştır:

- Kúçük ve orta düzey şirket alışanları
- Kamuoyu ve hane halkı
- Devlet ve dűzenleyici otoriteler
- Sermaye ve para piyasaları
- Bankalar ve proje ortakları
- Potansiyel hisse yatırımcıları
- Hammadde tedarikçileri
- Műřteri ve kullanıcılar
- Sendikalar ve çalışan hakları savunucuları
- Kâr amacı gűtmeyen organizasyonlar

Modern kurumsal yűnetim algısının oluřmasında menfaat yaklařımı ۆnemli bir yer kapsamaktadır. Kurumsal yűnetim ilkeleri, řirketlerin faaliyetlerinde menfaat sahiplerini dűřünmesi takdirde řirketleri iflasa gűtűren skandalların engelleneceđi ve menfaat sahiplerini gűz ۆnűne alan řirketlerin faaliyet gűsterdikleri ekonomileri dengeli ve etkin kılacađı gűrűřűne sahiptir.

řekil 2.3: İřletme Dűngűsű ve Temel Komponentleri.



1.4.5 Kaynak Bağımlılığı Teorisi

İşletmeler, geçmişten beri faaliyetlerinde buldukları sektör, pazar ve koşulların yarattığı birtakım fiziksel sınırlamalar ile başa çıkmak zorunda kalmıştır. Bu sınırlamalar şirket için genel olarak kaynak bağımlılığı (resource dependency) olarak tanımlanmaktadır. Kaynak bağımlılığı yaklaşımı çevre dinamiklerini kontrol etme amacı güden organizasyonların içinde bulunduğu organizasyon-çevre ilişkisini inceleyen yaklaşımdır (Dunford, 1987). Kaynak bağımlılığı teorisi, hâlihazırda kısıtlı kaynakların ve birtakım sınırlamaların olduğu rekabet ortamlarında faaliyet gösteren işletmelerde yönetim kadrosunun şirket performansı ve bekası için hayati değere sahip olduğunu savunmaktadır. Kaynak bağımlılığı yaklaşımına göre şirket yönetiminden sorumlu bireyler sahip oldukları bağlantılar ayrıca örgütsel ve yönetsel yetenekleri ile şirketin bağımlı olduğu kaynakların tedarikini kolaylaştırmak ve yüzleştigi sınırlamaları ortadan kaldırmak ya da tedarik kaynaklarını kolaylaştırarak şirketin sahip olduğu bağımlılık ve engelleri azaltmak ile yükümlüdür. Şirket yönetimine gelen bireyler sahip oldukları politik ve ekonomik bağlantılar, yabancı kaynaklar, tanıdığı lojistikçi ve tedarikçiler, risk alma ve stratejik düşünme kabiliyetleri gereği yönetimine katıldıkları şirketlere kritik değere sahip kaynak ve imkânları sağlamaktadırlar. Bu nedenle alanında etkin ve profesyonel kişilerin katılımı ile oluşturulmuş yönetim kadroları bir şirketin gelecekteki performansını doğrudan etkileyen çok önemli bir başarı faktördür.

Porter (1985) bir organizasyonun teknoloji stratejisini, endüstri yapılarını değiştirebileceği ve rekabet üstünlüğü sağlayabileceği için genel rekabet stratejisini etkileyen “anahtar bileşen” olarak belirtmiştir. Günümüzde bilgi teknolojilerinin gelişmesi ve bilgiye erişimin kolaylaşması ile birlikte firmaların yüzleştikleri kaynak kısıtlılığı ile baş etmelerine olanak tanıyacak işletme stratejileri geliştirmeleri için gerekli olan bilgiye daha kolay ve hızlı bir şekilde ulaşabilmektedir. Bu hususa paralel olarak modern işletmelerin finansman ve materyal kaynaklarına ulaşma ve adaptasyon teknikleri karar verme yetkisi “insan temelli” olmaktan çok “teknoloji temelli” olma yönüne doğru bir evrim geçirmektedir. Kaynak bağımlılığı üzerine yapılan güncel akademik çalışmalar, serbest piyasa içinde birbirleri ile rekabet eden organizasyonların yüzleştikleri kısıtlamalar ile iki temel strateji üzerinden başa çıkabileceğini söylemektedir. Bunlardan genel olarak bilineni klasik kaynak bağımlılığı teorisinin belirttiği gibi şirketlerin sahip oldukları kişisel sektör bağlantıları, çevre ve bilgi birikimi ile şirkete kaynak yaratacak etkin yöneticileri çalışılmasından oluşan “adaptasyon” stratejisidir. Güncel yaklaşımlar ise şirketlerin kapasiteleri dâhilinde içinde buldukları ortamı yapısal olarak değiştirerek kaynak bağımlılıklarından kurtulmaları yöntemini izleyen “çevresel değişim”

stratejisidir. Çevresel değişim stratejine göre organizasyon aktörleri faaliyet gösterdikleri çevreye adapte olamadıkları durumlarda faaliyet gösterdikleri çevreyi yapısal olarak etkileme ve değiştirmeye çalışarak bağımlılıklarını yok etme yolu izlemelidir. Bu noktada buldukları çevrenin koşullarına adapte olmaktan ziyade bulunduğu çevreyi kendi çıkarlarına göre değiştirmeye çalışan şirketler faaliyet gösterdikleri pazarlara etki eden aktif oyuncular olarak kabul edilmektedir. (Dunford, 1987).

Uluslararasıla rmış büyük işletmelerin aksine, pazar kısıtlamalarından etkilenen küçük ve orta ölçekli işletmeler uluslararası pazarlarda faaliyet göstermek için gereken kaynaklar ve bilgi birikiminden yoksun kabul edilmektedir (Coviello & McAuley 1999). Yetersiz bilgiye sahip şirketler dış pazarlara nüfuz etmeye çalışırken birtakım girişim riskleri ile yüzleşmektedir (Johanson, 1997). Günümüzde, haberleşme, uluslararası pazarlarda müşteri bulma, ticaret ve pazarlama alanında yaşanan gelişmeler ile birlikte uluslararası pazarlarda faaliyet gösteren işletmelerin baş etmesi gereken kaynak bağımlılıkları yaşanan teknolojik gelişmeler ile azaltılabilmektedir. Bunun dışında işletmeler uluslararası pazar faaliyetlerinde yaşadığı kaynak sorununu en aza indirgeyebilmek için aracı ticaret firmaları ile anlaşmakta ve dış pazarlarda yüzleştikleri belirsizlik ve riskleri azaltabilmektedir (Terjesen vd. 2008).

1.4.6 İşlem Maliyeti Teorisi

Geleneksel işletme yaklaşımı, işletmelerin rasyonel şahıslardan oluşan organizasyonlar olduğunu ve bu nedenle faaliyet gösterdikleri organizasyonun çıkarlarını maksimize etmek amacı ile rasyonel olarak karar verme güdüsüne sahip olduklarını öngörmektedir. Bu yaklaşıma paralel olarak gelişen işlem maliyeti teorisi ise daha çok işletmelerin karar verme sürecinin altında yatan rasyonel faktörleri inceleyen, davranışsal bir yaklaşım biçimidir. İşlem maliyeti teorisi firmaları farklı görüş ve amaçları olan insanlardan oluşmuş organizasyonlar olarak algılamaya çalışan ve hukuk, ekonomi ve organizasyon çalışmalarını kapsayan disiplinler arası bir yaklaşımdır (Abdullah & Valentine, 2009). Yaklaşım işletmelerin nihai amacını organizasyonun yapısal olarak getirdiği protokol ve hiyerarşik yapı ile bünyesinde bulunan aktörlerin kişisel çıkarlarının işletme üzerinden aldıkları kararlar ile marketlere nüfuz etmesinin önüne geçmek olarak görmektedir. İşlem maliyeti teorisinin temel aldığı kıstas firmaların iç ve dış çevreleri ile yaptığı işlemlerdir. Yaklaşım göre günümüzde finansal hacmi yüksek uluslararası firmalar, faaliyet gösterdikleri sektörlerde kendi fiyatlarını dikta etme ve kaynakların dağıtımını kontrol edebilme gücüne erişmiştir. Başka bir deyişle bir firmanın yapısı ve organizasyonu faaliyet gösterdiği pazarın fiyatlandırma ve üretim faktörlerini

doğrudan etkilemektedir (Abdullah & Valentine, 2009). Bu nedenle yapılan cari işlemlerin insan faktörü ile birleşmesi, işlem maliyeti yöneticilerini çıkarıcı ve firma işlemlerini kendi çıkarlarına göre ayarladıklarını görüşünü beraberinde getirmektedir (Williamson, 1996).

Etkisini ağırlıklı küreselleşmenin hız kazandığı ve uluslararası şirketlerin artış gösterdiği 1990 lar ve sonrasında gösteren işlem maliyeti teorisi günümüz modern kurumsal yönetim anlayışının oluşmasında etkili olmuştur. Bu bakımdan işlem maliyeti teorisi şirketlerin işleyişinde bulunan insanların kişisel çıkarları uğruna şirket yönetimini manipüle etmemesi için şirket içi yeni denetim ve kontrol mekanizmalarının geliştirilmesinde anahtar rol oynamıştır. İşlem maliyeti yaklaşımı aynı zamanda şirket faaliyetlerini bir dizi finansal işlem ve yönetsel sistemler bütününe indirgeyen geleneksel yaklaşımların aksine yönetim çalışmalarına davranışsal bir boyut katarak insan faktörünün şirket işleyişindeki rolünün anlaşılmasına da faydalı olmuştur. İşlem maliyeti teorisi 1980'li yılların sonlarından itibaren şirket yöneticileri ve akademisyenler tarafından oldukça geniş bir spektrumda kullanılan stratejik ve organizasyon kaynaklı hataların analizi için önemli bir dayanak noktası olarak kullanılan bir yöntem haline gelmiştir (Ghoshal & Moran, 1996).

1.4.7 Politik Teori

İşletmeler faaliyet gösterdikleri ulusal ve uluslararası marketlerde kendilerinden kaynaklanmayan ve faaliyetlerini sürdürdükleri ülkelerin politik ve sosyokültürel yapısından kaynaklı çıkabilecek bir dizi sistematik ve sistematik olmayan risk ile karşılaşmaktadır. Araştırmacılar ülkelerin kırılğan politik yapıları ve şirket hareketlerinin yerel politikaya yankıları eşliğinde vuku bulabilecek bu tip risklere genel olarak “politik risk faktörü” olarak tanımlanmıştır. Uluslararası pazarlarda faaliyet gösteren yüksek hacimli şirketler genellikle politik risk faktöründen kaçınmak için taşınamaz mal ve yatırımlarını çoğunlukla politik dengenin ve ülke içi düzenin mevcut olduğu “dengeli” olarak kabul edilen ülkelere yapma yolunu tercih etmektedir. Politik teori temel olarak işletmelerin faaliyet gösterdiği ülkelerde halk yararını gözetici sosyal sorumluluk anlayışı ve çalışmaları ve halkla ilişkiler faaliyetlerine gitmesi sureti ile kamuoyu desteğini kazanarak ülkede çoğunluk güvenini kazanarak avantajlı konuma geçmesi ile politik risk faktörünü yok etmesini öngören yaklaşımdır. Kamu yararı, ülke yönetiminde temel alınan kıstas olarak kültürel engellerin yenilmesi açısından kurumsal karar verme sürecinde yer alması gereken bir etkidir (Pound, 1993). Politik teori çeşitli ülkelerde yaşanan bir dizi olumsuz örnek neticesinde, genel olarak işletmelerin yozlaşma ve rüşvet gibi bir dizi usulsüzlük ve yasa dışı yöntemler ile faaliyet gösterdiği ülkenin yönetimini

etkilemek olarak algılanmıştır. Fakat bu kanının aksine, politik teori prensip gereği şirketlerin yüksek etik ve ahlaki kurallar eşliğinde hareket ederek, ülke içinde kamu yararını gözeterek yaptığı faaliyetler ile ülke politikalarını olumlu yönde etkilemesini amaçlamaktadır.

1.4.8 Etik Teorileri

Kurumsal yönetim çalışmaları üzerinde yapılan temel çikarsama ve benzer yaklaşımlarda etik teorileri önemli bir yer kaplamaktadır. Etik kavramı kurumsallık algısı ve yönetim, işletme ve kamu arasında oluşturulan sorumluluk bilincinin yaratılmasında temel alınan etkenlerden biri olarak kabul edilmektedir. Etik teorileri, kurumsal yönetim teorileri tarafından doğrudan kullanılmamış olsa da söz konusu teorilerin önerdiği yaklaşımlar, kurumsal yönetim algısının oluşmasında ve yaşanan yönetim hatalarına tepki olarak gelişip modern halini almasında önemli bir rol oynamıştır. Buna paralel olarak Abdullah & Valentine (2009) tarafından kurumsal yönetim ile alakalı olduğu kabul edilen teoriler aşağıda sıralanmıştır:

- İşletme etiği teorisi
- Erdem etiği teorisi
- Feminist etiği teorisi
- Çatışma etiği teorisi
- Post modern etik teorisi

Günümüz işletmelerinin etkin ve faaliyetlerine meydana gelen içsel ve dışsal sorunlara zamanında müdahale edilmesi ve verimli çözülebilmesi için şirket yönetimi ve çalışanları tarafından işletme etiği kavramının bilinmesi ve bu yaklaşım ile uyum içinde hareket edilmesi işletme performansı açısından önem taşımaktadır. Hâlihazırda çok az büyük işletmeci, iş etiği alanında formal bir eğitim altyapısına sahiptir ama günümüzde yavaşta olsa bu durumun üstesinden gelinmektedir (Abdullah & Valentine, 2009). İşletme etiği, işletmelerin karar verici mercilerini işletme için önemli kararlar alma kabiliyetinde olan insanlar olarak kabul etmektedir. Yönetim kadrosunun aldığı kararlar işletme ve işletme ile doğrudan ve dolaylı olarak ilişkili olan çoğu tarafın yaşantısına olumlu ya da olumsuz olarak etki edecektir. İşletme etiği bu duruma paralel olarak işletmelerin karar verme sürecinde rol alan şahısların aldığı kararlarda işletme ve toplum yararını gözetecek birtakım değer, norm ve ahlaki kuralları göz önünde tutması gerektiğini savunmaktadır. İşletme etiği, işletme sürecinde kabul etmesi gereken bir takım “doğru” ve “yanlışlar” olduğunu savunmaktadır. Crane & Matten (2005), sosyal olarak kabul edilen moralite, norm ve değerlerin bireysel ve toplumsal olarak “doğru”

ve “yanlış” algısını sosyal işleyişin bir parçası olarak kullanabileceğini belirtmiştir. İş etiği teorisi de şirketlerin bu etapta kendilerini oluştukları toplum ve çevrenin bir parçası olarak kabul edilmeli ve içinde buldukları çevrenin maksimum yararını gözetecek şekilde faaliyet göstermesi gerektiğini savunmaktadır.

Etkin kurumsal yönetim için gereklilik arz eden diğer etik teorilerinden biri de çatışma etiği olarak kabul edilebilir. Çatışma etiği temel olarak şirket faaliyetleri sırasında şirket içinde ya da şirket ile şirketle iş ilişkisi içinde olan diğer partiler ile çıkabilecek olası anlaşmazlık ve görüş ayrılıklarının ortak paydada buluşarak çözümlenmesini amaçlar. Çatışma etiği bu etapta uzlaşmazlık içine düşen tarafların aralarında herhangi bir statü, sosyal fark ve hiyerarşik üstünlük bulanmaksızın yüz yüze konuşup bir uzlaşma rasyonelitesi oluşturmasını hedefler. Çözüm etiği yaklaşımında tarafların kendilerini birbirlerinden üstün ya da ayrı görücü bir tutum içine düşmemesi, karşı tarafın çözüme olan yatkınlığını o kadar arttıracaktır. Kamusal alan teorisyeni Habermas (2001) her tartışmada taraflar arası anlaşmaya varmaya yönelik bir eğilim olduğunu savunmaktadır. Bu düşünceye paralel olarak ideal çözüm ancak ve ancak taraflar arasında zorlamaya dayalı bir çözüm süreci olmayan bir müzakere sürecinde gerçekleşebilir. Kurumsal alanda ortaya çıkan çatışmalarda, tarafların çözüm arayışı için karşılıklı olarak birbirini anlamak isteyen ve yapıcı amaçlar izleyen bireyler olması şirket işleyişi içinde çıkan çatışmaların kısa sürede ve etkin çözümlenerek şirket performansını zedelememesi önem teşkil etmektedir.

Feminist etiği etkin kurumsal yönetim açısından işletmelerin karar verme süreçlerinde kendi iç ve iş ilişkisinde olduğu taraflarda cinsiyet, ırk ve inanç ayrımı götmemesi gerektiğini savunmaktadır. Esasen kadınların toplumda eşit sosyal haklar kazanması için başlamış ve etkinliğini İkinci Dünya Savaşı sonrasında arttırmış Feminist düşünce sistemi kişilerin toplum içinde ve sosyal alanlarda eşitliği ve haklarını pekiştirmek yöntemi ile sosyal adalet yaratma amacına sahiptir. Geçmiş dönemler incelendiğinde çeşitli ülkelerin sahip olduğu bir takım toplumsal adaletsizlikler yüzünden şirket işleyişi ve devlet yönetimi içinde sahip olduğu cinsiyet, inanç, ırk ve kültür yüzünden hak ettiği pozisyon ve ayrıcalıklara ulaşamamış ayrımcılık kurbanlarının sayısı oldukça fazladır. Günümüzde kurumsal yapıya sahip işletmeler şirket performansı ve ekonomik yararı ön planda tuttıkları için karar verme sürecinde ayrımcılık yapmamaktadır. Ayrıca çeşitli ülkelerin düzenleyici kurumları, kurumsal yönetimde cinsiyet eşitliğini pekiştirici pozitif politikalar içeren düzenlemelere sahiptir. Türkiye’de de bu alanda yapılan SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu’nda kadınların şirket yönetimine

katılmasını arttırmak için şirketlerin yönetim kurullarında en az bir kadın üye bulundurması zorunlu tutulmuştur (SPK, 2003).

Erdem etiği kişinin davranışlarında, açık, ahlaki değerleri göz alarak ve dürüstlük kaidesini temel almasını amaçlayan ve erdemliliği ulaşılması gereken temel ilke olarak gören yaklaşımdır. Erdem etiği ahlaki olarak olumlu kabul edilen davranışları özendirerek kişilerin erdemli olmasını pekiştirmektedir (Crane & Matten, 2007). Kurumsal yönetimde erdem etiği karşımızda yönetim kadrosunun aldığı kararlarda şeffaf ve hesap verebilir olması olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir işletmede şeffaflık ve dürüstlük şirket ile ilişkisi olan çalışan, yönetim ve pay sahipleri gibi bütün taraflar tarafından azami şekilde uygulanması gereken temel bir kaide olarak görülmelidir. Erdem kavramı ve erdem etiği yaklaşımı ilk defa Antik Yunan düşünürü Aristoteles tarafından tanımlanmıştır ve kişiye erdem hakkında verilen eğitimin kişiyi erdeme ulaştıran bir yapıtaşı olacağını belirtmiştir (Annas, 2003). Erdem etiği yaklaşımını temel alan şeffaflık ve dürüstlük bir şirketin rekabetin yüksek olduğu pazarlarda iyi performans gösterebilmesi için yönetsel ve teknik olarak sahip olduğu hata ve eksikleri olabildiğince kısa sürede farkına varıp düzeltebilmesi için önem teşkil eden kavramlardır.

Post modern etik teorisi, etik kavramının sosyal çevrede yarattığı önermelerinin ek olarak kişindir durum karşısında duyduğu içsel hisleri anlamaya yönelik psikolojik tarafı ağır basan bir yaklaşımdır. Post modern etik anlayışının kurumsal yönetim üzerinde yarattığı yansıma diğer etik teorileri tarafından bahsedilen değerlerin aksine işletmelerin içinde buldukları çevrenin yararını minimum düzeyde gözeterek nihai amacına ulaşmaya yoğunlaşmasını öngörmektedir. Diğer etik yaklaşımlarına göre daha bütünsel bir bakış açısına sahip olan post modern etik teorisi işletmelerin önceden belirledikleri nihai hedeflerine ulaşmasının sadece işletme yararına değil, işletmenin ilişkili olduğu toplum ve çevrenin de yararına olacağını savunmakta ve bu yüzden firma çıkarlarını ön plana alan bir yaklaşım izlemektedir. Post modern etik teorisine benzer bir ekonomik iz düşünüm içinde olan Milton Friedman (1970) firmaların sahip olması gereken yegâne sosyal sorumluluğun kazançlarını arttırmayı amaçlayan faaliyetler ile ilgilenmesi olduğunu belirtmiştir.

1.5 Etkin Kurumsal Yönetimin Sağladığı Avantajlar

Güncel kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin işletme performansı ve faaliyetlerine olumlu yönde etki yaptığı gerek modern işletmeler gerekse bu alanda çalışan araştırmacıların çoğu tarafından kabul edilmiş bir yöntem halini almıştır. Kurumsal yönetim kavramı itibarı ile bir şirketin yönetim, sevk, idare ve denetimi gibi birden çok alanı kapsayan düzenleme ve

sistemsel uygulamalar bütünü olduğu için şirket dinamikleri üzerindeki kapsayıcı bir etkisi mevcuttur. Bu etkileri şirket içi ve şirket dışı olarak ikiye ayırmak mümkündür.

1.5.1 Şirket İçi Faktörler

Bir şirketin faaliyetlerinde verimli olabilmesi için mali denetim kritik öneme sahiptir. Kurumsal yönetim anlayışının etkin işletme için önerdiği iç ve dış denetim prosedürleri şirketlerin çalışma sermayesi yönetimini daha etkin yönetilir kıldığı için şirket içi gider kalemleri, kaçakların önlenmesi ve şirketin daha verimli çalışması konusunda fayda sağlar. Aktif pazarlarda faaliyet gösteren şirketler için etkili kurumsal yönetim kaynakların en etkin şekilde tahsisi ve şirket içinde fayda arz etmeyen yöneticilerin tespit edilmesi için gerekli olarak kabul edilmektedir. (Bai vd. 2003). Kurumsal yönetim anlayışı etkisinde vekâlet teorisi üzerinden şekillenen pay sahipleri ile şirket yönetiminin birbirinden ayrıldığı ve karşılıklı olarak birbirlerinin hareketlerini denetlediği güçler ayrılığı ilkesi ve bağımsız yönetim kavramı şirket içi denetim mekanizmasının sağlanmasını pekiştirici özelliكتedir. Brown (2005) Araştırmasında bağımsız yönetim kuruluna sahip şirketlerin daha yüksek değer artışı, kâr marjı, stok dönüş hızı ve temettü getirisi ile çalıştıklarını tespit etmiştir. Modern işletmelerin yüzleştiği en önemli sorunlarından biri olan çıkar çatışmasının önüne geçilmesi konusunda da etkin denetim mekanizması önem arz eder. Etkin denetlenen, faaliyetlerinde şeffaf ve hesap verme prensibine göre işletilen bir şirkette çalışan kişiler açığa çıkma korkusu yüzünden kendilerine tanınan hak ve ayrıcalıkları kişisel çıkarları için suiistimal etmeye çekinecektir. Bu nedenle şirket yönetim kadrosu ile yönetim kurulunun karşılıklı denetim prensibi gereği farklı kişilerden oluşması ve görev dağılımının netleşmesi şirket performansını olumlu yönde etkilemektedir. Yönetim kurulu başkanı ve CEO görevini ayrı kişilerin yapmasının şirketin finansal performansını olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir (Yemack, 1996). Ayrıca iç denetim mekanizması ile çıkar çatışmaları vuku bulduktan kısa sürede tespit edilebilmekte ve sonuçları şirket için yıkıcı olamadan düzeltilebilmektedir.

Günümüz ekonomilerinde, küreselleşmenin hız kazanması ve ekonomilerin birbirlerine olan bağımlılığının artması beraberinde yaşanan rekabeti de arttırmıştır. Soğuk Savaş döneminin bitmesinin ardından uluslararası ticarete politik engeller ve ülke sınırlarının yavaş yavaş ortadan kalkması, e-ticaretin yaygınlaşması ve lojistik imkânların gelişmesi ile birlikte faaliyetlerini ulusal pazarlar ile sınırlı tutan küçük-orta büyüklüklü işletmeler bile sektörlerinde faaliyet gösteren yabancı küresel işletmeler ile rekabet eder hale gelmiştir. Oyuncu sayısının eskiye nazardan daha yüksek olduğu pazarlarda rekabet eden şirketler için kurumsal yönetim

hiç olmadığı kadar önem kazanmıştır. Kurumsallık algısı günümüzde yatırımcı, müşteri ve ticaret ortaklarının şirketler ile iş yapmadan önce göz önünde bulundurduğu önemli bir kıstas halini aldığı için şirketin pazarlama faaliyetlerinde tercih edilebilir olarak görünebilmesi için kurumsal bir yapıya sahip olmaları gerekmektedir. Pajuste (2002) araştırmasında Soğuk Savaş sonrası modern kapital düzene adapte olmaya çalışan eski SSCB, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde uygulanan şirket yönetimi ile pay sahiplerinin ayrışması ve azınlık haklarının korunması gibi kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemelerinin şirketlerin performanslarında olumlu yönde gelişme gösterdiğini tespit etmiştir.

1.5.2 Şirket Dışı Faktörler

Şirketlerin faaliyetlerinde karşılaştığı en önemli sorunlardan biride finansman kaynağı bulmaktır. Bu etapta bankalar her ne kadar şirket finansmanı için kullanılabilir ana aktör olarak görülse de günümüzde çoğu şirket yaygınlığı artan ve birbirlerine entegre olan ulusal ve uluslararası sermaye piyasalarına katılarak ve halka arz olma sureti ile yeni para piyasalarına ulaşarak finansman kaynaklarını arttırma stratejisini izlemektedir. Hisseleri sermaye piyasalarında işlem gören şirketlerin hissedar kazanmak için izlemesi gereken şartlar ve koşullar her ne kadar sadece yasal ve muhasebe düzenlemeleri olarak algılansa da kurumsallık faktörünün şirket hisselerinin sermaye piyasalarındaki performanslarını da etkilediği çoğu şahıs ve kurum tarafından kabul edilmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarının likidite ve yatırımcı azlığı gibi faktörler nedeni ile sığ borsalara sahip gelişmekte olan ülkelere konuşlu şirketlerin yabancı borsalara açılması ve şirket hisselerinin uluslararası piyasalarda da işlem görebilmesi için önemli olduğunu tespit edilmiştir (Pajuste, 2002).

Şirket işleyişini pay sahipleri ile yönetim arasındaki ilişkiye indirgeyen geleneksel yönetim yaklaşımının aksine modern kurumsal yönetim yaklaşımı şirket üzerinde çıkar sahibi olan hissedar ve olası hissedarları da kapsadığı için şirket faaliyetlerinde şeffaflık prensibini izlemesini öngörmektedir. Bununla birlikte şirketler kamuyu bilgilendirme sorumluluğuna istinaden, finansal ve mali tabloları, yönetim kurulu kararları ve şirket bünyesinde yaşanan gelişmeleri kamuoyu ile düzenli olarak paylaşmak durumundadır. Kurumsallaşma adına daha başarılı olan işletmelerin finansal ve finansal olmayan bilgilerinin şeffaf, güvenilir ve gerçeğe uygun ve zamanında raporlayacakları öngörüsü bu işletmelere olan ilgiyi, yatırım oranını ve hisse senedi fiyatını arttırmaktadır (Drobetz, 2003). Bu görüşe müteakip olarak McKinsey & Company (1999) gelişmekte olan ülke ekonomilerinde yaptıkları araştırmada bu ülkelerde

faaliyet gösteren yabancı yatırımcıların 80% lik bir kısmının yatırım tercihlerini öncelikle kurumsal yönetim anlayışına sahip şirketler üzerinde kullandığını tespit etmişlerdir.

Hisse senedi yatırımcılarının özellikle küresel ölçekte fonlar yöneten yöneticilerin gelişmekte olan ülke borsalarına kote olan işlemlerinden oluşan portföylerinde, beklenen getiri kadar ilgili şirketin kurumsallık yapısı da önem teşkil etmektedir (Karamustafa vd, 2009). Makroekonomik yaklaşım göz önüne alındığında modern kurumsal yönetim yaklaşımı sadece şirket performansını arttırmak için değil kurumsal olarak etkin yönetilen ulusal ve uluslararası şirketlerin faaliyet gösterdikleri ekonomileri olumlu yönde etkileyecekleri algısı üzerine şekillenmiştir. Bu neticede şirketler çevreye ve kamuya karşı sahip oldukları sorumluluk ve etik prensipler göz önüne alındığında faaliyet gösterdikleri marketleri tahmin edilebilir ve dengeli kılmak kaygısı taşımak zorundadır. “Sistematik risk” olarak kabul edilen ve şirket kaynaklı olmayan makroekonomik düzenlerden ortaya çıkan risk faktörünün azaltılması hem ekonomide faaliyet gösteren şirketlerin faaliyet risklerini azaltacak hem de şirket kazançlarını yükseltecektir.

Şekil 3: Şirket performansına etki eden içsel ve dışsal faktörler ve birbirleri ile ilişkileri.



Bu açıdan kurumsal yönetim sadece “sistematik olmayan risk” olarak kabul edilen ve şirketin kötü yönetiminden kaynaklı ortaya çıkabilecek riskleri yok etmek için düşünülmemelidir. Murphy (1999) finansal şeffaflık ve enformasyonun gelişmekte olan ülkelerin firma performanslarının yabancı yatırımcılar tarafından tespit edilip izlenebilmesi açısından kritik değere sahip olduğunu savunmaktadır.

2. BÖLÜM: DÜNYA GENELİNDE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI VE HUKUKİ DÜZENLEMELER

2.1 Şirket Skandalları

Kurumsal yönetim anlayışının günümüzde yaygınlaşmasının en büyük nedeni kuşkusuz ki son 30 yıl boyunca kurumsal yönetim ve denetim hataları nedeni ile yaşanan Enron, WorldCom, Barings Bank ve Royal Ahold gibi büyük şirketlerin öngörülemediği iflaslarıdır. Ağırlıklı olarak 1980 li yıllardan itibaren dünya genelinde yaşanan hızlı finansal küreselleşme etkisinde birden fazla ekonomi ve sektörde faaliyet gösteren çok uluslu ve yüksek kapital değere sahip şirketlerin sayılarını arttırmıştır. Bu dönem içinde ülkelerin finansal ve ekonomik olarak birbirlerine entegre hala gelmesi neticesinde oluşan ekonomik bağımlılık olası şirket iflaslarının etkilerinin birden çok ülke ekonomisine istikrar kaybı ve krizler yaşatması gibi bir riski de beraberinde getirmiştir. Günümüzde yerine getirdiği ekonomik faaliyetlerin hacminden ötürü daha önce hiç olmadığı kadar sorumluluk barındıran şirketlerin yönetim sürecinde yapılan hata ve usulsüzlüklerin yarattığı risk işletmeleri ve düzenleyici kurumları kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi konusunda harekete geçmeye zorlamıştır.

2.1.2 Enron

Amerika Birleşik Devletleri tarihinin en büyük iflası olan Enron Houston-Teksas merkezli ve 40 üzerinde ülkede faaliyet gösteren bir enerji şirkettir. 1985 yılında Houston Natural Gas ve InterNorth aldı şirketlerin birleşmesi ile kurulmasından itibaren 15 yıllık gibi kısa bir süre zarfında ABD'nin en büyük enerji şirketi konumuna gelen Enron 2001 yılında 19.000 çalışana işverenlik yapmaktaydı. Doğal gaz sektöründe faaliyet gösterme amacı ile kurulan Enron zaman içinde faaliyetlerini diğer enerji kaynakları, emtia ve hizmet sektörlerine de taşımıştır. Wall Street borsasında hisse değeri en yüksek döneminde 90 USD düzeyinden işlem gören Enron yatırımcılar tarafından oldukça popüler ve istikrarlı bir şirket olarak görülmekteydi. Şirket 1996-2001 yılları arası Fortune dergisi tarafından Amerika'nın en yenilikçi şirketi olarak gösterilmiştir (Smith, 2018). Enron 2000 yılına ait gelir tablosunda 9,6 Milyar USD öz kaynağa sahip iken 2001 bilançosunda yıllık 979 Milyon USD net kâr ile çalışmakta idi. Şirket en aktif döneminde ABD ve Avrupa'daki enerji ticaretinin 20% sini elinde tutmaktaydı.

Enron skandalının oluşum süreci şirket yöneticilerinin özel imtiyazlı şirket adı altında bir takım şirketler kurması ve bu şirketlere Enron öz kaynağından para aktarması ile başlamıştır. Şirket bu özel imtiyazlı şirketlerin faaliyetlerini 1997-2000 yılları arasında yayınladığı finansal raporlarında konsolide edememiş ve 2001 yılı başında şirket borçlarını gizlemek için yüzlerce özel imtiyazlı şirket kullandığı tespit edilmiştir (Healy & Palepu, 2003). Bu özel imtiyazlı şirketler Enron'un borçlarını gizlemek amacı dışında aynı zamanda şirket bilançosunda satış yapılan şirketler olarak Enron'un ciro ve net kârını kâğıt üzerinde yükseltmek için de kullanılmıştır. Ayrıca söz konusu imtiyazlı şirketlerden Enron'un yönetim kadrosuna para aktarıldığı ve yönetimin Enron'un öz kaynaklarını kendi imtiyazına geçirmek sureti ile yolsuzluk yaptığı da tespit edilmiştir. Bütün bu gelişmeler çerçevesinde 2001 yılı içinde Enron yatırımcıları tarafından hızlı bir güven kaybına uğramıştır. Enron yönetim kademesinde yaşanan karışıklıklar, şirket borçları ve pay sahiplerinden gelen baskıya dayanamayarak 2001 Ağustos ayında finansal tablolarını revize ederek 628 milyon USD borç ve 598 milyon USD borç beyan ederek 2001 Aralık ayında iflas başvurusunda bulunmuştur. Şirket'in hisse senedi fiyatları 2001 yılına 80 USD düzeyinden girer iken 2001 Ekim ayında 0.20 USD'a kadar düşmüştür.

Enron'u iflasa götüren süreç yönetim kadrosu tarafından yapılan usulsüzlük ve suiistimaller kadar şirketi denetleyen Arthur Andersen serbest denetim şirketi tarafından yapılan denetim hataları ile mümkün olmuştur. ABD'nin önde gelen beş büyük denetim şirketinden biri olan ve faaliyetlerini uluslararası düzeyde sürdüren Arthur Andersen'ın denetçi ve yöneticilerinin Enron bünyesinde yapılan denetimlerinde rüşvet karşılığı muhasebe hileleri ve şirket zararlarının bilanço dışına çıkartılmasında doğrudan rol aldığı anlaşılmış, Enron skandalındaki rolü anlaşılınca 2002 yılında çalışmalarına son vermiştir. Enron ABD ve dünya ekonomileri için şirket skandallarının ekonomide ve finansal pazarlarda yarattığı yıkım gücünün anlaşılması açısından mihenk taşı olmuştur. Enron iflası sadece şirket yönetim kademesini değil aynı zamanında pay sahipleri ve menfaat sahiplerini de etkilediği için profesyonel şirket yönetimi ve denetim kavramlarının ahlak ve etik anlayışının yeniden gözden geçirilmesine neden olmuştur. Şirketin iflası çoğu ekonomist tarafından ABD'nin 11 Eylül saldırıları sonrası 2001 yılında yaşadığı "ikinci büyük felaket" olarak değerlendirilmiştir. Enron iflası dönemin Amerikan başkanı George W. Bush'un 2002 yılında finansal pazarlarda faaliyet gösteren yüksek ciroya sahip şirketlere bir dizi finansal düzenleme ve denetim zorluluğu gedilen Sarbanes-Oxley yasasını uygulamaya koymasına neden olmuştur.

2.1.3 WorldCom

Amerikan pazarını en az Enron kadar etkileyen başka bir şirket skandalı da WorldCom'dur. Tam adı MCI WorldCom olan şirket 1998 yılında toplam piyasa değeri 37 milyar USD olan Washington DC merkezli MCI Communications Corporation ve Mississippi merkezli WorldCom şirketlerinin birleşmesi ile oluşmuştur. WorldCom internet, iletişim ve bilişim alanlarında hizmet göstermiş ve AT&T den sonra Amerika'nın en büyük ikinci telekomünikasyon şirketi olmuştur. WorldCom 1998 yılı itibarı ile ABD dışında 15 ülkede daha telekomünikasyon hizmeti vermekte ve toplam uzunluğu 1,5 milyon mili bulan ve yaklaşık 100 ülkeye konuşlu 200 farklı internet operatörü tarafından kullanılan ulusal ve uluslararası internet fiber kablo ağı ile dünyanın en büyük internet sağlayıcısı olmuştur. Şirketin 1998 yılı faaliyet raporuna göre 30 Milyar USD yıllık cirosu ve 75,000 çalışanı bulunmaktadır. İflasından hemen önce WorldCom dünyadaki internet altyapısının %37 sini kontrol etmekteydi.

WorldCom un iflas süreci şirket yöneticilerinin 2000 yılında New York Menkul Kıymetler Borsası NASDAQ endeksinde kayıtlı teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinde görülen ve "Dot.com Balonu" adlandırılan düşüşten çıkmak için şirketin finansal ve mali tablolarında yaptıkları bir takım denetim ve muhasebe hileleri ile yıllık cirolarını yüksek gösterme kararı alması ile başlamıştır. Bu neticede WorldCom muhasebe raporlarında giderlerini gerilerinden düşük göstermek sureti ile 1999-2002 yılları arasındaki cirolarını 958 milyon USD olarak beyan etmişlerdir (Beresford, vd. 2003). Yine aynı yıllar arası toplamda 41 milyar USD borç ve 3,8 milyar USD faaliyet masrafı yanlış şekilde bilançoya geçirilmiştir. (Ahmed vd. ,2008). WorldCom'un bu muhasebe usulsüzlüğünü gerçekleştirmesinde şirketin Arthur Andersen bağımsız denetim şirketi tarafından denetlenmesinin de etkisi vardır. Arthur Andersen, WorldCom olayından kısar süre önce ortaya çıkan Enron skandalında da iflas eden Enron şirketini denetleme biçiminde hatalı bulunan bağımsız denetim şirkettir. WorldCom'un finansal tablolarında yaptığı bu usulsüzlük şirketin hisse fiyatının artmasına neden olmuştur. Mali durumları 2002 yılında yaptığı iflas başvurusu ile anlaşılan WordCom varlıkları süreç içinde yaklaşık 12,8 milyar USD değer kaybetmiş, 30,000 çalışanını işten çıkarmak zorunda kalmıştır, ayrıca finansal pazarlarda da yatırımcılarına uzun vadede yaklaşık 180 milyar USD kaybettirmiştir (Ahnaf vd. ,2008). WorldCom yaklaşık bir yıl önce vuku bulan Enron iflası ile birlikte ABD'de finansal pazarlarda faaliyet gösteren şirketlerin benzer olayların yarattığı zararlardan kaçınmak için bir dizi finansal ve denetim düzenlemelerine gitmesini zorunlu kılan

2002 tarihli Serbanes-Oxley yasaının uygulamaya konmasına neden olan iki büyük şirket skandalından biri olmuştur.

2.1.4 Baring's Bank

Britanya'nın en köklü bankalarından biri olan Londra merkezli Barings Bank dünyanın en eski ticaret bankalarından biri olarak 1762 yılında Baring ailesi tarafından kuruldu. Banka 1802 yılında Fransa ve ABD arasında gerçekleşmiş, günümüz ABD topraklarının üçte birini oluşturan alanı kapsayan ve dünyanın bilinen en büyük mülk alımı olan 1802 yıllı Louisiana Alımında da aktif rol almıştır. Baring Ailesi ABD ve Fransız hükümetleri arasında aracı görevi görmüş ve teknik olarak söz konusu arsayı banka aracılığı ile satın alıp ABD ye satmıştır. Bu örnek bankanın zamanında likiditesi yüksek ve ülkeler arası diplomasi meselesi olan yüksek hacimli ve riskli uluslararası ticari işlemleri gerçekleştirildiği göze alındığında, ticari büyüklüğünün anlaşılmasında güzel bir örnektir. Britanya ekonomisini şiddetli bir şekilde vuran 1890 krizinde çökme eşiğine gelen ve Latin Amerika'daki varlıklarını yatırım yaptığı ülkelerde yaşanan krizlerde kaybeden banka iflas sürecinden da küçülmeye gitme kararı alarak elindeki varlıkların büyük bir kısmını likide çevirmek zorunda kalmıştır. 1921 yılında gelişmekte olan ekonomilere adapte olmak için köklü bir yeniden yapılanma sürecine giren banka ağırlıkla Britanya kolonileri, ABD ve Arjantin'e yoğunlaştırdığı ticari işlemlerine 1995 yılına kadar devam etmiştir.

Barings Bank'ın iflas süreci yönetim kadrosu kaynaklı personel risklerinin modern bir işletmeyi ne kadar zarara sürükleyebileceğinin acı bir örneği olmuştur. Barings krizi bankanın Singapur şubesinde çalışan Nick Leeson adlı genç yatırım uzmanının banka finansal kaynaklarını kullanarak Asya pazarında, Japon ve Singapur borsalarında ağırlıkla Osaka tahvillerine yoğunlaşarak bir takım yüksek hacimli ve uzun dönem arbitraj ve türev işlemleri gerçekleştirerek bankayı ciddi bir zarar içine sokması ile başlamıştır. Leeson'un 2,5 yıllık süreç boyunca aldığı hatalı yatırım kararları 1995 Osaka depremi sonrası Asya pazarlarını dalgalandıran kriz ile anlaşılmış, banka bu süreçte Singapur ve Japon borsalarındaki fon ve temettülerinden kaynaklı 1,3 milyar USD tutarında zarar etmiştir. 28 yaşındaki Nick Leason'un banka adına aldığı finansal kararlar ve işlemler için herhangi bir amir tarafından yetkilendirilmediği ayrıca üst denetim mekanizması tarafından denetlenmediği, otonom karar verdiği ve kaynak yaratmak için banka içinde muhasebe hilelerine başvurduğu bankanın yaşadığı kriz sürecinde ortaya çıkmıştır. Barings Bank Asya pazarlarında yaşanan krizde

Leason'un aldığı hatalı yatırım kararları yüzünden iflas kararı almış ve 1995 yılında Hollanda konuşlu ING Bank'a borç yükümlülüklerinin karşılanması şartı ile hisse bedeli 1 Euro'ya satılmıştır (Chua-Eoan, 2007). Barings daha sonra ING nin bir alt birimi olarak bir süre boyunca faaliyet göstermiş ve 2001 yılında Hollanda konuşlu ABN Amro bankasına ABD operasyonları için 275 milyon USD karşılığında satılmıştır (Kapner, 2001). Barings Bank skandalı, uluslararası finansal piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerin aldıkları yatırım tercihlerindeki karar verme sürecinde birden fazla profesyonelin katılımı ayrıca şirket içi denetim ve risk yönetimi ile riskten kaçım gibi kurumsal yönetim kavramlarına ve uygulamalara önem vermeleri gerektiğinin altını çizen bir olay olmuştur.

2.1.5 Royal Ahold

Hollandalı gıda tedarikçisi Royal Ahold 1887 yılında Heijn ailesi tarafından kurulmuş süpermarket zinciri ve gıda tedarik şirketi idi. Royal Ahold en aktif döneminde dünya genelinde sayıları neredeyse çeyrek milyonu bulan çalışanı ile 27 ülkeye konuşlu, 5,155 süpermarket şubesi ile faaliyet göstermekte ve 2001 yılında 66,6 milyar Euro ciro ve 1,1 milyar Euro net kâr belgelemiştir (DeJong vd. ,2005). Ahold sermaye piyasalarına 1948 yılında açılmış ve 1989 yılında Hollanda gıda tedarik sektörünün 45% kısmını elinde tutan aile şirket yönetiminden çekilmiş ve şirket profesyonel yönetim kadrosu tarafından yönetilen kurumsal bir yapılanmaya gitmiştir. Ahold kurumsal yönetime geçişinden itibaren faaliyetlerini Avrupa ve ABD pazarlarına yoğunlaştırmış ve 1992 yılına kadar 10%-15% arasında istikrarlı bir yıllık büyüme yakalamıştır. (Dagblad, 1994). Ahold hisseleri 1993 yılında NYSE ye kota olmuştur. Ahold markasını doğrudan hiçbir gıda tedarik zincirinde kullanmayan firma bunun yerine faaliyet gösterdiği bölgelere konuşlu yerel markaları olarak hâlihazırda kurulu ve belli bir pazar payı ve bilinirliği olan markalar üzerinden faaliyet alanlarını genişletme ve yeni pazarlara nüfuz etme stratejisi izlemiştir. Bu etapta kendi bünyesinde 26 marka barındıran Ahold yükselişinin zirvesini yakaladığı 2001 yılında pay sahiplerine getirdiği kazancı 1,000% arttırarak şirketin piyasa değeri 30,6 milyar Euro'ya ulaşmıştır (DeJong vd. ,2005).

Royal Ahold skandalının temelinde şirketin yönetim kadrosu tarafından yapılan bir nevi muhasebe usulsüzlüğü yatmaktadır. Ahold 1993 yılında New York Borsası (NYSE) ye kote olmasının ardından mali raporlarını hem Hollanda muhasebe standartlarına hem de ABD de işlem gören muhasebe standartlarına uygun olmak sureti ile iki farklı şekilde hazırlamaya başlamıştır. Ahold un mali tablolarında görülen farklılıklar ilk kez 2001 yılında dikkat çekmeye başlamıştır. Buna müteakip olarak ABD borsasında derecelendirme notu düşen Ahold

yöneticileri, şirketin yatırımcı kaybını azaltmak için Ahold'un ortak olduğu şirketlerin kazancının tamamını hazırlanan mali tablolarda şirketin kendi kârıymış gibi konsolide etmeye başlamıştır. Bu da şirketin 1999-2002 yılları arası beyan ettiği gelirinin olması gerekenden 1 milyar Euro'nun üzerinde fazla gösterildiği fark edilmiştir. Şirketin yaptığı muhasebe usulsüzlüklerinin bağımsız denetçi tarafından tespit edilmesi ile Ahold 2002 yılında mali tablolarını revize etmek zorunda kalmıştır. Bu neticede Ahold'un ABD borsasındaki hisse değerleri aynı yıl içinde 2/3 oranında düşerek yatırımcı kaybına uğrar. Buna müteakip olarak şirketin Avrupa ülkelerinde yaptığı finansal operasyonlarda da ciddi usulsüzlükler tespit edilir. Ahold'un ABD borsasında yaptığı yolsuzluk ve skandalların ardından Economist dergisi tarafından Avrupa'nın Enron skandalı olarak nitelendirilmiştir.

Ahold, 2002 yılında ABD borsasında başlayan ve Avrupa faaliyetlerine de sıçrayan skandalın ardından finansal krizden kaçınmak için kaynaklarının bir kısmını likide çevirmiş ve uluslararası faaliyetlerinde küçülme kararı almıştır. Şirket 2004 yılında kapsamlı bir kurumsal yeniden yapılanma sürecinden geçerek faaliyetlerine devam etmiştir. 2002 yılında ortaya çıkan skandalı yüzünden NYSE'de hisse senetlerinden zarar eden yatırımcılara toplamda 1,1 milyon USD tazminat ödemeyi kabul eden şirket 2016 yılında faaliyetlerine Belçika konuşlu Delhalize Group ile birleşerek devam etmiştir. Günümüzde Ahold Dehalize 15,7 milyar USD market değeri ile Hollanda'nın en büyük 10 şirketinden biridir (Forbes, 2018)

Temel olarak yönetim kadrosunun şirketin pay ve menfaat sahiplerinin çıkarlarını göz ardı etmesi ve kendi pozisyonlarını korumak için yaptığı muhasebe usulsüzlükleri yüzünden yaşanan Ahold skandalı şirket iç denetim mekanizmaları ve bağımsız denetim şirketlerinin önemini bir kez daha gözler önüne sermiştir. Fakat diğer şirket skandalları aksine Ahold yaşadığı hatalardan ders almış kurumsal yönetim ilkelerini kapsayıcı bir yapılanma ile yeniden şekillenmiş ve ABD borsasında mağdur ettiği yatırımcıların zararlarını karşılamıştır. Bu açıdan etik prensipler göz önüne alındığında Ahold, diğer şirketlerden farklı olarak, geliştirdiği kurumsal yönetim anlayışı, geçmişte yapılan yönetim hatalarını telefı ettiği ve söz konusu hataların bir daha oluşmaması için gerekli önlemleri alarak kurumsal olarak sorumlu davranarak kendi farkındalığını yaratmış bir şirket olduğu sonucuna ulaşılabilir.

2.1.6 Parmalat

İtalyan gıda dağıtım şirketi olan Parmalat şarküteri sektöründe çalışan Calisto Tanzi tarafından 1961 yılında ona miras kalan aile işletmesinin büyütülmesi ile kurulmuştur. Parmalat en aktif döneminde 50 farklı ülkede faaliyet gösteren ve bünyesinde 200 şirket barındıran holding yapılı

bir şirket olmuştur. Parmalat'ın cirosu 2002 yılı mali tablolarına göre 7,6 milyar Euro ciroya sahip olmak ile birlikte 36,000 çalışana işverenlik yapmaktır. Parmalat izlediği doğru pazarlama ve reklam stratejileri ile 1970 li yıllardan itibaren kuruluşundan kısa bir süre içinde İtalya'da şarküteri ve gıda sektörlerinde bilinen bir marka pozisyonuna ulaşmıştır. İtalyan borsasına 1989 yılında kote olan Parmalat İtalya'daki faaliyetlerini, çeşitlendirme kararı alarak 1989 yılında iflas eden Odeon televizyon kanalı ve 1990 yılında İtalyan, Brezilya ve Şili liglerinde oynayan Parma Calcio, Palmerias ve Audax Italiano futbol küplerini satın almıştır. Tanzi İtalya'da arttırdığı faaliyetleri dışında 1996 yılında oğlu aracılığı ile Latin Amerika'da varlık gösteren çeşitli turizm acenteleri kurmuştur.

Parmalat 1997 yılında uluslararası bir oyuncu olma kararı almış ve Avrupa bankalarından aldığı borç karşılığı yarattığı finansman kaynağı ile yabancı şirketleri satın alma yoluna gitmiş ve bu şekilde faaliyetlerini ağırlıklı Kuzey ve Latin Amerika ülkeleri üzerinde yoğunlaştırmıştır. Parmalat kısa bir süre içinde uluslararası faaliyetlerini büyütürken sadece ABD'nin üçüncü en büyük kurabiye üreticisi olmuştur. Parmalat 1990 larda başlayan hızlı büyüme trendini 1998-2000 yılları arası en yüksek noktaya taşımış ve yaklaşık iki yıllık süreç içinde yaklaşık iki düzine şirket daha satın almıştır. (Ferrarini & Giudici, 2005). Parmalat'ın Tanzi ekseninde borç karşılığı yabancı şirketlerin alımı ve sektör faaliyetlerinin artırılması olarak izlediği hızlı büyüme stratejisi şirketin 2003 yılında yapması gereken 185 Milyon USD tutarlı tahvil ödemesini karşılayamayarak beklenmeyen bir şekilde iflas etmesi ile son bulmuştur.

Parmalat'ı iflasa götüren süreç 1990 yılından itibaren Tanzi tarafından planlanan borç karşılığı büyüme stratejisi ile başlamıştır. Şirket, bünyesinde bulunan alt kuruluşları ile karmaşık bir borç-alacak ilişkisi içine girmiş, şirketin bilançoları şişirilmiş üstelik bu durum uzun süre boyunca firmayı denetleyen bağımsız denetim şirketi tarafından göz ardı edilmiştir. Parmalat'ın mali tablolarındaki rakamlar gerçeği yansıtmamakta ve şirketi finansal olarak başarılı göstermek için şirketin borç miktarı düşük tutulmuş ve kazanç miktarı yüksek gösterilmiştir. Parmalat bu süreç içinde gerçek borç miktarını bir takım muhasebe usulsüzlükleri ile sahip olduğu birden çok şirketin bilançolarının içinde konsolide etmiş ve bu şekilde piyasaya finansal olarak istikrarlı olduğu imajını empoze etmiştir. Ferrarini ve Giudici (2005) şirket yönetiminin Tanzi ailesi etrafında toplanmasının şirketin iflası ile doğrudan bağlantılı olduğunu belirtmektedir. Aile profesyonel düzeyde yönetici kullanmamış, firma yatırım kararlarında tamamen kendi sezi ve düşünceleri ile hareket etmiş ve yeterli bilgi birikimine sahip olmadıkları için efektif anlamda risk hesaplamasından yoksun şekilde faaliyet göstermişlerdir. Tanzi aile

fertlerinin oluşturduğu yönetim kadrosunun risk ölçümü profesyonel yönetim konusunda sahip olduğu yetersizlikler ayrıca aile dışından sağlanacak profesyonel yardıma güvenilmemesi, Parmalat'ın 1990 lı yıllarda yüksek oranda dengesiz olan Güney Amerika marketlerine yaptığı bir dizi yatırımlardan zararlı çıkmasına neden olmuştur. Bir takım yönetsel eksiklikler, muhasebe usulsüzlükleri, sahtecilik ve yanlış yatırım ve büyüme kararları yüzünden efektif olarak işletilemeyen Parmalat 2003 yılında finansal raporlarını 15 yıllık bir süre ile yanlış beyan etmesinin ardından 9,2 Milyar USD değerindeki borç ile iflas beyanında bulunmuştur.

Bu gelişmelere müteakip olarak yapılan soruşturmada şirketin iflas sürecine gelene kadar öz kaynaklarının bir kısmı sahip olduğu alt şirketler ve banka hesapları aracılığı ile yönetim ve icra görevlerini birlikte yürüten Tanzi ailesi tarafından istimlak edildiği tespit edilmiştir. Bank of America tarafından Şirket'in söz konusu bankada 50 Milyon Dolar likide olduğu beyanına karşılık soruşturma başlatılmıştır. Yapılan soruşturmada Parmalat'ın Bank of America'da hiçbir varlığa sahip olmadığı ve 2002 bilançosunda beyan ettiği 4,3 Milyar Euro değerindeki menkul değerın Cayman Adalarındaki banka hesaplarında tutulduğu beyan edilse de söz konusu hesaplarda böyle bir paraya rastlanmamıştır. Parmalat iflasının ardından 2011 yılında Fransız gıda üreticisi Lactalis tarafından satın alınarak kurumsal olarak köklü bir yeniden yapılanma sürecine gitmiştir. Parmalat günümüzde aynı isim ile Lactalis'in alt şirketi olarak İtalya'da gıda üretim ve dağıtım sektörlerinde faaliyet göstermektedir.

Örneklerden anlaşılacağı üzere şirket içi kurumsal yönetimin doğru uygulanmaması sektöründe lider ve uluslararası alanda faaliyet gösteren birden çok şirketin iflas etmesine neden olmuş iken çoğu durumda faaliyet gösterdikleri ulusal/uluslararası pazar ve sermaye piyasalarında ciddi zararlar oluşturmuştur. Şirket yönetim hatalarını minimuma indirmek ve gelecekte kurumsal yönetimden kaynaklı zararın oluşmasını engellemek için çeşitli ülke ve uluslararası kuruluş tarafından sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin uyması zorunlu kılınan kurumsal yönetim ve organizasyon yeniliklerini barındıran bir takım düzenlemeler barındıran kuralları uygulamaya sokmuştur.

Yukarıda örneklenen şirket skandallarına neden olduğu düşünülen yönetim kadrosu ve pay sahipleri yaptıkları sahtecilik ve usulsüzlükler nedeni ile yargılanmış ve hapis cezası almıştır. Lakin söz konusu şirketlerde iç denetimin zayıf ve muhasebe kayıtlarının kasıtlı olarak çarpıtılmasından ötürü şirket krizlerinde sorumlu olan yönetim kadrosu dışında kalan ve bilgi asimetrisine sahip orta-üst düzey çalışanların çoğunun işlediği suçların tespit edilemediği için herhangi bir cezaya çarptırılmadan başka şirketlerin bünyelerinde çalışmaya devam ettiği düşünülmektedir.

Tablo 1: Şirket Skandallarında Sıkça Görülen kurumsal yönetim Hataları ve Karşılaştırması.

Şirket	Vekalet Sorunu	Yolsuzluk	Yetersiz Denetim	Yasal Boşluklar
Enron	X	X	X	X
WorldCom	X	X	X	
Barings Bank	X		X	
Ahold	X	X	X	X
Parmalat		X	X	X

2.2 Uluslararası Alanda Yapılan Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

Dünya genelinde artan şirket skandalları ve kurumsal yönetim eksiklikleri yüzünden şirket iflaslarının artarak uluslararası marketlere etki etmesi nedeni ile çeşitli devlet ve uluslararası organizasyonlar kötü kurumsal yönetim nedeni ile oluşan şirket riskini azaltmak amacı ile evrensel olarak kabul gören bir kurumsal yönetim anlayış sistemi ve standartları oluşturma arayışına girmiştir.

2.2.1 Cadbury Raporu

Kurumsal yönetim ilkelerinin oluşturulması alanında bilinen en erken çalışma 1991 yılında Londra Borsası'nı daha etkin hale getirmek için kurulan Kurumsal Yönetim Komitesi (The Corporate Governance Comitee, (CGC)) tarafından 1992 yılında hazırlanan ve "Cadbury Raporu" olarak bilinen, "Kurumsal Yönetimin Finansal Faktörleri" (The Financial Aspects of Corporate Governance) Raporu olmuştur. Cadbury raporunun hazırlanmasının ardında yatan temel nedenler olarak şirketlerin geçirdiği finansal yıkımlar, sermaye piyasalarına duyulan yatırımcı güveninin azalması, şirket yönetiminde hesap verilebilirliğin olmaması ve borsanın öz kontrol kaybı olarak belirtilmiştir. Cadbury raporu bir ülkenin ekonomisinin şirketlerin durumu ve etkinliğine bağlı olduğunu belirterek şirketlerin yönetim kurullarının sorumluluklarını göz ardı etmesinin Britanya'nın ekonomik rekabetçiliğini etkilediğini temel almıştır (CGC, 1992) . Bu anlamda şirket krizlerinin önüne geçilebilmesi ve kurumsal yönetim ilkelerinin etkin uygulanabilmesi için raporda "örnek uygulama" kodundan (the code of best practice) bahsedilmiştir. Raporda kurumsal yönetimin "Şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği sistem" olarak tanımlanmış buna paralel olarak ise yönetim kurulunu etkin şirketin yönetiminden sorumlu taraf olarak nitelendirilmiştir (CGC, 1992) . Rapor etkin kurumsal yönetimi dört temel madde altında anlatmıştır. Bu maddeler:

- Örnek Uygulama Kodu
- Yönetim Kurulu
- Denetim
- Pay Sahipleri

Olarak sıralanabilir.

Raporun kurumsal yönetim anlayışının temel prensiplerini vurguladığı “Örnek Uygulama kodu” maddesinde şirketin yönetim kurullarının uygulaması gereken kurumsal yönetim kodunu oluşturan beş temel ilkeden bahsedilmektedir. Bunlar;

- Kurumsal yönetimde şeffaflık ekonomilerin daha etkin işlemesine katkı yapacağı gibi şirket üzerinde menfaat sahibi olan tarafların güvenini arttıracaktır.
- Kurumsal yönetimde dürüstlük belirttiği üzere bir şirketin finansal raporlarının gerçeği yansıtması ve şirketin mevcut meselelerinde dengeli bir tablo çizmesi gerekir.
- Yönetim kurulu pay sahiplerine karşı sorumludur ve iki tarafında şirkete karşı gerçekleştirmesi gereken bir dizi görev vardır. Yönetim kurulu pay sahiplerine gerekli bilgiyi zamanında ulaştırır iken pay sahipleri de yönetim kurulunu şirket üzerindeki vasfını tanır.
- Taraflar kendilerine tamamlanan sorumlulukları net bir şekilde anlamalı ve yönetim kurulu şirket faaliyetlerinde pay sahibi ve yatırımcıların güvenini kazanma amacı ile hareket etmelidir.

Raporun “Yönetim Kurulu Etkinliği” kısmında, kurumsal yönetim kodlarına göre bir şirketin yönetim kurulunun yapısının nasıl olması gerektiği ve hangi standartlara göre işletilmesi gerektiği açıklanmıştır. Cadbury Raporu’nun yönetim kurulu üzerinde öngördüğü temel düzenlemeler şunlardır;

- Halka arz olmuş her şirket hem işi hem de şirket faaliyetlerini yönetecek efektif bir yönetim kurulu tarafından yönetilmelidir. Yönetim kurulu birleşik yapıda yani hem yönetim kadrosu hem de yönetimden olmayan çalışan temsilcilerinden oluşmalıdır
- Yönetim kurulu bir başkan altında güçler ayrılığı ilkesine dayalı ve yaptıkları faaliyetlerde birbirlerini denetleyen ve dengeleyen üyeler, kurumsal yönetim ilkelerinin etkin bir şekilde uygulamak ve birbirlerine uygulatmak ile sorumludur
- Yönetim kurulu üyeleri, kurul tarafından alınan kararlarda yasa önünde eşit derecede sorumluluk sahibidir.

- Birleşik yapıda olan yönetim kurullarında yönetim kadrosundan olmayan üyeler, yönetim kadrosuna şirketin işleyişi ve olağan sorunlar ile ilgili detaylı ve güncel bilgi sağlamak ve kurul tarafından alınan kararlarda menfaat sahiplerinin çıkarlarını temsil etmek ile yükümlüdür.

Raporun denetim kısmında şirketin iç denetim mekanizması ve bağımsız denetim sisteminin bir firmanın finansal ve muhasebe hatalarının tespit edilip önüne geçilmesindeki öneminin üzerinde durulmuştur. Cadbury Raporu'nun denetim üzerinde durduğu temel düzenlemeler şunlardır:

- Yıllık finansal denetim bir firmanın önemli yapıtaşlarından birisidir. Bağımsız denetim, yönetimin sahiplikten ayrı olduğu şirket yapılarında yöneticilerin faaliyetlerinin finansal olarak pay sahiplerine raporlanması açısından çok önemli bir kavramdır.
- Denetim bir şirketin güncel varlıklarının tespit edilip şirketin güncel piyasa değerinin anlaşılması açısından pay sahiplerine karşı bir sigorta ve yatırımcılara karşı da tarafsız bir bilgi kaynağı olarak hizmet etmektedir.
- Denetim şirketleri denetledikleri firmanın yönetim kadrosu ve pay sahiplerine karşı objektif davranmalıdır. Finansal denetimin yüksek muhasebe standartlarına sahip olması ve yasa yapıcı tarafından düzenli olarak revize edilmesi önem teşkil eder.
- Şirketin yönetim kurulu, şirket içi denetim mekanizmasının oluşmasında kritik öneme sahiptir. Yöneticiler şirket içi çalışma verimini anlamak için şirket bölümlerine belli başlı ölçüm ve geri bildirim ve muhasebe standartları getirmelidir.

Raporun pay sahipleri bölümünde şirketin pay sahiplerinin şirket üzerindeki sorumluluk ve görevleri ayrıca yönetim kurulunun pay sahiplerine karşı olan sorumlulukları sıralanmıştır. Cadbury'e göre iyi bir kurumsal yönetim anlayışı için taraflar arası güçler ayrılığı ilkesinin aktif olarak işlemesi ve tarafların kendi sorumluluklarını birbirlerine karşı hesap verebilir bir şekilde ve azami ölçüde şeffaflıkla yerine getirmesi önem arz eder. Her halükarda da pay sahipleri ile yönetim kurulu üyeleri arasında düzenli, dürüst bir iletişim ve karşılıklı güven bir şirketin etkin yönetimi için sağlanması gereken temel dinamiklerdir. Cadbury Raporu'nun pay sahipleri maddesinde durduğu temel düzenlemeler şunlardır;

- Raporun pay sahipleri ile yönetim kurulu arasında olmasını temel olarak gördüğü ilişki pay sahiplerinin şirket yönetimi için şirket sahipleri olarak yönetim kurulu üyelerini seçmesi ve yönetim kurulunun şirket yönetimi boyunca pay sahiplere işverenleri olarak şirket faaliyetleri ile ilgili düzenli olarak rapor vermesi üzerine kurulmuştur.

- Pay sahipleri şirketin yönetim kurulu ile yaptıkları düzenli görüşmelerde yönetim kurulundan bilgi almak ve yönetim kurulu üyelerine şirket işleyişi ile ilgili fikirlerini beyan etmek ve yönetim kuruluna yapılacak danışmanlık, yönlendirme ve denetim gibi işlemlerde destek vermek zorundadır.
- Tahmin edilebileceği üzere pay sahipleri ile yönetim kurulu arasında kurulan ilişkinin temeli pay sahiplerinin yönetim hakkını profesyonel yönetim kadrosuna devretmesi ile şekillenir. Şirket yönetiminin etkin ve verimli yapılabilmesi ve çıkar çatışmasının önlenmesi için bu iki taraf arasında profesyonel, etik prensipler, karşılıklı denetim ve güvene dayalı bir işleyiş oluşturulması önemlidir.
- Pay sahiplerinin küçük-büyük ve kurumsal-bireysel farkı gözetmeden şirket yönetimi fikirleri, şirketten beklentileri ve uzun dönem yönetim stratejilerini birbirleri ile paylaşarak tartışmaları gereklidir.
- Kurumsal pay sahiplerini oy çoğunluğu üzerindeki haklarını pay sahiplerinin karar verme sürecini manipüle etmek için kullanmamalıdır. Çoğunluk pay sahipleri azınlık sahiplerin şirket üzerindeki hak ve ayrıcalıklarını kendi menfaatleri uğruna göz ardı etmemelidir.

Cadbury raporu İngiliz Kurumsal Yönetim Komitesi (CGC) tarafından Londra Borsası'na kote olmuş şirketler için 1992 yılında tanıtılmış ve 1993 yılı itibari ile uygulanması ve geri bildirim yapılması zorunlu kılınmıştır. Bu etapta 6 aylık bir süreç içinde hisse senetleri Londra Borsası'nda işlem gören 200 den fazla kurum Cadbury Raporu'ndaki kurumsal yönetim standartlarını uygulamaya almış ya da CDC ye geri bildirim yapmıştır (CGC, 1992).

Cadbury Raporu'nun Londra Borsası'nda uygulamaya konmasında daha sonraları kurumsal yönetim uygulamalarında sıkça kullanılacak “*Comply or Explain*” (Uygula ya da Açıkla) prensibine bağlı kalınmıştır. Buna prensibe göre şirketler düzenleyici otoritenin kurumsal yönetim alanında getirdiği standart olarak kabul edilen kodları kendi şirket işleyiş sistemine uygulamak, otorite tarafından belirlenen kurumsal yönetim kodlarının uygulanamayan kısımları için ise kamuoyu ve düzenleyiciye açıklama yapmak ile yükümlüdür. Anlaşılabilirliği üzere “*Comply or Explain*” prensibinde kurumsal yönetimin uygulanması için yürürlüğe konulacak sabit yasalardan daha çok kurumsal yönetimin şirketlerin işletildikleri pazar ihtiyaçları ve dinamiklerine göre daha pratik esaslar ile şekillenmesi amaçlanmıştır. İlk kez İngiliz Borsası'nda 1992 yılında yürürlüğe konulan prensip daha sonra Almanya'da 2002 yılında yürürlüğe alınan Kodex ve Hollanda'da 2003 yılında yürürlüğe alınan Tabaksblat

kurumsal yönetim kodlarında da esas olarak alınmış, Avrupa Birliği tarafından da 2006 yılında “AB ülkeleri için zorunlu yaklaşım” olarak kabul edilmiştir (Duhamel vd. 2009).

2.2.2 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD tarafından ilk kez 1999 yılında yayınlanan “Kurumsal Yönetim ilkeleri” çalışması bu alanda diğer ulusal ve uluslararası kuruluşların kendi kurumsal yönetim ilkelerinin oluşturulmasında ve kurumsal yönetimin belli bir sistem dâhilinde denetlenebilir bir kaide olmasına öncü olmuştur. OECD’nin Kurumsal Yönetim İlkeleri çalışması 2004, 2015 ve 2019 yıllarında olmak üzere üç kere revize edilmiş ve 2015 yılındaki revizesi ile birlikte G20 tarafından da uygulanmaya alınmış ayrıca Dünya Bankası tarafından yapılan “Standart ve Kodların gözlemi” raporuna da temel olmuştur (OECD,2015). OECD tanımına göre “Kurumsal Yönetim İlkeleri” karar vericilerin, kurumsal yönetimin yasal, düzenleyici ve kurumsal çerçevede değerlendirme ve geliştirmesinde yardımcı olacak esaslar bütünüdür. Çalışmada aynı zamanda karar verici mercilere kurumsal yönetimin sermaye piyasaları, yatırımcı arzı ve diğer kurumlar ile işbirliği gibi konularda kurumsal yönetimin önemi konusunda yönlendirme sağlanmıştır (OECD, 2015).

OECD’nin kurumsal yönetim ilkelerini yaratmasını altındaki temel prensip ülkelerin sahip olduğu kültürel, yasal ve ekonomik farklılıklara rağmen ortak bir evrensel kurumsal yönetim algısı ve kültürünün oluşmasının amaçlanmasıdır. Kurumsal kapsayıcılık esası ön planda tutularak ilkeler uluslararası olarak anlaşılabilir ve erişilebilir olması göz önüne alınarak yaratılmıştır. OECD ye göre kurumsal yönetim ilkeleri günümüzde imtiyaz sahibi olarak adlandırılan grup olan çalışan ve hisse sahiplerinin çıkarlarını ve şirketin uzun dönem başarısı ve performansı üzerindeki rollerini tanımaktadır. Şirketin karar verme sürecine doğrudan etki eden diğer çevresel faktörler ise yolsuzluk ve etik endişeler de kurumsal yönetim ilkelerinde işlenmiş ve bu alanlarda yine OECD tarafından daha kapsayıcı çalışmalar da yapılmıştır.

OECD tarafından değinilen kurumsal yönetim ilkeleri temelinde yatırımcı güveni ve öz sermaye oluşumu gibi faktörlere de değinerek kurumsal yönetim politikalarının şirket için daha geniş ekonomik başarılar elde etmesinde önemli bir rol oynadığı göz önüne alınmıştır (OECD, 2015). Bir şirketin kurumsal olarak verimli yönetilmesi söz konusu şirketin büyüme için yatırımcı bulması, kapital kaynaklara erişimi, yeni sermaye piyasalarına nüfus etmesi ve öz sermaye artırımına doğrudan etki etmektedir. OECD’ye göre etkin kurumsal yönetim menfaat sahipleri ve pay sahipleri arasında köprü oluşturması ve iki tarafın da birbirlerine karşı olan hak ve menfaatlerini koruması ve şirketin yeni kapital marketlerine erişimini kolaylaştıracağı için

şirket için kritik önem taşır. OECD kurumsal yönetim ilkelerinde günümüz küreselleşmiş ekonomilerinde şirketlerin olabildiğince çok yatırımcıya erişebilmesi için uluslararası pazarlar ve sermaye piyasalarına nüfus edebilmesi gerekmektedir. Bu açıdan şirketin bilinirliği ve imajı şirketin finans kaynaklarını arttıracak yeni yatırımcılar bulması için önemlidir. OECD şirketlerin efektif kurumsal yönetimine sahip olmasının güvenilirliği yüksek ve uzun dönemli yatırımcı çekmesinde kritik öneme sahip olduğunu savunmaktadır. OECD ilkelerine göre efektif kurumsal yönetim şirket içi denetim ve uygulama mekanizmaları kurarak şirket işleyişini iyileştireceği için şirketlerin sermaye piyasalarında faaliyet göstermeyen geleneksel yerel yatırımcılara ulaşılmasında da yardımcı olacaktır. Bu etapta OECD kurumsal yönetim ilkelerinin belli bir büyüklüğe sahip şirketler ve şirket grupları için yararlı olabileceğini savunan genel düşünceye de karşı çıkmaktadır ve büyümekte olan küçük-orta ölçekli şirketlerin de kendi şart ve ihtiyaçlarına göre kurumsal yönetim metotları izlemesini savunmaktadır.

OECD kurumsal yönetim ilkelerini altı temel başlık altında toplamıştır. Bu başlıklar:

- Etkili kurumsal yönetim için uygun altyapıyı oluşturulması.
- Pay sahiplerine verilen haklar ve sahiplikte eşit muamele.
- Kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasaları ve diğer araçlar.
- Menfaat sahiplerinin kurumsal yönetimde oynadığı roller.
- Açıklık ve şeffaflık.
- Yönetim kurulunun sahip olduğu sorumluluklar.

Olarak kategorize edilerek alt maddeler ile detaylı olarak açıklanmıştır.

Etkili kurumsal yönetim için uygun altyapıyı oluşturulması maddesinde şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uygun denetimsel ve örgütsel mekanizmaların yaratılması gerektiği savunulmuştur. Kurumsal yönetim çalışmalarının şirket her ne kadar bir sistem olarak ele alınsa da esasen insan faktörü ve sosyal yapısından ötürü daha çok organik bir yapı olarak kabul edilebilir. Bu yapının olağan işleyişinde çalışanların yaptıkları faaliyetlerde kurumsal yönetim algısına sahip ve belli bir metodolojik çerçevede hareket etmesi elzemdir. Bu etapta OECD modern şirket yönetiminde ilk kez 1992 tarihli Cadbury raporunda değinilen “*Comply or Explain*” (Uygula yâda Açıkla) prensibine değinmiştir. Bu temel yöntem şirketin düzenleyici tarafından belirtilmiş kurumsal yönetim standartlarına uymasını, ilkelere uygulamada başarısız olan şirketlerin ise ilkelere neden uygulanamadığını kamuoyuna açıklamasını temel alır.

“Comply or Explain” prensibi günümüz kurumsal yönetim sisteminin vaz geçilemez ve şirket faaliyetlerinin istikrarı, sermaye piyasalarında yatırımcı güveni ve şeffaflığın sağlaması ve şirket içi kurumsal yönetim eksiklerinden kaynaklı sistemsel sorunlarının tespitinin erken yapılması için kritik değere sahip bir düzenleme esasıdır.

Bu çerçevede ana madde altında sıralanan alt maddeler şunlardır:

- A. Kurumsal yönetim genel ekonomik performansı arttırdığı, market bütünlüğü sağladığı ve etkin çalışan yüksek katılımcı sayısına sahip şeffaf marketler yarattığı görüşü çerçevesinde geliştirilmelidir.
- B. Kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen yasal ve düzenleyici gereksinimler hukukun egemenliği ile uyumlu, şeffaf ve meşru olmalıdır.
- C. Yetkililer arası sorumluk paylaşımı net bir şekilde belirlenmiş ve kamu yararını göz edici olmalıdır.
- D. Sermaye piyasaları düzenlemeleri efektif kurumsal yönetimi destekleyici olmalıdır.
- E. Yönetme, denetleme ve uygulama otoriteleri profesyonel ve tarafsız olarak görevlerini yerine getirebilecek kaynak ve yetkilere sahip olmalıdır. Ayrıca yönetim faaliyetleri şeffaf zamanlı ve hesap verebilir olmalıdır.
- F. Karşılıklı anlaşmalar ile ülkeler arası işbirliği arttırılmalıdır.

Pay sahiplerine verilen haklar ve sahiplikte eşit muamele. Başlığı altında şirket içinde kuvvetler ayrılığı ilkesinin önemi ve etkin şirket işleyişi için tarafların birbirini denetiminden bahsedilmiştir. Bu şirkette pay sahibi olan kişilerin hak ve ayrıcalıklarının korunması, bilgi alma haklarının kolaylaştırılması ve hissedar, finansör ve pay sahipleri arasında büyük-küçük ayrımı yapmadan her pay ve finansal hak sahibine eşit davranılması gerektiği savunulmuştur. OECD bu reddede kurumsal yönetim yaklaşımında vekâlet teorisi ile paralel olarak etkin yönetim ve çıkar çatışmasının önlenmesi için hiçbir pay sahiplerin yönetimde olmaması gerektiğini lakin pay sahiplerinden oluşan bir yönetim kurulunda yer alarak yönetim kadrosunu denetlemek ve danışması gerektiğini savunmuştur.

Bu çerçevede ana madde altında sıralanan alt maddeler şunlardır:

- A. Temel pay sahibi hakları:
 - Sahipliği koruma metotları
 - Hisse transferi
 - Yönetimden düzenli olarak bilgi alma hakkı
 - Yönetim kurulu toplantılarında oy kullanma hakkı

- Yönetim kurulu üyelerin seçme ve görevden alma
 - Şirket net karından kendi payını alma
- B. Pay sahipleri şirket işleyişini etkileyecek büyük kararların alınması konusunda bilgilendirilmeli ve oy kullanma hakkına sahip olmalı. Bu kararlar:
- Şirketin yasa, yönetim kuralları ve benzer işleyiş esaslarının değiştirilmesi
 - Paydaş ve hisse sayısının artırılması
 - Olağan dışı para hareketleri (şirket alımı ve satışı, birleşme)
- C. Pay sahiplerinin hissedar toplantılarına efektif olarak katılabilme ve oy kullanma imkânı olmalı, kurallar hakkında bilgilendirilmelidir.
- Pay sahipleri hissedar toplantılarının ne zaman ve nerede olacağı hakkında detaylı ve zamanlı olarak bilgilendirmelidir.
 - Hissedar toplantılarının genel prosedür ve kuralları pay sahiplerini dışlayıcı ve engelleyici nitelikte olmamalıdır.
 - Pay sahiplerinin yönetim kuruluna iç denetim, şirket gündemi ve kısıtlamalar hakkında soru sorma, öneride bulunma ve bilgilendirme talebinde bulunma fırsatı olmalıdır.
 - Yönetim kurulunun oluşturulması gibi alınan önemli kurumsal yönetim kararlarında pay sahiplerinin de katılımı sağlanmalıdır. Oluşturulan yönetim kadrosuna seçilen kişilerin pay sahipleri tarafından onaylanması lazımdır.
 - Pay sahipleri hissedar toplantılarına fiziki olarak katılmama durumunda dahi dışarıdan oy kullanma hakkına sahip olmalıdır.
 - Uluslararası pay sahiplerinin de yurtdışından oy kullanma hakkı olmalıdır.
- D. Kurumsal pay sahipleri de dâhil olmak üzere bütün pay sahipleri şirket suiistimalini önlemek için sahip oldukları hak ve ayrıcalıkları birbirlerine danışma ve kendi içlerinde tartışma hakkına sahip olmalıdır.
- E. Büyük küçük farkı göz edilmeksizin aynı sınıfa yatırım yapmış bütün pay sahiplerine eşit olarak davranılmalı. Pay sahipleri sahip oldukları hisseye oranla oy oranına sahip ve bu nedenle şirket hakkında alınan üzerinde şeffaf olma şartı ile daha fazla etkiye sahiptir.
- Pay sahiplerinin hepsi aynı temel haklara sahiptir. Bütün yatırımcılar yatırım yapmadan önce şirket üzerinde sahip olacağı hak ve ayrıcalıklar

hakkında detaylı olarak bilgilendirilmelidir. Şirketin pay sahiplerinin ekonomik ve sahiplik hakları üzerinde yapılacak herhangi bir değişim pay sahiplerinin çoğunluk onayı ile yapılmalıdır.

- Şirketin kapital yapısı ve uygulanan kontrol mekanizmaları ile sahiplik yapısı üzerinde açık olunmalıdır.

F. İlgili taraflara yapılan transferler pay sahipleri tarafından onaylanmalı ve yönetim tarafından doğru şekilde şirket ve pay sahiplerinin çıkarlarını göz önüne alarak çıkar çatışmasını engelleyici şekilde yapılmalıdır.

- İlgili taraflara yapılan para transferlerinde vuku bulun çıkar çatışmaları pay sahipleri tarafından ele alınmalıdır.
- Yönetim kurulu üyelerinin ve üst seviye yöneticilerin şirket faaliyetlerinde vuku bulan çıkar çatışması ve usulsüzlüklerde yönetim kuruluna karşı açık ve dürüst olması gerekmektedir.

G. Azınlık pay sahipleri hakları yönetim ve diğer pay sahipleri tarafından engellenici ve görmezden gelici davranışlara karşı korunmalıdır.

H. Marketler kurumsal kontrole uygun şeffaf ve etkin yapıda olmalıdır.

- Kapital marketlerde uygulanmaya konulan prosedür ve düzenlemeler dış kaynakların şirket kontrolüne erişimi, olağan dışı para transferleri, şirket birleşmeleri ve şirket kaynaklarının bir kısmının satılması gibi faaliyetlere karşı net bir şekilde düzenlenmeli ve kapsayıcı olmalıdır. Şirket birleşmeleri ve olağan dışı para transferleri pay sahiplerinin haklarını korunması açısından, şeffaflık esasına göre ve adil fiyatlar ile yapılmalıdır.
- Şirket yönetimi ve azınlık pay sahiplerinden habersiz yapılan şirket devralmalarına karşı önlem alıcı mekanizmalar geliştirilmelidir.

Kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasaları ve diğer araçlar maddesinde kurumsal yönetimin şirketlerin aktif ve etkin marketlerde daha verimli çalışması için neden kurumsal yönetim ilkelerini takip etmesi gerektiği açıklanmıştır. OECD uluslararası sermaye piyasalarının derinleşmesi ve marketlerin daha etkin çalışabilmesini şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini efektif uygulayarak sermaye pazarlarına açılması ve yatırımcı arzının artması arasında pozitif korelasyona sahip bir ilişkiyi savunmaktadır. Yatırımcı sayısı gün geçtikçe artan ve derinleşen günümüz finansal piyasalarında yatırımcı tipleri ve yatırım araçlarının çeşitleri de çoğalmıştır.

Bu etapta şirket öz sermayesine yatırım yapma koşulu ile şirketten pay / hisse sahibi olan yatırımcılar çeşitli ve kontrolü karmaşık ortak fonlar, proje destek fonları, emekli yatırım fonları, sigorta fonları ve hedge fonları gibi türev araçları ile yatırım ideallerini gerçekleştirebilmektedir. Ayrıca portföy yöneticileri ve yatırım uzmanları gibi profesyonel kapital yönetimi uzmanları aracılığı ile de yatırımcılar kurumsal kaynaklara yatırım yapmaktadır.

OECD bu etapta küresel ve yerel kurumsal yatırımcıların aldıkları pozisyonlarda şeffaf ve hesap verebilir şekilde hareket etmeye teşvik etmektedir. Profesyonel kurumsal yatırımcılar diğer pay sahipleri ve menfaat sahipleri tarafından şirket ve kendi çıkarları için yapılabilecek kaynak artırımı, finansal piyasalara kote olan hisse miktarının arz-talep dengesi ile oransız olarak artışı ve benzeri durumlarda şirket faaliyetlerinin olabildiğince şeffaf olmasına özen göstermeli ve gerektiğinde şirket içinden bilgi alma haklarını kullanmalıdır. Unutulmamalıdır ki şirket iflaslarının çoğu önceden şirketlerin hisse değerlerinin ani değer kaybı ve piyasa volatilitésinin artması şeklinde vuku bulmakta bu durumda en çok hissedarları olumsuz bir şekilde etkilemektedir. Bu nedenle kurumsal yatırımcı kazancın kurumsal olarak etkin çalışan, faaliyetlerinden şeffaf ve bilgilendirici, iç denetim sistemleri mevcut, bağımsız denetimden geçen ve mali tabloları açık şirketlerden sağlanabileceği algısı ile yatırım kararlarını şekillendirmelidir.

Bu çerçevede ana madde altında sıralanan alt maddeler şunlardır:

- A. Kurumsal yatırımcılar karşılıklı güven çerçevesinde yaptıkları yatırımlar sonucu izledikleri oy politikaları, oylarını nasıl kullandıkları ve kurumsal yönetim politikaları konusunda şeffaf olmalıdır.
- B. Pay sahipleri arasında yapılan seçimlerde oylar ortak kararla belirlenmiş vekil ya da adaylar tarafından şirket pay sahiplerinin gözlemi eşliğinde sayılmalıdır.
- C. Vekâlet sistemi ile yönetilen kurumsal yatırımcılar şirketin ekonomik refahını etkileyecek materyal nedenler ve sahiplik hakları nedeniyle çıkar çatışmalarını çözmek için izlediği süreçte kamuoyuna karşı şeffaf olmalıdır.
- D. Kurumsal yönetim sistemi vekil danışmanlar, brokerler, derecelendirme kuruluşları ve benzer alanlarda yatırımcılara karar sürecinde etki eden veri analizi ve fikir üreten uzmanlara ihtiyaç duyar. Bu partilerin çıkar çatışması içine düşmesi ve şeffaf olmaması sundukları hizmetin tarafsızlığını tehlikeye düşürür.
- E. İçeriden alınan bilgi ile yapılan ticaret (Insider trading) ve market manipülasyonu engellenmeli ve bu alanda gerekli düzenlemeler yaratılmalıdır.

- F. Başka şirket ve şirket grupları üzerinde sahiplik yolu ile yönetim kapasitesi olan şirketler faaliyetlerinin belgeli ve şeffaf ayrıca kurumsal yönetim esasları ve düzenlemeleri ile uygun olmasına dikkat etmelidir. Şirket kayıtları arasında yapılacak çapraz sorgulamada ana şirketin mali belge ve tutanakları sahip olduğu şirketlerin mali belgeleri ile uyum içinde olmalıdır.
- G. Sermaye piyasaları efektif kurumsal yönetimi pekiştirmek için yatırımcılara adil ve efektif fiyatlandırma sunmalıdır.

OECD Menfaat sahiplerinin kurumsal yönetimde oynadığı roller maddesinde kurumsal yönetim sisteminin şirketin menfaat sahiplerinin hak ve isteklerinin göz önüne alınmasının şirket performansını arttıracaklarını belirtmiştir. Modern kurumsal yönetim sistemi, bir şirketin temel amacının şirketin kapital kaynak sağlayıcılarına yani pay sahiplerine azami kazancı getirmek olduğunu tanımlamıştır. Pay Sahipleri Teorisi olarak da bilinen bu yaklaşım günümüzde yerini kurumsal yönetim anlayışının ve etik değerlerin şirket yönetiminde rol almasına paralel olarak bir şirketin ortaklarına, faaliyet gösterdiği markete ve bulunduğu çevreye karşı bir dizi sorumluluğa sahip olduğunu kabul eden Paydaş Teorisi yaklaşımına bırakmıştır. Menfaat sahipleri kavramı da kurumsal yönetim ve etik anlayışına paralel olarak bir şirketin pay sahipleri dışında kalan çalışan, tedarikçi, aracı, STK ve potansiyel yatırımcı gibi şirket faaliyetlerinde doğrudan ya da dolaylı olarak çıkar sahibi olan partileri kapsar. Bir şirketin herhangi bir karar almadan önce pay sahipleri ve menfaat sahipleri olarak şirket üzerinde çıkarı olan bütün kesimleri düşünmesi ve bu çerçevede karar alması kritik öneme sahip meseledir. Şu unutulmamalıdır ki bir şirketin kötü yönetim nedeni ile yaşadığı iflastan pay sahipleri dışında işlerini kaybeden çalışanlar, hisse fiyatları düşen yatırımcılar ve satışları azalan hammadde tedarikçileri gibi marketin değişik alanlarında şirket faaliyetlerinden kazanç sağlayan kesimler de etkilenir.

Etkin kurumsal yönetim ağılsı şirketin karar verme sürecinin etik ve normatif değerler eşliğinde yapılması ve risk algısı ile olası zararın sadece pay sahipleri ve yönetim kadrosu perspektifinden bağımsız şirketten fayda sağlayan bütün kesimlerin çıkarlarını kapsayacak şekilde hesaplanması ve şirketin bu doğrultuda faaliyet göstermesinin önemini vurgular.

Bu çerçevede ana madde altında sıralanan alt maddeler şunlardır:

- A. Menfaat sahiplerinin kanun ya da ortak anlaşmalar ile belirlenen haklarına itibar edilmelidir.

- B. Menfaat sahipleri haklarının kanun ile korunduğu yerlerde, menfaat sahiplerinin haklarının suiistimali durumunda şikâyet etme fırsatları olur.
- C. Çalışanların şirket yönetimine alma katılım mekanizması geliştirilmeye devam edilmelidir.
- D. Menfaat sahiplerinin kurumsal yönetim sürecine katılma hakkı olduğu şirketlerde menfaat sahiplerinin düzenli olarak etkin ve zamanlı bilgiye ulaşma imkânı olur.
- E. Şirket çalışanları ve temsilcilerinden oluşan menfaat sahipleri hak kaybına uğramadan şirket bünyesindeki yasadışı faaliyet ve usulsüzlükler hakkındaki endişelerini yönetim kurulu ve yetkili otoriteler ile konuşma imkânına sahip olmalıdır.
- F. Kurumsal yönetim sistemi şirketlerin olası iflası öncesinde alacaklıların haklarını koruyucu etkin bilgilendirme ve yaptırım mekanizmalarına sahip olmalıdır.

Açıklık ve şeffaflık maddesinde, şirketin faaliyetlerine azami düzeyde şeffaf davranması gerektiği savunulmuştur. Bir şirket mali tabloları ve finansal raporlarını şirketin gerçek mali durumunu yansıtacak şekilde doğru rakamlar ile hazırlamalı ve her çeyrekte bir kere olmak üzere yılda dört kere güncellemelidir. Bu hususlar dışında yine şeffaflık ilkesi şirket bünyesinde yaşanan birleşmeler, sektör değişimleri, öz kaynak artırımı büyüme-küçülme kararları ve yönetim kadrosundaki değişimler gibi şirket performansını gelecekte doğrudan etkileyebilecek değişimleri kamuoyuna bildirmek zorundadır. Şirket yönetimi ve faaliyetlerinde mutlak şeffaflık şirket içinden ya da yönetime yakın kişilerin kamuya açıklanmayan gelişmelerden haberdar olarak pozisyon alması yani bilgi asimetrisinin önüne geçilmesi için önem arz eder. Bir şirket kurumsal olarak ne kadar doğru yönetilse de eğer bilgi alma kanalları kapalı, şirket içinde bilgi asimetrisi mevcut ve faaliyetlerinde kamuoyunu bilgilendirici bir halkla ilişkiler yapısı yok ise finansal olarak istikrarlı olsa da uluslararası sermaye piyasalarına katılmakta ve yatırımcı bulmakta zorluk yaşayacaktır.

Bu çerçevede ana madde altında sıralanan alt maddeler şunlardır:

- A. Şeffaflık sadece kapital bilgilendirmesi ile sınırlı olmamalıdır
 - Şirketin Finansal ve faaliyet raporları
 - Şirket hedefleri ve finansal olmayan bilgiler
 - Sahiplik yapısı, malikler ve oy kullanma hakları
 - Yönetim kurulu ve yönetim kadrosu hak ve ayrıcalıkları
 - Yönetim kurulu özellikleri, kalifikasyonları, eğitim durumları,

tarafsızlıkları ve seçilmelerine etken olan faktörler

- Alakalı taraflara yapılan transferler
- Öngörülebilir risk faktörleri
- Çalışan ve menfaat sahipleri ile ilgili meseleler
- Yönetim yapısı ve politikaları, şirket tarafından uygulanan kurumsal yönetim ilkeleri ve politikaları

- B. Bilgilendirmeler yüksek muhasebe standartlarına sahip olmalı ayrıca finansal ve finansal olmayan raporlara göre hazırlanmalıdır.
- C. Yıllık denetim, pay sahipleri ve menfaat sahiplerine olabilecek en doğru finansal geribildirim ve verileri sağlayabilmek için bağımsız profesyonel, deneyimli ve bilinir denetim uzmanı tarafından yüksek finansal standartlar ile ve kapsayıcı olarak yapılmalıdır.
- D. Dış denetimler pay sahiplerine karşı hesap verebilir olmalıdır ve firmanın profesyonel olarak denetlenmesinden sorumlu tutulmaktadır.
- E. Bilgilendirme araçları kullanıcılar tarafından kolay erişilebilir, uygun maliyetli ve yaygın olmalıdır.

Yönetim kurulunun sahip olduğu sorumluluklar maddesinde, bir şirketin yönetim kurulun diğer taraflara karşı sahip olması gereken etik sorumluluk ve görevlerden bahsedilmiştir. OECD'ye göre etkin kurumsal yönetimin gerçekleşebilmesi için yönetim kurulu bütün hareketlerinde şeffaflık prensibini benimsemeli ve diğer taraflara karşı hesap verebilir olmalıdır. Yönetim kurulu şirket içi denetim mekanizmasının başı olarak kabul edilebilir, bu açıdan yönetim kurulu şirketin yönetim kadrosunun gerçekleştirdiği hareketleri yakından izlemeli ve gerektiğinde yönetim kadrosunun şirket yönetim sürecine doğrudan etki etmeden kurulun ona verdiği denetmen vasfı ile müdahil olma hakkını barındırmalıdır. OECD yönetim kurulunun sahip olduğu görevleri efektif olarak yerine getirebilmesi için bağımsız ve objektif bir karar verme mekanizmasına sahip olması gerektiğini vurgulamaktadır.

Bu çerçevede ana madde altında sıralanan alt maddeler şunlardır:

- A. Yönetim Kurulu üyeleri düzenli olarak bilgilendirilmiş, iyi niyetli, dikkatli ayrıca şirket ve pay sahiplerinin çıkarlarını göz önüne alacak şekilde davranmalıdır.
- B. Yönetim Kurulu üyelerinin şirketin pay sahibi grupları arasında fark göz etmeden büyük pay sahiplerine eşit davranmalıdır.

- C. Yönetim Kurulu yüksek etik standartlara sahip olmalıdır ve faaliyetlerinde pay sahiplerinin çıkarlarını da göz önüne almalıdır.
- D. Yönetim Kurulu aşağıda sıralanmış temel fonksiyonları yerine getirmelidir:
- Şirket strateji ve planları, risk yönetimi prosedürleri, yıllık bütçe, iş planları ve sermaye hareketlerinin planlanmasına kılavuzluk etmek ve denetlemek
 - Şirketin kurumsal yönetim performansını denetleme ve gerekirse revize etmek.
 - Yönetim kadrosunu seçmek, kılavuzluk etmek denetlemek ve ihtiyaç dahilinde değiştirmek.
 - Yönetim kadrosunu performansa göre ikaz etmek ve ödüllendirmek.
 - Yönetim kurulunda şeffaf ve adil bir seçim süreci olduğundan emin olmak.
 - Yönetim kadrosu, yönetim kurulu üyeleri ve pay sahipleri arasında çıkabilecek potansiyel çıkar çatışmalarını gözlemleyip engellemek.
 - Şirketin finansal ve muhasebe raporlama sistemleri ve risk yönetiminin düzgün çalıştığından emin olmak, bağımsız denetimin doğru yapılmasını sağlamak, şirketin yasal standartları sağladığından emin olmak.
 - Şeffaflık ve iletişim ile ilgili olayları yönetmek.
- E. Yönetim Kurulunun şirket meseleleri üzerinde bağımsız ve objektif muhakeme yapması gereklidir.
- Yönetim kurulu çıkar çatışmasına karşı doğru sayıda ve bağımsız muhakeme yeteneğine sahip üyelerden oluşmalıdır.
 - Yönetim kurulu çıkar çatışmasının önüne geçebilmek için kurul hareketlerini gözlemleyen komiteler kurmalıdır.
 - Yönetim kurulu üyelerini kendilerini sahip oldukları sorumluluklara adanmalıdır.
 - Yönetim kurulu düzenli öz değerlendirme ve geri bildirim değerlendirmeleri yapmalıdır.
- F. Yönetim kurulunun görevini yerine getirebilmesi için güncel ve doğru bilgiye sahip olması gerekir.
- G. Çalışan temsilinin yönetim kurulunda zorunlu olduğu durumlarda, yönetim kurulunun etkin çalışabilmesi ve alınan kararların etkin olabilmesi için çalışan temsilcilerinin gerekli konular ve yönetim kurulu işleyişi hakkında kapsayıcı bilgi ve eğitime ulaşması kolaylaştırılmalıdır.

2.2.3 Sarbanes-Oxley Yasası

Sarbanes-Oxley yasası, ABD’de yaşanan Enron ve WordCom gibi şirket skandalları ve altında yatan kurumsal yönetim ve bağımsız denetim şirketi olan Arthur Andersen’in denetim rolünü tarafsız yerine getirememesi gibi olaylar neticesinde kurumsal yönetim hataları yüzünden oluşan şirket iflaslarını minimuma indirmek için oluşturulmuş bir kurumsal uyum yasasıdır. Yasa ABD’li senatör Paul Sarbanes ve temsilciler meclisi üyesi Michael G. Oxley tarafından 2002 yılında senatoya sunulmuş, aynı yıl senato tarafından onaylanarak ABD Başkanı George W. Bush tarafından ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) tarafından uygulanmak üzere tasdik edilerek yürürlüğe konmuştur. SOX olarak kısaltılan Sarbanes-Oxley yasası 2002 yılı itibarı ile New York Borsası (NYSE) de hisseleri işlem gören yerli ve yabancı şirketlerin uygulamasını zorunlu kılan bir dizi kurumsal uyum testi ve denetim zorunluluğu barındırmaktadır. SOX, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası’ndan sonra NYSE’de ağırlıklı kurumsal yönetim ve hesap şirketlerin yasal sorumluluğu gibi alanlarda düzenleme alanında değişiklikler yaratan ilk yasa olmuştur. Yasanın modern şirket yönetiminde değişikliklere gitmesine neden olan temel yenilikleri aşağıda listelenmiştir.

- SOX kısım 404, 802 ve finansal sertifikasyon zorunluluğu uyarınca şirket yönetimi şirketler tarafından beyan edilen yıllık finansal beyanların doğru olduğunu şahsi olarak onaylamak zorundadır. Bulunan usulsüzlüklere yönetim kadrosu doğrudan sorumlu tutulur ve 20 yıla kadar hapis cezasına çarptırılabilir.
- Her şirket iç denetimi sağlamak, yolsuzluğu azaltmak ve yatırımcı güvenilirliğini arttırmak için kendi bünyesinde en az bir adet bağımsız denetçi çalıştırmak zorundadır.
- Tespit ettiği şirket içi finansal yolsuzluk ve usulsüzlükleri yasal organlara ihbar eden şirket çalışanları, üçüncü parti ortaklar ve gözlemcilerin şirket üzerindeki hak ve ayrıcalıkları SOX tarafından korunmaktadır.
- SOX kısım 409 uyarınca şirketler faaliyetlerini etkiletebilecek gelişmeler, birleşmeler, büyüme-küçülme kararları ve kapital transferlerini kamuya açıklamak ve azami ölçüde şeffaf davranmak zorundadır.
- Şirketlerin dış denetiminden sorumlu bağımsız denetim şirketleri SOX ile kurulan Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu (PCAOB) tarafından yayınlanan denetim zorunluluk ve yasalarına uymak ile yükümlüdür. PCAOB uyarınca şirketler 5 yıldan uzun bir süre boyunca aynı bağımsız denetçi ile çalışamaz. Şirketlerin finansal denetim kayıtlarının PCAOB tarafından gözlemlenmesi zorunludur.

Sarbanes-Oxley şirketlerin finansal yükümlülükleri, yatırımcılarına ve kamuoyuna karşı açıklık ilkesini benimsetmesi ve artan denetim düzenlenmeleri ile ABD tarafından kurumsal yönetim skandallarını en aza indirmek için yaratılmış ve denetim-uygulama esaslı bir düzenleyici yasadır. Ülke temelli diğer kurumsal yönetim prensipleri ile kıyaslandığında açıkça anlaşılacağı üzere SOX modern kurumsal yönetim algısına net ve kapsayıcı düzenlemeler sunmamaktadır. Yasa daha çok finansal skandalların oluşmasını engellemek için şirketlerin kamuoyuna karşı şeffaf olmak ve mevcut finansal yasalara uyumunu zorunlu kılmak sureti ile şirketin faaliyet gösterdiği pazarlar için sağlaması gereken koşulları arttırmak üzerine kurulu rekabetçi bir yaklaşımdır. Bunun dışında SOX olası şirket skandallarında yasal sorumluları belirlemek sureti ile şirket yönetiminin kendi bireysel menfaatleri uğruna çıkar çatışması içine düşmesini engellemeye odaklanmıştır.

SOX yasının NYSE şirketleri üzerinde yaptığı etki halen aktif bir tartışma konusu olarak varlığını korumakta iken araştırmacılar yasanın ABD şirket işleyişlerini geliştirdiğine dair ortak bir paydada anlaşamamıştır. Yasa çıktıktan kısa bir süre içinde NYSE kotasyonu olan çoğu şirket tarafından uygulama zorluğu, yarattığı ek masraflar ve çalışma sürecini zorlaştırmasından ötürü eleştirilmiştir. Yasa firmaların iç kontrollü sıkılaştırması ve fırsatçı davranışları en aza indirmesi konusunda yarar sağlamakta fakat getirdiği ek uygulamalar ve devam eden masrafları ile de beğenilmemektedir (Zhang, 2007). Ribstein (2002) SOX yasının yönetim üzerindeki riski yükselttiği için CEO ları karar verme sürecinde caydırdığını savunmaktadır. Bu düşünceye paralel olarak Wallison (2003) yönetim riskinin değişmesi yöneticilerin risk barındıran kararlar almasını engellediği için firmaların ekonomik büyümelerine olumsuz yönde etki ettiğini belirtmiştir. SOX yasasına getirilen eleştirilere rağmen zorunlu kıldığı yenilikler ile yatırımcı güveni ve borsa likiditesini arttırdığı için NYSE şirketlerinin hisse performansına olumlu yansıdığını savunan araştırma ve bulgularda mevcuttur. Rezaee & Jain (2002) SOX yasının açıklanmasından önce ve açıklanmasından sonraki S&P 500 endeksi hisse verilerini temel aldıkları çalışmada marketin SOX uygulamasına pozitif olarak reaksiyon gösterdiğini bulmuştur.

2.3 Türkiye’de Yaşanan Gelişmeler

Türkiye’de şirketlerin kurumsal yönetimini düzenleme ve belirleme amacı ile yapılmış ilk düzenleme 1956 tarihli Türk Ticaret Kanunu olarak kabul edilmektedir. TTK’nın ardından ağırlıklı olarak Başbakan Turgut Özal dönemi ve sonrasında Türkiye ve dünyada Batı Bloğu ülkelerinde gelişen neo-liberal iktisat uygulamalarına paralel olarak 1981 yılında ülkenin ilk

düzenleyici ve denetleyici kurulu olarak kurulan Başbakanlık Sermaye Piyasa Kurulu (SPK) kurulmuştur. SPK ve devam eden süreçte ise 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası oluşturulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu görevlerini tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak ve sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek olarak tanımlamıştır (SPK, 2019). Ağırlıklı olarak 1990 sonları ve 2000 başlarında dünyanın çeşitli yerlerinde patlak veren büyük şirket skandalları, uluslararası ekonomiler ve sermaye piyasalarında negatif etki yaratmıştır. Bu neticede aynı dönemde çeşitli ülke ve kuruluşlar tarafından yapılan kurumsal yönetim çalışma ve yasalarına müteakip olarak Türkiye’de etkin kurumsal yönetimi yaymak adına 2001 yılında TÜSİAD “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu” çalışması yayınlanmıştır. Buna müteakip SPK tarafından 2003 yılında “Kurumsal Yönetim İlkeleri” yayınlanmış ve ilkelerin yasa bağlamında düzenleyici niteliğini taşıyan “Kurumsal Yönetim Uyum Raporu” ve BIST 100 şirketleri için SPK onaylı bağımsız derecelendirme şirketleri tarafından düzenli olarak derecelendirmeleri zorunlu kılınmıştır.

2.3.1 TÜSİAD Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu

Dünyada yaşanan kurumsal yönetim anlayışı ve çalışmalarına paralel olarak Türkiye’de modern kurumsal yönetim alanındaki ilk çalışma 2002 yılında Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD) tarafından “*Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yağısı ve İşleyişi*” adı altında yapılmıştır. Kurumun ”Şirket İşleri Komisyonu” tarafından yapılan çalışmada OECD’nin 1999 yılında yayınladığı “Kurumsal Yönetim ilkeleri” raporu temel alınmıştır. TÜSİAD raporu zamanın diğer uluslararası raporları kadar kapsayıcı olmamak ile beraber şirket yönetim kadrosunun etkin şirket işleyişi ve kurumsal yönetim üzerindeki etkinliği üzerinde durmuştur. TÜSİAD raporunda OECD’nin adillik, hesap verebilirlik, sorumluluk ve şeffaflık olarak belirlediği beş temel prensibi kullanmıştır. Bu ilkeler ışığında kurumsal yönetim, kurumun en yüksek performansı göstermesini, en karlı, en başarılı ve en rekabetçi olmasını hedefler (TÜSİAD, 2002). Raporda günümüzde, gelişmiş Batı ülkelerinde ve hatta bazı Asya ülkelerinde (Hong Kong, Singapur ve Güney Kore gibi) kurumsal yönetim olmayan bir halka açık şirket düşünülemez haldedir (TÜSİAD, 2002). TÜSİAD kurumsal yönetim ihtiyaçlarının ülkeden ülkeye değiştiğini ve şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkelere ve özel ihtiyaçlarına göre çeşit gösterebileceğini vurgulamıştır.

Raporda yönetim kurulunun bir şirketin en önemli ve stratejik organı olduğu ve hissedarlara kazanç yaratmak amacı ile üst düzey karar alma, yürütme, temsil etme ve şirketi yönetme gibi alanlarda karar verici mercii olduğu yazılmıştır. TÜSİAD raporunda önemli olarak belirtilen şirket yönetimi ile ilgili olması gereken düzenleme ve gereklilikler aşağıdaki maddeler ile özetlenebilir:

- Yönetim kurulu alanında yeterli bilgi birikimine sahip ve donanımlı kişilerden oluşmalıdır.
- Yönetim kurulu üyelerinin kurul toplantılarının en az %75'ine katılma olanağı olmalıdır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket üzerinde hissedarlığı (eğer var ise) %5 i geçmemelidir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri şirket ve şirket iştiraki kuruluş, ortak ve kardeş firmalar bünyesinde çalışmamış olmalıdır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri şirkete önemli ölçüde ürün ve hizmet veren firmalar bünyesinde çalışmamış olmalıdır.
- Şirketlerin yönetim kurulları başlangıçta en az %25 bağımsız üye barındırmalı bu oran zaman ile %50 ye kadar çıkartılmalıdır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeleri kamuoyuna bağımsızlıklarını açıklamak ile yükümlüdür.
- Şirket yönetim kurulu başkanı ile CEO aynı kişi olmamalıdır ve görev tanımları net bir şekilde ayrılmalıdır.
- Yönetim kurulu üye sayısı şirket ihtiyaçlarına göre kurumsal yönetim komitesi tarafından belirlenip 5 ten az ve 15 ten fazla olmamalıdır.
- Yönetim kurulu üyeleri, hissedarlara verilen ücret ve ödüller düzenli olarak kamuoyuna açıklanmalıdır.
- Şirket bünyesinde yönetim kurulu işleyişini denetleyip yardımcı görevleri üstlenecek denetleme, üst düzey yönetim, eğitim ve ödüllendirme komiteleri oluşturulmalıdır.
- Yapılan yönetim kurulu toplantılarının tutanakları açıklayıcı ve detaylı bir şekilde şirket raporlarında yer almalıdır.
- Yönetim kurulu hissedar haklarını korumalı, hissedarlar adil muamele görmeli azınlık hissedarlara ayrımcılık yapmamalıdır.

Tablo 2.1: Yönetim Kurulu Üye Yapısı (TÜSİAD, 2002)

	İcrada Görevli	İcrada Görevli Değil
Bağımsız	—	Kurum ile yönetim kurulu üyeliği dışında hiçbir ilişkisi olmayan üyeler
Bağımsız Değil	İcra Başkanı	<ul style="list-style-type: none">• Aile üyeleri• Mal ve hizmet sağlayıcılar• Grup şirketlerinden birinde görevli profesyonel yöneticiler• Grupta son iki yıl içerisinde çalışmış yöneticiler

2.3.2 SPK Kurumsal Yönetim Prensipleri

Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışının somutlaştırılması adına atılmış ilk resmi adım Sermaye Piyasaları Kurulu’nun (SPK) ilk kez 2003 yılında yayınlanan, 2005 ve 2014 yıllarında revize edilen “Kurumsal Yönetim Prensipleri” çalışmasıdır. SPK raporunda, şirketlerin kurumsal yönetim kalitesinin finansal performansına doğrudan etki ettiği için uluslararası yatırımcı çekmesi üzerindeki etkisi, kurumsal yönetimin şirket yönetimi üzerinde sağladığı kapital kontrolünün kolaylaşması ve şirketleri hiç olmadığı kadar artan küreselleşen pazarlarda rekabet için avantajlı kıldığını savunmuştur.

Tablo 2.2: Kurumsal Yönetimin Uluslararası Gelişim Kronolojisi.

Ülke & Kurum	Yıl	Düzenleme Adı	Hukuki Zorunluluk
Britanya	1992	Cadbury Raporu	Şartlı (comply or explain)
OECD	1999	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	Mevcut değil
Almanya	2002	Kodex	Şartlı (comply or explain)
Hollanda	2003	Tabaksblat	Şartlı (comply or explain)
ABD	2003	Sarbanes-Oxley Yasası	Mevcut
Türkiye	2003	SPK Kurumsal Yönetim Prensipleri	Şartlı (comply or explain)
Avrupa Birliği	2006	Firma Kanunu ve Kurumsal Yönetim Kuralları	Şartlı (comply or explain)

SPK çalışmasında belirttiği ilkelerin oluşturulmasında 1999 yılında OECD tarafından yayınlanan “Kurumsal Yönetim Prensipleri” çalışmasına paralel olarak kurum ile ortaklaşa yaptığı çalışmalar sonucunda geliştirmiştir. SPK bu etapta kurumsal yönetim prensiplerinin ana maddeleri diğer uluslararası çalışmalarda olduğu gibi “uygula yâda açıkla” (comply or explain)

prensibine bağılı kalınarak, uygulanması tavsiye edilen, uygulanamıyorsa da nedeninin kamuoyuna açıklanması gereken, bir kısmı ise yasal olarak uygulanması zorunlu olan kısımlardan oluşacak şekilde düzenlenmiştir. SPK kurumsal yönetim ilkeleri 4 temel başlık altında 330 alt maddeden oluşmaktadır. Temel başlıklar:

- Pay sahipleri
- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık
- Menfaat sahipleri
- Yönetim kurulu

Olarak belirlenmiştir.

SPK pay sahipleri kısmında, pay sahiplerinin şirket için oynadığı rolleri ve görevlerinin öneminden bahsetmiştir. SPK ya göre pay sahipleri şirketin gerçek sahipleri oldukları için şirketin hem yönetim hem de finansman kararlarında rol alma hakkına sahiptir.

Bu etapta SPK tarafından ekin kurumsal yönetim için bir şirketin pay sahiplerinde olması gereken düzenleme ve uygulamalar aşağıdaki maddeler ile özetlenebilir:

- Pay sahipleri sahip oldukları hisse oranına göre oy hakkı barındırmalı. Oy hakkında imtiyazlı pay sahipleri ile diğer pay sahiplerinin hak ve ayrıcalıkları arasında bir fark bulunmamalı.
- Bütün pay sahiplerine “eşit işlem prensibi” ilkesine göre hizmet edilmekte.
- Genel kurullar daha önceden planlanmış ve kamuoyuna açıklanan mevzuata uygun olarak yapılmalı.
- Pay sahipleri tarafından bir kâr dağılım politikası oluşturulmalı ve kamuoyuna açıklanmalı.
- Oy hakkının kullanımı kolay şekilde sağlanmalı. Pay sahiplerinin genel kurula katılım olmadan oy kullanma hakkı olmalı
- Şirketin finansal bölümlerinde pay sahipleri ile ilişkileri koordine edecek uygun birimler kurulmalı.
- Sözleşme değişikliklerinde eski ve yeni metinler bildirilmeli ve yapılan değişikliklerin nedenleri açıklanmalı.
- Pay sahipleri gerektiğinde firma işleyişi ile ilgili özel denetçi atanmasını ve dışarıdan tarafsız uzman yardımı alınmasını talep edebilmeli.
- Azınlık hakları ile ilgili düzenlemeler yapılmalı ve kamuoyuna duyurulmalı.

- Pay sahipleri tarafından alınan kararlarda “birikimli oy yöntemi” kullanılmalı.

SPK, “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık” kısmında şeffaflık ve açıklığın bir şirketin kurumsal etkinliği için önemini vurgulamıştır. SPK’ya göre bir şirket, pay ve imtiyaz sahiplerine olağan faaliyetleri hakkında en doğru, kapsamlı, güncel gelişme ve haberleri sağlamak zorundadır. Sağlanan bilgiler aynı zamanda kolay anlaşılır, ulaşılabilir ve düşük maliyetle erişilebilir olmalıdır. SPK şeffaflığın şirket işleyişini kolaylaştıracağı gibi şirket içi usulsüzlüklerin kısa sürede anlaşılması ve önüne geçilmesi için önemini vurgulamaktadır Bu etapta SPK tarafından etkin kurumsal yönetimin sağlanması için bir şirketin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi altında sunulan düzenlemeler aşağıdaki maddeler ile özetlenebilir:

- Şirketlerin internet sitesi şirket faaliyetleri, yıllık raporları, şirket bünyesinde oluşan güncel gelişmeler ayrıca finansal ve mali tablolarını kapsayacak şekilde bilgilendirici olmalıdır.
- Şirketlerin kâr dağıtım politikası faaliyet raporlarında kamuya açıklanmalıdır.
- Şirketlerin mevzuatı, içyapısı ve işleyişleri ayrıca şirketlere müracaat ile edinilebilecek bilgiler kamuya açıklanmalıdır.
- Şirket işleyişinde vuku bulan önemli olay ve gelişmeler kamuya açıklanmalı, ayrıca şirketlerin mevzuatında da belirtilmelidir.
- Şirketlerin internet sitesinde genel kurul toplantılarında alınan kararlar, tutanaklar ve hazırlanmış cetvelleri yer almalıdır.
- Şirketlerin genel kurul tarafından onaylanmış bir bilgilendirme politikası ve etik kuralları olmalıdır.
- Kurumsal uyum raporunda uyulmayan ilkelerin neden uygulanmadığı gerekçeleri ile birlikte kamuya açıklanmalıdır.
- Şirketlerin gerçek kişi nihai hâkim pay sahipleri kamuya açıklanmalıdır.
- Kamuya açıklanan bilgilendirme dokümanlarında doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkide bulunan üçüncü partiler ile ilgili bilgilendirme esasları yer almalıdır.

SPK “Menfaat Sahipleri” bölümünde şirketlerin üst düzey yönetim ve pay sahipleri dışında kalan çalışan, tedarikçi, alıcı, alacaklı ve olası yatırımcılarını kapsayan ve şirket faaliyetlerinden doğrudan menfaat sahibi olan kesimin şirket işleyişi için teşkil ettiği öneme değinmiştir. SPK şirketlerin faaliyetlerinde menfaat sahiplerinin önemini belirtir. SPK menfaat sahiplerinin şirket üzerindeki çıkar ve haklarının diğer taraflar tarafından tanınmasının şirketin performansına

doğrudan etki edeceği gibi yatırımcı rekabeti ve sermaye piyasalarında şirket hisselerine olan talebi de arttıracığı görüşüne sahiptir. Bu etapta SPK tarafından “Menfaat Sahipleri” maddesi altında şirketlere etkin kurumsal yönetim için sunulan düzenlemeler aşağıdaki maddeler ile özetlenebilir:

- Yönetim kurulu tarafından alınan kararlar ile menfaat sahiplerin haklarını kullanması kolaylaştırılmalı.
- Sendika organizasyonları şirketler tarafından desteklenmeli.
- Şirketlerin etkin ve bilgilendirici bir insan kaynakları politikası olmalı.
- Şirketler yerine getirdiği mal ve hizmetlerde kalite standartları ve müşteri memnuniyeti ilkesine uymalı.
- Şirketler yönetim kurulu tarafında hazırlanan ve genel kurul tarafından onaylanan etik kurallarını kamuoyuna açıklamalı.
- Menfaat sahiplerinin şirket faaliyetleri konusunda bilgi alma hakkı kısıtlanmamalı.
- Menfaat sahiplerinin şirket işleyişi ve kararları üzerindeki görüşleri ve şikâyetleri dikkate alınmalı ve şikâyetlerini üst yönetime ulaştırması kolaylaştırılmalı.
- Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımını destekleyici politikalar oluşturulmalı ve şirketlerin kamuoyuna sunulan mevzuatlarında yer almalı.

SPK “Yönetim Kurulu” bölümünde bir şirketi yönetim kurulu ve kadrosunun şirket üzerinde sahip olması gereken sorumluluklardan bahsetmiştir. SPK ya göre pay sahipleri tarafından seçilen yönetim kurulu şirket yönetiminde önceden belirlenmiş kural ve düzenlemelere göre hareket etmelidir. Bir şirketin yönetim kurulu şirketin çıkarları adına stratejik karar verme yetisine sahip olmalı, fakat yönetim ve karar verme sürecinde ölçülü, mantıklı ve hesap verebilir olmalıdır. SPK şirketin yaptıkları faaliyetlerde market değeri ve cirosunu arttırarak pay sahiplerinin kâr payını arttırmak olarak belirtmiştir. SPK ya göre yönetim kurulunun verimli işlemesi için yönetim kuru üyeleri birbirlerine tanınan haklar bazından eşit ve tarafsız yönetim kurulu üyeleri objektif yapıda olmalıdır. Bu etapta SPK tarafından “Yönetim Kurulu” maddesi altında gerekli olan düzenlemeler aşağıda sıralanmış maddeler ile özetlenebilir:

- Şirketin vizyon, misyon ve stratejik hedefleri yönetim kurulunca belirlenip kamuoyuna açıklanmalı.
- Yönetim kurulunda etkin ve nitelikli üyeler yer almalı.
- Yönetim kurulunun, denetim ve işleyişinin etkin olması için kurumsal yönetim, riskin erken saptanması, aday gösterme ve ücret komiteleri oluşturulmalı.

- Yönetim kurulunun en az 1/3 ü bağımsız üyelerden oluşmalı.
- Yönetim kurulu başkanı ile CEO aynı kişi olmamalı.
- Yönetim kurulunda en az bir tane kadın üye bulunmalı.
- Yönetim kurulunda birikimli oy sistemi kullanılmalı.
- Pay ve menfaat sahiplerinin yönetim kuruluna katılma hakkı olmalı ve esas sözleşmede belirtilmeli.
- Pay ve menfaat sahiplerinin yönetim kurulunu toplantıya davet edebilme hakkı olmalı ve esas sözleşmede belirtilmeli.
- Yönetim kurulu üyeleri sorumluluklarını müteselsil olarak beyan etmeli.
- Yöneticilerin ihmalkârlıkları durumunda zararın nasıl karşılanacağına dair yasal bir düzenleme yapılmalı.

2.3.3 SPK Kurumsal Yönetim Uyum Raporu

SPK ilk kez 2003 yılında yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri raporuna paralel olarak, BIST 100 endeksinde hisseleri işlem gören şirketler için yapılması zorunlu olan “Kurumsal Yönetim Uyum Raporu” nu oluşturmuştur. Kurumsal yönetim uyumunun amacı BIST 100 şirketlerinin kurumsal yönetim ve işletme performansını olabilecek en tarafsız ve detaylı şekilde ölçülerek BIST yatırımcılarına yatırım yapmayı düşündükleri şirketler ile ilgili periyodik daha fazla bilgi ulaştırmaktır. Uluslararası gelişmelere paralel olarak 2005, 2010, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında güncellenen kurumsal yönetim uyum raporu bağımsız derecelendirme şirketleri tarafından SPK’nın oluşturduğu kurumsal yönetim ilkelerine paralel olarak her şirket için yılda bir kez yapılmaktadır. SPK kurumsal uyum raporunda, kurumsal yönetim ilkelerinde benimsediği “uygula ya da açıkla” prensibini benimsemiştir. Kurumsal yönetim derecelendirme notu SPK’nın ilkelerinde belirttiği her ana bölüm için 1 ile 10 arasından verilmektedir. Genel not oluşturulmasında ise ana bölümlerin ağırlıkları:

- Pay Sahipleri: %25
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık: %35
- Menfaat Sahipleri: %15
- Yönetim Kurulu: %25

Olarak belirlenmiştir. Şirketlerin kurumsal derecelendirme raporlarını mali tabloları, etik değerleri ve gelecek stratejilerinde olduğu gibi sitelerinin bilgilendirici dokümanlar kısmında

yayınlanması gerekmektedir. 2020 yılı itibarı ile şirketlere kurumsal derecelendirme hizmeti sunan ve SPK tarafından onaylanan bağımsız kurumsal derecelendirme kuruluşları aşağıda sıralanmıştır.

- DRC Derecelendirme Hizmetleri
- İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi
- JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi
- KOBİRATE Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri
- National Investor Services Derecelendirme Anonim Şirketi
- SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirket

Tablo 2.3: SPK Kurumsal Yönetim Uyum Notları ve Anlamları (SAHA, 2019).

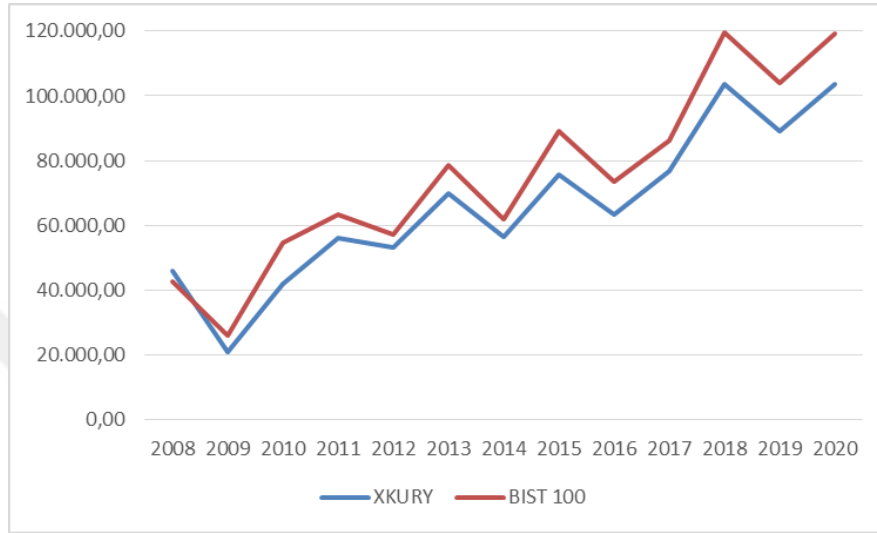
Puan	Anlamı
9-10	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. İMKB kurumsal yönetim endeksinde en üst düzeyde dahil edilmek hakkedilmiştir.
7-8	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. İMKB kurumsal yönetim endeksinde üst düzeyde dahil edilmek hakkedilmiştir.
6	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derece uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur .
4-5	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgari derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur.
<4	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlayamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Yatırımcı güveni zedelenabilir ve maddi zararlar oluşabilir.

2.3.4 BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)

Kurumsal yönetim performansının şirket hisse değerleri üzerindeki etkisinin daha net görülmesi amacı ile BIST tarafından 2007 yılı Ağustos ayında kurumsal yönetim endeksi (XKURY) kurulmuştur. Kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasındaki en büyük motivasyon küresel ve yerel piyasa oyuncularına daha çok güven telkin eden kurumsal işletmeler seti oluşturarak sermaye piyasalarındaki işlem hacmini arttırmak ve piyasa derinliği sağlamaktır (Güleç vd, 2018). Kurumsal yönetim endeksi, hisseleri diğer endekslerde işlem gören ve kurumsal uyum raporundan genelde 10 üzerinden en az 7 ve başlık altlarında da en az 6,5 alan şirketlerin fiyat ve getiri performansları dâhil edilmiştir. Kurumsal yönetim endeksinin

hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde koşulları sağlayan 5 şirket başlanmış ve endeksin başlangıç değeri 48.082,17 olarak kaydedilmiştir (SAHA, 2017).

Grafik 1: XKURY ile BIST 100 Endeksinin 2008-2020 Yılları Arası Yıllık Fiyat Performansının Karşılaştırılması, (Veri Kaynağı: www.investing.com)



XKURY endeksine dâhil edilen şirketler farklı nedenlerden ötürü endeksten çıkartılabilir. Şirket hisselerinin endeksten çıkartılmasına teşkil eden temel nedenler aşağıda sıralanmıştır:

- Şirketlerin kurumsal derecelendirme raporlarının endekse giriş şartı olan 7 puanın ya da alt başlıklarının 6,5 puanın altına düşmesi.
- Şirketlerin derecelendirme hizmeti yapan bağımsız kurumların SPK tarafından derecelendirme lisansının çeşitli sorunlar nedeni ile iptali ya da sona ermesi.
- Bağımsız derecelendirme raporunun yılsonu itibarı ile yenilenmemesi.

3. BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN HİSSE GETİRİLERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR ARAŞTIRMA

3.1 Literatür Taraması

Dünya genelindeki sermaye piyasalarına kote olmuş şirketlerin ölçülebilen kurumsal yönetim performansının şirketlerin hisse senedi performansına etkisi ulusal ve uluslararası alanda akademik çevre tarafından yaygın olarak üzerinde durulan bir merak ve araştırma konusu olmuştur. Bu noktada araştırmacıların çoğu uğraşılan konu alanı itibarı ile hisse performanslarını belli başlı sına yöntemleri ile ulaştıkları verileri temel olarak çıkarsamalarda bulunmaktadır. Okuyucu bu ve benzer araştırmaları değerlendirirken sosyal bilimlerin bir parçası olan iktisadi alanda yapılan çalışmalarda kesin ve net sonuçlara ulaşamayacağı hatırlanmalıdır. Uğraşılan alan işleyişi gereği analiz yatkınlığı yüksek bir dizi düzenli ve sabit sayısal veri sunsa da söz konusu uğraş alanı “hisse performansı” ve “kurumsal performans” olunca sürece etki eden birden çok ölçülen ve ölçülemeyen mikro ve makroekonomik faktör devreye girmektedir. Bu nedenle konu üzerinde yapılacak benzer araştırmalarda hatta aynı veri setini kullanan araştırmalarda dahi yapılacak çıkarsamalarda sürece etki eden faktörleri farklı değerlendirerek farklı sonuçlara ulaşma olasılığı mevcuttur. Benzer şekilde bahsi geçen sürece etki eden faktörlerin hangi kıstaslar altında ölçüldüğü de ayrı bir antitez olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu neticede kurumsal yönetim ve hisse performansının arasındaki ilişkiyi bulmaya yönelik yapılan araştırmalarda bu etkinin bazı şartlar altında olumlu bazı şartlar altında ise olumsuz olarak yansıdığı bulunmuştur. Bu araştırmanın temel amacı Türkiye’de yapılan kurumsal yönetim uygulamalarının firma hisse performansına etkisini bulmaktır. Aynı konu üzerinde yapılan araştırmalar uluslararası ve ulusal olarak iki temel bölüme ayrılmış ve bu şekilde okuyucunun yapılan araştırmaları izlenen metodoloji ve belirlenen test grubu gibi kıstasları ile kapsayıcı bir perspektiften kıyaslaması amaçlanmıştır.

3.1.1 Uluslararası Alanda Yapılan Çalışmalar

Kaplan (1997) kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansına etkisini araştırdığı çalışmada ABD, Avrupa ve Japon temelli kurumsal yönetim sistemlerini yönetim yapısı, firma karlılığı, borsa performansı ve firma değeri gibi farklı kıstaslara göre açıklanan mali tabloları ve faaliyet raporları üzerinden birbirleri ile kıyaslayarak analiz etmiştir. Yapılan analiz sonucu kurumsal yönetim uygulamalarının üç ülkede de şirketin finansal performansı ile uygulanan kurumsal yönetim düzenlemeleri arasında olumlu bir ilişki olduğu kabul edilmiştir.

Pajuste (2002) araştırmasında Soğuk Savaş sonrası modern kapital düzene adapte olmaya çalışan eski SSCB, Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde uygulanan kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemelerinin şirket performansına etkisini incelemiştir. Araştırmanın 1994-2001 yılları arası süreci temel aldığı dönemde araştırmacı tarafından incelenen Doğu Avrupa şirketlerinde uygulanan kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi ile birlikte hisse senedi değeri ve sermaye piyasalarında işlem görme sıklığı arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Araştırmacı ayrıca yapılan özelleştirmelerde modern kurumsal yönetimi zorunlu kılan ve bu alanda sıkı denetim mekanizmaları yaratan Doğu Avrupa ülkelerine konuşlu şirketlerin hisse performansının denetim mekanizmaları zayıf ve özelleştirmelerde kurumsal yönetimi zorunlu kılmayan Doğu Avrupa ülkelerine konuşlu şirketlerin hisse senedi performansına göre dikkat edilir şekilde daha yüksek olduğunu tespit etmiştir.

Gompers vd. (2003) kurumsal yönetim gelişmelerinin şirketlerin hisse performansına etkisini gözlemek için, 1990 lı yıllarda New York Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren 1,500 firma arasından kurumsal yönetimi en iyi olduğu tespit edilen ve SP 500 endeksine tabi 24 firmayı seçerek bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuştur. İncelenen dönem süresince seçilen 24 firmanın hisse performanslarının SP 500 ortalamasından 8,5% fark ile anormal getiri sağladığı ve Tobin Q verilerinin diğer şirketlerden daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Ulaşılan sonuç neticesinde araştırma kurumsal yönetim uygulamaları ile firma hisse performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğunu kabul etmiştir.

Bauer vd. (2003) Avrupa'daki kurumsal yönetim gelişmelerini şirketlerin firma değeri ve hisse performansı üzerindeki etkilerini bulmayı amaçlamıştır. Londra Menkul Kıymetler Borsası Eurotop 300 endeksinin temel alındığı çalışmada, hisselerin endekste işlem gören ve kurumsal yönetimi etkin ve kurumsal yönetimi etkin olmayan firmaları kapsayan iki ayrı portföy oluşturulmuştur. Söz konusu portföylerin 2000 ve 2001 yılları arasında gösterdiği

performanstan elde edilen sonuca göre kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilememiştir.

Drobtetz vd. (2003) Almanya'daki firmaların kurumsal yönetim ve hisse senedi performansları arasındaki ilişkiyi incelemek için kurumsal yönetim derecelendirme modelini oluşturmuştur. Araştırma modeli şartlarına göre Alman Birleşik Borsa Endeksi'nde 1999-2002 yılları arası temel alarak yapılan analizde kurumsal yönetim derecelendirmesi yüksek çıkan firmaların hisse getirisinin kurumsal yönetim derecelendirmesi düşük çıkan firmalardan daha düşük olduğu tespit edilmiştir. Aynı zamanda kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerini artırıcı yönde bir etki gösterdiği tespit edilmiştir. Araştırma ulaşılan sonuçlar eşliğine kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine olumlu, hisse performansına ise olumsuz bir etkisi olduğunu kabul etmiştir.

En-Bai vd. (2004) araştırmasında Çin Halk Cumhuriyeti'nde Şangay ve Hong Kong Menkul Kıymetler Borsası'na kote olan şirketlerin kurumsal yönetim performansları ile şirketleri hisse değerleri arasındaki ilişkiyi, Çin Borsası'nın 1999-2001 yılları arası yayınlanan yıllık raporlardan alınan verileri temel alarak incelemiştir. Araştırma bu ilişkiyi borsaya kote olan şirketlerin yıllık değer artışı ve şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan temel yönetim ve sahiplik düzenlemeleri ile uyumunu kıyaslayarak ispat etmeye çalışmıştır. Araştırma sonunda yabancı yatırımcılara sahip, çoğunluk pay sahibi bulunmayan ve hükümet kontrolünün daha az olduğu şirketlerin hisse senetlerinin borsada daha iyi performans gösterdiği ve şirketlerin kurumsal yönetim standartlarını benimser ise market değerlerinin artacağı sonucuna ulaşmıştır.

Verhoeven vd. (2006) Malezya Menkul Kıymetler Borsası tarafından 2001 yılında uygulamaya başlanan Malezya Kurumsal Yönetim Koduna (MGCG) Malezya Borsası'nda işlem gören şirketlerin hisselerinin verdiği tepkiyi tespit etmek için borsaya kote olmuş 440 şirketin hisse dalgalanmalarını 1999-2002 yılları arasını kapsayan dönemde incelemiştir. Araştırmada söz konusu dönemde incelenen firmaların kurumsal yönetim uygulamalarını olumlu yönde geliştirdiği ve hissedar kazancının ortalama 4,8% arttığı tespit edilmiştir. Ulaşılan sonuç neticesinde kurumsal yönetim uygulamalarının firma hisse performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu kabul edilmiştir.

Black vd. (2006) kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi 1999-2005 yılları arası süreçte Rusya'da değişik sektörlerde faaliyet gösteren 99 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının gelişimi ve market değerlerinin seyri regresyon analizi

yöntemi ile açıklamaya çalışmıştır. Analiz sonucu söz konusu firmalar tarafından gerçekleştirilen kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri değişkenleri arasında güçlü bir anlamlılık olduğu görülmüştür. Ulaşılan sonuç itibarı ile kurumsal yönetim uygulamaları ile firma market değeri arasında olumlu yönlü bir ilişkinin olduğu araştırma tarafından kabul edilmiştir.

Nguyen & Aman (2006) Japon firmalarında kurumsal yönetim ve hisse performansı arasındaki ilişkiyi bulmak için Japonya Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketleri 15 farklı kritere göre incelemek sureti ile kendi kurumsal yönetim uygulamaları olarak başarılı kabul edilen ve diğerlerinin toplandığı 5 farklı portföy oluşturmuşlardır. Oluşturdukları portföylerdeki firmaların 2000-2005 yılları arası dönemde gösterdikleri hisse performansları birbirleri ile kıyaslandığında kurumsal yönetimi güçlü firmalardan oluşan portföyün performansının diğer portföylerden düşük olduğu tespit edilmiştir. Ulaşılan sonuç itibarı ile kurumsal yönetim uygulamalarının firma hisse performansı üzerinde doğrudan bir etkisi olmadığı kabul edilmiştir.

İmam & Malik (2007) firma sahiplik ve kurumsal yönetim yapılarının hisse performansına yaptığı etkiyi Bangladeş Dakka Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin hisse performanslarını 2000-2003 yılları arasındaki dönemde inceleyerek anlamaya çalışmıştır. Yapılan analiz sonucunda söz konusu yıllarda kurumsal yönetim uygulamalarına uygun çoklu sahiplik yapısına sahip ve yabancı hissedarların olduğu şirketlerin hisse performansı ve Tobin-Q değerlerinin diğer firmalara göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuç eşliğinde kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ve hisse performansı üzerinde olumlu yönde bir etkisi olduğu kabul edilmiştir.

Garay & González (2008) kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi Venezuela Caracas Menkul Kıymetler Borsası'na kote olmuş firmaların kurumsal yönetim düzenlemelerine uyum eşliğinde verdiği tepkiyi araştırma için tasarlanan kurumsal yönetim endeksi ile sınyarak tespit edilmeye çalışmıştır. Yapılan analiz sonucunda kurumsal yönetim endeksine dâhil edilen şirketler diğerlerine göre 1% daha karlı ve Tobin Q verileri 2,7% daha yüksek çıkmıştır. Ulaşılan bulgular eşliğinde araştırma kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu kabul etmiştir.

Ehikioya (2009) gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasalarında işlem gören şirket hisse performansları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi bulmak için Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 107 firmanın 1998-2002 yılları arası hisse

performanslarını çok değişkenli regresyon analizi modeli ile test etmiştir. Analiz sonucunda yönetimsel ve sahiplik yapılarında etkin kurumsal yönetim standartlarını karşılayan düzenlemelere sahip firmaların hisse senetlerinin daha fazla dış yatırımcı çektiği ve bu nedenle diğerlerine göre daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.

Wu vd. (2009) kurumsal yönetim mekanizmalarının firma değerine etkisini tespit etmek için kurumsal yönetim uygulamalarının önerdiği şirket yapısının temel faktörlerinin firmanın hisse dönüşü, öz sermaye kârlılığı, firma büyüklüğü ve Tobin Q değeri gibi genel performans ölçümleri ile korelasyonunu sınamak için regresyon analizi modeli ve Pearson katsayısı ile analiz etmiştir. Yapılan analiz sonucunda kurumsal yönetim mekanizmalarının çoğunluğu ile firma değeri arasında olumsuz bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ulaşılan bulgular neticesinde araştırma kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değerinin artması arasında bir ilişki olmadığını kabul etmiştir.

Ammann vd. (2010) kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine etkisini tespit etmek için 22 gelişmiş ülkeden 6,663 firmanın 2003-2007 yılları arasında faaliyetlerini kapsayan verileri araştırma kapsamında oluşturulan 64 temel kurumsal yönetim kriterine uyumunu temel bileşenler analizi modeli ile sınamışlardır. Yapılan analiz sonucunda kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri üzerinde olumlu yönde ve güçlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Yasser vd. (2011) kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansına etkisini ölçmek için Pakistan Karaçi Menkul Kıymetler borsası KSE-30 endeksine tabi hisseleri en yüksek değere sahip 30 şirketin kıstas olarak alınan dört temel kurumsal yönetim mekanizmasına uyumunun firmaların öz kaynak kârlılığı ve kâr marjı gibi finansal performans ölçümleri üzerinde yarattığı etki analiz etmiştir. KSE-30 şirketleri üzerinde yapılan analiz sonucunda, şirketlerin hepsinin etkin kurumsal yönetim için dört temel kıstas olarak belirlenen yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu yapısı, CEO/yönetim kurulu başkanı ayrımı ve denetim komitesi mekanizmalarından en az üçüne sahip olduğu tespit edilmiştir. Araştırma, ulaşılan bulgular neticesinde kurumsal yönetim mekanizmaları ile firma öz kaynak kârlılığı ve kâr marjı arasında olumlu yönde bir ilişki olduğu kabul edilmiştir.

Wessels & Wansbeek (2014) kurumsal yönetim ile hisse performansı arasındaki ilişkiyi bulmak amacı ile ABD’de 2000-2009 yılları arasında faaliyet gösteren 1551 firmanın kurumsal performansı ile finansal performansını gizli değişkenler yöntemi ile kıyaslayarak yaptıkları analizde kurumsal yönetim ile hisse performansı arasındaki korelasyonu 0 olarak tespit

etmişlerdir. Ulaşılan bulgular itibarı ile kurumsal yönetim ile firma performansı arasında bir ilişki olmadığını kabul edilmiştir.

Andreau vd. (2016) sermaye piyasalarında faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerinin değer kaybetme riskinin altında yatan faktörler ve bu faktörlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile ilişkisini bulmaya çalışmıştır. Araştırma kurumsal yönetim mekanizmaları ve firma hisse performansı üzerindeki olası etkilerini temel aldığı 21 kurumsal yönetim kıstası, hisse düşüş riski ve kontrol değişkenleri olarak belirlenmiş 3 temel veri grubunu en küçük kareler yöntemi regresyon analizi modeli ile sınamıştır. Analiz sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının firma hisselerindeki olası düşüş riski nedenlerinin 13,01% ile 23,0% bir kısmına karşı önem alıcı düzenlemelere sahip olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular neticesinde araştırma kurumsal yönetim mekanizmalarının firma hisse senedi düşüş riskini azaltıcı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Rahayu & Handayani (2018) etkin kurumsal yönlerim uygulamalarının firmaların hisse performansına etkisini tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırma Endonezya Menkul Kıymetler Borsası LQ45 endeksi ve diğer endekslere kote olmuş 84 firmanın hisse fiyatları, faaliyet raporları ve finansal raporlarını, firmaların hisse performansı ve finansal performans arasında bir ilişki olup olmadığını tespiti için karşılaştırmalı olarak analiz etmiştir. Yapılan analiz sonucunda firmaların hisse performansı ve market değeri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında herhangi bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir.

3.1.2 Ulusal Alanda Yapılan Çalışmalar

Karamustafa vd. (2009) İMKB tarafından 2008 yılında oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) ne dâhil olmaya hak kazanın firmaların finansal performanslarında anlamlı bir değişimin olup olmadığını tespit etmeye çalışmıştır. Araştırma kapsamında XKURY endeksinde işlem gören şirketlerin hisse performanslarının endekse dâhil olmadan önceki 5 çeyrek dönem ve sonraki 2 çeyrek dönem performans gerçekleştirmeleri arasındaki farklılıklar T-test istatistiksel analiz yöntemi ile sınanmıştır. Yapılan analiz sonucu aktif devir hızı, aktif kârlılığı ve öz sermaye kârlılığı performans göstergelerinde endeks katılımı öncesi ve sonrası anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır. Diğer performans göstergeleri için ise anlamlı bir farklılık çıkmamıştır. Araştırma kurumsal yönetim endeksinin hisse performansını kısmi olsa da olumlu yönde etkilediğini tespit etmiştir.

Karayel & Gök (2009) kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi şirketlerin hisse performansını inceleyerek

tespit etmeyi amaçlamıştır. Endeksin başlangıcı olan 2007 Ağustos ayından 2009 sonuna kadar endekste kalabilmiş dokuz şirket üzerinde yapılan araştırma kurumsal yönetim öncesi dört çeyrek ve kurumsal yönetim sonrası beş çeyreklik dönemleri temel almıştır. Kurumsal yönetim sonrası değişimin tespit edilmesi için hisse başına kâr, varlık kârlılığı ve fiyat-kazanç oranı performans kriterleri temel alınarak ANOVA testi kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda temel alınan dokuz şirketten sadece birinin performansını arttırdığı belirlenmiş, dolayısı ile Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansı üzerinde etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Eyüboğlu vd. (2010) hisseleri İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nde (XKURY) işlem gören şirketlerin performans değerlendirmesi üzerinden kurumsal yönetimin şirket performansına etkisini tespit etmeye çalışmıştır. Araştırmada 2007 Eylül ve 2009 Kasım dönemleri temel alınarak Türkiye’de XKURY endeksinin risk-getiri açısından endekse tabi şirketlerin aynı dönem içi risk-performans getirileri, İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-100 endeksleri birlikte analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda XKURY endeksine tabi şirketlerin yatırımcılara normalden daha yüksek bir getiri sağlamadığı ve yatırımcıların risksiz yatırımlara yönelmeleri durumunda daha yüksek bir kazanç elde edeceği tespit edilmiştir.

Çarıkçı vd. (2010) araştırmasında kurumsal yönetim süreci ve şirket performans ilişkisinin Türkiye’de izlediği seyri İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) ve İMKB -100 endeksinin getiri ve getiri volatilitelerini karşılaştırarak incelemeyi amaçlamıştır. Araştırmada ARCH-GARCH istatistiksel analiz modeli kullanılmış. Analiz sonucunda XKURY endeksinin volatilitelerinin İMKB-100 endeksinden daha yüksek olduğu tespit edilmiş ayrıca salt getiri temelinde XKURY endeksinin İMKB-100 endeksinden daha büyük negatif getiriye sahip olduğu bulunmuştur. Bulgulardan yola çıkılarak İMKB-100 e kote olan şirketler bağlamında kurumsal yönetim ilkelerine uyum ve şirket performansı arasında bir ilişkinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ersoy (2011) kurumsal yönetim ile firma performansı arasındaki ilişkiyi bulmak için İMKB-100 endeksinde yer alan 51 firmayı Panel Lojistik Regresyon Modelleri (PLRM) kullanarak incelemiştir. Araştırma 1998-2007 yılları arasındaki 10 yıllık dönemi kapsayan verilerin kullanıldığı süreçte söz konusu firmaların kurumsal yönetim açısından olumlu karşılanacak yönetim ve sahiplik üzerinde yaptığı değişimlerin bir kısmının Tobin-Q değerini arttırdığı, yabancı sahipliğin Tobin-Q temelinde firma performansını artırır iken hisse senedi getirilerini azalttığı tespit edilmiştir. Yapılan analizler sonucu kurumsal yönetim düzenlemelerinin anormal getiri sağlamadığı tespit edilmiştir.

Sakarya (2011) araştırmasında ilk defa 2008 yılında İMKB tarafından yeterli kurumsal derecelendirme notu alan şirket hisselerinden oluşan Kurumsal Yönetim Endeksi'nin (XKURY) kurulmasında yer alan şirket hisselerinin derecelendirme notları ve hisse performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmacı 2009 yılı itibarı ile XKURY endeksine dâhil olan 11 şirketin kurumsal derecelendirme notu açıklanmadan önce ve sonraki hisse değerleri olay çalışması yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve kurumsal yönetim notları ile hisse performansı arasında anlamlı bir ilişki aranmıştır. Araştırma sonucunda iyi kurumsal yönetim notları ile hisse senetleri getirisini arasında olumlu bir ilişki olduğu ve olay öncesi ve sonrası XKURY endeksine dâhil olan firmaların hisselerinden önemli getiriler elde edilebileceği tespit edilmiştir.

Topaloğlu vd. (2013) finansal performans ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişkiyi bulmaya çalışmıştır. Araştırmada Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren 18 şirket ve bu şirketlerin 2009-2011 dönemleri arasında açıklanmış finansal ve mali tabloları ve kurumsal yönetim notları SPK Kurumsal yönetim TOPSIS çok kriterli kara verme yöntemi ile analiz edilmiştir. Analiz sonrası ulaşılan finansal performans puanları firmaların kurumsal derecelendirme notları ile karşılaştırılması sureti ile şirketlerin performanslarının sıralanması ve aradaki ilişkinin tespiti hedeflenmiştir. Araştırmacılar yapılan analiz sonucunda şirketlerin finansal performanslarının kurumsal yönetim performansları ile doğrusal olarak hareket etmediğini ve şirketlerin kurumsal yönetim kalitelerinin finansal performanslarına yansımadağı tespit edilmiştir.

Yenice & Dölen (2013) tarafından yapılan araştırmada İMKB'de işlem gören firmaların borsa değerlerinin kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğinin ölçümü hedeflenmiştir. Çalışmanın amacına ulaşmak için 2007-2011 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) yer alan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları tespit edilmiştir. Bu notların açıklanma zamanlarından 30 gün önce ve 30 gün önceki hisse performansları belirlenerek şirketlerin kurumsal yönetim notları ile borsa performansları arasındaki ilişki bir dizi Wilcoxon İşaretili Sıra Sayıları Testi ve bağımlı örneklem T-Testleri kullanılarak bulunmaya çalışılmıştır. Araştırmacılar yapılan analizler sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borsa performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur.

Kula & Baykurt (2014) BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (XKURY) tabi şirketlerin kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının piyasa değeri arasındaki ilişkiyi bulmak için yaptıkları araştırmada XKURY endeksine kote olan 47 şirketin 2013 yılı üçüncü çeyrek verileri

kullanılarak kurumsal yönetim notları ile piyasa değeri arasındaki ilişkiyi yatay-kesit regresyon yöntemi ile araştırmışlardır. Analizde derecelendirme notları dışında bağımsız değişken olarak kârlılık, öz sermaye büyüklüğü ve sektör ayrımı da dâhil edilmiştir. Analiz sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notları ile şirket kârlılığı arasında pozitif anlamlı bir ilişki, öz sermaye büyüklüğü ve piyasa değeri arasında ise negatif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Elde edilen sonuca paralel olarak kurumsal yönetim uygulamalarının yüksek piyasa değeri ve daha iyi finansal performans sağladığı çıkarılabilmektedir.

Bayraktaroğlu & Çelik (2015) hisse senetleri Borsa İstanbul'a kote olan şirketlerin SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumunun şirketlerin Borsa İstanbul'da işlem gören hisselerinin getiri oynaklığını azaltmada bir gösterge olarak kullanılıp kullanılmayacağı araştırılmıştır. 2007-2014 yılları arası BIST 100 ve BIST 30 endeksi 1. ve 2. seans günlük verileri XKURY endeksi verileri ile kıyaslanarak yapılan analizde GARCH tipi Volatilite modelleri kullanılarak yapılan araştırmada kurumsal yönetim uygulamalarının BIST 100 ve BIST 30 endeksleri üzerinde azda olsa getiri oynaklığını azaltıcı etkisi olduğu tespit edilmiştir. Araştırmacılar kurumsal yönetim uygulamalarının BIST istikrarını arttırmak amacı ile kullanılabileceğini kabul etmektedir.

Erdoğan (2015) tarafından kurumsal yönetim endeksinin firmanın finansal performansına etkisinin tespit edilmesi için BIST 100 endeksi üzerinde yapılan araştırmada BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) dâhil olan şirketler ile kurumsal yönetim endeksine dâhil olmayan şirketlerden finansal performans açısından ayrışıp ayrışmadığı incelenmiştir. Araştırmada analiz yönetimleri olarak panel veri analize ve eğilim skoru eşleştirme modelleri ile firmaların finansal performans düzeyleri ile kurumsal yönetim endeksine dâhil olma durumları incelenmiştir. Araştırma sonucunda kurumsal yönetim endeksine dâhil olmanın firmanın finansal performansı üzerinde bir etkiye sahip olmadığı bulunmuştur.

Kara vd. (2015) kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkisini tespit etmek için hisseleri BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) 2006-2012 yılları arası süreçte işlem gören işletmelerin kurumsal yönetim seviyeleri ile finansal performansları arasındaki ilişki panel veri analizi kullanılarak açıklamaya çalışılmıştır. Analiz sonucunda kurumsal derecelendirme notu ile Tobin-Q değeri ve kaldıraç oranı arasında anlamlı ve olumlu bir etki olduğu tespit edilirken öz sermaye kârlılığı, aktif kârlılık, satış kârlılığı ve net kâr arasında bir ilişkiye rastlanmamıştır. Ortaya çıkan bulgular neticesinde araştırma kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansı arasında bir ilişki olmadığını kabul etmiştir.

Aydın (2017) kurumsal yönetim performansının firma üzerindeki etkisini tespit etmek için BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (XKURY) kayıtlı ve 2011-2015 yılları arası kurumsal yönetim notu alan 24 firmanın kurumsal yönetim politikalarını etkileyen faktörleri panel regresyon yöntemi ile analiz etmiştir. Kurumsal yönetim politikasının analizi için dışa bağımlı değişken olarak kurumsal yönetim notu seçilmiş, firma performans ölçütleri olarak cari oran, öz sermaye karlılığı oranı (ROE), aktif karlılık oranı (ROA), toplam borç/öz sermaye oranı ve öz sermaye büyüme oranları seçilmiştir. Yapılan analiz sonucunda öz sermaye büyüme oranı ile kurumsal yönetim notu arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Tükenmez vd. (2017) BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) yer alan 15 adet işletmenin 2014-2019 yılları arası Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Puanlarının şirket performansı arasındaki ilişkinin varlığını araştırmıştır. Araştırmada bağımlı değişken olarak aktif kârlılık (ROA) ve Tobin Q oranları kullanılmıştır. Toplam aktiflerin logaritmasının (şirket büyüklüğü), kaldıraç oranının ve şirketlerin yaşının kontrol değişkeni olarak ele alındığı araştırmada panel veri analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda işletmelerin kurumsal yönetim puanlarının çoğu ile aktif kârlılık (ROA) ve Tobin Q değeri arasında negatif yönlü bir anlamlılık olduğu tespit edilmiştir.

Yazgan (2017) BIST kurumsal Yönetim Derecelendirme notu ile firmaların hisse performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmada 2011-2015 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde (XKURY) bulunan 58 firmanın hisse dalgalanmalarının Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu açıklanmadan 10 gün önce ve 10 gün sonraki seyrini Olay Çalışması yöntemi ile analiz edilmiş ve gösterge olarak BIST 100 endeksi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunun açıklanmasının firma hisse getirileri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olmadığı bulunmuştur. XKURY endeks kapsamında yer alan firmaların yarı aktif piyasalarda hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır.

Güleç vd. (2018) BIST100 ve BIST30 endeksleri ile Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) arasındaki volatilité yayılımı ve uzun dönemli ilişkiyi test etmek için endeksler Johansen eş bütünleşme testi ile sınanmış ve zaman serilerinin durağanlığı ADF ve PP kök birim testleri ile tespit edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda en yüksek getiriye sahip endeks olarak XKURY, en yüksek volatilitéye sahip endeks olarak da BIST30 tespit edilmiş, kurumsal yönetim endeksinde olan şirketlerin daha düşük volatilité ve daha yüksek getiri ilişkisi içinde olduğu ortaya çıkmıştır. Elde edilen sonuçlara paralel olarak kurumsal yönetim uygulamalarının firma hisse performansını arttırıcı bir etkisi olduğu araştırma tarafından kabul edilmiştir.

Önalan & Tan (2018) kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirket performansına etkisini tespit etmek için BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) hisseleri işlem gören 48 adet şirket hisselerinin 20017 yılı verilerini araştırma için yaratılan yatay-kesit en küçük kareler regresyon analizini temel alan modelleme ile sınıamışlardır. Yapılan analiz sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasında pozitif anlamlı bir ilişki ortaya çıkmıştır. Elde edilen veriler eşliğinde araştırma kurumsal yönetim uygulamalarının şirket performansına olumlu yönde etki ettiği çıkarımına varmıştır.

Güngör & Güney (2019) BIST Kurumsal yönetim Endeksi'ne (XKRUY) tabi şirketlerin kurumsal yönetim performansları ile hisse getirisi arasındaki ilişkiyi bulmaya çalışmışlardır. Araştırmada XKURY endeksinin 2010-2017 dönemi arasındaki verileri panel ve veri analizleri yatay-kesit bağımlılığı ve homojenlik testler ile sınıanmıştır. Daha sonra birinci nesil birim kök testlerine geçilmiştir. Serilerin farkta durağan olmaları sebebiyle Pedroni Eş bütünleşme Testi yapılmıştır. Eş bütünleşik olan seriler için katsayılar FMOLS yöntemiyle tahmin edilmiştir. Söz konusu bir nedenselliğin olup olmadığı ise Panel VECM ile belirlenmiştir. Analiz sonuçları iyi kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerinde pozitif ve anlamlı etkisi olduğunu göstermiştir.

Yağcı vd. (2019) kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini bulmak için BIST50, BIST Mali Endeks, BIST Hizmetler Endeksi, BIST Teknoloji Endeksi ve BIST Kurumsal Yönetim Endekslerinin göstermiş olduğu performansları 2007-2018 dönemleri arasında kıyaslamışlardır. Araştırmada market göstergesi olarak BIST 100 endeksi performans ölçütü olarak ise Sharpe oranı, M² Ölçütü, Treynor Endeksi, T² Ölçütü, Jensen Alfa endeksi temel alınmıştır. İncelenen dönemde neredeyse tüm ölçütlere göre kurumsal yönetim endeksinin en kötü performans sergileyen endeks olduğu tespit edilmiş, bu neticede kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse performansı arasında olumlu bir ilişki bulunamamıştır.

Çağırın & Kayasandık (2019) BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) hisseleri işlem gören işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile kârlılıkları arasındaki ilişkiyi tespit etmeye çalışmıştır. Bu neticede Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmaya başladığı yıl olan 2007 den 2017 yılına kadar endekste kalabilmiş 5 işletmenin söz konusu dönemdeki kârlılık oranlarının (ROA, ROE, ROS, ROCE) kurumsal yönetim notlarına etkisini incelemek için panel veri analizi yapılmıştır. Analiz sonucunda öz kaynakların kârlılığının kurumsal yönetim üzerinde anlamlı olumlu, sermayenin kârlılığının kurumsal yönetim üzerinde anlamlı olumsuz etkisi olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular itibarı ile kurumsal yönetim notlarının hisse performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu kabul edilmiştir.

3.1.3 Literatür Analizi

Kurumsal yönetim sistemi üzerinde ulusal ve uluslararası alanda çok fazla akademik araştırma yapılan bir iktisadi yönetim modeli olmuştur. Literatüre bakıldığında daha önce de değinildiği üzere bu alanda yapılan ilk araştırmalar 1930'lı yıllarda kaleme alınmış fakat güncel araştırmalar ağırlıklı Batı ülkeleri tarafından 1980'li yıllarda uygulamaya konulan neo-liberal reformlar, finansallaşma ve Soğuk Savaş'ın sona ermesi sonrası yaşanan hızlı küresel finansallaşma ve uluslararası şirketlerin artışına müteakip yapıldığı tespit edilebilir. OECD tarafından 1999 yılında yayınlanan "Kurumsal Yönetim İlkeleri" çalışması ve beraberinde gelen şirket skandalları kurumsal yönetim uygulamaları üzerine yapılan çalışmaları gözle görülür bir şekilde arttırmıştır. Şirket skandalları ve sonrasında yapılan akademik araştırmalar kurumsal yönetim uygulamalarının düzenleyici merciler tarafından şirket riskini azaltacak ve skandalları ortadan kaldıracak bir yöntemler bütünü olarak zorunlu hale getirilmesi ile daha çok kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi çeşitli istatistikî tahmin teknikleri kullanarak ispat etmek üzerine yoğunlaşmıştır. Bu etapta araştırma kapsamında incelenen ulusal ve uluslararası araştırmalarda kullanılan veriler aşağıda sıralanmıştır:

- Tobin-Q değeri
- Öz sermaye kârlılığı (ROE)
- Aktif kârlılık oranı (ROA)
- Firma hisse volatilitesi
- Firma pazar değeri
- Kurumsal yönetim derecelendirmesi
- Kurumsal yönetim portföyü-gösterge endeksi kıyası

Bu verilerin analizinde kullanılan istatistiksel tahmin ve analiz yöntemleri de aşağıda sıralanmıştır:

- Çok değişkenli regresyon analizi modeli
- TOPSIS çok kriterli karar verme yöntemi
- ARCH-GARCH genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans testi
- Kolmogorov-Smirnov uygunluk testi
- Dickey-Fuller durağanlık testi
- Wilcoxon işaretli sıra sayıları testi

- Johansen eş bütünleşme testi
- Chow yapısal kırılma testi

İncelenen araştırmalar neticesinde literatürde kurumsal yönetimin şirket değeri ve hisse performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu genel olarak kabul edilmediği görölmektedir. Bu sonuçta araştırmaların birbirinden bağımsız veri seti ve farklı analiz yöntemlerini kullanmasından kaynaklı olabileceği çıkarımı yapılabilir. Akademik camia tarafından kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki etkisi üzerinde bir fikir birliği sağlanamamış olsa da incelenen araştırmalarda genellikle uluslararası araştırmaların kurumsal yönetimin firma değeri ve hisse getirisi üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ulusal araştırmalarda ise bu durumun tam tersi bir sonuç karşımıza çıkmaktadır.

Ulusal alanda yapılan ve kurumsal yönetimin firma ve hisse performansına etkisini ölçen araştırmaların genel anlamda uluslararası türdeşlerinden farklı sonuçlara ulaşmasının nedeni kullandıkları metodoloji ve temel aldıkları endeks verileri olarak gösterilebilir. Aynı zamanda Türkiye’de bu alanda yapılan çalışmaların daha fazla olmasının nedeni olarak da Borsa İstanbul ve SPK tarafından bu alanda sunulan verilerin diğer borsalara göre çok daha fazla ve kapsamlı olması olarak bulunabilir. Türkiye’de bu alanda yapılan analiz ölçüm çalışmalarının çok büyük bir kısmı 2007 yılında Borsa İstanbul tarafından Kurumsal Yönetim Endeksi’nin (XKURY) oluşturulmasına müteakip olarak ve bu endeks ve kurumsal yönetim derecelendirme puanlarını temel alan veri setlerinden yararlanılarak yapılmıştır. Kurumsal yönetim endeksinin hesaplamaya başlanmasından önceki dönemleri kapsayan çalışmalarda her bir çalışma kendi endeksini oluşturmuş ve buna bağlı ilişki incelenmiştir (Erdoğan, 2015). Ulusal ve uluslararası araştırmalar arasında görölen sonuç farklılıklarının altında yatan önemli nedenlerden biride temel alınan verinin güvenilirliği sorunsalıdır. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi’ne kote olmuş firmaların kurumsal yönetim uyumu bağımsız derecelendirme firmaları tarafından incelenmekte ve kamuoyuna açıklanan uyum raporları ve puanlamaları da bu kurumlar tarafından yapılmaktadır. Ulusal araştırmaların çoğu araştırma verisi olarak söz konusu kurumlar tarafından ulaşılan puanlama ve raporları temel almaktadır. Anlaşılabileceği üzere derecelendirme kuruluşları tarafından firma derecelendirme süreci sırasında kasıtlı veya kasıtsız olarak yapılan usulsüzlük ve hatalar, bu alanda yapılan araştırmaların hata oranlarını arttırmakta ve gereceği yansıtamayan sonuçlara ulaşılmasına neden olabilmektedir. Bu neticede temel alınan verilerin bağımsız ve olabildiğince gerçekçi olarak yaratılmış olması

araştırmacıların elinde olmayan ama araştırma sonucunu doğrudan etkileyen bir değişken olarak karşımıza çıkmaktadır.

Gelecek dönemde kurumsal derecelendirme yöntemlerinin gelişmesi sonucunda daha gerçeği ve anlamlılığı yüksek tahminlerin elde edilebilmesi bu alanda yapılacak akademik çalışmaları da daha kapsayıcı ve pratik olarak uygulanabilir kılacağı gibi söz konusu araştırmalar tarafından ulaşılacak sonuçların güncel araştırmalar ile farklılık gösterebileceği varsayılabilir.

3.2 Araştırma

3.2.1 Veri

Kurumsal yönetim uygulamaları ile hisse getirileri arasındaki olası ilişkiyi incelemek için BIST 100 endeksi ile kurumsal yönetim derecelendirmesinden 7.00 ve üzeri puan alan 49 şirketten oluşan Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) yer alan şirketlerin günlük hisse senedi getirileri 1 Ocak 2008 tarihinden 31 Aralık 2019 tarihine kadar olan 11 yıllık dönem için incelenmiştir. Ayrıca, Kurumsal Yönetim Endeksi dışında kalıp hisseleri BIST 100 endeksinde işlem gören ve dönemsel olarak kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan 3 şirkette araştırmaya dâhil edilerek incelenen şirket sayısı 52 olmuş ve bu neticede ulaşılan sonucun kıyaslanmaya uygun kapsayıcılıkta olması hedeflenmiştir. Kurumsal Yönetim Endeksi esasen 31 Ağustos 2007 yılında açılmış lakin ilk yıl endekste sadece 5 şirket mevcut olduğu için gözlem sayısının az olması sebebiyle 2008 yılı başlangıç tarihi olarak alınmıştır. şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarına SPK tarafından derecelendirme lisansı verilmiş resmi derecelendirme kurumları olan SAHA Rating, JCR Eurasia, Kobirate, Türk Kredi Rating ayrıca Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) internet sitelerinden ulaşılmıştır. şirket ve endekslerin borsa performans verileri ise Investing.com ve İş Finans e-arşivlerinden temin edilmiştir. Araştırmaya dâhil edilen şirketlerin adları “Araştırma Verileri” alt başlığında hisse kodları ile birlikte listelenmiştir. Araştırmada aynı zamanda BIST 100 ve XKURY endekslerinin günlük getirileri ve USD/TRY kurunun günlük değişimi de kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

3.2.2 Araştırma Yöntemi ve Kullanılan Sınama

şirketlerin hisse performansı ile kurumsal yönetim performansı arasındaki olası ilişki, panel veri sabit etkiler modeli ile incelenmiş, hisse senetlerindeki sabit etkiler kukla değişkenli en küçük kareler yaklaşımı ile tahmin edilmiştir. Kesit verisini zaman serisi ile birleştiren panel verisi “daha çok bilgi verir”, daha değişkendir, değişkenleri arasında ortak doğrusallık daha

azdır, serbestlik derecesi daha yüksektir, daha etkindir (Gujarati & Porter, 2012). Bu istatistiksel çıkarım modeli türdeş olmayan hacimli ve çoklu veriyi zaman serisi içinde ele aldığı için yapılan kurumsal yönetim derecelendirmesi ve farklı şirketlerin zamana bağlı hisse performansını diğer istatistiksel sına yöntemlerine göre daha kapsayıcı şekilde işleyebileceği sonucuna varılmıştır. Araştırmada aşağıda listelenen varsayımlar sınıanmıştır.

1. H0: Kurumsal yönetim “final” notunun hisse getirilerine etkisi yoktur.
H1: Kurumsal yönetim “final” notunun hisse getirilerine etkisi vardır.
2. H0: Kurumsal yönetim “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” notunun hisse getirilerine etkisi yoktur.
H1: Kurumsal yönetim “kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” notunun hisse getirilerine etkisi vardır.
3. H0: Kurumsal yönetim “yönetim kurulu” notunun hisse getirilerine etkisi yoktur.
H1: Kurumsal yönetim “yönetim kurulu” notunun hisse getirilerine etkisi vardır.
4. H0: Kurumsal yönetim “pay sahipleri” notunun hisse getirilerine etkisi yoktur.
H1: Kurumsal yönetim “pay sahipleri” notunun hisse getirilerine etkisi vardır.
5. H0: Kurumsal yönetim “menfaat sahipleri” notunun hisse getirilerine etkisi yoktur.
H1: Kurumsal yönetim “menfaat sahipleri” notunun hisse getirilerine etkisi vardır.

Araştırmada kukla değişkenli panel veri regresyon analizi üzerine oluşturulan sına modeli aşağıda verilmiştir. Daha önce de değinildiği üzere kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, yönetim kurulu, pay sahipleri ve menfaat sahipleri olmak üzere 4 alt kategori puanının ağırlıklı ortalamasından oluşan nihai kurumsal yönetim puanının getirileri Model 1’de incelenmiştir. Model 2’de ise final puanı yerine 4 alt kategori puanlarının etkileri ayrı ayrı incelenmiştir. Modellerde BIST100 ve BIST Kurumsal Yönetim (XKURY) Endekslerinin günlük getirileri, USD/TRY kurunun günlük değişimi, final notlarının yıllara göre ortalama ve standart sapmaları ve hisse senedi sabit etkileri kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

$$final = 25\% kamu + 15\% menfaat + 35\% yönetim + 25\% payshp$$

Eşitlik 1.1: Kurumsal Yönetim Final Puanının Hesaplanması Kullanılan Ağırlıklar¹.

Araştırmanın ilk modelinde kurumsal yönetim final notunun hisse senedi getirilerine etkisi incelenmiştir. İkinci modelde ise final notunu oluşturan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olarak belirtilen alt kategori notlarının hisse

¹ Araştırmada SPK tarafından hesaplanan final notları kullanılmıştır

senedi getirilerine etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Kullanılan modeller aşağıda listelenmiştir.

Eşitlik 1.2: Araştırmada Tahmin Edilen Modeller

Model 1:

$$\text{Getiri}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{final}_{it} + \beta_5 r_b100_t + \beta_6 r_bkury_t + \beta_7 r_usd_t + \beta_8 \text{meanscore}_t + \beta_9 \text{stdscore}_t + \beta_{10} \text{endeks}_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Model 2:

$$\text{Getiri}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{kamu}_{it} + \beta_2 \text{menfaat}_{it} + \beta_3 \text{yönetim}_{it} + \beta_4 \text{payshp}_{it} + \beta_5 r_b100_t + \beta_6 r_bkury_t + \beta_7 r_usd_t + \beta_8 \text{meanscore}_t + \beta_9 \text{stdscore}_t + \beta_{10} \text{endeks}_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Modellerde kullanılan değişkenler aşağıda tanımlanmıştır:

Getiri_{it}= *i* hissesinin *t* günündeki getirisi

final_{it}= *i* hissesinin *t* yılındaki final notu

kamu_{it}= *i* hissesinin *t* yılındaki kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu

menfaat_{it}= *i* hissesinin *t* yılındaki menfaat sahipleri notu

yönetim_{it}= *i* hissesinin *t* yılındaki yönetim kurulu notu

payshp_{it}= *i* hissesinin *t* yılındaki pay sahipleri notu

endeks_{it}= *i* hissesini *t* yılında Kurumsal yönetim endeksinde ise 1, aksi halde 0 değeri alan kukla değişken

r_b100_t= BIST 100 endeksinin *t* günündeki getirisi

r_bkury_t= Kurumsal yönetim endeksinin *t* günündeki getirisi

r_usd_t= USD/TRY kurunun *t* günündeki getirisi

meanscore_t= *t* yılında kurumsal yönetim final notlarının ortalaması

stdscore_t= *t* yılında kurumsal yönetim final notlarının ortalaması

μ_i= Hisse senedi sabit etkileri kukla değişkenleri

ε_{it}= Hata terimi

Alınan veri grubu Microsoft Excel programı ile sınanmaya uygun olacak şekilde düzenlenmiş ve verinin işlenmesi EViews ve SAS programları kullanılarak yapılmıştır.

3.2.3 Bulgular

Kurumsal yönetim final notu ve dört temel alt notunun hisse performansına etkisinin iki ayrı model ile incelendiği regresyon analizinin özet sonuçları **tablo 3.1** de paylaşılmıştır.

Tablo 3.1: Araştırma neticesinde yaratılan regresyon modellerinin özet sonuçları

	Model 1	Model 2
Sabit	0.0017 (0.64)	-0.0007 (-0.17)
Final	0.0002 (0.56)	
Kamuyu Aydınlatma		-0.0001 (-0.42)
Menfaat Sahipleri		0.0006** (2.44)
Pay Sahipleri		-0.0004 (-1.52)
Yönetim Kurulu		8.61E0 (0.48)
R_B100	0.4502*** (31.55)	0.4502*** (31.56)
R_BKURY	0.3723*** (25.48)	0.3722*** (25.48)
R_USD	-0.0037 (-0.49)	-0.0037 (-0.49)
R-Kare	0.216724	0.216772
Düzeltilmiş R-Kare	0.216306	0.216333
F İstatistiği	519.1839	493.3524
P(F)	0.000000	0.000000
*Regresyon modelleri Newey-West'in değişen varyans ve otokorelasyona tutarlı kovaryans matrisleri kullanılarak en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmiştir. Parantez içindeki değerler katsayıların t-istatistikleridir.		
***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.		

Model 1 de “FINAL” olarak belirtilen kurumsal yönetim final notunun “R_B100” olarak belirtilen BIST 100 endeksi, “R_BKURY” olarak belirtilen kurumsal yönetim endeksi ve “R_USD” olarak belirtilen kur değişimi kontrol değişkenleri olarak alınarak hisse performansı ile kıyaslandığı analiz sonucu aldığı t-test değeri 0.1 in altında olduğu için hisse performansı ile arasında herhangi bir anlamlılık tespit edilememiştir. Model 1 regresyon analizinin detaylı sonuçları **Ekler** kısmında **tablo 4.2** de paylaşılmıştır.

Model 2 de ise “R_B100” olarak belirtilen BIST 100 endeksi, “R_BKURY” olarak belirtilen kurumsal yönetim endeksi ve “R_USD” olarak belirtilen kur değişimi kontrol değişkenleri

olarak alınarak hisse performansı ile kıyaslanarak analiz edilmiştir. Analiz sonucu “KAMU” olarak belirtilen Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, “YONETIM” olarak belirtilen Yönetim Kurulu, “PAYSHP” olarak belirtilen Pay Sahipleri alt kategori notlarının aldığı t-test değeri 0.1 in altında olduğu için herhangi bir anlamlılık tespit edilememiştir. Bunlar dışında “MENFAAT” olarak belirtilen Menfaat sahipleri alt kategori notu ile hisse performansı arasında %5 anlamlılık seviyesinde pozitif anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Model 2 regresyon analizinin detaylı sonuçları **Ekler** kısmında **tablo 4.3** te paylaşılmıştır.

SONUÇ

Kurumsal yönetim yaklaşımı küresel ekonomilerde faaliyet gösteren şirketlerin işletme sürecinde yapılan hatalardan kaynaklı oluşacak yönetimsel hataları engellemek ve şirketleri buldukları piyasalarda daha dengeli ve istikrarlı birer oyuncu yapabilmek amacı ile geliştirilmiş ilkeler bütünü olarak ortaya çıkmıştır. Özellikle günümüzde küreselleşmenin hız kazanması, finansal piyasaların birbirlerine entegre olması ve uluslararası karşılıklı bağımlılığın artması göz önüne alındığında birden çok ülke ve pazarda faaliyet gösteren yüksek hacimli şirketler finansal olarak en az ülkeler kadar aktif oyuncular olmuştur. Kurumsal yönetim uygulamaları, şirketlerin kâr amacı gütmek dışında toplum ve çevre çıkarları gibi etkenler eşliğinde karar alarak etik prensipler eşliğinde faaliyet göstermesi, kamuya karşı şeffaf ve hesap verebilir olmasını amaçlamaktadır. Bu şekilde düşünülür ise doğru kurumsal yönetimin ekonomik denge ve istikrarın sağlanabilmesi açısından kritik öneme sahip oldu anlaşılmaktadır.

Bu araştırmada şirketlerin hisse performansı ile kurumsal yönetim performansı arasındaki olası ilişki, panel veri sabit etkiler modeli ile incelenmiş, hisse senetlerindeki sabit etkiler kukla değişkenli en küçük kareler yaklaşımı ile tahmin edilmiştir. Araştırma kapsamında şirketlerin aldığı kurumsal yönetim final notu ile hisse performansı ve final notunu oluşturan kurumsal yönetim alt kategori notları ile şirket hisse performansına etkisi ayrı iki model ile incelenmiştir. Kurumsal yönetim final notu ile hisse performansı arasında herhangi bir ilişki tespit edilmez iken kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu alt notlarının hisse performansına etkisini inceleyen diğer modelde menfaat sahipleri alt kategori notu ile şirket hisse performansı arasında pozitif anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Ulaşılan sonuç eşliğinde kurumsal yönetim uygulamalarının genel olarak şirket hisse performansına olumlu bir etkisi olmadığı kanısına varılmıştır. Fakat etkin kurumsal yönetimin gerekliliklerinden biri olan ve şirket faaliyetlerinin bulunduğu çevre toplum ve çalışanlarına olacak olası etkilerini düşünerek hareket etmesini öngören menfaat sahipleri yaklaşımının şirket hisse performansına olumlu etki yaptığı tespit edilmiştir. Menfaat sahipleri prensibi aynı zamanda şirket azınlıkları olarak kabul edilen çalışanların hak ve ayrıcalıklarının şirket tarafından korunmasını önermektedir. Bu nedenle menfaat sahibi yaklaşımına ve sosyal farkındalığa sahip ayrıca faaliyetlerinde çevresine ve çalışanlarına karşı şeffaf olan şirketlerin çalışan memnuniyeti neticesinde bireysel yatırımcı gözünde daha olumlu intiba bırakması olarak gösterilebilir.

Araştırma neticesinde modellenen regresyon sonucu, Karamustafa vd. (2009), Karayel & Gök (2009), Çarıkçı vd. (2010), Ersoy (2011), Topaloğlu vd. (2013), Erdoğan (2015), Kara vd. (2015), Yazgan (2017), Yağcı vd. (2019) araştırmaları ile tutarlılık göstermektedir. Söz konusu araştırma modellerinin temel aldığı değişkenler ile bu çalışmada kullanılan değişkenler arası benzerlik gözlemlenmiş iken modellerin yaratılmasında kullanılan istatistiksel çıkarıma ve veri analiz yöntemleri değişkenlik göstermektedir.

Öte yandan araştırma bulguları Eyüboğlu vd. (2010), Sakarya (2011), Yenice & Dölen (2013), Kula & Baykurt (2014), Bayraktaroğlu & Çelik (2015), Aydın (2017), Tükenmez vd. (2017), Güleç vd. (2018), Önalın & Tan (2018), Güngör & Güney (2019), Çağırın & Kayasandık (2019) araştırma bulgularını desteklememektedir. Söz konusu araştırma modellerinin temel aldığı değişkenler ile bu çalışmada kullanılan değişkenler arası benzerliklerin az olduğu gözlemlenmiş iken modellerin yaratılmasında kullanılan istatistiksel çıkarıma ve veri analiz yöntemleri değişkenlik göstermektedir.

Alanda yapılan araştırmalar incelendiğinde bu çalışmada ulaşılan sonuca paralel olarak kurumsal yönetim uygulamalarının şirket hisse performansına etkisi olmadığı sonucuna varan araştırmaların, kurumsal yönetim uygulamalarının hisse performansına olumlu yönde etkisi olduğunu tespit eden araştırmalara oranla daha fazla olduğu gözlemlenmiştir.

Kurumsal yönetim çalışmaları incelenirken kurumsal yönetim konseptinin diğer denetim sistemlerine göre daha yeni ve düzenleyici kurumlar tarafından daha çok şirket için olumlu olacak yaklaşımlar bütünü olarak takip edilmesinin önerildiği fakat zorunlu kılınmadığı unutulmamalıdır. Gelecekte kurumsal yönetim yaklaşımının uygulama sahasından edinilen tecrübe ve geri bildirimler ile geliştirilmesi ve düzenleyici kurumlar tarafından etkin şirket

yönetimi için kurumsal yönetim sisteminin zorunlu kılınması gibi yaşanabilecek olası gelişmeler kurumsal yönetim uygulamalarının hisse kârlılığına olan etkilerinin anlaşılması üzerine yapılan çalışmaları daha kapsayıcı kılacaktır.



KAYNAKÇA

- Abdullah, H. , Valientine, B. (2009), Fundamental and Ethics Theories of Corporate Governance, *Middle Eastern Finance and Economics*, 4, 88-95
- Ahmed, A.S. (2008), Accounting Scandal: WorldCom (2002), *North South University*,
https://www.academia.edu/18835601/Summary_of_WorldCom_Accounting_Scandal
- Ammann, M., Oesch, D. , Schmid, M. M. (2010) , Corporate Governance and Firm Value, International Evidence* ,*Journal of Emprical Finance*, 18(1), 36-55
- Andreou, P.C. , Antoniou C. , Horton, J. (2016), “Corporate Governance and Firm-Spesific Stock Price Crashes”, *European Financial Management*, 22(5), 916-956
- Annas, J. (2003), *Virtue Ethics and Social Psychology A Priori*: 2, 20-34
- Ansoff, H.I. (1965), Corporate Strategy, Analytic Approach To Business Policy for Growth and Expansion, *John Wiley & Sons* (1988), Hoboken, New Jersey, ABD
- Aydın, A.D. (2017), İyi Yönetilen Şirketlerin Sırrı Olarak Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Üzerine Etkisi, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 21(4) 1541-1553
- Bai, E.C. , Liu, Q. , Lu, J. , Song, F.M. , Zhang, J (2005), Corporate Governance and Market Valuation in China, *Journal of Comparative Economics*, 32, 599-616
- Bauer, R. , Guenster, N. ,Otten, R. (2003), Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe:The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance , *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104
- Bayraktaroğlu, H. , Çelik, İ. (2015), *Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Getiri Oynaklığı Üzerine Etkisi, Borsa İstanbul'da Bir Araştırma, AKÜ İİBF Dergisi*, 17(1), 97-108
- Becht, M., Mayer, C. (2002), “Corporate Control in Europe”, *Revue d'economie Politique*, 112(4), 471
- Berle, A. Means, G. (1932),The Modern Corporation and Private Property, *Commerce Clearing House*, New York
- Blair, M. B. (1995), Rethinking Assumptions Behind Corporate Governance, *Challenge*, 38(6), 12-17

- Beresford, D. R. , Katzenbach, N. D. , Rogers Jr. , C. B. (2003), Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board Directors of WorldCom inc., *Pricewaterhouse Coopers LLP*, (çevrimiçi)
https://www.concernedshareholders.com/CCS_WCSpecialReportExc.pdf
- Bernard S. B. , Love I. , Rachinsky A. (2006), Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Time Series Evidence From Russia, *Science Direct*, 7, 361-379
- Bowrin, A. , Sridharan, V.G. , Navissi, F., Braendle, U.C. (2005), The Theoretical Foundations of Corporate Governance, Virtus Interpress, (çevrimiçi)
http://virtusinterpress.org/additional_files/book_corp_govern/sample_chapter02.pdf
- Brown D. L., Caylor M. L. (2009), Corporate Governance and Firm Performance, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 129-144
- Brunello, G. (1989), The Employment Effects of Shorter Working hours: An Application To Japanese Data, *Economica*, 56(224), 473-486
- Bryne, A. Utkus S. P. (2013), Understanding How The Mind Can Help or Hinder the Investment Success, *Vanguard Investment Publications*, (çevrimiçi)
<https://www.vanguard.co.uk/documents/adv/literature/behaviourial-finance-guide.pdf>
- Cernat, L. (2004), The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental or Still the Century of Diversity?, *Journal of European Public Policy*, 11(1), 147-166
- Clarke, T. , Chanlat J.F. (2009), “*European Corporate Governance, Readings and Perspectives*” Taylor Francis & Routledge (2009), New York, ABD
- Crane, A. , Matten, D. (2004), “*Business Ethics: A European Perspective*”, Oxford University Publications (2004), Oxford, İngiltere
- Coviello, N. , McAuley, A. (1999), Internationalization and Smaller Firm: A Review of Contemporary Empirical Research, *Management International Review*, 39(3), 233-256
- Çağırın, F.K. , Kayasandık, E.A. (2018), Karlılık Oranlarının İşletmelerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Etkisi: Bist Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (XKURY) Panel Veri Analizi, (çevrimiçi)

- https://www.researchgate.net/publication/331088653_Karlilik_Oranlarinin_Isletmelerin_Kurumsal_Yonetim_Derecelendirme_Notuna_Etkisi_Bist_Kurumsal_Yonetim_Endeksi'nde_XKURY_Panel_Veri_Analizi
- Çarıkçı, İ.H. , Kalaycı, Ş. , Gök, İ.Y. (2009), Kurumsal Yönetim-Şirket Performansı İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Ampirik Bir Çalışma, *Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, (1)1, 51-72
- Dağlı, H. , Ayaydın, H. , Eyüboğlu, A. (2010), Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 48,18-3
- De Jong, A. , DeJong, D. V. , Mertens, G., Rosenboon, P. (2005), Royal Ahold: A Failure of Corporate Governance and Accounting Scandal, CentER Discussion Paper, 2005-57, https://www.researchgate.net/publication/4761709_Royal_Ahold_a_failure_of_corporate_governance_and_an_accounting_scandal
- Denis, D. K. , McConnell J. J. (2003), International Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36
- Drobetz, W. , Schillhofer, A. , Zimmermann, H. (2003), Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence From Germany, *European Corporate Governance Institute*, Ön Makale, 011/2003
- Duhamel, J. C. , Fasterling, B. , Refait-Alexandre, C. (2009), La transparence: outil de conciliation de la finance et du management, *Revue internationale de droit économique*, 23(2), 129-157
- Dunford, R (1987), The Suppression of Technology As a Strategy for Controlling Resource Dependence, *Administrative Science Quarterly*, 32(4), 512-525
- Dühnfort, A.M., Klein, C. Lampenius, N. (2008), Theoretical Foundations of Corporate Governance Revisited: A Critical View, *Corporate Ownership & Control*, 6(2), 24-433
- E. , Ersoy, Bayrakdaroğlu, A. ,Şamiloğlu, F. (2011), Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı (Tobin-Q ve Anormal Getiri) Arasındaki İlişkinin Analizi, *Finans & Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 48(554), 71-84

- Ege, İ. , Topaloğlu, E. E. , Özyamamoğlu, M. (2013), Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerinde Bir Uygulama, *Akademik Araştırmave Çalışmalar Dergisi*, 5(9), 100-117
- Ehikioya, B. (2009), Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria, *Corporate Governance*, 9 (3), 231-24
- Hoan C. , Crimes of Century: Collapse of Barings Bank, 1995, *TIME*, (3 Mayıs, 2007)
- Erdoğan, D.C. (2015), Kurumsal Yönetim Endeksinin (XKURY) Firma Performansına Etkisi BİST 100 Üzerinde Bir Araştırma, (Y.lisans tezi), Şırnak Üniversitesi, SBE, Şırnak (çevrimiçi)
https://www.sirnak.edu.tr/yeni/dosya/belgeler/2bist_100_Uzerine_Bir_Arastirma.p
- Fama, E. F. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of The Theory and Empirical Work , *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417
- Fama, E.F. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307
- Fama, E. F. , Jensen, M. C. (1983), Separation of Ownership and Control, Foundations of Organizational Strategy, *Harvard University Journal of Law and Economics*, 26
- Ferrarini, G, Giudici, P. (2005), Financial Scandals and the Rule of Private Enforcement
ECGI-Law, Ön Makale No. 40/2005
- Fisher, M. Ghidni, C. (2002), The ABC Of Rational Agent Modelling, Konferans Dökümanı,
https://www.researchgate.net/publication/221456855_The_abc_of_rational_agent_modelling
- Forbes Global 2000, #302 Royal Ahold Delhaize N.V., (2019),
<https://www.forbes.com/companies/royal-ahold-delhaize/#14faf3e733df>
- Freeman, E. R. , McVea, J. (2001), “*A Stakeholder Approach To Strategic Management*”,
Darden Graduate School of Business Administration, Ön Makale, No.01-02

- Friedman, M. (1970), The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, *New York Times Magazine*, (13 Eylül 1970)
- Friedman A. L., Miles, S. (2002), Developing Stakeholder Theory, *Journal of Management Studies*, 39(1), 1-21
- G20/Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (1999), Principles of Corporate Governance, (çevrimiçi)
<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264236882-en.pdf?expires=1575297144&id=id&accname=guest&checksum=7BF34F456BD29A357CD86256DA78FC59>
- Garay, U. ,Gonzalez, M. (2008), Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela, *Corporate Governance*, 16(3), 194-209
- Ghoshal, S. , Moran, P. (1996), Bad for Practice: A Critique of Transaction Cost Theory, *Academy of Management Review*, 21(1), 13-47
- Gujarati, N.D. , Porter, C.D. (2008) Temel Ekonometri, Literatür Yayıncılık & Dağıtım (2012), Beyoğlu, İstanbul, Türkiye
- Güleç, Ö.F. , Cergibozan, R. , Çevik, E. (2018), BİST Endeksleri İle Kurumsal Yönetim Endeksi Arasındaki Volatilité İlişkisinin İncelenmesi, *Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(1), 17-44
- Güngör, B. , Güney, G. (2019), Kurumsal Yönetim Performansının Hisse Senedi Getirileri İle İlişkisi: Türkiye Örneği, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(23), 37-66
- Habermas, J. (2001), Constitutional Democracy A Paradoxical Union of Contradictory Principles?, *University of Frankfurt*, (Çevrimiçi)
<https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/00905917010290060>
- Hill, C.W.L., Jones, T. M. (1992), Stakeholder-Agency Theory ,*Journal of Management Studies*, 2(29), 132-153
- Healy P. M, Polepu, K. G. (2003), The Fall of Enron, *Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 3-26

Hessels, J. , Terjesen, S. (2008), Resource Dependency and Institutional Theory Perspectives on Direct and indirect Export Choices, *Small Bus Econ*, 34, 203-220

Het Financieele Dagblad , Ahold was chosen by investors, analysts and the financial press as the best company during the Day of the Share, Ahold won this award seven times , (29, *Ekim 1999 & 2 Şubat 2003*),

Imam, M. O. , Malik, M. (2007), Firm Performance nad Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence Form Bangladesh Stock Market, *International Review of Business Research Papers*, 3(4), 88-110

Investing.com, Türkiye Hisse Senetleri, (çevrimiçi)

<https://tr.investing.com/equities/turkey>

İş Yatırım, Tarihsel Fiyat Bilgileri (çevrimiçi)

<https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/Tarihsel-Fiyat-Bilgileri.aspx>

JCR Euroasia Rating, Kurumsal Yönetim Derecelendirme (çevrimiçi)

http://www.jcra.com.tr/Reports.aspx?REPORT_TYPE_ID=131a011b-1259-46ff-b399-b68bd14c6162

Jensen, M. C. , Meckling, W. H. (1976), Theory of The Firm Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-306

Johanson, S. (1997), An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structure, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 32(1), 47-69

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) (çevrimiçi)

<https://www.kap.org.tr/tr/>

Kaplan, N. S. (1997), Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of 7 Germany, Japan and The U.S., *Journal of Applied Corporate Governance*, 9(4), 85-93

Kara, E. , Erdur, D.A. , Karabıyık, L. (2015), Kurumsal Yönetim Düzeyinin İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerinde Araştırma, *Ege Akademik Bakış*, 15(12), 265-274

- Karacalar, M. (2015), İşletmelerde Kurumsal Yönetim İlkeleri ve İç Denetim Sistemleri, (Y.Lisans Tezi), Okan Üniversitesi, SBE, İstanbul (çevrimiçi)
<http://denetimakademisi.com/wp-content/uploads/2017/05/%C4%B0%C5%99ELETMELERDE-KURUMSAL-Y%C3%96NET%C4%B0M%C4%B0LKELELERC4%B0-VE-%C4%B0%C3%87-DENET%C4%B0M->
- Karpuzoğlu, E. (2004), Aile İşletmelerinin Sürekliliğinde Kurumsallaşma, 1. Aile İşletmeleri Kongre Kitabı, İstanbul Kültür Üniv. Yayınları, İstanbul, 40, 42-53
- Karamustafa, O. , Varıcı, İ. ,Er, B. (2009), Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(17), 100-119
- Karayel, M., Gök, İ.Y. (2009), Kurumsal Yönetim – Performans İlişkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Halka Açık şirketlerde Bir Araştırma, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 7(12), 9-28
- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. ,Kurumsal Yönetim Uyum Raporları, (çevrimiçi)
<https://www.kobirate.com.tr/Kurumsal-Yonetim-Uyum-Derecelendirme-Raporlari/>
- Kula, V. , Baykut, E. (2014), Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu İle Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerinde Bir Araştırma, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(3)
- Luo, Y. (2005), Corporate Governance and Accountabilty in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda, *Journal of International Management*, 11(1), 1-18
- Madhavan A. , Porter, D. , Weaver, D (2005), “Should Securities Markets Be Transperent”, *Journal of Financial Markets*, 8(3), 265-287
- Murphy, K. (1999), Executive Compensation Handbook of Labor, *Elsevier*, 3(B), 2485-2563
- Morck, R. , Steier, L. (2005), The Global History of Corporate Governance, An Introduction, *NBER Working Paper* 11062
- Mangesti R. S. S. , Handayani, R. S. (2018), GCG, Financial Architecture on Stock Return, Financial Performance and Corporate Value, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 68(3)

- Nguyen, P. , Aman, H. (2006), Corporate Governance and Stock Performance of Japanese Firms, *Social Science Research Network*, (çevrimiçi)
<https://ssrn.com/abstract=892223> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.892223>
- Ogutu E. O. (2016), Corporate Failure and The Role of Governance: The Parmalat Scandal, *International Journal of Management and Information Technology*, 11(3), 2747-2754
- Önalın, G.O. , Tan, F. Z. (2018), Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Şirket Performansına Etkisi, *Journal of Social Sciences and Humanities*, 2(2), 47-59
- Pajuste, A. (2002), Corporate Governance in Stock Market Performance in Central and Eastern Europe: A Study of Nine Countries, 1994-2001, Stockholm School of Economics, (çevrimiçi) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=310419
- Pound, J. (1993), The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control, *New York University Law Review*, 68, 1004-1020
- Pryor, F. L. (1996), Economic Evolution and Structure The Impact of Complexity on U.S. Economic System, Cambridge University Press, (1996), Cambridge, İngiltere
- Rezaee, Z. , Jain, P. K. (2005) The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Security Market Behavior: Early Evidence, SSRN Electronic Journal (çevrimiçi)
[https://www.researchgate.net/publication/228253667_The_Sarbanes- 4 Oxley_Act_of_2002_and_Security_Market_Behavior_Early_Evidence](https://www.researchgate.net/publication/228253667_The_Sarbanes-4_Oxley_Act_of_2002_and_Security_Market_Behavior_Early_Evidence)
- Ribstein, L. E. (2002), Market vs. Regulatory Responses to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, *Journal of Corporation Law*, 28(1)
- SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri AŞ, Ratingler, (çevrimiçi)
<http://www.saharating.com/~saharati/>
- Sakarya, Ş. (2011), İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi İle Analizi, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162

Schumpeter, J.A. (1934), *The Theory of Economic Development*, Taylor Francis & Routledge (2017), New York, ABD

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Kurumlar, İstatistikler, Şirketler, (çevrimiçi)
<https://www.spk.gov.tr/>

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), (2003) Kurumsal Yönetim İlkeleri, 5(56), (çevrimiçi)
<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/66>

Shleifer, A. Vishny R. W. (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52(2), 737-783

Smith, A. 1723-1790. (2000). *The wealth of nations* / Adam Smith; introduction by Robert Reich: Edited, with notes, marginal summary, and enlarged index by Edwin Cannan. New York Modern Library, (2000), New York, ABD

Smith R. (2018), *The Enron Scandal*, Stanford University, (çevrimiçi)
<http://large.stanford.edu/courses/2018/ph240/smith1/>

The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992), *The Financial Aspects of Corporate Governance*, (çevrimiçi),
<https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/library/subjects/corporate-governance/financial-aspects-of-corporate-governance.ashx?la=en>

Türk Kredi Rating, Kurumsal Derecelendirme Raporları, (çevrimiçi)
http://turkkredirating.com/index.php?option=com_zoo&view=category&layout=category&Itemid=552

Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği (TÜSİAD) (2002), *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*, (çevrimiçi) <https://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/1877-kurumsal-yonetim-en-iyi-uygulama-kodu--yonetim-kurulunun-yapisi-ve-isleyisi>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Döviz Kurları, (çevrimiçi)
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Istatistikler/Doviz+Kurlari>

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Kurumsal Yönetim Endeksi-Tüm Firmalar, (çevrimiçi)
<http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html>

Wahab, A. E. , How, Y. C. ,Verhoeven, P. (2007), The Impact of The Malaysian Code of Corporate Governance: Compliance, Institutional Investors and Stock Performance, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3(2), 106-129

Wallison, P., Blame Sarbanes–Oxley, Wall Street Journal, (3 Eylül 2003)

Wessels, R.E. , Wansbeek, T.J. (2014), What is the Relation (if any) Between a Firm’s Corporate Governance Arrangments and it’s Financial Performance? , Enter for Economic Studies and Ifo Institute, Working Paper 4599

Wymeersch, E. (1994), “*Aspects of Corporate Governance in Belgium*”, Corporate Governance an International Review, 2(3), 123-184

Williamson, O. E. (1996), Economics and Organisation: A Primer, SAGE Publications, 38(2)

Wu, M.C., Lin, H.C., Lin, I.C., Lai, C.F. (2009), The Effects of Corporate Governance on Firm Performance. Working Paper, (çevrimiçi)
<http://120,107.180.177/1832/9901/099-2-06p.pdf>

Yasser, Q.Y. ,Entebang, H. , Mansor, S.A. (2011), Corporate Governance and Firm Performance in Pakistan: The Case of Karachi Stock Exchange (KSE-30), *Journal of Economics and International Finance*, 3(8), 482-491

Yazgan, K.F. (2017), Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin Hisse Senedi Performansına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerinde Bir İnceleme, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 19(40), 55-76

Yemack, D. (1996), Higher Market Valuation of Companies With a Small Board Directors, *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211

Yenice, S. , Dölen, T (2013), İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim ilkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 200-214

Zhang, I. X. (2007), *Economic Consiquences of Sarbanes-Oxley Act of 2002*, *Journal of Economics*, 44, 74-115



EKLER

Tablo 4.1: Araştırma Grubu Olarak Belirlenen 2007-2019 Yılları Arası Dönemsel veya Sürekli Olarak Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Yapmış BIST 100 Şirketleri.

Şirket	Hisse Adı	Logo Yazılım	LOGO
Anadolu Grubu	AGHOL	Migros	MGROS
AKİŞ Gayrimenkul	AKSGY	Otokar	OTKAR
Akmerkez Gayrimenkul	AKMGY	Park Elektrik	PRKME
AKSA Enerji	AKSA	Pegasus	PGSUS
Albaraka Türk	ALBRK	Pınar Et ve Un	PETUN
Anadolu Sigorta	ANSGR	Pınar Su	PINSU
Anadolu Efes	AEFES	Pınar Süt	PNSUT
Arçelik	ARCLK	Şeker Bank	SKBNK
Aselsan	ASELS	Tat Gıda	TATGD
Aygaz	AYGAZ	TAV Havayolları	TAVHL
Batıçim	BTCIM	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası	TOASO
Coca Cola	COLLA	Turcas Petrol	TRCAS
Creditwest Faktoring	CRDFA	Tüpraş	TUPRS
Doğan Holding	DOHOL	Türk Prysmian Kablo	PRKAB
Doğuş GYO	DGGYO	Türk Telekom	TTKOM
Doğuş Oto	DOAS	Türk Traktör	TTRAK
Enka İnşaat	ENKAI	Garanti Bankası	GARAN
Ereğli Demir Çelik	EREGL	Halk Bankası	HALKB
Garanti Faktoring	GARFA	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası	TSKB
Global Yatırım Holding	GLYHO	Şişe Cam	SISE
Halk GYO	HLGYO	Vestel Elektronik	VESTL
Hürriyet Gazetesi	HURGZ	Yapı Kredi Bankası	YKBNK
İhlas Ev Aletleri	IHEVA	Akbank	AKBNK
İhlas Holding	IHLAS	Çemaş Döküm Sanayi	CEMAS
Lider Faktoring	LIDFA	Petkim Petrokimya Holding	PETKM
		İş Finansal Kiralama	ISFIN

Tablo 4.2 : Model-1 Regresyon Sonuçları (Kukla Değişkenler İle Birlikte)

Dependent Variable: GETIRI
Method: Least Squares
Date: 03/06/20 Time: 16:34
Sample (adjusted): 2 151152
Included observations: 107014 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001747	0.002701	0.646735	0.5178
FINAL	0.000251	0.000445	0.562523	0.5738
R_B100	0.450221	0.014266	31.55862	0.0000
R_BKURY	0.372308	0.014607	25.48808	0.0000
R_USD	-0.003744	0.007500	-0.499166	0.6177
MEANSORE	-0.000312	0.000519	-0.601102	0.5478
STDSCORE	-0.002722	0.001391	-1.956173	0.0504
ENDEKS	-0.000384	0.000902	-0.425945	0.6701
H1	0.000338	0.000919	0.367810	0.7130
H10	0.000586	0.000923	0.634772	0.5256
H11	0.000957	0.001635	0.585338	0.5583
H12	0.000554	0.000914	0.605804	0.5446
H13	0.001204	0.001023	1.176821	0.2393
H14	0.000429	0.000915	0.468986	0.6391
H15	0.000594	0.001023	0.580609	0.5615
H16	0.000918	0.000923	0.993881	0.3203
H17	0.000598	0.000944	0.633427	0.5265
H18	0.001001	0.001015	0.986183	0.3240
H19	0.000823	0.000943	0.873247	0.3825
H2	0.000310	0.000980	0.316038	0.7520
H20	0.000895	0.000931	0.961735	0.3362
H21	0.000454	0.001135	0.400457	0.6888
H22	0.000515	0.000906	0.568459	0.5697
H23	0.001079	0.001023	1.054385	0.2917
H24	0.000911	0.000996	0.914867	0.3603
H25	0.000662	0.001001	0.661563	0.5083
H26	0.001558	0.000910	1.712108	0.0869
H27	2.61E-05	0.001026	0.025443	0.9797
H28	0.000846	0.000907	0.932597	0.3510
H29	0.000452	0.000919	0.491843	0.6228
H3	0.000426	0.001062	0.401498	0.6881
H30	0.001843	0.000968	1.904034	0.0569
H31	0.000445	0.000944	0.471052	0.6376
H32	0.000230	0.000968	0.237368	0.8124
H34	0.000270	0.000911	0.296606	0.7668
H36	0.000816	0.000928	0.879886	0.3789
H37	0.000633	0.000903	0.700515	0.4836
H38	0.000181	0.000919	0.196848	0.8439
H39	0.000595	0.000911	0.652477	0.5141
H4	0.000637	0.001000	0.637567	0.5238
H40	0.000655	0.000912	0.718086	0.4727
H41	0.000344	0.000910	0.377705	0.7057
H42	0.000858	0.000903	0.950155	0.3420
H43	0.000403	0.000990	0.407414	0.6837
H44	-0.000150	0.000932	-0.160517	0.8725
H45	0.000631	0.000931	0.677210	0.4983
H46	0.000735	0.000991	0.740943	0.4587
H47	0.000503	0.000906	0.554342	0.5793
H48	-8.59E-05	0.000911	-0.094303	0.9249
H49	-0.000291	0.001615	-0.180306	0.8569
H5	0.000354	0.000932	0.379448	0.7044

H50	0.000452	0.001388	0.325563	0.7448
H51	0.000821	0.000968	0.848107	0.3964
H52	0.000960	0.000950	1.010369	0.3123
H6	0.000861	0.001017	0.846276	0.3974
H7	0.000249	0.000932	0.266813	0.7896
H8	0.000888	0.000919	0.965715	0.3342
H9	0.001221	0.000943	1.294625	0.1955
<hr/>				
R-squared	0.216724	Mean dependent var	0.000824	
Adjusted R-squared	0.216306	S.D. dependent var	0.024870	
S.E. of regression	0.022017	Akaike info criterion	-4.793471	
Sum squared resid	51.84625	Schwarz criterion	-4.788279	
Log likelihood	256542.3	Hannan-Quinn criter.	-4.791900	
F-statistic	519.1839	Durbin-Watson stat	2.015406	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tablo 4.3: Model-2 Regresyon Sonuçları (Kukla Değişkenler İle Birlikte)

Dependent Variable: GETIRI
Method: Least Squares
Date: 03/06/20 Time: 16:34
Sample (adjusted): 2 151152
Included observations: 107014 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000730	0.004062	-0.179688	0.8574
KAMU	-0.000139	0.000328	-0.422990	0.6723
MENFAAT	0.000658	0.000269	2.443096	0.0146
YONETIM	8.61E-05	0.000179	0.480424	0.6309
PAYSHP	-0.000458	0.000302	-1.520083	0.1285
R_B100	0.450325	0.014267	31.56450	0.0000
R_BKURY	0.372216	0.014608	25.48074	0.0000
R_USD	-0.003724	0.007500	-0.496547	0.6195
MEANSORE	-1.09E-06	0.000542	-0.002013	0.9984
STDSCORE	-0.001606	0.001543	-1.040883	0.2979
ENDEKS	-0.000155	0.000905	-0.170812	0.8644
H1	-0.000205	0.000985	-0.207624	0.8355
H10	0.000390	0.000933	0.418221	0.6758
H11	0.000313	0.001649	0.189938	0.8494
H12	-3.43E-05	0.001000	-0.034311	0.9726
H13	0.001269	0.001042	1.217840	0.2233
H14	0.000496	0.000942	0.526589	0.5985
H15	0.001135	0.001049	1.081962	0.2793
H16	0.000771	0.000951	0.810519	0.4176
H17	0.000678	0.000956	0.709609	0.4779
H18	0.000825	0.001037	0.795854	0.4261
H19	0.000810	0.000973	0.832393	0.4052
H2	0.000155	0.001000	0.155099	0.8767
H20	0.000752	0.000942	0.797865	0.4250
H21	0.000458	0.001143	0.400581	0.6887
H22	0.000670	0.000923	0.725940	0.4679
H23	0.001059	0.001070	0.989045	0.3226
H24	0.001190	0.001046	1.138121	0.2551
H25	0.000801	0.001012	0.791979	0.4284
H26	0.001174	0.000924	1.271058	0.2037
H27	-0.000176	0.001056	-0.166690	0.8676
H28	0.000635	0.000925	0.686838	0.4922
H29	0.000569	0.000967	0.587856	0.5566
H3	-0.000185	0.001109	-0.166580	0.8677

H30	0.001743	0.000986	1.768844	0.0769
H31	-0.000136	0.000991	-0.137015	0.8910
H32	3.91E-05	0.000975	0.040122	0.9680
H34	-0.000119	0.000928	-0.128483	0.8978
H36	0.000680	0.000947	0.717951	0.4728
H37	-0.000115	0.000984	-0.116878	0.9070
H38	7.54E-05	0.000938	0.080335	0.9360
H39	0.000369	0.000928	0.397290	0.6912
H4	0.000559	0.001024	0.546037	0.5850
H40	0.000578	0.000912	0.633985	0.5261
H41	-1.34E-05	0.000980	-0.013653	0.9891
H42	9.24E-05	0.000979	0.094353	0.9248
H43	0.000281	0.000999	0.281591	0.7783
H44	-0.000220	0.000951	-0.231079	0.8173
H45	0.000398	0.000960	0.414461	0.6785
H46	0.000584	0.001015	0.575871	0.5647
H47	0.000390	0.000910	0.428913	0.6680
H48	-0.000306	0.000920	-0.332426	0.7396
H49	-0.000205	0.001618	-0.126887	0.8990
H5	0.000318	0.000960	0.331422	0.7403
H50	0.000511	0.001388	0.368488	0.7125
H51	0.000446	0.001016	0.438805	0.6608
H52	0.000696	0.001001	0.695462	0.4868
H6	0.000863	0.001028	0.839712	0.4011
H7	0.000165	0.000936	0.176082	0.8602
H8	0.000666	0.000946	0.703641	0.4817
H9	0.000662	0.001041	0.635630	0.5250
R-squared	0.216772	Mean dependent var	0.000824	
Adjusted R-squared	0.216333	S.D. dependent var	0.024870	
S.E. of regression	0.022017	Akaike info criterion	-4.793477	
Sum squared resid	51.84303	Schwarz criterion	-4.788016	
Log likelihood	256545.6	Hannan-Quinn criter.	-4.791825	
F-statistic	493.3524	Durbin-Watson stat	2.015547	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tablo 4.4: Araştırma Hisse Getirileri Tanımlayıcı İstatistikleri

Hisse	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma
AEFES	3014	-0.141031708	0.1189956332	0.0004686168	0.0219586464
AGHOL	3015	-0.652512998	0.1336898396	0.0002612297	0.0239993733
AKBNK	3015	-0.759522456	0.2111553785	0.0002671494	0.0283055768
AKMGY	3015	-0.289765721	0.1972920696	0.0006252079	0.0233761709
AKSA	3015	-0.981841216	0.1612903226	0.0008928214	0.0289048014
AKSGY	2469	-0.845466156	0.1972789116	0.0002781339	0.0236732447
ALBRK	3014	-0.683168317	0.203539823	0.0000827043	0.0256857219
ANSGR	3015	-0.535947712	0.1304347826	0.0006021738	0.0210944907
ARCLK	3015	-0.124401914	0.1944444444	0.0007792162	0.0230243772
AYGAZ	3015	-0.908787011	0.0952380952	0.0005147163	0.025333077
BTCIM	3015	-0.725077882	0.2173913043	-0.000010302	0.0262290557
COLLA	3015	-0.133489461	24.652.567.976	0.0014911053	0.0505692462
CEMAS	2387	-0.972093023	0.2157534247	0.0005462072	0.0468430282
CRDFA	3015	-0.672	0.3214285714	0.0006946796	0.0264532576
DGGYO	3015	-0.663194444	0.21	0.0007663275	0.0332963289

DOAS	3015	-0.509933775	0.1991017964	0.0006762552	0.0285505844
DOHOL	3015	-0.881302521	0.2025316456	0.0002723255	0.032721649
ENKAI	3014	-0.121621622	0.4945652174	0.000667581	0.0229556909
EREGL	3015	-0.823987539	0.16	0.0006800699	0.0274566004
GARAN	3015	-0.453539823	0.1722689076	0.0004361825	0.0265107442
GARFA	3015	-0.921005386	0.2169312169	0.0006561593	0.0351337265
GLYHO	3011	-0.54005168	0.1989528796	0.0005221933	0.0288270692
HALKB	3015	-0.142487047	0.7453798768	0.0004730042	0.0296187201
HLGYO	1721	-0.842639594	0.1881188119	-0.000142037	0.0282003827
HURGZ	3015	-0.198717949	13.770.491.803	0.0006391776	0.040292635
IHEVA	3015	-0.183206107	0.7368421053	0.0010568947	0.0390036402
IHLAS	3013	-0.734824281	0.25	0.0003616649	0.0365940871
ISFIN	3015	-0.692307692	0.1992882562	0.0011084152	0.0332941017
LIDFA	1381	-0.726315789	0.2007575758	0.0007800261	0.0346181108
LOGO	3015	-0.449591281	0.2222222222	0.00137363	0.0294338484
MGROS	3015	-0.825164474	0.2505677517	0.0002794291	0.0281391981
OTKAR	2929	-0.500825764	0.1725578966	0.0009111379	0.0250439243
PETKM	3015	-0.995019157	0.1783783784	0.0004819421	0.0279551839
PETUN	3015	-0.619422572	0.131147541	0.000570864	0.0213565292
PGSUS	1677	-0.130434783	10.447.110.142	0.0018753113	0.0365216865
PINSU	3015	-0.969444444	0.2	-0.000103329	0.0289497115
PNSUT	3015	-0.173076923	0.4094827586	0.0007921266	0.0217230115
PRKAB	3015	-0.944751381	0.1991150442	0.0003959586	0.0291109403
PRKME	3015	-0.55	0.2916666667	0.0005350608	0.0301171912
SISE	3015	-0.714754098	0.1224489796	0.0006094288	0.0258334858
SKBNK	3015	-0.618595825	0.2	-0.000056085	0.0266949705
TATGD	3015	-0.124223602	11.526.717.557	0.0009068373	0.0309422823
TAVHL	3015	-0.17352415	0.1972789116	0.000827574	0.025183308
TOASO	3015	-0.887594243	0.1430219146	0.0007242497	0.0300525409
TRCAS	3015	-0.878257632	0.1967213115	-0.000064842	0.0290551402
TSKB	3015	-0.917602996	0.1111111111	0.0005824489	0.0303719447
TTKOM	2921	-0.11047619	11.239.669.421	0.0009392208	0.0286231759
TTRAK	3015	-0.147896879	0.1791139241	0.0009406812	0.0233423865
TUPRS	3015	-0.781407942	0.1607843137	0.0007485817	0.0256949488
VESTL	3015	-0.979810726	0.2173913043	0.0006329074	0.0345012902
YKBNK	3015	-0.832805071	0.1184210526	0.0000676989	0.0284599576

Tablo 4.5: Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Final Notu Tanımlayıcı İstatistikleri

Yıl	Final				
	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std Sapma
2007	5	7,57	8	7,73	0,21
2008	9	6,97	8,5	8,03	0,45
2009	20	7,26	8,77	8,17	0,33
2010	28	7,12	9,03	8,29	0,45
2011	31	7,39	9,33	8,46	0,39
2012	35	7,68	9,42	8,77	0,35
2013	39	8,03	9,55	8,96	0,38
2014	44	7,62	9,58	8,95	0,47
2015	47	8	9,58	9,09	0,41
2016	46	8,05	9,6	9,2	0,33
2017	47	8,15	9,63	9,25	0,32
2018	47	8,33	9,7	9,31	0,3
2019	48	8,47	9,72	9,36	0,29

Tablo 4.6: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Pay Sahipleri Notları Tanımlayıcı İstatistikleri

Yıl	Pay Sahipleri				
	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std Sapma
2007	6	1	8	6,64	2,77
2008	9	7,54	8,73	8,2	0,42
2009	20	7,21	8,8	8,17	0,45
2010	28	5,77	9,04	8,17	0,73
2011	31	6,81	9,62	8,37	0,56
2012	35	7,1	9,16	8,45	0,49
2013	39	7,55	9,46	8,68	0,48
2014	44	7,4	9,77	8,98	0,52
2015	47	7,93	9,58	9,05	0,47
2016	46	7,8	9,73	9,1	0,47
2017	47	7,8	9,73	9,14	0,46
2018	47	8,19	9,75	9,17	0,41
2019	48	8,19	9,76	9,25	0,4

Tablo 4.7: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Menfaat Sahipleri Notları Tanımlayıcı İstatistikleri

Yıl	Menfaat Sahipleri Notları Tanımlayıcı İstatistikleri				
	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std Sapma
2007	6	1	9,24	7,15	3,1
2008	9	7,62	9,49	8,84	0,61
2009	20	8,31	9,6	9,04	0,4
2010	28	6,63	9,82	8,94	0,78
2011	31	6,82	9,78	9,13	0,75
2012	35	6,9	9,91	9,16	0,66
2013	39	7,06	9,92	9,12	0,63
2014	44	6,84	9,86	9,07	0,75
2015	47	7,27	9,95	9,25	0,67
2016	46	7,54	9,95	9,37	0,59
2017	47	7,84	9,95	9,48	0,5
2018	47	8,2	9,95	9,54	0,46
2019	48	8,05	9,95	9,56	0,52

Tablo 4.8: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Notları Tanımlayıcı İstatistikleri

Yıl	Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık				
	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std Sapma
2007	6	2	8,83	7,17	2,57
2008	9	6,48	9,11	8,32	0,79
2009	20	7,32	9,3	8,72	0,48
2010	28	7,8	9,47	8,95	0,39
2011	31	6,32	9,79	7,33	0,72
2012	35	6,47	9,38	8,24	0,66
2013	39	7,87	9,78	8,9	0,52
2014	44	7,43	9,84	9,13	0,53
2015	47	7,74	9,37	8,91	0,38
2016	46	8,26	9,6	9,06	0,28
2017	47	8,11	9,87	9,4	0,39
2018	47	8,44	9,9	9,48	0,36
2019	48	8,55	9,9	9,56	0,33

Tablo 4.9: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Yönetim Kurulu Notları Tanımlayıcı İstatistikleri

Yıl	Yönetim Kurulu				
	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std Sapma
2007	6	2	7,5	5,85	1,96
2008	9	5,99	7,63	6,65	0,58
2009	20	6	7,77	6,81	0,59
2010	28	6,08	9,72	7,13	0,78
2011	31	8,04	9,79	9,1	0,36
2012	35	8,05	9,79	9,15	0,38
2013	39	8	9,94	9,23	0,44
2014	44	7,11	9,4	8,76	0,5
2015	47	7,53	9,85	9,25	0,51
2016	46	8,11	9,85	9,38	0,39
2017	47	8,42	9,84	9,13	0,28
2018	47	8,42	9,81	9,18	0,31
2019	48	8,55	9,59	9,18	0,28