TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

YÖNETİM KURULU YAPISININ BIST ŞİRKETLERİNİN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ

Ahmet ERİŞMİŞ

DOKTORA TEZİ

ADANA - 2013

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

YÖNETİM KURULU YAPISININ BIST ŞİRKETLERİNİN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ

Ahmet ERİŞMİŞ

DANIŞMAN: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL

DOKTORA TEZİ

ADANA – 2013

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı'nda DOKTORA TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
(Danışman)

Üye: Prof. Dr. Hatice DÜZAKIN

Üye: Doç. Dr. Mehmet ÖZMEN

Üye: Doç. Dr. Serkan Yılmaz KANDIR

Üye: Doç. Dr. Ömer İSKENDEROĞLU

ONAY
Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım.
...../...../2013

Prof. Dr. Azmi YALÇIN
Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ÖZET

YÖNETİM KURULU YAPISININ BIST ŞİRKETLERİNİN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ

Ahmet ERİŞMİŞ

Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı
Danışman: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
Temmuz 2013, 142 Sayfa

Kurumsal yönetim; finans, ekonomi, muhasebe, hukuk, yönetim ve örgütsel davranış gibi çok çeşitli alanlar ile yakından ilişkili olmanın yanı sıra hissedarlar, çalışanlar ve diğer menfaat sahipleri gibi farklı çevreleri kapsamaktadır. Kurumsal yönetim kapsamında yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerindeki etkisi son dönemlerde finans çevrelerinde en çok araştırılan konulardan bir tanesidir. Yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesinde sahip oldukları pay yönetim kurulu yapısını temsil eden önemli değişkenlerdir. Bu çalışmanın amacı, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla Panel Regresyon Analizi ve Dinamik Panel Regresyon Analizi yöntemlerinden yararlanılmıştır. 2008 – 2012 dönemini kapsayan ve hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören 143 şirkete ait verileri kapsayan regresyon modellerinde, Tobin's Q ve aktif karlılığı bağımlı değişken ve yönetim kurulu yapısı değişkenleri ile kontrol değişkenleri bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Analiz sonuçları, yönetim kurulu üye sayısının şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını göstermektedir. Benzer şekilde yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesi üzerindeki pay sahipliğinin şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Yönetim Kurulu Yapısı, Şirket Performansı, Yönetim Kurulu Üye Sayısı, Yönetim Kurulu Üyelerinin Pay Sahipliği, BIST

ABSTRACT

THE EFFECT OF BOARD STRUCTURE ON THE PERFORMANCE OF BIST COMPANIES

Ahmet ERİŞMİŞ

Ph. D. Thesis, Business Department
Supervisor: Prof. Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL
July 2013, 142 Pages

In addition to having a close relationship with many several areas as finance, economy, accounting, law, management and organizational behavior, corporate governance also incorporates different areas as shareholders, employees and stakeholders. Recently, within the context of corporate governance, the effect of board structure on company performance is one of the most investigated topics of the finance literature. Board size and board ownership are the key variables that represent board structure. The aim of this study is to investigate the effect of board structure on company performance. Panel Regression Analysis and Dynamic Panel Regression Analysis are employed to examine the impact of board structure on company performance. Tobin's Q and ROA are used as dependent variables, whereas board structure variables and control variables are used as independent variables in the regression models which include the data for 143 companies whose shares are traded at Borsa Istanbul for the period 2008-2012. Analysis results suggest that board size has no effect on company performance. Likewise, board ownership seems to have no impact on company performance.

Key Words: Corporate Governance, Board Structure, Corporate Performance, Board Size, Board Ownership, BIST

ÖNSÖZ

Finansal piyasalar arasındaki sınırların küreselleşmenin ve teknolojik gelişmelerin etkisiyle ortadan kalkıyor olması olumsuz gelişmelere karşı kırılganlığın başlıca nedenlerindendir. Güneydoğu Asya'da 1997 yılında patlak veren kriz ve takip eden dönemde gerek Amerika'da gerekse Avrupa'da ortaya çıkan şirket skandalları bu kırılganlığa önemli örnek teşkil etmektedir. Bu gelişmeler kurumsal yönetim kavramının ele alınmasını kaçınılmaz hale getirmiştir. Kurumsal yönetim kapsamında yönetim kurulları şirketler için en hayati organlardan biridir. Bu bağlamda, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerine olan etkisi son yıllarda finans çevrelerinde en çok araştırılan konulardan bir tanesidir. Yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği, yönetim kurulu yapısını temsil eden en önemli değişkenlerdendir. Bu çalışmada, yönetim kurulu yapısının, şirket performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmanın sonuçları, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ortaya koymaktadır. Sonuçlar değerlendirilirken, kurumsal yönetim kavramının Türkiye'deki gelişimini göz önünde bulundurmak faydalı olacaktır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurumsal Yönetim İlkeleri Raporunu ilk kez 2003 yılında yayımladığı dikkate alınırsa, kurumsal yönetim kavramının önemli boyutta ele alınışının sadece on yıllık bir geçmişi olduğu görülecektir. Bu çalışmanın, kurumsal yönetim kavramının Türkiye'de yaygınlaşmasına yardımcı olması ve yönetim kurulu yapısını rakamsal hale getirerek, şirket performansı ile ilişkisinin incelenebildiğini göstermesi açısından finans literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Tez çalışmama değerli katkılarda bulunan hocam ve danışmanım Sayın Prof.Dr. Yıldırım Beyazıt ÖNAL ile birlikte değerli eleştirileri, yönlendirmeleri ve katkıları için Doç.Dr. Serkan Yılmaz KANDIR'a, Doç.Dr. Ömer İskenderoğlu'na, Prof.Dr. Hatice DÜZAKIN'a ve Doç.Dr. Mehmet ÖZMEN'e teşekkürlerimi sunarım.

Ahmet Erişmiş

Adana – 2013

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET iii
ABSTRACT iv
ÖNSÖZ v
KISALTMALAR LİSTESİ x
TABLOLAR LİSTESİ xii

BİRİNCİ BÖLÜM
GİRİŞ

1.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi 1
1.2. Çalışmanın Yöntemi 3
1.3. Çalışmanın Kısıtları 3

İKİNCİ BÖLÜM
GENEL OLARAK KURUMSAL YÖNETİM

2.1.Kurumsal Yönetimin Tanımı 5
2.2.Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı 10
2.3.Kurumsal Yönetimin Teorik Altyapısı 14
2.3.1.Vekalet Teorisi 14
2.3.2.İşlem Maliyeti Ekonomisi 16
2.3.3.Hizmetkarlık Teorisi 16
2.3.4.Paydaş Teorisi 17
2.3.5.Kaynak Bağımlılığı Teorisi 18
2.4.Kurumsal Yönetimin Unsurları 19
2.4.1.Eşitlik Unsuru 20
2.4.2.Şeffaflık Unsuru 20
2.4.3.Hesap Verebilirlik Unsuru 21
2.4.4.Sorumluluk Unsuru 22
2.5.İyi Kurumsal Yönetim 23

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE GELİŞİMİ

3.1.OECD ve Kurumsal Yönetim 29
3.2.Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Dünya'da Gelişimi 32
3.2.1.Gelişmiş Ülkelerde Kurumsal Yönetim 33
3.2.1.1.ABD'de Kurumsal Yönetim 33
3.2.1.2.İngiltere'de Kurumsal Yönetim 35
3.2.1.3.Japonya'da Kurumsal Yönetim 37
3.2.1.4.Almanya'da Kurumsal Yönetim 39
3.2.2.Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurumsal Yönetim 40
3.2.2.1.Brezilya'da Kurumsal Yönetim 40
3.2.2.2.Rusya'da Kurumsal Yönetim 41
3.2.2.3.Çin'de Kurumsal Yönetim 42
3.2.2.4.Hindistan'da Kurumsal Yönetim 42
3.3.Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Türkiye'de Gelişimi 43
3.3.1.Türkiye'de Bankalar ve Kurumsal Yönetim 43
3.3.2.TÜSİAD ve Kurumsal Yönetim 49
3.3.3.Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Kurumsal Yönetim 51
3.3.4.Sermaye Piyasası Kurulu ve Kurumsal Yönetim 53
3.3.4.1.Kurumsal Yönetim İlkeleri 54
3.3.4.2.Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu 61
3.3.4.3.Kurumsal Yönetim Uygulamaları 62
3.3.5.Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim 65
3.3.5.1.Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri 65
3.3.5.2.Kurumsal Yönetim Endeksi 67
3.3.6.Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Kurumsal Yönetim 70

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
KURUMSAL YÖNETİM AÇISINDAN YÖNETİM KURULLARI

4.1.Yönetim Kurulunun Görevleri 72
4.2.Yönetim Kurulunun Yapısı ve Oluşumu 75

4.2.1.Tek Kademeli ve İki Kademeli Yönetim Kurulları 75
4.2.2.Yönetim Kurulu Üye Sayısı 77
4.2.3.Yönetim Kurulu Başkanı ile İcra Başkanı Ayrımı 80

BEŞİNCİ BÖLÜM
KURUMSAL YÖNETİM İLE ŞİRKET PERFORMANSI İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

5.1.Kurumsal Yönetim Mekanizmaları ile İlgili Daha Önce Gerçekleştirilmiş Çalışmalar 82
5.2.Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Daha Önce Gerçekleştirilmiş Çalışmalar 89

ALTINCI BÖLÜM
YÖNETİM KURULU YAPISININ BIST ŞİRKETLERİNİN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ

6.1.Araştırmanın Amacı ve Önemi 97
6.2.Örneklem Seçim Kriterleri 98
6.3.Veri Seti Değişkenler ve Model 100
6.3.1.Araştırma Verileri 100
6.3.2.Değişkenler 101
6.3.2.1.Yönetim Kurulu Yapısı Değişkenleri 102
6.3.2.1.1.Yönetim Kurulu Üye Sayısı 102
6.3.2.1.2.Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları 103
6.3.2.2.Kontrol Değişkenleri 103
6.3.2.2.1.Şirket Büyüklüğü 104
6.3.2.2.2.Finansal Kaldıraç Oranı 104
6.3.2.3.Performans Ölçümüne Yönelik Bağımlı Değişkenler 105
6.3.2.3.1.Tobin’s Q 105
6.3.2.3.2.Aktif Karlılığı 105
6.3.3.Model 106
6.4.Araştırma Yöntemi 107
6.5.Bulgular 111
6.6.Bulguların Değerlendirilmesi ve Tartışılması 120

YEDİNCİ BÖLÜM
SONUÇ VE ÖNERİLER

7.1.Sonuç 124
7.2.Öneriler 126

KAYNAKÇA 122
ÖZGEÇMİŞ 142

KISALTMALAR LİSTESİ

AB : Avrupa Birliği

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

ARGE: Araştırma Geliştirme

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve denetleme Kurumu

BIAC : The Business And Industry Advisory Committee

BIST : Borsa İstanbul

BORC: Toplam Borcun Toplam Varlıklara Oranı

BRT : The Business Roundtable

CEO : Chief Executive Officer

CIPE : Center For International Private Enterprise

DD : Defter Değeri

EBIT : Earnings Before Interest and Taxes

EVA : Economic Value Added

FDIC : Federal Deposit Insurance Corporation

GMM : Generalized Method of Moments

IFC : International Finance Corporation

IIF : The Institute of International Finance

IMF : International Monetary Fund

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

IOSCO: International Organization of Securities Commissions

IPS : Im, Peseran ve Shin Testi

JFEO : Japan Federation of Economic Organization

KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu

LBO : Leveraged Buy Out

LLC : Levin, Lin ve Chu Testi

MVA : Market Value Added

NACD: National Association of Corporate Directors

OECD : Organization For Economic Co-operation and Development

OLS : Ordinary Least Squares

PCAOB : Public Company Accounting Oversight Board

PD : Piyasa Değeri

ROA : Return on Assets

SECP : Securities and Exchange Commission of Pakistan

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

STK : Sivil Toplum Kuruluşları

TBB : Türkiye Bankalar Birliği

TKYD : Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

TQ : Tobin's Q

TTK : Türk Ticaret Kanunu

TUAC : Trade Union Advisory Committee

TÜSEV : Türkiye Üçüncü Sektör Vakfı

TÜSİAD: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği

UK : United Kingdom

XKURY: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi

YKUS : Yönetim Kurulu Üye Sayısı

YKUSP : Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları

2SLS : Two Stage Least Squares

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 1. ABD'de Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler 34
Tablo 2. İngiltere'de Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler 36
Tablo 3. Japonya'da Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler 38
Tablo 4. Almanya'da Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler 39
Tablo 5. Brezilya'da Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler 41
Tablo 6. 11.07.2013 İtibariyle BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler 68
Tablo 7. 2008-2012 Döneminde Değişkenlere İlişkin Özet İstatistikler 112
Tablo 8. Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları 114
Tablo 9. Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayılarının Kareleri 115
Tablo 10. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere İlişkin Birim Kök Test Sonuçları 116
Tablo 11. TQ Performans Ölçütü Temel Alınarak Gerçekleştirilen Regresyon Modeli Test Sonuçları 117
Tablo 12. ROA Performans Ölçütü Temel Alınarak Gerçekleştirilen Regresyon Modeli Test Sonuçları 119

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Küreselleşme ile birlikte artan rekabet gücü gerek ülkeler açısından gerekse kurumsal ve bireysel yatırımcılar açısından dünyadaki gelişmelerin yönünün çok iyi algılanmasını ve bu doğrultuda kendi fonksiyonlarını yerine getirebilmeleri için en etkin stratejilerin belirlenebilmesi yeteneğini gerekli kılmaktadır. Bu gerekliliğin bir sonucu olarak şirketler artık faaliyet gösterdikleri ülkelerin sermaye piyasalarından yararlanmakla kendilerini sınırlamayıp, uluslararası sermaye piyasalarına odaklanmaktadırlar. Böyle bir hareket tarzı şirketler açısından performans arttırıcı bir etkiyle sonuçlanabilmektedir. Ancak sermaye piyasalarındaki sınırların ortadan kalkmasıyla birlikte dünya piyasalarındaki önemli gelişmeler artık daha hızlı bir şekilde hareket etmektedir. Dolayısıyla finansal krizler ya da patlak veren şirket skandallarının etkileri küresel temelde çok çabuk hissedilmektedir. Dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güneydoğu Asya Krizi 1997 yılının Haziran ayında ortaya çıkmıştır. Takip eden dönemde Tayland, Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacıyla devalüasyon yapmışlardır. Diğer yandan, mali tablolarda yapılan yolsuzluklarla ilgili olarak Adelphia, Computer Associates, Dynegy, Enron, Global Crossing, Qwest, Tyco gibi şirketler ön plana çıkarken, yatırımcıların eksik bilgilendirilmeleri ile ilgili olarak Kmart, Lucent Technologies, Worldcom şirketleri ilgi odağı haline gelmiştir. Ek olarak, içerden öğrenenler ticareti kapsamında ImClone Systems ve Rite Aid şirketleri olumsuz yönde isimlerini duyurmuşlardır. Tüm bu olumsuz gelişmeler kurumsal yönetim kavramının ele alınmasını kaçınılmaz hale getirmiştir.

1.1.Çalışmanın Amacı ve Önemi

Kurumsal yönetim işletme, hukuk, ekonomi gibi çok çeşitli alanlar ile yakından ilişkili olmanın yanı sıra hissedarlar, çalışanlar ve diğer menfaat sahipleri gibi farklı çevreleri de kapsamaktadır. Bu doğrultuda üzerinde uzlaşılmış tek bir tanımı olmaması yanında, gerek akademik çevreler gerekse farklı disiplinlerden gelen araştırmacılar tarafından gerçekleştirilmiş farklı tanımlamalar mevcuttur. Dünya Bankası'na göre

kurumsal yönetim, en geniş anlamda modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Daha dar anlamda ise, bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkan tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, düzenleme ve uygulamaları ifade etmektedir. Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü'ne göre kurumsal yönetim; ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesinin yanı sıra yatırımcı güveninin arttırılması açısından kilit bir unsurdur. Kurumsal yönetim; bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer bütün menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler kümesini kapsamaktadır.

Kurumsal yönetim kavramının popüler hale gelmesinin yaklaşık yirmi yıllık bir geçmişi vardır. Finans, ekonomi, muhasebe, hukuk, yönetim ve örgütsel davranış gibi birçok farklı disiplin arasından çıkmış olması nedeniyle kurumsal yönetimin altyapısını oluşturan çeşitli teoriler vardır. Kurumsal yönetim kavramının gelişimini etkileyen teoriler incelendiğinde, bu teorilerin ortaya çıkışının kurumsal yönetim kavramının popüler hale gelmesine kıyasla çok daha eski tarihlere dayandığı görülmektedir. Bu teoriler genel olarak; vekalet teorisi, işlem maliyeti ekonomisi, hizmetkarlık teorisi, paydaş teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi olarak literatürde geniş bir şekilde ele alınmıştır. Bu bağlamda, kurumsal yönetimin altyapısını oluşturan bu teoriler ışığında kurumsal yönetim mekanizmaları ve şirket performansı ilişkisi birçok çalışma için temel oluşturmaktadır.

Yönetim kurulları şirketler için en hayati organlardan biridir. Cadbury raporu, Sarbanes-Oxley raporu, Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü kurumsal yönetim ilkeleri gibi kurumsal yönetim çalışmalarında yönetim kurulları önemli yer tutmaktadır. Kurumsal yönetim literatürü incelendiğinde yönetim kurulu yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen pek çok çalışmaya rastlamak mümkündür. Bu kapsamda, yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği ve yönetim kurulu üye sayısı yönetim kurulu yapısını temsil eden en önemli değişkenler arasında yer almaktadır. Bu bağlamda, yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği açısından Jensen ve Meckling (1976) ile yönetim kurulu üye sayısı açısından Yermack (1996) önemli çalışmalardır.

Bu çalışmanın amacı, yönetim kurulu yapısının Borsa İstanbul şirketlerinin performansı üzerindeki etkisinin incelenmesidir. Bu çerçevede, Tobin's Q ve aktif karlılığının açıklanan değişkenler ve iki yönetim kurulu yapısı temsilcisi değişken ile iki kontrol değişkeninin açıklayıcı değişken olarak kullanıldığı regresyon modellerinden

yararlanılmıştır. Analiz sonuçları, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını göstermiştir.

1.2. Çalışmanın Yöntemi

Bu çalışmada, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerine etkisinin ölçülmesi amacıyla 143 BIST şirketi 2008-2012 dönemi için panel veri analizi ve dinamik panel veri analizi yöntemleri kullanılarak incelenmiştir. Bu çerçevede, 2008-2012 yıllarına ilişkin tüm dönem analizlerinde toplam 715 gözlem yapılarak analizler gerçekleştirilmiştir. TQ ve ROA değerlerinin bağımlı değişken ve yönetim kurulu yapısını temsil eden faktörler ile şirket performansı üzerinde etkisi olabileceği daha önce gerçekleştirilmiş çeşitli araştırmalar ile gösterilen kontrol değişkenlerinin ise bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizleri uygulanarak yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir.

1.3. Çalışmanın Kısıtları

Çalışmada genel olarak yönetim kurulu yapısının şirketlerin performansı üzerindeki etkisi 2008-2012 dönemi için incelenmiştir. Bu bağlamda örneklem döneminin belirlenmesinde çeşitli faktörler dikkate alınmıştır. Bu faktörlerin belirlenmesinde kurumsal yönetimin gelişimi önemli rol oynamıştır. 1997 Yılında Güneydoğu Asya Krizi ile başlayan, 2001 yılında gerçekleşen mali krizi takip eden ve 31.08.2007 yılında Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanması ile devam eden süreç kurumsal yönetim açısından önemli kararların alındığı ve köklü değişikliklerin yaşandığı bir dönemdir. Bu uygulamaların şirketlere yansıması süreci dikkate alınarak bu çalışmanın örneklem dönemi 2008-2012 olarak belirlenmiştir.

Örneklem dönemi bu şekilde belirlendikten sonra BIST şirketlerinin araştırma kapsamına alınabilmesi için diğer bazı kriterler de kullanılmıştır. Birinci kritere göre Fama ve French (1992) çalışması ile uyumlu olarak mali sektör şirketleri analizlere dahil edilmemiştir. İkinci kriter, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler ile ilgilidir. Strong ve Xu (1997) çalışmasına uygun olarak birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketleri çalışmalarına dahil etmemişlerdir. Üçüncü kritere göre, çalışmaya negatif özsermayesi bulunan şirketler dahil edilmemiştir. Fama ve French (1995) ile Chui ve Wei (1998) ile uyumlu olarak negatif özsermayeli şirketler analizlere dahil

edilmemiştir. Son olarak, örneklem dönemi boyunca ihtiyaç duyulan verilerde eksik verisi bulunan hiçbir şirket analizlere dahil edilmemiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK KURUMSAL YÖNETİM

Kurumsal yönetim gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından son dönemlerde önemli bir başlık haline gelmiştir. Kurumsal yönetim işletme, hukuk, ekonomi gibi çok çeşitli alanlar ile yakından ilişkili olmanın yanı sıra hissedarlar, çalışanlar ve diğer menfaat sahipleri gibi farklı çevrelerin de ilgisini çekmektedir. Bu doğrultuda gerek akademik çevreler gerekse farklı disiplinlerden gelen araştırmacılar tarafından gerçekleştirilmiş birçok tanımlama mevcuttur. Bu bölümde kurumsal yönetim ile ilgili olarak yapılmış olan çeşitli tanımlamalara yer verilmiştir.

2.1.Kurumsal Yönetimin Tanımı

Kurumsal yönetim terimi şehirlerin, ulusların ya da eyaletlerin yönetimi ile kurumların yönetimi arasındaki benzerlikten gelmektedir (Becht ve Diğerleri, 2002). Kurumsal yönetimin kapsamı farklı açılardan ifade edilmektedir çünkü şirketlerin finansal açıdan sağlık durumları üzerinde doğrudan ya da dolaylı olarak etki sahibi olan tüm faaliyetler dizisini kapsamaktadır. Nobel ödüllü ekonomist Milton Friedman'a göre kurumsal yönetim; toplumun kanunlar ve yerel gelenekler tarafından şekillendirilen temel kurallarına uyarken, mümkün olan en üst düzeyde para kazanmayı arzu eden şirket sahiplerinin ya da hissedarların isteği doğrultusunda iş faaliyetlerinin oluşturulmasıdır. Bu tanım, hissedar kapitalizmini destekleyen piyasa değerinin maksimizasyonuna dayanmakta olan ekonomik görüşü temel almaktadır. Bu noktada Friedman'ın tanımlaması dar kapsamlı olarak varsayılabilir ancak "kanunlar ve yerel gelenekler tarafından şekillendirilen temel kurallar" ifadesi önemlidir. Bunun nedeni ise bir şirketin günümüzde sadece hissedarlarına karşı sorumlu olmayıp çalışanlarına, müşterilerine, tedarikçilerine, halka ve daha da geniş bir çevreye karşı sorumlu olmasıdır (Spedding, 2009, s.347).

Bir diğer çalışmada Knell öncelikle yönetim kavramını tanımlamıştır. Knell'e göre yönetim; önceden belirlenmiş davranış standartlarına uyumu ve bağlılığı etkilemeye yönelik uygulamaların düzenlenmesi ve kontrolüdür. Kurumsal yönetim ise önceden belirlenmiş standartlara uyum göstermeye ve bu standartlara bağlılığa yönelik

olarak şirket ilişkilerine uygulanan düzenleyici hükümlerdir. Diğer bir ifade ile kurumsal yönetim, tüm iş süreçlerinin ele alındığı etiksel bir çevredir (Knell, 2006, s.6).

Farklı bir tanıma göre ise kurumsal yönetim; bir şirketin performansını arttırabilmesi ve sürdürülebilir hissedar değerini sağlayabilmesi amacıyla, bir organizasyonun yönetilmesi ve kontrol edilebilmesi için oluşturulan sistemler ve süreçler bütünüdür. Bu kapsamda, yönetim yapılarının etkinliğini, şirket raporlama sisteminin yeterliliği ve güvenilirliği ile risk yönetim sistemlerinin verimliliğini bünyesinde barındıran yönetici rollerini kapsamaktadır (Fahy ve Diğerleri, 2005, s.163).

Kleinschmidt (2006) çalışmasına göre bir şirketin yönetimi ve kontrolü açısından kurumsal yönetim bir iskelet, bir çatı görevi görmektedir. Karar alma mekanizması bir şirketin iç ve dış kaynaklarının koordinasyonunu ve yapılandırılmasını sağlayan dinamik bir kapasitedir. Bununla ilişkili olarak kurumsal yönetim bir şirkette kararların nasıl alınacağını belirlemektedir. Böylece kurumsal yönetim bir şirketin güvenilir karar alma yeteneğini belirlemektedir. Sonuç olarak kurumsal yönetim bir şirketin rekabetçi avantaj yaratma eğilimini ortaya koymaktadır (Kleinschmidt, 2006, s.59).

Konuya hissedarlar açısından yaklaşan bir diğer tanıma göre kurumsal yönetim; kuruluşlardan ve kontrol mekanizmalarından oluşan bir set olarak tanımlanmıştır. Bu kapsamda kurumsal yönetim; bir şirkete sermaye sağlayan çevreleri, daha belirgin bir ifade ile özsermaye tedarikçilerini koruyan bir mekanizmadır. Şirketlerde hissedarlar, diğer bütün talep sahipleri tatmin edildikten sonra arta kalan korumaya sahip olan kesim olarak ifade edilmiştir (Owen ve Diğerleri, 2006, s.2).

Kurumsal yönetime ekonomik açıdan yaklaşan Friedman'ın tanımlamasının yanı sıra bu konuyu temel alan çeşitli yayınlarda yer alan tanımlamalara yukarıda yer verilmiştir. Aynı zamanda farklı akademik çalışmalarda da kurumsal yönetimin tanımına ve kapsamına ilişkin açıklamalar bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bir bölümü aşağıda yer almaktadır.

Shleifer ve Vishny (1997) çalışmasına göre kurumsal yönetim; şirketlere kaynak sağlayan tedarikçilerin, bu yatırımlarından elde edecekleri getirileri temin etme yolları ile ilgilidir. Bu kapsamda kurumsal yönetim öncelikli olarak sahiplik yapısı ve kontrol arasındaki temel temsilcilik sorunları ile ilgilidir. Başka bir ifade ile hissedarlar ile yönetim ayrımından kaynaklanan sorunları ele almaktadır.

Jordan (1999) çalışmasında kurumsal yönetimi dar ve geniş olmak üzere iki açıdan tanımlamıştır. Dar anlamda kurumsal yönetim; bir şirketin iç ilişkileri ile ilgilidir

ve karar alma gücü ile sorumluluklarını belirler. Geniş açıdan incelendiğinde ise kurumsal yönetim; bir şirketin karar alma sürecini etkileyen ayrı her bir gücü kapsamaktadır. Başka bir ifade ile sadece hisse sahiplerinin kontrol haklarını kapsamamakta, ayrıca borç veren kesim ile ilgili olarak sözleşmelerden doğan taahhütleri ve ödeme aczi güçlerini de kapsamaktadır. Bunun yanında çalışanlar, müşteriler ve tedarikçiler ile ilgili taahhütleri içermektedir. Diğer yandan devlet makamları tarafından yayınlanan düzenlemeleri, parlamento tarafından çıkartılan yasaları da ihtiva etmektedir.

Oxelheim ve Randoy (2001) çalışmalarına göre kurumsal yönetim; şirket sahiplerinin ve diğer pay sahiplerinin şirket içinden olanları ve yönetimi kontrol edebilmelerine yardımcı olan yasal, kurumsal ve kültürel mekanizmalar ile ilgilidir.

Abor ve Biekpe (2007) çalışmalarında kurumsal yönetimi; geliştirilmiş iş refahı ve şirket sorumluluğuna yönelik olarak şirket ilişkilerinin yönlendirilmesi ve yönetilmesi amacıyla kullanılan bir süreç ve yapı olarak tanımlamışlardır. Bu işlev yerine getirilirken bir yandan pay sahiplerinin uzun vadeli amaçları gerçekleştirilecek diğer yandan menfaat sahiplerinin ilgileri dikkate alınacaktır.

Chen Tu ve diğerleri (2007) çalışmalarına göre kurumsal yönetim; pay sahiplerinin hak etmiş oldukları getirileri garanti altına alan ve yöneticiler ile kontrol sahibi konumunda olan pay sahipleri gibi şirket içi yöneticilerin, şirketin kaynaklarını boşa harcamalarını engelleyen bir mekanizmadır.

Repei (2000) çalışmasına göre kurumsal yönetim; yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki ilişkileri tanımlayan ve disipline eden içsel ve dışsal düzenlemeler setidir. İçsel açıdan incelendiğinde pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve çalışanlar söz konusu olurken, dışsal açıdan incelendiğinde piyasalar, yasal ve kurumsal düzenlemeler kurumsal yönetimin kapsama alanına girmektedir.

Becht ve diğerleri (2002) çalışmasına göre kurumsal yönetim; çeşitlilik gösteren yatırımcılar arasındaki kolektif faaliyet sorunlarının çözümlenmesi ve çeşitli menfaat sahipleri arasındaki uyuşmazlıkların uzlaştırılması ile ilgilidir.

Coleman ve Biekpe (2007) çalışmalarına göre kurumsal yönetim; bir şirketin fonksiyonlarındaki, sorumluluklarındaki ve görevlerindeki belirsizlikleri dikkate değer bir şekilde azaltmaya yönelik olarak etkin çalışmanın hedeflenmesini temel almaktadır. Bu doğrultuda kurumsal yönetim bu hedefe ulaşmada hesap verebilirlik ve sorumluluk temin etmeye yönelik olarak oluşturulmuş sistemler, yapılar ve süreçler bütünüdür.

Görüldüğü üzere kurumsal yönetim son dönemlerde akademik çevrelerin ilgisini çekmiş ve bu kapsamda gerçekleştirilen birçok çalışmanın temelini oluşturmuştur. Kurumsal yönetim konusuna olan ilgi akademik çevrelerle sınırlı kalmamaktadır. Akademik çevrelerin yanı sıra kurumsal yönetim her ülkenin sermaye piyasası kurumlarını, vb. kuruluşları yakından ilgilendirmektedir. Bu doğrultuda, çeşitli konsey, kurum ve kuruluşların hazırlamış oldukları raporlarda yer alan kurumsal yönetim tanımlamalarına aşağıda yer verilmiştir.

Finansal Raporlama Konseyi, Londra Borsası ve muhasebe birliği tarafından oluşturulan Cadbury komitesinin 1992 yılında yayınladığı Cadbury raporuna göre kurumsal yönetim; şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistemdir (Cadbury Raporu, 1992, s.14).

Temel politik amaçlara ulaşılması açısından makroekonomik politikalar ile yapısal politikalar arasındaki sinerji Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ve OECD'ye üye ülkeler tarafından genel kabul görmüş bir unsurdur. Bu kapsamda OECD'ye göre kurumsal yönetim; ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesinin yanı sıra yatırımcı güveninin arttırılması açısından kilit bir unsurdur. Kurumsal yönetim; bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer bütün menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler setini kapsamaktadır (OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004, s.11).

Federal Mevduat Sigorta Fonu (FDIC) tanımına göre kurumsal yönetim; bir organizasyonun ilişkilerini yönetme ya da hesap verme yükümlülüğünü temin altına alma sürecidir. Kurumsal yönetim; iş stratejilerinin ve amaçlarının oluşturulması, risk iştahının belirlenmesi, kültür ve değerlerin saptanması, iç politikaların oluşturulması ve performansın izlenmesi gibi çeşitli faaliyetleri kapsamaktadır (FDIC Outlook, 2005).

Uluslararası Finans Kurumu'nun (IFC) tanımına göre kurumsal yönetim şirketlerin yönetilmesi ve kontrolü ile ilişkili süreçlerle ilgilidir. Kurumsal yönetim şirket yöneticileri, yönetim kurulu, kontrolü elinde bulunduran hissedarlar, azınlıktaki pay sahipleri (minority shareholders) ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri kapsamaktadır. Bu tanım üç kilit unsur üzerine odaklanmaktadır. İlk olarak yönetim kavramı; uzun vadeli stratejik kararlar, geniş ölçekli yatırım kararları, birleşme ile devralma kararları ve şirketin icra başkanı (Genel Müdür, CEO) gibi üst düzey yöneticilerin tayin edilmesi kararlarını kapsamaktadır. İkinci olarak kontrol kavramı; stratejik kararlar setinin uygulanmasının takip edilmesi ve yönetimin performansının denetlenmesi için gerekli tüm faaliyetleri içermektedir. Son olarak ise bir şirketin

yönetici konumda bulunan temel organları arasındaki ilişkilerin kapsamı; pay sahipleri, yönetim kurulu ve yöneticiler arasındaki ilişkilerden oluşmaktadır. Bu nedenle iyi bir kurumsal yönetim yapısının en önemli unsuru yönetici konumda bulunan bu temel organların rollerinin, görevlerinin, haklarının ve beklentilerinin açıkça tanımlanmasıdır (IFC Avrupa Birliği'nin Kurumsal Yönetime Yaklaşımı Raporu, 2008, s.19).

Dünya Bankası'na göre kurumsal yönetim, en geniş anlamda modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Daha dar anlamda ise, bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkan tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, düzenleme ve uygulamaları ifade etmektedir (TÜSİAD, Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu Raporu, 2002, s.9).

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü'nün (IOSCO) tanımına göre kurumsal yönetim; bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler setini kapsamaktadır. Ayrıca kurumsal yönetimin çatısı; yasal, düzenleyici ve kurumsal çevreye dayanmaktadır (IOSCO Kollektif Yatırım Planları İçin Kurumsal Yönetimin İncelenmesi Raporu, 2005).

Pakistan Sermaye Piyasası Kurumu'nun (SECP) tanımına göre kurumsal yönetim bir şirkette karar alma ile ilgili olan tüm süreçleri kapsamaktadır. Bununla ilişkili olarak kurumsal yönetim kavramı güven, şeffaflık, hesap verebilirlik gibi temel nitelikleri içermektedir (SECP Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2002).

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'ne (TKYD) göre kurumsal yönetim; bir şirketin hak sahipleri ve kamuoyunun menfaatlerine zarar vermeyecek şekilde, mali kaynakları ve insan kaynaklarını kendine çekmesini, verimli çalışmasını ve bu sayede hissedarları için uzun dönemde ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasını mümkün kılan kanun, yönetmelik ve gönüllü özel sektör uygulamaları bileşimidir (TKYD Aile Anayasası, 2012).

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği'ne (TÜSİAD) göre kurumsal yönetim en geniş tanımıyla insanların modern yaşamda bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Kurumsal yönetim hissedarlar ve çalışanlar dışında şirketin nasıl yönetildiğiyle ilgili tüm kreditörler, yatırımcılar, tedarikçi ve müşteriler açısından da önemlidir (TÜSİAD Semaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı Raporu, 2005, s.31).

İngilizce "corporate governance" teriminin Türkçe karşılığı olan "kurumsal yönetim" çeşitli çalışmalarda kurumsal yönetim, kurumsal yönetişim, şirket yönetimi gibi farklı şekillerde kullanılmıştır. Bu tez çalışmasında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Borsa İstanbul (BIST)[1], Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) gibi resmi kuruluşlar, TKYD, TÜSİAD gibi diğer organizasyonlar ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile benzer şekilde "kurumsal yönetim" terimi temel alınmıştır.

2.2.Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkışı

Yirminci yüzyılın başlarında piyasa bazlı finansman ile bu yapının gerektirdiği kurumsal yönetim yapıları arasında yüksek derecede uyum vardır. Örneğin, hem Almanya hem de İngiltere önemli sayıda halka arz içeren ve gelişmekte olan hisse senedi piyasalarına sahiptirler. Sadece Berlin Borsası'nda işlem gören şirketlerin sayısı 1910 yılında yaklaşık 2.000'dir. Bu rakam 2004 yılı için tüm Almanya genelinde yaklaşık olarak 700 şirkettir. Bu doğrultuda, yirminci yüzyıl başlarında gerçekleşen yüksek düzeydeki piyasa hareketliliği bu sürece dahil olan şirketlerin kontrolü ve bu şirketler üzerine yoğunlaşma açısından etki sahibi olmuştur. Ancak bu eğilim 1930'lu yıllarda gerçekleşen ekonomik felaketler ile birlikte tersine dönmeye başlamıştır. Bu dönemlerde özellikle Almanya ve Japonya gibi ülkelerde devletin sahip olduğu roller artış göstermiştir (Mayer, 2004).

1929 yılında gerçekleşen hisse senedi piyasalarının çöküşü, şirketlerdeki bozuklukların bir neticesi olarak ortaya çıkmıştır ve boğa piyasasının sona ermesi ile sonuçlanmıştır. Bu kriz "Büyük Buhran" haline dönüşmüştür ve yüksek düzeyde işsizlik oranı ile düşük seviyede ekonomik hareketlilik doğurmuştur. Bu dönemin diğer bir sonucu da yatırımcıların piyasalara duydukları güvenin kaybolması olmuştur (Anand, 2008, s.22). Günümüzde gözlenmekte olan sahiplik yapısı ve kontrol ile ilgili başlıca farklılıklar ise 1950'li ve 1960'lı yıllara ait ikinci dünya savaşı sonrası gelişmeler ile ilgilidir. Özetlenecek olursa, yirminci yüzyılın ilk yarısında hareketli bir uyum söz konusu olurken, yirminci yüzyılın ikinci yarısında aynı derecede hareketli bir ayrışma gerçekleşmiştir (Mayer, 2004).

[1] Borsa İstanbul, esas sözleşmesinin 3 Nisan 2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır. Bu çalışmada faaliyet izninin alınmasından önceki dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kullanılıyor iken, faaliyet izninin ilan edilmesinden sonraki dönemde Borsa İstanbul (BIST) kullanılmaktadır.

1990'lı yıllar süresince ve özellikle bu dönemin ikinci yarısında Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ekonomisi birçok Avrupa ülkesine ve Japonya'ya kıyasla pazar olarak daha üstün performans göstermiştir. ABD'deki performans seviyesinin artış hızının nedenleri geniş ölçüde tartışılmıştır. Bu konudaki genel inanış, bu artış hızının ABD finansal piyasalarındaki güçlü ve canlı yapı ile ilişkili olduğudur. Bu dönemde ABD finansal sistemi kapsamında kötü yönetilen şirketlerin yeniden organizasyonu garanti altına alınmaktadır ya da bu şirketler devredilmektedirler. Ayrıca, gelecek vaat eden projelere sahip girişimciler için sermayeye erişimin kolay olduğu bir dönemdir. İlave olarak, bu dönemde kaynaklar hızlı bir şekilde; yavaş büyüyen ekonomilerden hızlı büyüyen ekonomilere doğru transfer edilmiştir. Bu dönemde şirket performansının temel ölçütü hissedar değeridir. Bu temel ölçüt, kendi işlerini icra eden şirket yöneticilerinin zihinlerini daha fazla etkinlik ve daha fazla karlılık için konsantre etmekte kullanılan güçlü bir kaynak olmuştur. ABD sisteminin görünürdeki bu üstünlüğü diğer ülkeleri kendi finansal pazarlarına dinamizm enjekte etmek için arayışa girmelerine özendirmiştir. Tüm bunların yanında, hissedar değerine yönelik verilen önemin iyileştirilmesi ve benimsenmesi kısmen de olsa halka açık şirketlere disiplin empoze edilmesi şeklinde, bir şirket kontrol aracı haline gelmiştir. ABD kurumsal yatırımcılarının Avrupa şirketleri üzerinde hissedar konumda olmaları nedeniyle bu tür değişikliklerin Avrupa'da (ve kısmen Japonya'da) yapılması için baskılar gelmeye başlamıştır (Owen ve Diğerleri, 2004).

Ayrıca 1990'lı yıllar dünya genelinde bir özelleştirme dalgasının kendisini göstermeye başladığı yıllardır. Bu yıllarda özellikle Latin Amerika, Batı Avrupa, Asya, eski Sovyet bloku için özelleştirme önemli bir olgu haline gelmiştir. Amerika için ise durum biraz daha farklıdır çünkü ABD'de işletmeler açısından devlet sahipliği her zaman düşük seviyede olmuştur. Ortalama olarak, 1990 OECD özelleştirme programları çerçevesinde gayrisafi yurtiçi hasıla toplamının %2,7'sine denk gelen kazanç elde edilmiştir. İngiltere'de başlayan özelleştirme akımı ise 1991 yılında OECD ülkelerinden elde edilen özelleştirme gelirlerinin % 58'inden ve Avrupa Topluluğu (AB) özelleştirme gelirlerinin % 90'ından sorumludur. 1995 yılı sonrasında ise toplam özelleştirme gelirlerinin büyük bölümünü Avustralya, İtalya, Fransa, Japonya ve İspanya sağlamıştır. Özelleştirme kapsamında yaşanan bu gelişmeler doğrultusunda 1990'lı yıllar yeni özelleştirilen şirketlerin sahiplik yapısı ve kontrolü ile ilgili konuları da gündeme getirmiştir. Birçok ülkede kontrol büyük hissedarlara transfer olduğundan küçük

hissedarların korunması açısından hisse senedi piyasalarının rolü de artmıştır (Becht ve Diğerleri, 2002, s.10).

1990'lı yıllarda öne çıkan ve kurumsal yönetim kavramının önem kazanmasını sağlayan bir diğer gelişme emeklilik fonları ve aktif yatırımcılardır. Emeklilik planlarındaki büyüme ile ilgili olarak yatırım fonları ve emeklilik fonları aracılığıyla hane halkı tasarruflarında artış meydana gelmiştir. Ayrıca kurumsal yatırımcıların kontrolünde bulunan finansal varlıklar 1990'lı yıllarda düzenli şekilde artış göstermiştir. Bu gelişmeler ise kurumsal yönetimi etkileyecek ölçüde büyük ve güçlü yatırımcıların ortaya çıkmasını sağlamıştır (Becht ve Diğerleri, 2002, s.11).

Kurumsal yönetimin önem kazanmasında etkili diğer bir faktör şirket devralmaları ve birleşmeleridir. 1980'li yıllarda ABD'de ve 1990'lı yıllarda Avrupa'da şirket devralmalarının yaygınlaşması ile birlikte şirket birleşmelerinin de artması kurumsal yönetimin odak noktası haline gelmesinde etkili olmuştur. Bu süreç 2000'li yıllarda da devam etmiştir. Vodafone-Mannesmann, Olivetti-Telecom Italia, Generali-INA, Elf Aquitaine-Total Fina gibi devralmalar Avrupa'da şirketler açısından hareketli bir dönemi beraberinde getirmiştir (Becht ve Diğerleri, 2002, s.12).

1990'lı yıllarda kurumsal yönetimin gelişimini etkileyen bir diğer faktör kısıtların kaldırılması ve sermaye piyasalarının bütünleşmesidir. Yabancı sermayenin korunması ve Doğu Avrupa, Asya ve diğer gelişmekte olan piyasalara yönlendirilmesi ile ilişkili olarak kurumsal yönetim kuralları da aşama kaydetmiştir. Dünya genelinde sermaye piyasalarının bütünleşmesi (özellikle Avrupa Birliği kapsamında EURO para birimine geçiş) ve öz sermayedeki büyüme kurumsal yönetim konularını ilgi odağı haline getirmiştir (Becht ve Diğerleri, 2002, s.13).

Dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güneydoğu Asya Krizi 1997 yılının Haziran ayında ortaya çıkmış ve 1 Temmuz 1997 tarihinde Tayland'ın para birimini devalüe etmesini takiben Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacıyla devalüasyon yapmışlardır. ABD Dolarının uluslararası piyasalarda değer kazanmasıyla, dolara bağlanmış yerli para birimlerinin aşırı değerli duruma geldiği fark edilmiştir. Bu arada bölge ülkelerinin en önemli ticari ortaklarından olan Japonya'da, Yen'deki değer kaybının önüne geçilebilmesi amacıyla faiz hadlerinde artış öngörülmekteydi. Bu süreç içerisinde, Yen değerini bir ölçüde korumuş ancak Güneydoğu Asya ülkelerinde panik hızla artmıştır. Temelde dış borca dayalı finansman politikası izleyen şirketler ve bankalar dövize hücum etmişler ve ülkelerin yüksek döviz rezervleri kısa sürede erişmiştir. Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla yerli paralar

hızla değer kaybetmiş, finansal piyasalardaki yatırımcılar ile yerli şirket ve bankalar büyük zarara uğramışlardır. Tayland ve Endonezya görüşmelerden sonra, Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) 15'er milyar dolarlık yardım paketlerini uygulamaya koymuştur (İMKB Güneydoğu Asya Krizi Raporu, 1998, s.3-4).

1998 Rusya, Doğu Asya ve Brezilya krizleri kurumsal yönetim açısından farklı bir dönemi başlatmıştır. Doğu Asya krizi kurumsal yönetim uygulamalarının bu piyasalarda çok düşük seviyede olduğunu ve yatırımcılar açısından koruma düzeyinin zayıf olduğunu ortaya çıkarmıştır. Ayrıca bu kriz merkeziyetçi ve hiyerarşik olarak büyük hissedarlar tarafından kontrol edilen bir endüstriyel organizasyon olarak Asya modelinin yeniden değerlendirilmesine aracı oluşmuştur. Bu durum Rusya ve diğer geçiş ekonomileri için de benzer bir değerleme süreci olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde Rusya, Doğu Asya ve Brezilya'ya yönelik gerçekleştirilecek kurumsal yönetim reformları OECD, Dünya Bankası ve kurumsal yatırımcılar açısından en temel konulardan biri haline gelmiştir (Becht ve Diğerleri, 2002, s.13).

Hisse senedi piyasalarının çöküşü ile ilgili gelişmeleri takiben önemli konumda bulunan ABD şirketleri için çeşitli skandallar ve başarısızlıklar baş göstermiştir. Mali tablolarda yapılan yolsuzluklarla ilgili olarak Adelphia, Computer Associates, Dynegy, Enron, Global Crossing, Qwest, Tyco gibi şirketler ön plana çıkarken, yatırımcıların eksik bilgilendirilmeleri ile ilgili olarak Kmart, Lucent Technologies, Worldcom şirketleri ilgi odağı haline gelmiştir. Diğer yandan içerden öğrenenler ticareti kapsamında ImClone Systems ve Rite Aid şirketleri olumsuz yönde isimlerini duyurmuşlardır. Bu örnek olayların çoğu şirketlerin kazançlarını büyütmeye yönelik olarak gerçekleştirilmiş olan yolsuzlukları kapsamaktadır (Becht ve Diğerleri, 2002, s.14). Özellikle yerleşik alışkanlıkları ve davranışları nedeniyle, hissedar değerinin maksimizasyonu kavramının uyum göstermediği kıtasal ülkeler için kurumsal yönetim açısından ABD modeli bu skandallarla birlikte çekiciliğini kaybetmiştir. Bununla birlikte Parmalat, Ahold ve Vivendi gibi şirket skandalları bu dönemde Avrupa açısından da kurumsal yönetim uygulamalarının kusursuz olmanın çok uzağında olduğunu göstermiştir (Owen ve Diğerleri, 2004).

Bu bölümde detaylı bir şekilde verilen gelişmeler; kurumsal yönetim kavramına önem verilmesinin kaçınılmaz olduğu sonucunu doğurmuştur. Diğer başlıklar altında kurumsal yönetimin teorik altyapısı incelenmiştir.

2.3.Kurumsal Yönetimin Teorik Altyapısı

Kurumsal yönetim kavramının popüler hale gelmesinin yaklaşık yirmi yıllık bir geçmişi vardır. Ancak kurumsal yönetim kavramının gelişimini etkileyen teoriler incelendiğinde, bu teorilerin ortaya çıkışının çok daha eski tarihlere dayandığı görülmektedir. Bu teoriler finans, ekonomi, muhasebe, hukuk, yönetim ve örgütsel davranış gibi birçok farklı disiplin arasından ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetimin gelişimi küresel bir olgudur. Yasal, kültürel, sahiplik yapısı ve diğer yapısal farklılıkları da içeren karmaşık bir alandır. Bu nedenle, bazı teoriler bazı ülkeler için diğer teorilere kıyasla daha doğru ve daha uygun olabilmektedir. Diğer yandan farklı zaman dilimlerinde ülkelerin (tek tek veya grup olarak) içinde bulundukları seviyeye bağlı olabilmektedir (Mallin, 2013, s.15).

Kurumsal yönetime ilişkin tartışmaların başlangıç noktası araştırıldığında, 1932 yılında Adolf A. Berle ve Gardiner Means tarafından "The Modern Corporation and Private Property" adı altında yayınlanan eserin modern şirketlerde sahiplik yapısı ve kontrol mekanizması ayrımını ve bu ayrımın doğurduğu sorunları ele aldığı görülmektedir. Bu görüş aynı zamanda vekalet teorisinin de temellerini oluşturmaktadır. Vekalet teorisi gibi kurumsal yönetime ilişkin çeşitli teorik yaklaşımlar mevcuttur. Bu bölümde; vekalet teorisi, işlem maliyeti ekonomisi teorisi, hizmetkarlık teorisi, paydaş teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi yaklaşımları kurumsal yönetim kapsamında incelenecektir.

2.3.1. Vekalet Teorisi

Vekalet Teorisi'nin temelleri Berle ve Means (1932) çalışmasına dayanmaktadır. Bu çalışma yatırımcı ve şirket ilişkilerine yönelik temel açıklamalardan bir tanesini ortaya koymaktadır. Bu açıklamaya göre, ülkeler sanayileştikçe ve piyasalarını geliştirdikçe kurumlar açısından sahiplik ve kontrol birbirinden ayrılacaktır.

Jensen ve Meckling (1976) çalışmalarında vekalet ilişkisini: "yetki veren (principal) konumunda bulunan bir veya daha fazla kişinin, bazı hizmetlerin kendi adlarına icra edilebilmesi için başka bir kişiye yetki vermesi" olarak tanımlamışlardır. Bu yetkilendirme aynı zamanda bazı karar alma yetkilerinin de vekile verilmesini kapsamaktadır. Vekalet maliyetleri; yetki veren kişinin üstlendiği gözetim maliyeti, sözleşmeden doğan maliyet ve artık zararın toplamı olarak tanımlanmıştır.

Fama ve Jensen (1983) çalışmalarında vekalet probleminin ortaya çıktığını çünkü sözleşmelerin maliyetsiz bir şekilde yazılmadıklarını ve uygulamaya koyulmadıklarını belirmişlerdir. Vekalet maliyetleri çatışan menfaatlere sahip vekiller arasında yapılan sözleşmelere ilişkin yapılanma, gözetim ve sözleşmelerin ayarlanmasından doğan maliyetleri kapsamaktadır. Vekalet maliyetleri aynı zamanda verim kaybının değerini de kapsamaktadır çünkü sözleşmelerin tam olarak uygulanmasından kaynaklanan maliyetler sağlanan yararları aşmaktadır.

Eisenhardt (1989) çalışmasında vekalet ilişkileri çerçevesinde ortaya çıkabilecek iki probleme yer vermiştir. Bu problemlerden ilki yetki veren ile vekilin amaçlarındaki farklılık ile ilgilidir. İkinci problem is riskin paylaşımı ile ilgilidir. Birinci problem; yetki veren ile vekilin amaçları ya da istekleri çatıştığında kendini göstermektedir ve yetki veren kişinin, vekilin ne yapıyor olduğunu bilmesinin zor ya da pahalı olması bu süreci daha karmaşık hale getirmektedir. Buradaki sorun yetki veren kişinin vekilin doğru bir şekilde davrandığından emin olamaması ile ilişkilidir. İkinci problem ise yetki veren kişi ile vekilin riske yönelik yaklaşımları farklılık gösterdiğinde ortaya çıkmaktadır. Buradaki sorun, farklı risk algısı nedeniyle yetki veren kişi ile vekilin farklı eylemleri tercih edebilecek olmalarıdır.

Vekilin kişisel çıkarları ve fırsatçılık ihtimali ile ilişkili olarak vekalet ilişkisinin çeşitli dezavantajları olabilmektedir. Örneğin vekil yetkiyi veren kişi açısından en iyi menfaatler yönünde hareket etmeyebilir veya sadece kısmen bu yönde hareket edebilir. Diğer yandan vekil ile yetki veren kişi farklı düzeyde bilgilere erişim imkanı bulduklarından bilgi asimetrisi sorunu da ortaya çıkabilmektedir. Uygulamada bu durum yetki veren kişinin aleyhinedir çünkü vekil daha fazla bilgiye sahip olacaktır (Mallin, 2013, s.17).

Hart (1995) çalışmasında vekalet problemlerinin olmadığı varsayımı altında kurumsal yönetime ihtiyaç duyulmayacağını belirtmiştir. Vekalet probleminin olmadığı bir durum, organizasyon ile ilgisi olan tüm kişilerin karlarını (veya net piyasa değerini) maksimize etmesini ya da maliyetlerini minimize etmelerini sağlayacaktır. Hart'a göre kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkması için iki koşul gerekmektedir. Bunlar sırasıyla vekalet problemlerinin ve işlem maliyetlerinin varlığı koşullarıdır. Hart çalışmasında sonuç olarak vekalet probleminin hep var olacağını ve var olduğu sürece kurumsal yönetime ihtiyaç duyulacağını belirtmiştir.

2.3.2.İşlem Maliyeti Ekonomisi

İşlem maliyeti ekonomisi vekalet teorisinden farklı olarak şirketi kurumsal yönetim mekanizmasının bir parçası olarak görür. Vekalet teorisi şirketi daha çok birbirine bağlı sözleşmeler olarak görme eğilimindedir. Bunun nedeni ise yetki veren ile vekilin menfaatlerini kusursuz bir şekilde dağıtacak bir sözleşmeye sahip olmanın mümkün olmamasıdır (Mallin, 2013, s.19).

Williamson (1979) çalışmasında eğer işlem maliyetleri ihmal edilebilir ise bu durumda ekonomik etkinliğin geçersiz olacağını belirtmiştir. Bunun nedeni olarak maliyetsiz sözleşme yapabiliyor olmanın, sağlanan avantajı yok etmesi gösterilmiştir. Williamson, ekonomi ile ilgili çalışmalarda işlem maliyetlerinin merkezi bir yeri olduğunu ifade etmiştir. İşlemlerin nitelendirilmesinde en kritik yönlerin belirlenmesi açısından önemli rol oynamaktadır. Diğer yandan işlemlerin fark yaratacak şekilde kurumlar ile nasıl eşleştirileceğinin gerçekleşmesini sağlamaktadır. Başka bir ifade ile işlem maliyeti ekonomisi örgütü bir dizi işlem ilişkisi olarak görür.

Piyasa, örgütlerin alıcı ve satıcı kimlikleriyle karşılaştıkları yerdir. Piyasada gerçekleşen işlemlerde, fiyat arz ve talebin başlıca belirleyicisidir. Taraflar açısından kabul edilebilir bir fiyat oluştuğunda işlem gerçekleşecek ve alıcı ile satıcı arasındaki ilişki sona erecektir. Şirket tedarikçilerle, işgücüyle ve müşterilerle işlem yapar. Bu işlemlerden bir kısmı örgütün sınırları dışında meydana gelirken, diğer bir bölümü şirket sınırları içinde gerçekleşebilir. Örgüt teorilerinin bir kısmı iç yapıyı, diğer bir kısmı da dış yapıyı dikkate alır. Ne var ki her iki seviyede gerçekleşen işlem ilişkisi örgütsel analiz açısından önemlidir (Özsoy, 2011, s.22).

2.3.3.Hizmetkarlık Teorisi

Donaldson ve Davis (1991) çalışmalarında vekalet teorisinde yönetim kurulu başkanı ile şirket icra başkanının rollerine ilişkin görevlerin ayrılması yoluyla pay sahiplerinin menfaatlerinin korunmayı gerektirdiğini belirtmişlerdir. Hizmetkarlık teorisi açısından incelendiğinde ise, ilgili rollere yönelik görevlerin paylaşılması yoluyla pay sahiplerinin menfaatleri maksimize edilmektedir. Vekalet teorisi, yönetsel fırsatçılığın kontrol edilebilmesi amacıyla yönetim kurulu başkanı ile şirket icra başkanının birbirinden ayrı olmasını savunmaktadır. Teşvik sistemi yoluyla da icra başkanının menfaatleri pay sahiplerinin menfaatleri ile bağlı hale getirilir. Hizmetkarlık

teorisi ise bu durumun tam tersi olarak yönetim kurulu başkanı şirket icra başkanının aynı kişi olması gerektiğini belirtir.

Fama ve Jensen (1983) çalışmasında yöneticilerin yönetim kurulları tarafından kontrol edilmesinin gerekliliğini vurgulamaktadır. Buna göre karar yönetimi mekanizması ile karar kontrolü mekanizması birbirinden ayrılmalıdır. Karar yönetimi mekanizması kararların alınmasını ve uygulanmasını içerirken, karar kontrolü mekanizması kararların onaylanmasını ve gözetilmesini kapsamaktadır. Bu gerekçelerden dolayı yönetim kurulunun bağımsızlığı konusu her iki teori açısından önemli ölçüde farklılık göstermektedir.

Sahiplik ve kontrol yapılarının ayrılması ile ilişkili olarak en büyük sorun yöneticilerin pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket edeceklerine güvenilip güvenilmeyeceğidir. Vekalet teorisi açısından incelendiğinde yöneticilere güvenilmemelidir ve yöneticiler yönetim kurulu tarafından gözetim altında tutulmalıdır. Hizmetkarlık teorisi ise kontrolün şirket sahiplerinden profesyonel yöneticilere yeniden tahsis edilmesinin gerekliliği vurgulanmaktadır. Kontrol yetkisini elinde bulundurmak yöneticilere şirket karlarını maksimize etmek için gerekli imkanı verecektir. Hizmetkarlık modelinde şirket içerisinden yöneticilerin çoğunluk olduğu yönetim kurulları sahip olunan bilgi düzeyi, operasyonel bilgiye erişim imkanı, teknik uzmanlık ve şirkete bağlılık nedeniyle daha fazla tercih edilir nitelikte olacaktır (Muth ve Donaldson, 1998).

2.3.4.Paydaş Teorisi

Freeman ve Reed (1983) çalışmalarında pay sahiplerine ek olarak şirketin sorumlu olduğu diğer grupların varlığını belirtmişlerdir. Bu gruplar şirketin her türlü faaliyetinden pay sahibi olan gruplardır. Pay sahipleri, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, borç veren kurumlar ve toplum paydaş kavramına dahil edilmiştir. Freeman (1984) çalışmasında paydaş kavramını tanımlamıştır. Buna göre, örgütün amaçlarına ulaşmasını etkileyen ya da örgütün amacına ulaşmasından etkilenen tüm birey ve gruplar paydaş olarak tanımlanmıştır. Heath ve Norman (2004) çalışmalarında paydaş teorisine göre pay sahiplerinin önemli paydaş gruplarından bir tanesi olduğunu belirtmişlerdir. Müşteriler, tedarikçiler, çalışanlar ve yerel topluluklar gibi pay sahipleri de şirketin başarısından ve başarısızlığından etkilenirler.

Jensen (2001) çalışmasında yöneticilerin karar alırken şirket ile ilgili tüm paydaşlarının menfaatlerini dikkate almaları gerektiğini belirtmiştir. Şirketin refah düzeyini önemli ölçüde etkileyebilecek tüm bireyler ve gruplar paydaş olarak tanımlanmıştır. Bu kapsamda sadece finansal açıdan hak sahipleri değil aynı zamanda çalışanlar, müşteriler, topluluklar ve resmi merciler de paydaş olarak ifade edilmiştir.

Paydaş teorisi sadece pay sahiplerine odaklanmak yerine daha geniş bir grubu dikkate almaktadır. Sadece pay sahipleri üzerine odaklanmanın bir sonucu olarak pay sahiplerinin servetlerinin bakımı ve arttırılması en çok ilgilenilen konu durumundadır. Ancak daha geniş bir çıkar çevresi dikkate alındığında (çalışanlar, kredi veren kurumlar, müşteriler, tedarikçiler, devlet ve sosyal topluluklar), pay sahiplerinin servetleri üzerine odaklanmak önemini kaybetmektedir. Bu nedenle birçok şirket pay sahiplerinin servetlerini maksimize etmeye çalışırken aynı zamanda çıkar çevrelerinin menfaatlerini de dikkate almak durumundadır (Mallin, 2013, s.20).

2.3.5.Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Bir amacın başarılmasında veya ilgili amaç ile ulaşılması hedeflenen sonucun elde edilmesinde aktörlerden biri gerekli olan tüm koşulları tek başına yerine getiremiyorsa karşılıklı bağımlılık ortaya çıkar. Bir kaynak toplam girdinin küçük bir bölümünü dahi oluşturuyor olsa bile örgüt için kritik konumda olabilir (Pfeffer ve Salancik, 1978).

Kaynak bağımlılığı yaklaşımı, işletmenin çevresi ile olan ilişkilerini güçlülük-bağımlılık ekseninde analiz eder. İşletmeler birçok başka örgütü de içinde barındıran ilişkiler ağının bir parçasıdır ve varlıklarını sürdürebilmek için hammadde, emek, sermaye, bilgi ve teknoloji gibi kaynaklara bağımlı olduklarından; bu kaynakları kontrol edenlerle ilişki içinde olmak zorundadır. Örgüt ihtiyaç duyduğu kaynakları kontrol edemediğinden, kaynakları temin etmek sorunlu ve belirsiz bir süreçtir. Özellikle de kaynakların kıt olduğu durumlarda kaynakları kontrol edenlere güven olmaz. Herhangi bir kaynağa ne ölçüde bağımlı olunduğuna; söz konusu kaynağın örgütün faaliyetlerini sürdürebilmesi için ne derece gerekli olduğuna, kaynağı sağlayanların sayısına ve o kaynağın ikame edilebilir olup olmadığına bağlıdır. Bu kaynaklar çevre tarafından kontrol edildiğinden, kaynaklara olan bağımlılık çevrenin örgüt üzerindeki gücünü arttırır. Çevre örgüt üzerindeki gücünü daha gelişmiş ürünler, rekabetçi fiyatlar, daha etkin yapılar ve süreçler talep etmek için kullanır. Ne var ki çevreye bağımlı olma tek

taraflı ve değiştirilemez bir yapıda değildir. Örgütler kaynaklara olan bağımlılıklarını yönetmek için proaktif stratejiler geliştirebilir ve içinde bulundukları çevreyi şekillendirip değiştirebilir (Özsoy, 2011, s.37-38).

Yönetim kurulunun bir örgütte yerine getirmesi gereken iki önemli fonksiyon vardır. Bunlardan ilki pay sahipleri adına yöneticilerin gözetilmesi fonksiyonudur. İkinci fonksiyon ise kaynakların sağlanmasıdır. Bu kapsamda kaynakların sağlayıcısı olarak yönetim kurulu ile şirket performansı çeşitli araştırmaların konusu olmuştur. Teorisyenlere göre kaynakların sağlanması yönetim kurulunun sahip olduğu sermayenin fonksiyonudur. Yönetim kurulunun sahip olduğu sermaye ise insan kaynağıdır. Başka bir ifade ile tecrübe, uzmanlık, itibar gibi konuları içermektedir. Diğer yandan diğer şirketler ile olan bağlar ve dış riskler gibi faktörleri de içine almaktadır (Hillman ve Dalziel, 2003).

Yönetim kurulu üye sayısının yönetim kurulunun kurumsal ve yönetimsel fonksiyonlarını geliştirdiğine yönelik çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Yönetim kurulunun üye sayısı olarak artması uzmanlık düzeyinin artmasını sağlamakla beraber kaynaklara ulaşım imkanını da arttırmaktadır (Pfeffer, 1972, 1973).

2.4.Kurumsal Yönetimin Unsurları

Dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güneydoğu Asya Krizi ile 1997 yılında başlayan ve gerek Amerika'da gerekse Avrupa'da ortaya çıkan şirket skandalları ile devam eden süreç kurumsal yönetim uygulamalarının kaçınılmaz olduğu sonucunu doğurmuştur. Bu dönem sonrasında kurumsal yönetime yönelik birçok yasal düzenleme gerçekleştirilmiştir. Bu doğrultuda 27-28 Nisan 1998 tarihlerinde Bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi'nin, ulusal hükümetler, ilgili diğer uluslararası kuruluşlar ve özel sektör ile birlikte, OECD'den kurumsal yönetim ile ilgili bir dizi standart ve yol gösterici ilke geliştirmesini talep etmesi üzerine bir rapor hazırlanmıştır. Bu rapor OECD tarafından 1999 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri adı altında yayımlanmıştır.

Bu başlık altında, SPK'nın 2005 yılında yayımladığı gözden geçirilmiş Kurumsal Yönetim İlkeleri raporunda kurumsal yönetim açısından "olmazsa olmaz kavramlar" olarak gösterilen eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları kurumsal yönetimin unsurları olarak incelenmiştir.

2.4.1 Eşitlik Unsuru

Eşitlik; şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005).

OECD tarafından 2004 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri raporunda "hissedarların eşit muamele görmesi" gerektiğine ilişkin madde vardır. Buna göre; aynı tertip pay sahibi hissedarlara eşit muamele yapılmalıdır.

- Herhangi bir tertipteki tüm hisseler aynı hakları içermelidir. Bütün yatırımcılar hisse satın almadan önce herhangi bir tertipteki hisselere dair haklar ile ilgili bilgi sahibi olabilmelidir. Oy haklarındaki her türlü değişiklik bu değişiklikten olumsuz şekilde etkilenecek olan tertip hisselerin onayına sunulmalıdır.
- Azınlık hissedarlar, doğrudan veya dolaylı olarak hareket eden ve hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran hissedarların kötü niyetli muameleleri veya bu hissedarların kendi çıkarları doğrultusunda sahip oldukları gücü azınlık hissedarlara karşı kötü niyetle kullanmaları engellenmeli ve azınlık hissedarlar, mağduriyetlerini telafi edebilecek etkin mekanizmalara sahip olmalıdır.
- Oylar, hisseler üzerinde tasarruf hakkına sahip olan kişi ile üzerinde anlaşmaya varılan şekilde onun yed'i eminleri ya da atadığı mümessilleri tarafından atılmalıdır.
- Uzaktan yapılan oylama önündeki engeller ortadan kaldırılmalıdır.
- Genel kurul toplantılarının işlem ve usulleri, tüm hissedarların adil muamele görmelerine olanak tanımalıdır. Şirket prosedürleri, oy atmayı gereksiz şekilde zorlaştırmamalı ya da masraflı hale getirmemelidir.

2.4.2.Şeffaflık Unsuru

Şeffaflık; ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımıdır (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005).

OECD tarafından 2004 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri raporunda "Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık" maddesi yer almaktadır. Buna göre; kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır.

OECD ülkelerinin çoğunda, halka açık ve kote edilmemiş büyük işletmelerle ilgili zorunlu ya da gönüllü olarak açıklanan çok miktarda bilgi toplanmış ve geniş bir kullanıcı kitlesine açılmıştır. Kamuya açıklama yapma zorunluluğu genelde, asgari birer yıllık dönemlerle belirlenmiştir. Bazı ülkelerde altı aylık veya üç aylık dönemlerde, hatta şirketi etkileyen maddi bir gelişme olduğunda daha sık açıklama yapma zorunluluğu da getirilmiştir. Şirketler çoğu kez piyasadaki talebe cevap verebilmek için asgari açıklama zorunluluğunun ötesine geçen gönüllü açıklamalarda bulunmaktadır (TKYD OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkçe Çevirisi, 2005, s.37).

2.4.3.Hesap Verebilirlik Unsuru

Hesap verebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunu ifade eder (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005).

OECD tarafından 2004 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri raporunda "Yönetim Kurulunun Sorumlulukları" maddesi yer almaktadır. Buna göre; kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karsı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır.

Ekonomik faaliyetlerin şirket türünde bir işletme yapısıyla organize edilmesi, büyüme adına oldukça etkin bir güçtür. Bu nedenle, şirketlerin faaliyet gösterdikleri düzenleyici ve hukuki ortam, ekonominin genel etkinliği açısından büyük önem arz etmektedir. Düzenleyici kurumların, birbirinden büyük ölçüde farklı şartlarda faaliyet gösteren şirketlerin ihtiyaçlarını karşılayabilecek esnekliğe sahip, değer yaratmada ve kaynakları en iyi şekilde değerlendirmede yeni fırsatların yakalanabilmesini kolaylaştıran bir çerçeveyi hayata geçirme sorumluluğu bulunmaktadır. Bu hedefe ulaşılabilmesi için düzenleyici kurumlar, sürekli olarak nihai ekonomik sonuçları değerlendirmeli ve eldeki seçenekleri değerlendirirken teşvik yapıları, öz denetim sistemlerinin etkinliği ve sistemden doğan çıkar çatışmaları gibi piyasaların işleyişini

etkileyecek önemli değişkenler üzerindeki tesirin analizini yapmalıdır. Şeffaf ve etkin piyasalar, piyasa katılımcılarının disiplin altına alınmasını ve hesap verme yükümlülüğünü teşvik etmektedir (TKYD OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkçe Çevirisi, 2005, s.22).

2.4.4.Sorumluluk Unsuru

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

OECD tarafından 2004 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri raporunda "Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü" maddesi yer almaktadır. Buna göre; kurumsal yönetim çerçevesi, menfaat sahiplerinin haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir. Kurumsal yönetimde paydaşların rolü aşağıdaki maddeler çerçevesinde incelenmiştir (OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004):

- Paydaşların kanunlar veya ikili anlaşmalarla oluşturulmuş olan haklarına saygı gösterilmelidir.
- Paydaşlar, çıkarları yasalarla korunduğu durumlarda, haklarının ihlali dolayısıyla yeterli telafi ya da tazminat elde etme imkanına sahip olmalıdır.
- Çalışanların yönetime katılımı açısından performans geliştirici mekanizmaların hayata geçirilmesine izin verilmelidir.
- Paydaşlar, kurumsal yönetim sürecine katıldıkları durumlarda, zamanında ve düzenli olarak konu ile ilgili, yeterli ve güvenilir bilgilere erişebilmelidirler.
- Çalışanlar ve onların temsil organları da dahil olmak üzere paydaşlar, kanunlara aykırı ve etik olmayan uygulamalar hakkında kaygılarını yönetim kuruluna serbestçe iletebilmeli ve bu şekilde hareket etmeleri yüzünden hakları tehlikeye girmemelidir.
- Kurumsal yönetim çerçevesi, etkin ve etkili bir iflas çerçevesi ve alacaklı haklarının etkin şekilde icraya konulması ile tamamlanmalıdır.

2.5. İyi Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim kavramı 1999 yılında OECD tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri raporunun yayımlanmasının ardında özellikle son dönemlerde büyük ilerlemeler kaydetmiştir ve ülkelerin konuya verdikleri önem çerçevesinde gelişmeye devam etmektedir. Bu gelişmeler ile ilişkili olarak kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi de büyük önem kazanmaktadır. Kurumsal yönetim uygulamaları gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından farklılıklar göstermektedir.

SPK'ya göre finansal krizlerin ve şirket skandallarının arkasında yatan önemli nedenlerden birinin kötü yönetim olduğu görüşü, iyi kurumsal yönetim kavramının önemini öne çıkarmıştır. Uluslararası alanda bu konuya büyük önem verilmeye başlanmış ve yatırım kararlarında, finansal performans kadar önemli bulunan kurumsal yönetimin kalitesi gözetilir hale gelmiştir (SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005, s.1).

Anand (2008) çalışmasına göre iyi kurumsal yönetim; bir şirketin en iyi nasıl çalıştırılacağına ilişkin fikirlerdir. Başka bir ifade ile bir şirketin finansal ve bireysel başarısı arasındaki birliktir. Bu nedenle yönetim şekilleri, muhasebe ilkeleri, etik davranış modeli, iletişimin açıklığı ve yönetim kurulu faaliyetlerini kapsamaktadır. İyi kurumsal yönetim bir kriterler seti olmaktan ziyade bir süreçtir ve bir idealdir.

İyi kurumsal yönetim kalıplar ve yapılar ile ilgili bir kavram değildir. İyi kurumsal yönetimin etkin olması için, doğru olan hareket tarzlarını belirlemeye yönelik organizasyon kültürünü oluşturarak, özendirerek ve kolaylaştırarak varlığını göstermelidir (Spedding, 2009, s.504). İyi kurumsal yönetimin başarılabilmesi için bir şirket aşağıda belirtilen konular ile ilgili bir duruş edinmelidir (Fahy ve diğerleri, 2005, s.164):

- Strateji,
- Yönetim,
- Şirket kültürü,
- Şirket raporlama sistemi,
- Bilgi teknolojisi sistemleri,
- Yönetim kurulu faaliyetleri,

Kurumsal yönetime ilişkin bu parçalar düzgün bir şekilde bir araya getirilmediği takdirde, organizasyon içerisindeki risk yönetimi sistemleri yetersiz kalacaktır.

Bir diğer çalışmaya göre iyi kurumsal yönetimin öğeleri ilgili oldukları yönetim ve kontrol alanlarına göre aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Kleinschmidt, 2006, s.34):

- Pay sahiplerini hakları,
- Yönetim,
- Yönetim kurulu,
- Raporlama ve denetim

The High Level Group of Company Law Experts (2002) raporuna göre iyi kurumsal yönetim; bir şirketin yönetici kadrosunu denetleme organı olan yönetim kurulunun güçlü ve dengeli olmasının gerekliliğini vurgulamaktadır. OECD tarafından 2004 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri raporuna göre ise iyi kurumsal yönetim; yönetim kurulu ve yöneticilerin şirket ve pay sahiplerinin menfaatlerine olan amaçların peşinden gitmeleri için doğru teşvikleri sağlamalı ve etkin kontrol mekanizmasına yardımcı olmalıdır.

Center For International Private Enterprise (2002) raporuna göre iyi kurumsal yönetimin faydaları aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Riski azaltır
- Performansı teşvik eder
- Sermaye piyasalarına erişimi geliştirir
- Mal ve hizmetlerin pazarlanabilirliğini arttırır
- Liderliği geliştirir
- Şeffaflık ve sosyal sorumluluğu gösterir

Anand (2008) çalışmasında iyi kurumsal yönetim uygulamalarından fayda sağlayacak olan beş farklı grup belirlemiştir. Buna göre ilk grupta pay sahipleri yer almaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamaları sonucunda tüm pay sahiplerinin tüm beklentileri adil bir şekilde karşılanmaktadır. İkinci grup ise yönetim kurulu üyelerinden oluşmaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamaları ile ilişkili olarak yönetim kurulu üyelerinin rolleri açık bir şekilde tanımlanmıştır ve yönetim kurulu etkin işleyişi

kolaylaştıracak şekilde organize olmaktadır. İcra başkanının da aralarında bulunduğu yönetici kadrosu üçüncü grubu oluşturmaktadır. Yönetici kadrosu da iyi kurumsal yönetim uygulamalarından fayda sağlamaktadır. Çünkü kendi amaçlarını destekleyen bir sistem yürürlüktedir ve yönetim kurulunun desteği yönetici kadrosunun arkasındadır. Dördüncü grup, çalışanlardan oluşmaktadır. Rollerinin açıkça tanımlanması ve kötü yönetim ile ilişkili olarak herhangi bir endişe taşımamaları nedeniyle fayda sağlamaktadırlar. İyi kurumsal yönetim uygulamalarından fayda sağlayan son grup toplumdur. Şirketlerin etkin bir denetim ve denge ölçütü oluşturmaları yoluyla ve kurumsal yönetim uygulamalarını topluma karşı olan yükümlülüklerini de kapsayacak şekilde genişletmeleriyle fayda sağlamaktadırlar.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülke açısından önemli yararları bulunmaktadır. Konuya şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması; düşük sermaye maliyeti, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmaması anlamına gelmektedir. Konuya ülke açısından baktığımızda ise iyi kurumsal yönetim, ülkenin imajının yükselmesi, sermayenin yurtdışına kaçmasının önlenmesi, dahası yabancı sermaye yatırımlarının artması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi anlamına gelmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005, s.2). Ayrıca iyi kurumsal yönetim bir şirketin toplum içerisinde iyi algılanmasına yönelik en önemli faktörlerden bir tanesidir (Green, 2005, s.156).

OECD tarafından 2004 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri raporuna göre politika oluşturan çevreler son dönemlerde iyi kurumsal yönetim kavramının katkısının daha çok farkına varmışlardır. İyi kurumsal yönetim finansal piyasaların istikrarına, yatırım ve ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır. Bu doğrultuda şirketler iyi kurumsal yönetimin rekabet gücüne yaptığı katkıyı daha iyi anlamaktadırlar. Yatırımcılar açısından incelendiğinde ise yatırımcılar; iyi kurumsal yönetim uygulamalarını sağlamaya yönelik olarak bir rollerinin olduğunun farkına varırlar ve kendi yatırımlarının değerini desteklerler.

McKinsey ve Company (2002) çalışmalarında gerçekleştirilen anket sonuçlarına göre kurumsal yönetim yatırım kararlarının merkezinde yer almaktadır. Yatırımcıların büyük çoğunluğu yüksek düzeyde kurumsal yönetim standartları uygulayan şirketler için prim ödemeye hazırdırlar. Bu değerler Kuzey Amerika ve Batı Avrupa için %12-

14, Asya ve Latin Amerika için %20-25, Doğu Avrupa ve Afrika için %30'un üzerindedir. Diğer yandan Kleinschmidt (2006) çalışmasında; iyi kurumsal yönetim kapsamında etkin ve verimli bir yönetim-kontrol sisteminin yatırım riskini azaltabildiğini belirtmiştir.

Diğer yandan iyi kurumsal yönetim bir şirketin iyi karar oluşturma sürecine sahip olduğu anlamına gelmektedir. Başka bir ifade ile kararlar ulaşılabilir en iyi bilgi temel alınarak oluşturulmakta, çeşitli alternatifler hesaba katılmakta ve genel olarak değer yaratma ile ilişkili olan şirketin amaçları dikkate alınmaktadır. İyi kurumsal yönetim bilgi temelli karar oluşturma anlamına gelmektedir. Bu tür kararlar doğru kararlar olabilmektedir ve rekabetçi avantaj sağlayabilmektedir (Kleinschmidt, 2006, s.59).

Green (2005) çalışmasında, Millstein ve MacAvoy'un gerçekleştirmiş oldukları bir araştırmaya yer vermiştir ve iyi kurumsal yönetimin hisse sahipleri açısından daha iyi getiriler doğurduğunu belirtmiştir. Diğer yandan Owen ve Diğerleri (2006) çalışmalarına göre akademik açıdan iyi kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişki güçlü değildir ancak iyi yönetim yapılarının kötü yönetim yapılarına göre daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşan çalışmaların sayısı artmaktadır.

İyi kurumsal yönetim; hisse fiyatının artmasına ve daha kolay sermaye elde etmeye yardımcı olmaktadır. Uluslararası yatırımcılar kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulamayan şirketlerin hisselerini almada ve borç vermede çekingen davranmaktadırlar. Bu kapsamda şeffaflık, bağımsız üyeler ve ayrı bir denetim komitesi önemlidir. Bazı uluslararası yatırımcılar bu nitelikleri taşımayan şirketlere yatırım yapmakta ciddi tereddütler yaşamaktadırlar (McGee, 2009, s.3).

IFC'nin 2004 yılında Rusya için hazırlamış olduğu kurumsal yönetim rehberine göre iyi kurumsal yönetim rekabet gücüne katkıda bulunarak, sermaye piyasalarına erişimi kolaylaştırarak finansal piyasaların gelişmesine yardımcı olmakta ve ekonomik büyümeyi teşvik etmektedir. Diğer yandan iyi yönetilen şirketler ekonomik, çevresel ve sosyal sorumluluklarını yerine getirmede daha iyi mevkide bulunmakta ve sürdürülebilir büyümeye katkıda bulunmaktadırlar. Ayrıca bu raporda iyi kurumsal yönetimin dört aşaması olduğu belirtilmiştir. Bu aşamalar sırasıyla:

- Yasal ve düzenleyici gereksinimler ile uyum,
- Kurumsal yönetimin geliştirilmesine yönelik başlangıç adımları,
- Gelişmiş kurumsal yönetim sistemi,

- Kurumsal yönetimde öncülük

Bu aşamalar ile ilişkili olarak iyi kurumsal yönetim uygulamalarının potansiyel faydaları ise aşağıdaki şekilde belirtilmiştir:

- Daha iyi şirket, yönetici ve idareci itibarı,
- Daha düşük sermaye maliyeti,
- Sermaye piyasalarına erişim,
- Gelişmiş operasyonel etkinlik

Bauer ve diğerleri (2003) çalışmalarına göre iyi kurumsal yönetimin şirket değerini arttırmasının nedenlerine ilişkin iki genel kanı vardır. Birincisi; iyi yönetim yatırımcı güvenini arttırmaktadır. Yatırımcılar daha iyi kurumsal yönetime sahip şirketleri daha az riskli olarak algılayabilmektedirler. Ayrıca daha yüksek şirket değerlemesine öncülük eden, daha düşük beklenen getiri uygulamaktadırlar. İkinci olarak, daha iyi yönetilen şirketler geleceğe yönelik daha yüksek beklenen nakit akışı ile sonuçlanan daha etkin faaliyetlere sahip olmaktadırlar.

Benzer şekilde Del Brio ve diğerleri (2006) çalışmalarında şirket değeri ile iyi kurumsal yönetim uygulamaları arasında pozitif yönlü bir ilişkinin varlığını vurgulamışlardır. Black (2001) çalışmasının sonuçlarına göre ise Rusya şirketleri açısından iyi kurumsal yönetime sahip şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları zayıf kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarına göre 100 kat daha değerlidir.

Daha spesifik bir açıdan, finansal hizmet sektörü incelendiğinde; finansal hizmet üretiminin daha yüksek seviyedeki ekonomik etkinliği, iyi kurumsal yönetim uygulamaları ve yapıları ile yüksek derecede ilişkilidir (Gup, 2007, s.211).

İyi kurumsal yönetim uygulamalarına uyum sağlamada yaşanan başarısızlıklar yetersiz düzeyde risk yönetimi stratejilerine ve zayıf düzeyde iç denetime işaret etmektedir. Riskin, iş faaliyetlerini tamamlayıcı bir parçası olmasına karşın her türlü olası senaryoyu (sektörel bir kaza, çevre felaketi, ürünlerin geri çağırılması vb.) kapsayacak şeffaf stratejilere sahip olmak önemlidir. Kurumsal yönetim bir organizasyonun bu riskleri doğru bir şekilde değerlemesini ve gerçek zamanlı veri

sistemleri kullanılarak her türlü gelişmenin takibini sağlar (Fahy ve diğerleri, 2005, s.190).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE GELİŞİMİ

Bu bölümde kurumsal yönetim alanında Dünyada ve Türkiye'de yaşanan gelişmelere yer verilmiştir. OECD tarafından 1999 yılında yayımlanan ve daha sonraki dönemde gözden geçirilerek 2004 yılında yeniden yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri raporu bu alanda temel teşkil eden raporlardandır. Bu doğrultuda öncelikle OECD ve Kurumsal Yönetim konusu ele alınmıştır. Daha sonra kurumsal yönetim uygulamalarının Dünya'da gelişimi incelenmiştir. Son olarak Türkiye'de kurumsal yönetim alanında yaşanan gelişmelere yer verilmiştir.

3.1.OECD ve Kurumsal Yönetim

Paris'te 14 Aralık 1960 tarihinde imzalanan ve 30 Eylül 1961 tarihinde yürürlüğe giren Konvansiyonun 1. Maddesine göre, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, aşağıdaki amaçlar doğrultusundaki politikaları desteklemektedir (OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004):

- Üye ülkelerde mali istikrar korunarak ekonomik büyüme ve istihdamın sürdürülebilir en yüksek seviyelerde gerçekleşmesine, yaşam standardının yükselmesine ve böylece dünya ekonomisinin gelişmesine katkıda bulunmak,
- Ekonomik kalkınma sürecindeki üye ve diğer ülkelerde sağlıklı ekonomik gelişmeye destek sağlamak,
- Uluslararası yükümlülüklere uygun, ayrımcı olmayan ve çok taraflı bir biçimde dünya ticaretinin gelişmesine yardımcı olmak.

1990'lı yıllarda ekonomik politika alanında piyasa temelli yaklaşımı benimseyen ülke sayısının artmasıyla orantılı olarak, bireylerin refahı üzerinde özel şirketlerin taşıdığı önem konusundaki anlayış da yaygınlaşmıştır. Bu gelişmelerle birlikte dünya genelinde özel sektörün ağırlığı arttıkça, kurumsal yönetim konusu da benzer bir

biçimde ön plana çıkmıştır. Bu gelişmelere ek olarak 1990'lı yılların son dönemlerinde yaşanan Uzak Doğu Asya ve Rusya kökenli mali krizler ise ön plana çıkmaya başlamış olan kurumsal yönetim konusunu kaçınılmaz hale getirmiştir.

OECD Bakanlar Kurulu, kurumsal yönetimin önemi konusundaki duyarlılığın artması karşısında, 1998'de OECD'den kendilerine Mayıs 1999'da sunulmak üzere bir dizi standart ve yol gösterici ilke geliştirmesini talep etmiştir. Kurumsal Yönetim İlkeleri bu isteğe yanıt vermektedir. OECD bu çalışmayı gerçekleştirebilmek amacıyla bütün Üye hükümetlerin dahil olduğu bir Geçici Özel Çalışma Grubu Oluşturmuştur. Üye hükümetlerle birlikte; Avrupa Komisyonu, Dünya Bankası, IMF, Basel Bankacılık Gözetim Komitesi ve Uluslararası Güvenlik Komisyonları Örgütü, OECD Ekonomi ve Sanayi Danışma Komitesi (BIAC) ve Sendikalar Danışma Komitesi (TUAC) ve diğer seçilmiş özel sektör kuruluşlarının temsilcileri de bu çalışma grubunun içerisinde yer almıştır (TÜSİAD OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkçe Çevirisi, 2000, s.9).

OECD tarafından 1999 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri beş alt başlık altında incelenmiştir (TÜSİAD OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkçe Çevirisi, 2000, s.9):

İlk bölüm hissedar hakları ile ilgilidir. Temel hissedar hakları; mülkiyet tescil yöntemlerini güvence altına alma, hisseleri devir ve temlik etme, zamanında ve düzenli olarak şirket hakkında açıklayıcı bilgi elde etme, genel hissedarlar toplantısına katılma ve oy kullanma, yönetim kurulu üyelerini seçme ve şirketin karlarından pay alma haklarını içine almaktadır.

İkinci bölüm hissedarların adil muamele görmesi ile ilgilidir. Buna göre; Kurumsal yönetim, azınlık ve yabancı hissedarlar dahil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali karşısında yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme fırsatına sahip olmalıdır.

Üçüncü bölüm, kurumsal yönetimde doğrudan çıkar sahiplerinin rolü ile ilgilidir. Buna göre; kurumsal yönetim, doğrudan çıkar sahiplerinin haklarını yasalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile doğrudan çıkar sahipleri arasında etkin bir işbirliğini ve mali olarak güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir.

Dördüncü bölümde kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık konuları ele alınmıştır. Bu çerçevede, kurumsal yönetim, mali durum, performans, mülkiyet ve şirketin idaresi dahil, şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında

açıklama yapılmasını güvence altına almalıdır. Açıklamalar aşağıdaki konularda, ama bunlarla sınırlı olmamak kaydıyla, şu maddi bilgileri içermelidir:

- Şirketin mali ve operasyonel durumu ve işletme kar-zarar hesabı,
- Şirket hedefleri,
- Çoğunluk pay sahipliği ve oylama hakları,
- Yönetim kurulu üyeleri, başlıca yöneticiler ile yapılan ödeme ve ücret sistemleri,
- Öngörülebilir maddi risk faktörleri,
- Çalışanlar ve diğer doğrudan çıkar sahipleriyle ilgili maddi konular,
- Yönetim yapısı ve politikalar.

Son bölüm ise yönetim kurulunun sorumlulukları ile ilgilidir. Buna göre; kurumsal yönetim, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin zamanında etkin denetimini, yönetim kurulunun şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme zorunluluğunu teminat altına almalıdır.

İlkeler, 2002 yılında OECD Bakanlar Kurulu'nun himayesinde OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu tarafından gözden geçirilmiştir. Üye ülkelerin, kurumsal yönetim uygulamalarında karşılaştıkları sorunlara ne şekilde çözüm getirdiklerine dair kapsamlı bir rapor gözden geçirme çalışmalarında kullanılmıştır. Aynı zamanda, gözden geçirme çalışmaları kapsamında, OECD'nin Dünya Bankası ve diğer sponsorlarla işbirliği içinde, bölgesel reform çabalarının desteklenmesi amacıyla Bölgesel Kurumsal Yönetim Yuvarlak Masa Çalışmalarını organize ettiği OECD sahası dışındaki ekonomilerdeki deneyimlere de başvurulmuştur (OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004, s.3).

Bu doğrultuda OECD tarafından 2004 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin gözden geçirilmiş versiyonu yayımlanmıştır. Bu raporda Kurumsal Yönetim İlkeleri altı başlıkta incelenmiştir (OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2004, s.13-20):

Birinci bölümde "Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi" ilkesi ele alınmıştır. Bu ilkeye göre; kurumsal yönetim çerçevesi, şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, kanunlara uygun olmalı ve farklı denetim, düzenleme ve yürütme erkleri arasında sorumluluk dağılımını açıkça yapmalıdır.

İkinci bölümde "Hissedarların Hakları ve Önemli Görevleri" ilkesine yer verilmiştir. Bu ilkeye göre; kurumsal yönetim çerçevesi, hissedarlık haklarını korumalı ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır. Temel hissedarlık hakları; mülkiyet tescil yöntemlerini güvence altına alma, hisseleri devir ve temlik etme, şirket hakkında zamanında ve düzenli olarak açıklayıcı bilgi edinme, genel kurul toplantılarına katılma ve oy kullanma, yönetim kurulu üyelerini seçme ve azletme ve şirketin karından pay alma haklarını kapsamalıdır.

Üçüncü bölümde; "Hissedarların Adil Muamele Görmesi" ilkesi yer almaktadır. Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali halinde yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme imkanına sahip olmalıdır.

Dördüncü bölümde, "Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü" ilkesi yer almaktadır. Bu ilkeye göre; kurumsal yönetim çerçevesi, menfaat sahiplerinin haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir.

Beşinci bölümde "Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık" ilkesi yer almaktadır. İlgili ilkeye göre; kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır.

Son bölüm "Yönetim Kurulunun Sorumlulukları" ilkesi ile ilgilidir. Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır.

3.2.Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Dünya'da Gelişimi

Bu başlık altında kurumsal yönetim uygulamalarının gelişimi, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler açısından ayrı ayrı ele alınmıştır. İlk olarak gelişmiş ülkeler açısında kurumsal yönetimin gelişimi incelenmiştir. Daha sonra kurumsal yönetim alanındaki gelişmeler, gelişmekte olan ülkeler açısından ele alınmıştır.

3.2.1.Gelişmiş Ülkelerde Kurumsal Yönetim

Bu başlık altında gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetim uygulamalarının açıklanması amaçlanmıştır. Bu kapsamda gelişmiş ülkelerden ABD, İngiltere, Japonya ve Almanya sırasıyla incelenmiştir.

3.2.1.1.ABD'de Kurumsal Yönetim

Özellikle 1990-2000 döneminin ikinci yarısında ABD ekonomisi birçok Avrupa ekonomisine ve Japonya'ya kıyasla açık şekilde üstün performans göstermiştir. ABD'nin verimlilik büyümesindeki ivmenin artışı ele alındığında, yapılan açıklamaların büyük bölümü ilgili dönemde ABD finansal piyasalarının güç seviyesini ve dinamikliğini temel almaktadır. ABD finansal sisteminde kötü yönetilen şirketlerin yeniden yapılanması ya da devredilmesi sağlanmıştır. Diğer yandan gelecek vadeden projelere sahip girişimcilerin ihtiyaç duyulan sermayeye kolaylıkla erişimi için gerekli ortam sağlanmıştır. Böylece kaynakların yavaş büyüyen sektörlerden hızlı büyüyen sektörlere transferi gerçekleştirilmiştir. Kurumsal yönetim açısından ABD sisteminin üstünlüğü bu dönemde birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için örnek teşkil etmiştir (Owen ve Diğerleri, 2006, s.1).

The Business Roundtable (BRT) 1997 yılının Eylül ayında "Kurumsal Yönetime Yönelik Açıklamalar" raporunu yayımlamıştır. Raporda üç temel başlık incelenmiştir. İlk bölümde yönetim kurulunun işlevlerine yer verilmiştir. İkinci bölümde yönetim kurulunun yapısına ve icraatlarına yönelik açıklamalar vardır. Üçüncü bölüm ise pay sahiplerinin toplanması ile ilgilidir (BRT, 1997).

ABD'de yaşanan şirket skandallarının ardından 30 Temmuz 2002 yılında Sarbanes-Oxley Kanunu yürürlüğe girmiştir. Sarbanes-Oxley Kanunu bu alanda ekonomik buhranı takip eden 1930'lu yıllarda yayımlanan yeni görüşten (new deal) sonraki ilk büyük federal yasadır (Owen ve Diğerleri, 2006, s.8). Bu kanunun amacı yatırımcıların korunması, finansal raporlama uygulamalarında şeffaflık düzeyinin arttırılması için bir yönerge oluşturmaktır. Ayrıca şirket faaliyetlerinin yönetilmesi amacıyla Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) kurulmuştur (Anand, 2008, s.24). National Association of Corporate Directors (NACD) 2005 yılında yönetim kurulu üyelerinin profesyonelliğine ilişkin bir rapor yayımlamıştır. Raporda öncelikle yönetim kurulunun sorumlulukları tanımlanmıştır. Ardından yönetim kurulunun

sorumluluklarını nasıl yerine getireceği incelenmiştir. Sonraki bölümlerde ise kimlerin yönetim kurulu üyesi olması gerektiği ve yönetim kurulu ile üyelerinin nasıl değerlendirilmesi gerektiğine ilişkin açıklamalar yapılmıştır (NACD Yönetici Profesyonelliği Raporu, 2005).ABD'de kurumsal yönetime ilişkin yasal düzenlemelerin gelişimi Tablo 1'de yer almaktadır.

Tablo 1

ABD'de Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler

Tarih	**Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler**
2010	Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance
2008	Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies
2007	TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance
2004	Asset Manager Code of Professional Conduct
2003	Final NYSE Corporate Governance Rules
2003	Restoring Trust - The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc.
2003	Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance
2002	Corporate Governance Rule Proposals
2002	Principles of Corporate Governance
2002	Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes
2001	Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations
2001	Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism
1999	Global Corporate Governance Principles
1997	Statement on Corporate Governance

Kaynak: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Şubat 2013.

2008 Yılının Ekim ayında NACD tarafından ABD'de işlem gören şirketler için kurumsal yönetim uygulamalarının güçlendirilmesi amacıyla mutabık kalınan en önemli ilkeler yayımlanmıştır. Bu raporda yönetim yapılarının ve uygulamalarının yönetim kurulu tarafından oluşturulmasının gerekliliği belirtilmiş. Böylece yönetim kurulu görevlerini etkin ve verimli bir şekilde yerine getirebilecektir (NACD ABD'de Halka Açık Şirketler İçin Kurumsal Yönetimin Güçlendirilmesine Yönelik Ortak Kabul Görmüş İlkeler Raporu, 2008).

New York Borsası Kurumsal Yönetim Komisyonu 2010 yılında yayımladığı raporda yönetim kurulu ilkelerini üç bölüm halinde incelemiştir. Bu bölümler; yönetim kurulu, yöneticiler ve pay sahiplerinden oluşmaktadır. Yönetim kurulu ile ilgili olan bölüm ise iki başlık altında incelenmiştir. Birinci bölüm yönetim kurulunun yapısı ve rolü ile ilgilidir. İkinci bölümde ise yönetim kurulunun görevi ve yükümlülükleri yer almaktadır (NYSE Kurumsal Yönetim Raporu, 2010).

3.2.1.2.İngiltere'de Kurumsal Yönetim

İngiltere'de kurumsal yönetim çerçevesinde gerçekleştirilen çalışmaların temeli 1992 yılında yayımlanan Cadbury raporuna dayanmaktadır.

Cadbury Komisyonu'nun Kurumsal Yönetim'in Finansal Yönleri başlıklı raporu genel olarak Cadbury raporu olarak bilinmektedir. Bu rapor İngiltere'de kurumsal yönetim sürecine büyük katkı sağlamıştır. Diğer yandan dünya genelinde kurumsal yönetime yönelik çalışmalara da temel oluşturmuştur. Rapor genel olarak güçlü ve bağımsız bir yönetim kurulunun oluşturulmasına odaklanmaktadır. Bunu gerçekleştirmenin en önemli yollarından biri olarak yönetim kurulu başkanı ile icra başkanının rollerinin ayrı olması gerektiği vurgulanmıştır (Anand, 2008, s.131-132).

Ocak 1995'te, Sir Richard Greenbury başkanlığında kurulan "Yöneticilerin Mali Hakları Çalışma Grubu" (The Study Group on Directors Remuneration), 17 Temmuz 1995 tarihinde Greenbury raporu (1995) olarak bilinen "Yöneticilerin Mali Hakları" (Directors' Remuneration) raporunu yayımlamıştır. Raporda, İngiltere'de temeli iyi kurulmuş kurumsal yönetim ilkelerine göre yönetim kurullarının, şirketleri ile ilgili tüm meselelerde, hissedarlara karşı sorumlu oldukları belirtilerek, kurulun, herhangi çıkar çatışması olmadan, kendi yöneticilerinin mali haklarını belirleyemeyeceğini vurgulanmıştır. Bu nedenle, ABD ve İngiltere'de şirketler, mali çıkarı olmayan bağımsız üyelerden oluşan mali haklar komiteleri oluşturmuşlardır. Yönetim kurullarının, oluşturulan mali haklar komitesinin uygulama talimatını (terms of reference) belirlerken, kurul ve hissedarlar adına şirketin yönetici mali haklarını geniş olarak ele alması, her bir murahhas üyenin ve uygun olan üst düzey yöneticinin mali haklarını, paket halinde tek başına belirlemesi tavsiye edilmiştir. Uygulama talimatının, şirketin performansını artıracak tüm teşvikleri adil ve sorumlu şekilde murahhas üyelere vermeyi içermesi ve raporda yer alan en iyi uygulamalar ile uyumlu olması önerilmiştir.

Mali haklar komitesinin, kurul adına, hissedarlara karşı hesap verebilir ve sorumlu olmasının gerekliliği vurgulanmıştır (Ekşi, 2009, s.39).

İlk kez 2000 yılında yayımlanan Birleştirilmiş Kural (The Combined Code) 2003 yılında revize edilerek yeniden yayımlanmıştır. Bu raporun temel iki bölümü vardır. Bu bölümlerden ilki şirketler ile ilgiliyken diğer bölüm kurumsal pay sahipleri ile ilgilidir. Bu rapor aynı zamanda Turnbull, Higgs ve Smith raporlarında yer alan birçok tavsiyeyi de kapsamaktadır. Tablo 2'de İngiltere ile ilgili 1992'den bu yana yayımlanmış olan kurumsal yönetime ilişkin yasal düzenlemeler yer almaktadır.

Tablo 2

İngiltere'de Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler

Tarih	**Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler**
2012	The UK Corporate Governance Code
2012	The UK Stewardship Code
2011	Corporate governance in central government departments: Code of good practice 2011
2010	Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK
2010	The AIC Code of Corporate Governance
2010	The UK Stewardship Code
2010	The UK Corporate Governance Code
2010	A Stewardship Code for Institutional Investors
2010	The Audit Firm Governance Code
2009	2009 Review of the Combined Code: Final Report
2009	A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities: Final recommendations
2009	A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities
2008	The Combined Code on Corporate Governance
2007	Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity
2006	The Combined Code on Corporate Governance
2006	Good practice suggestions from the Higgs Report
2005	Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code
2005	Corporate governance in central government departments: Code of good practice
2005	Pension Scheme Governance - fit for the 21st century: A Discussion Paper from the NAPF
2005	Good Governance: The Code of Governance for the Voluntary and Community Sector
2004	Corporate Governance: A Practical Guide

(Tablo 2 Devam)

2003	The Combined Code on Corporate Governance
2003	Audit Committees - Combined Code Guidance
2003	The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors
2002	The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents - Statement of Principles
2002	The Hermes Principles
2002	Review of the role and effectiveness of non-executive directors
2001	Code of Good Practice
2000	The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice
1999	Hermes Statement on International Voting Principles
1999	The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide
1999	Internal Control : Guidance for Directors on the Combined Code
1998	Hampel Report (Final)
1995	Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration)
1992	Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance)

Kaynak: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Şubat 2013

İngiltere'de kurumsal yönetime yönelik yayınlanan yasal düzenlemeler son dönemlerde devam etmektedir. 2010 yılının Kasım ayında Borsada işlem görmeyen şirketler için kurumsal yönetim ilkeleri ve rehberi "Institude of Directors" ve European Confederation of Director's Associations işbirliği ile yayımlanmıştır. 2011 yılında ise HM Treasury and Cabinet Office tarafından devlet dairelerine yönelik iyi kurumsal yönetim uygulamaları raporu yayımlanmıştır. 2012 Yılında ise Financial Reporting Council tarafından kurumsal yönetim kuralları yayımlanmıştır.

3.2.1.3.Japonya'da Kurumsal Yönetim

1990'lı yılların ilk dönemlerinde Japonya'da kurumsal yönetim henüz dönüşüm aşamasındadır. Bu yılların ardından Japonya'da kurumsal yönetim sistemi önemli değişimler göstermiştir. Bu yıllar Japonya için ekonomik krizlerin gerçekleştiği, yabancı yatırımın artış gösterdiği ve kurumsal yönetim reformları açısından global değişimlerin yaşandığı bir dönemdir (Mallin, 2006, s.145). Japonya'da kurumsal yönetime ilişkin yasal düzenlemelerin kronolojik sırası aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 3

Japonya'da Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler

Tarih	**Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler**
2009	Principles of Corporate Governance for Listed Companies
2004	Principles of Corporate Governance for Listed Companies
2001	Revised Corporate Governance Principles
1998	Report of the Pension Fund Corporate Governance Research Committee, Action Guidelines for Exercising Voting Rights
1997	Corporate Governance Principles: A Japanese view
1997	Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance

Kaynak: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Şubat 2013

Japan Federation of Economic Organization (JFEO) tarafından 1997 yılında yayımlanan raporda uluslararası rekabet yapısının oluşturulması ve güçlendirilmesi açısından Japonya iş dünyasının küresel standartlara uygun bir kurumsal yönetim reformu ortaya koyması gerektiği belirtilmiştir. Raporda birinci bölüm denetçilerin fonksiyonlarının güçlendirilmesine yöneliktir. İkinci bölüm hukuksal yapı ile ilgilidir. Raporun son bölümü ise şirketin davranış yapısı, yönetim kurulunun görevleri ve denetçilerin toplantılara katılımına yöneliktir.

Ardından 1997 yılının Ekim ayında Japonya Kurumsal Yönetim Forumu tarafından kurumsal yönetim ilkeleri yayımlanmıştır. Etkin bir kurumsal yönetim yapısının oluşturulması için iki adımlı bir formül ortaya konulmuştur. Birinci aşamada, beş yıl içerisinde yasal reformlarla birlikte adapte edilmesi gereken ilkelere yer verilmiştir. İkinci aşamada, 21. Yüzyılın ilk dönemlerinde hedeflenmesi gereken ilkelere yer verilmiştir. Bu rapor 26 Ekim 2001'de gözden geçirilerek yeniden yayımlanmıştır.

2004 ve 2009 yıllarında ise Tokyo Borsası tarafında işlem gören şirketler için kurumsal yönetim ilkeleri raporu yayımlanmıştır. Rapor beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde pay sahiplerinin haklarına yer verilmiştir. İkinci bölümde, pay sahiplerine eşit muamele ile ilgili ilkelere yer verilmektedir. Üçüncü bölüm kurumsal yönetim çerçevesinde paydaşlar ile ilişkiler ile ilgilidir. Dördüncü bölümde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri yer almaktadır. Son bölümde ise yönetim kurulunun, denetçilerin ve diğer ilişkili grupların sorumluluklarına yer verilmiştir (Tokyo Borsası İşlem Gören Şirketler İçin Kurumsal Yönetim İlkeleri Raporu, 2009).

3.2.1.4.Almanya'da Kurumsal Yönetim

Almanya'da kurumsal yönetime ilişkin birçok gelişme özellikle 2000 yılından sonra gerçekleşmiştir. Ancak bu değişiklikler kurumsal yönetim sisteminde henüz temel bir değişiklik oluşturmamıştır (Mallin, 2006, s.42).

Almanya'da, genelde akademisyenlerden oluşan Berlin Girişim Grubunun (Berliner Initiativkreis) ilk olarak 6 Haziran 2000 tarihinde yayımladığı Alman Kurumsal Yönetim Kuralları Raporu (2000) (Deutscher Corporate Governance Kodex), kurumsal yönetim uygulamalarında göreli geri kalan Almanya'nın ilerleme kaydetmesini amaçlamıştır. Alman modeli olarak adlandırılan ikili kurul (two-tier) yapısı, şirketlerin yönetim kurulu (Vorstand-Management Board) ve yönetim kurulu üyelerini belirleyen denetim kurulu (Aufsichsrat-Supervisory Board) olmak üzere iki kurul bulundurmasını şart koşmaktadır. Bu nedenle, raporda kurumsal standartlar belirlenirken, her iki kurul ayrı ayrı ele alınmıştır. Rapora göre, tüm yönetim kurulları, üç genel prensibe uymalıdır. İlk olarak, hukukun öngördüğü tüm önlemleri almalıdır. İkinci olarak, alınan önlemler ekonomik açıdan yararlı olmalıdır. Son olarak da etik düşünce ile sosyal sorumluluğa sahip olmalıdır (Ekşi, 2009, s.63-64).

İlgili rapor, takip eden dönemde 2007, 2008, 2009, 2010, 2012 yıllarında gözden geçirilerek yeniden yayımlanmıştır. Almanya için kurumsal yönetime ilişkin yasal düzenlemeler Tablo 4'de gösterilmektedir.

Tablo 4

Almanya'da Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler

Tarih	**Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler**
2012	German Corporate Governance Code as amended on 15 May 2012
2010	German Corporate Governance Code as amended on 26 May 2010
2009	German Corporate Governance Code as amended on 18 June 2009
2008	German Corporate Governance Code as amended on 6 June 2008
2007	German Corporate Governance Code as amended 14 June 2007
2006	Amendment to the German Corporate Governance Code - The Cromme Code
2005	Amendment to the German Corporate Governance Code - The Cromme Code
2005	Corporate Governance Code for Asset Management Companies
2003	Amendment to the German Corporate Governance Code - The Cromme Code

(Tablo 4 Devam)

2002	The German Corporate Governance Code (The Cromme Code)
2001	Baums Commission Report (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance)
2000	German Code of Corporate Governance (GCCG)
2000	Corporate Governance Rules for German Quoted Companies
1998	DSW Guidelines
1998	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)

Kaynak: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Şubat 2013

Gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetimin gelişiminin incelenmesi amacıyla bu bölümde ABD, İngiltere, Japonya ve Almanya incelenmiştir. Sonrasında Gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetimin gelişimine yer verilmektedir.

3.2.2.Gelişmekte Olan Ülkelerde Kurumsal Yönetim

Dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güneydoğu Asya Krizi 1997 yılının Haziran ayında ortaya çıkmış ve 1 Temmuz 1997 tarihinde Tayland'ın para birimini devalüe etmesini takiben Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacıyla devalüasyon yapmışlardır. Gerek Güneydoğu Asya Krizi gerekse takip eden dönemde gerçekleşen şirket skandalları gelişmekte olan ülkeler açısından kurumsal yönetim kavramını önemli hale getirmiştir. Bu başlık altında gelişmekte olan ülkeler kapsamında Brezilya, Rusya, Çin ve Hindistan ele alınmıştır.

3.2.2.1.Brezilya'da Kurumsal Yönetim

Brezilya ekonomisi son yıllarda makroekonomik istikrar, yatırım yapılabilir ülke seviyesi için geçerli derecelendirme notu, güçlü ekonomik büyüme ve emeklilik fonlarının gelişimi gibi temel konularda önemli değişimler yaşamıştır. 2000'li yılların başında ise Brezilya genellikle zayıf düzeyde kurumsal yönetim uygulamalarına sahiptir (Black ve diğerleri, 2012, s.2). 2000'li yıllardan bugüne, Brezilya açısından kurumsal yönetime ilişkin yasal düzenlemelerin gelişimi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5

Brezilya'da Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler

Tarih	**Kurumsal Yönetime İlişkin Yasal Düzenlemeler**
2009	Code of Best Practice of Corporate Governance
2004	Code of Best Practice of Corporate Governance
2002	Recomendações sobre Governança Corporativa
2001	Panorama de Governança Corporativa no Brasil: Report by McKinsey & Company and Korn/Ferry International

Kaynak: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, Şubat 2013

Brezilya Kurumsal Yönetim Kurumu 2009 yılında kurumsal yönetime yönelik en iyi uygulamalara yönelik bir rapor yayımlamıştır. Rapor altı bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm sahiplik kavramını ele almaktadır. İkinci bölümde yönetim kurulu ele alınmıştır. Üçüncü bölüm ise yönetim ile ilgilidir. Dördüncü bölümde bağımsız denetime yönelik uygulamalar vardır. Beşinci bölümde mali kurul incelenirken son bölümde menfaatlerin oluşması ve menfaat çatışmalarına yer verilmiştir.

3.2.2.2.Rusya'da Kurumsal Yönetim

Kurumsal Yönetim Koordinasyon Konseyi 2002 yılında Rusya için kurumsal yönetim kurallarını yayımlamıştır. Raporda; kurumsal yönetim ilkeleri, genel kurul, yönetim kurulu, şirketin yönetici kadrosu, alt yönetim kadrosu, başlıca şirket faaliyetleri, kamuyu aydınlatma, finansal ve ticari işlemlerin denetimi, kar payları ve menfaat çatışmalarının çözümlenmesine yönelik kurallar yer almıştır. Uygulamada, kurumsal yönetimin Rusya'da şekillenme sürecinde olduğu belirtilmiştir. Diğer yandan kurumsal yönetimde yüksek standartların sadece yasal düzenlemeler ile sağlanamayacağı ifade edilmiştir. Mevcut durumda, kurumsal yönetim ile ilişkili birçok konunun yasal alanın dışında kaldığı ve yasal olmaktan ziyade etik doğası olduğu belirtilmiştir. Bu raporda yer alan kurallar tavsiye niteliğinde olup uygulanması zorunlu değildir.

Rusya'da paydaşlar (özellikle hükümet ve çalışanlar) şirket kararlarında önemli rol oynamaktadırlar. Şirket yapısı açısından incelendiğinde Rusya'da yüksek seviyede yoğunlaşmış sahiplik söz konusudur. İçsel sahipliğin fazla olması, yasal kurumların

zayıflığı, az gelişmiş sermaye piyasaları, parçalara bölünmüş işgücü piyasası ve devletin iş dünyasına yoğun katılımı Rusya için başlıca özelliklerdir. Bu tür özellikler temel alındığında kurumsal yönetim açısından Rusya, gelişmiş ülkeler ile kıyaslandığında büyük farklılıklar göstermektedir (Lazareva ve Diğerleri, 2007).

3.2.2.3.Çin'de Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim Çin hükümeti tarafından modern teşebbüs sisteminin özü olarak tanımlanmıştır. Son dönemlerde inşa edilen piyasa mekanizmaları ve değişen şirket davranışları kurumsal yönetim üzerine politik odaklanmanın bir yansımasıdır. Yine son dönemlerde gerçekleştirilen Pazar odaklı reformlar, finansal kuruluşlara yüksek seviyede özerklik sağlamıştır. Çin'in kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik son dönemdeki eğilimi; yükümlülükleri yerine getirilemeyen banka kredileri, endüstriyel sektördeki fazla kapasite, yüksek oranda dalgalı ve spekülasyona sahip borsa konusundaki endişelerini yansıtmaktadır (Tenev ve Diğerleri, 2002).

Menkul Kıymet Düzenleme Komisyonu 2001 yılında, Borsada işlem gören şirketler için kurumsal yönetim kurallarına yönelik rapor yayımlamıştır. Bu raporda ilk bölümde pay sahipleri ve yönetim kurulu toplantıları ile ilgili kurallara yer verilmiştir. İkinci bölüm, kontrolü elinde bulunduran pay sahiplerine yönelik kurallardan oluşmaktadır. Üçüncü bölümde ise yönetim kurulu ve yönetim kurulu üyelerine ilişkin kurallar yer almaktadır. Dördüncü bölümde denetim kuruluna ilişkin ilkelere yer verilmiştir. Beşinci bölümde ise performans değerlemesi, teşvik ve disiplin sitemine ilişkin kurallardan oluşmaktadır. Altıncı bölüm paydaşlara ilişkin ilkeler yer alırken, son bölüm kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ile ilgilidir. Aynı komisyon 2004 yılında bu kez menkul kıymet şirketleri için kurumsal yönetim kurallarına yönelik raporunu yayımlamıştır.

3.2.2.4.Hindistan'da Kurumsal Yönetim

1990'lı yılların son dönemlerinden itibaren kurumsal yönetimin gelişmesi amacıyla gerek Hindistan parlamentosu gerekse Hindistan şirketleri büyük çaba harcamışlardır. Mevcut kurumsal yönetim sisteminde hem isteğe bağlı hem de zorunlu çeşitli uygulamalar bulunmaktadır. Hindistan yasal açıdan çok iyi bir kurumsal yönetim

rejimine sahip olsa da, uygulama açısından oldukça zayıf durumdadır (Dalei ve Diğerleri, 2012).

Hindistan Sanayi konfederasyonu (Confederation of Indian Industry) 1998 yılında kurumsal yönetim ile ilgili kurallara ilişkin bir rapor yayımlamıştır. Yönetim kurulu, kamuyu bilgilendirme, sermaye piyasaları, kredi sağlayan kuruluşların hakları ve finansal kurumlar bölümleri kapsamında kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik 17 tavsiyeye yer verilmiştir. Hindistan Sermaye Piyasası Kurulu 1999 yılın Eylül ayında kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik bir rapor daha yayımlamıştır. Rapor üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm yönetim kurulu ile ilgilidir. İkinci bölümde yönetim kadrosuna yer verilirken, son bölümde pay sahiplerine ilişkin kurallar yer almaktadır. 2009 yılında ise Hindistan hükümeti tarafından (Kurumsal İlişkiler Bakanlığı) kurumsal yönetim kapsamında rehberlik etmek üzere bir rapor yayımlanmıştır. Raporda genel olarak yönetim kurulu ve yönetim kurulu kapsamında denetim komitesi işlenmiştir.

3.3.Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Türkiye'de Gelişimi

Bu bölümde Türkiye'de kurumsal yönetim alanında yer alan gelişmelere ilişkin bilgilere yer verilmiştir. Bu kapsamda kurumsal yönetimin Bankalar, TÜSİAD, TKYD, SPK, BIST, TTK ile olan ilişkileri çerçevesinde gösterdiği gelişim incelenmiştir.

3.3.1.Türkiye'de Bankalar ve Kurumsal Yönetim

Türkiye'de kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar genel olarak 2001 yılında gerçekleşen mali krizin ardından hız kazanmıştır. Bu alanda gerçekleştirilen ilk çalışmalardan bir tanesi, özel sektörü temsil eden Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği'nin 2002 yılının Aralık ayında yayımladığı "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adlı rapordur.

Bankalar açısından incelendiğinde; kurumsal yönetim ile ilgili çalışmaların 1990-2000 döneminin son yıllarında yayımlanmaya başladıkları görülmektedir. Türkiye Bankalar Birliği (TBB) 1998 yılının Eylül ayında "Bankalarda İç Denetim Sistemleri" başlıklı raporunu yayımlamıştır. Raporda Basel Bankacılık Gözetim Komitesi'nin çeşitli çalışmaları temel alınmıştır. Rapor kapsamında iç denetim sistemlerinin genel unsurları olarak:

- Banka Yönetiminin Gözetimdeki Rolü ve Kurum İçi Denetim Kültürü
- Risk Tanıma ve Değerlendirme
- Denetim Faaliyetleri ve Fonksiyonel Ayrım
- Bilgi ve İletişim Sistemi
- İzleme Faaliyetleri ve Denetim Sisteminde Hataların Düzeltilmesi

başlıkları incelenmiştir (TBB Bankalarda İç Denetim Sistemleri Raporu, 1998). Aynı dönemde yine TBB tarafından bu kez "Banka Şeffaflığının Artırılması" adlı rapor yayımlanmıştır. Bu raporda etkin piyasa disiplininde ve banka denetiminde bilginin rolü tartışılmıştır. Raporda banka gözetim ve düzenleyici otoritelere kamuoyunu bilgilendirmeleri, gözetim raporları hazırlamaları ve geliştirmeleri konusunda, bankacılık sektörüne de kamuya açıklanacak temel noktalar hakkında genel tavsiyeler sunulmuştur.
Rapor kapsamında temel olarak:

- Güvenirlik ve Sağlamlığın Teşvik Edilmesinde Bilgilendirmenin Rolü
- Şeffaflığın Geliştirilmesinde Gözetim ve Denetim Otoritelerinin Rolü
- Gözetim için Bilgi İhtiyaçları
- Şeffaf Bilginin Kalitatif Özellikleri
- Banka Şeffaflığının Artırılması İçin Tavsiyeler

konuları incelenmiştir (TBB Banka Şeffaflığının Artırılması Raporu, 1998). Kurumsal yönetim başlıklı ilk çalışma ise yine TBB tarafından gerçekleştirilmiştir. TBB 1999 yılının Eylül ayında "Bankalarda Kurumsal Yönetim" adlı raporunu yayımlamıştır. TBB tarafından yayımlanan bu raporda aşağıdaki başlıklar detaylı bir şekilde incelenmiştir (TBB Bankalarda Kurumsal Yönetim Raporu, 1999):

- Banka Kurumsal Yönetimi
- Etkin Kurumsal Yönetim Uygulamaları
- Etkin Kurumsal Yönetimi Destekleyici Koşulların Sağlanması
- Bankacılık Gözetim ve Denetim Otoritesinin Rolü

2000 yılının Kasım ayında ise TBB tarafından "IMF'in Tavsiye Ettiği Uluslararası Standartlar" başlıklı rapor yayımlanmıştır. Raporda kurumsal yönetime ilişkin standartlara da yer verilmiştir. Bu kapsamda öncelikle OECD tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri ele alınmıştır. Ardından bankalarda etkin kurumsal yönetim ilkeleri incelenmiştir. Daha sonra, etkin kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik başlıklara yer verilmiştir (TBB IMF'in Tavsiye Ettiği Uluslararası Standartlar Raporu, 2000, s.31-41).

2005 yılının Haziran ayında Uluslararası Finans Enstitüsü (IIF) tarafından "Türkiye'de Kurumsal Yönetim" başlıklı rapor yayımlanmıştır. Raporda belirtilen genel görüşe göre Türkiye'nin düşük büyümeli ve görece kapalı bir ekonomiden daha hızlı büyüyen ve Avrupa Birliği'ne (AB) daha entegre bir ekonomiye doğru ilerlediği belirtilmiştir. Şirketlerin, artan rekabet ve şirket büyümesi için fırsatlar vadeden bir ortamda başarılı olabilmeleri için gerekli olan özsermayeyi sağlamak istiyorlarsa, kurumsal yönetimlerini geliştirmek zorunda oldukları vurgulanmıştır. Hem devletin hem de özel sektörün bu gerekliliği fark etmiş oldukları ve bu doğrultuda hareket ettikleri belirtilmiştir. Ancak, özsermaye kültürünün yerleştirilmesi veya kurumsal yönetimin anahtar yönlerinin yeniden oluşturulması için alınacak önemli mesafe bulunduğu tespit edilmiştir. Birkaç gözlenmiş istisna bulunsa da, Türkiye'de aile şirketlerinin çoğunlukta olmasının bazı alanlarda ilerlemeyi sınırlandırdığı vurgulanmıştır. Ancak, ilgili dönemde en son yapısal ve makroekonomik reformların ortamı değiştirdiği ortaya konulmuştur. Piyasaya giriş engellerinin azaltıldığı ve büyümenin ivmelendirildiği, hem rekabet hem de karlı yatırım için iş olanaklarının arttırıldığı belirtilmiştir. Aynı zamanda grup bankalarından ucuz finansman olanaklarının kısıtlanmasına yönelik tedbirlerin alındığı tespit edilmiştir. Türkiye'nin AB ile yakınlaşma seviyesinin arttıkça ivmelenmesi gereken bu yeni iş ortamında, özsermayeye hem arzın hem de talebin de artmasının beklendiği vurgulanmıştır. Son olarak, kurumsal yönetim uygulamalarının ortamın değişmesi dolayısıyla gelişeceği ifade edilmiştir (IIF Türkiye'de Kurumsal Yönetim Raporu, 2005, s.135-136).

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından hazırlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanunu 19 Ekim 2005 tarihinde kabul edilmiş olup 25983 (Mük.) sayılı Resmi Gazetede 1 Kasım 2005 tarihinde yayımlanmıştır. 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu'nda yer alan üçüncü kısım "Kurumsal Yönetim" başlığını taşımaktadır. Bu kapsamda birinci bölüm "Yönetim", ikinci bölüm "İç Sistemler", üçüncü bölüm "Yetkili Kuruluşlar", dördüncü bölüm "Finansal Raporlama" ile ilgilidir.

Birinci bölümü oluşturan yönetim başlığı altında aşağıdaki alt başlıklar ile ilgili kanunlar (Madde 22 – Madde 28) yer almaktadır:

- Kurumsal Yönetim İlkeleri,
- Yönetim Kurulu,
- Denetim Komitesi,
- Genel Müdür ve Yardımcıları,
- Çalışma ve İmza Yetkisi Yasağı,
- Yemin ve Mal Beyanı
- Karar Defteri

İkinci bölümde yer alan iç sistemler başlığı altında aşağıdaki alt başlıklar ile ilgili kanunlar (Madde 29 – Madde 32) yer almaktadır:

- İç Sistemlere İlişkin Yükümlülükler,
- İç Kontrol Sistemi,
- Risk Yönetimi Sistemi
- İç Denetim Sistemi,

Üçüncü bölümde yer verilen yetkili kuruluşlar başlığı altında ise aşağıdaki alt başlıklar ile ilgili kanunlar (Madde 33 – Madde 36) yer almaktadır:

- Bağımsız denetim Kuruluşları
- Değerleme ve Derecelendirme Kuruluşları
- Destek Hizmet Kuruluşları
- Sorumluluk Sigortası

Dördüncü bölümü oluşturan finansal raporlama başlığı altında aşağıdaki alt başlıklar ile ilgili kanunlar (Madde 37 – Madde 42) yer almaktadır:

- Muhasebe ve Raporlama Sistemi,
- Konsolide Finansal Raporlar,
- Finansal Raporların İmzalanması, Sunulması, İlanı ve Denetimi

- Yıllık Faaliyet Raporu
- Sorumluluk
- Belgelerin Saklanması

Basel Bankacılık Denetim Komitesi 2006 yılının Haziran ayında "Bankalarda Kurumsal Yönetimin Güçlendirilmesi" adlı çalışmasını yayımlamıştır. Bu çalışmada sağlam kurumsal yönetim ilkeleri aşağıdaki şekilde incelenmiştir (TBB Bankalarda Kurumsal Yönetimin Güçlendirilmesi Raporu, 2006, s.89-98):

1. İlke: Yönetim kurulu üyeleri, pozisyonlarının gerektirdiği vasıflara sahip olmalı, kurumsal yönetimdeki rollerini kavramalı ve bankanın faaliyetleri hakkında güvenilir biçimde muhakeme yürütebilmelidirler.
2. İlke: Yönetim Kurulu, bankanın kurumun bütününe iletilen stratejik hedeflerini ve kurumsal değerlerini onaylamalı ve denetlemelidir.
3. İlke: Yönetim Kurulu, kurum çapında sorumluluk ve hesap verebilirlik yapısını tanımlamalı ve uygulanmasını sağlamalıdır.
4. İlke: Yönetim Kurulu, kurulun politikası ile uyumlu biçimde üst yönetim tarafından denetim yapılmasını sağlamalıdır.
5. İlke: Yönetim Kurulu ve üst yönetim; iç denetim fonksiyonu, dış denetçiler ve iç kontrol fonksiyonu tarafından yürütülen çalışmalardan etkin olarak yararlanmalıdır.
6. İlke: Yönetim Kurulu, ücretlendirme politikaları ve uygulamalarının, bankanın kurumsal kültürü, uzun vadeli hedef ve stratejileri ve kontrol ortamı ile uyumlu olmasını sağlamalıdır.
7. İlke: Bankanın yönetimi şeffaf olmalıdır.
8. İlke: Yönetim Kurulu ve üst yönetim, bankanın, şeffaflığı engelleyen ülkelerde veya yapıda faaliyet göstermesi durumları dahil olmak üzere bankanın operasyonel yapısı hakkında bilgi sahibi olmalıdır.

Bankaların kurumsal yönetimlerine ilişkin yapı ve süreçler ile bunlara ilişkin ilkelerin düzenlenmesi amacıyla "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik" 1 Kasım 2006 tarihinde 26333 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır. İlgili yönetmelik 19 Ekim 2005 tarihli ve 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 22 ve 93 üncü maddelerine dayanılarak hazırlanmıştır. Buna göre Bankaların Kurumsal Yönetim

İlkeleri aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır (BDDK Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik, 2006):

1. İlke - Banka içerisinde kurumsal değerler ve stratejik hedefler oluşturulmalıdır.
2. İlke - Banka içinde yetki ve sorumluluklar açıkça belirlenmeli ve uygulanmalıdır.
3. İlke - Yönetim kurulu üyeleri, görevlerini etkin bir şekilde yerine getirecek nitelikleri haiz ve kurumsal yönetimde üstlenmiş oldukları rolün bilincinde olmalı ve banka faaliyetleri hakkında bağımsız değerlendirme yapabilmelidir.
4. İlke - Üst düzey yönetim görevlerini etkin bir şekilde yerine getirecek nitelikleri haiz ve kurumsal yönetimde üstlenmiş oldukları rolün bilincinde olmalıdır.
5. İlke - Bankanın müfettişleri ile bağımsız denetim elemanlarının çalışmalarından etkin olarak yararlanılmalıdır.
6. İlke - Ücret politikalarının bankanın etik değerleri, stratejik hedefleri ve iç dengeleri ile uyumu sağlanmalıdır.
7. İlke - Kurumsal yönetimde şeffaflık sağlanmalıdır.

Akın ve Aslanoğlu (2007) çalışmalarında "İşlevsel ve Yapısal Açıdan Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi" konusunu ele almışlardır. Kurumsallaşmış bir iç denetimin işlemeye başlamasının, enflasyonda azalan ve istikrarlı bir gidişatın sağlanması başta olmak üzere, siyasi ve ekonomik kriz çıkmaması, şirketlerin rekabette yetersizliklerini gidermeleri, devletin ekonomiye ve hukuki düzenlemelere müdahalelerindeki azalma ve Merkez Bankasının bağımsız hareket etmesi gibi faktörlerin Türkiye'de iyi kurumsal yönetim işleyişine zemin hazırladığı ifade edilmiştir. Öte yandan, cari açıktaki büyüklük ve süreklilik, yaşanan düşüşe rağmen borçlanma faizlerinde istenen noktaya henüz gelinememiş olması bankacılık sisteminde kurumsal yönetim işleyişine yönelik tehditler olarak gösterilmiştir.

3.3.2.TÜSİAD ve Kurumsal Yönetim

Kurumsal Yönetim İlkeleri, 27-28 Nisan 1998 tarihlerinde Bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi'nin, ulusal hükümetler, ilgili diğer uluslararası kuruluşlar ve özel sektör ile birlikte, OECD'den kurumsal yönetim ile ilgili bir dizi standart ve yol gösterici ilke geliştirmesini talep etmesi üzerine hazırlanmıştır. TÜSİAD 1 Haziran 2000 tarihinde talep edilen bu rapordaki ilkelerin Türkçe çevirisini yayımlamıştır (TÜSİAD OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Türkçe Çevirisi, 2000, s.5).

Ardından 1 Aralık 2002 tarihinde TÜSİAD "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adlı raporu yayımlamıştır. Bu raporun odak noktası, bir "kurumsal anayasa" anlayışı çerçevesinde, kurumsal yönetimin bir şirkette oluşabilmesi için gerekli olan ana ilkeler ışığında kurumsal yönetimin bir şirkette gerek yerleşmesi gerekse iyi uygulanması için en büyük sorumluluğa sahip olan yönetim kurullarının oluşumu, bağımsızlığı, gündemleri gibi konular olarak belirlenmiştir. Dünyadaki gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin yasal düzenlemeleri ve mevcut yasa çalışmaları incelenerek hazırlanan bu yasal düzenlemelerde yer alan temel ilkelerin Türkiye'de "en iyi kurumsal yönetim uygulaması" için bir başlangıç oluşturması hedeflenmiştir (TÜSİAD Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu Raporu, 2002).

Yönetim kurulu bir şirketin en önemli stratejik organıdır. Yönetim kurulu, uzun vadede hissedarlarına sürekli kazanç yaratmak amacıyla, üst düzey karar alma, yürütme ve temsil mercii olarak şirketi faal bir şekilde yönlendirir. Bu doğrultuda yönetim kurulu, şirketi idare ve temsil eder. Yönetim kurulu, bu ana görevine ek olarak şirketin müşterilerine, çalışanlarına, tedarikçilerine ve toplumdaki diğer çıkar sahiplerine karşı da sorumludur. Yönetim kurulunun sorumlulukları aşağıdaki gibi sıralanabilir (TÜSİAD Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu Raporu, 2002, s.15):

- Şirketin kısa ve uzun vadeli hedeflerini belirlemek,
- Hedeflere ulaştıracak stratejileri irdelemek, geliştirilmesine katkıda bulunmak ve uygulanmasını sağlamak,
- Şirketin stratejik ve mali performansını irdelemek ve iyileştirici önlemler almak,

- İcra başkanını seçmek, belirli performans kriterlerine göre değerlendirmek ve ücretlendirilmesini belirlemek; diğer üst düzey yöneticiler için icra başkanının önerilerini değerlendirmek ve onaylamak,
- Şirketin idari ve mali denetimini sağlamak,
- Yönetim kurulunun, yönetim kurulu alt komitelerinin ve üst düzey yöneticilerin etkin ve verimli çalışmalarını sağlayacak yapı ve işleyişte olmasını sağlamak ve bunların performans kriterlerini belirlemek,
- Şirketin, hissedarlara ve dış mercilere yönelik iletişim ve ilişki yaklaşımını belirlemek,
- Şirket ve çalışanlar için iş ahlakı kurallarını belirlemek ve uygulanmasını sağlamak,
- Şirketin dahili ve harici tasarruflarının, faaliyet ve davranışlarının ilgili mevzuata uygunluğunu sağlamak.

1 Haziran 2005 tarihinde yine TÜSİAD tarafından "Sermaye Piyasaları İçin Örnek Şirket Yapısı" raporu yayımlanmıştır. Rapor; dünya şirketleri ile rekabet edecek olan Türk şirketlerinin sağlıklı bir yapıya kavuşması ve global finans kaynaklarından faydalanabilmeleri için kendilerinden beklenenleri kredi verenler gözüyle incelemekte ve bu alandaki ana konuları özetlemektedir. Raporda, Türkiye'de ve dünyada son yollarda yaşanan ekonomik ve mali krizlerin birçok şirketin yapılarını ve yönetim biçimlerini yeniden gözden geçirmeleri gerektiğini ortaya çıkarttığı ifade edilmiştir. Bunun yanında yönetim kurulları üzerindeki performans baskısının da sürekli arttığı belirtilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin dünyada her geçen gün daha fazla önemsendiği vurgulanmıştır. Bu ilkelerin uygulanmasının özellikle gelişmekte olan piyasalarda yatırımcı tercihlerinde en önemli kriterlerden birini oluşturduğu belirtilmiştir.

1 Ekim 2007 tarihinde TÜSİAD ve Türkiye Üçüncü Sektör Vakfı (TÜSEV) ortak yayını olarak "Sivil Toplum Kuruluşları (STK) Yönetişim Rehberi" başlıklı rehber yayımlamıştır. Bu rehber, Orta ve Doğu Avrupa Kar Amacı Gütmeyen Yönetişim Çalışma Grubunun "A Handbook of NGO Governance" adlı yönetişim el kitabı olup, TÜSEV tarafından STK Yönetişim Rehberi olarak tercüme edilmiş ve STK'ların kullanımına sunulmuştur. Hareket noktasını açıklık, şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi yönetişim temel ilkelerinin oluşturduğu bu rehberin, örgütlenme

özgürlüğünün özüne ve kurumsal demokrasiye yaptığı vurgulamalarla sivil toplum kuruluşu bürokrasisini düzenleyen ve konsolide eden bir içeriğe sahip olduğu ifade edilmiştir. Bu el kitabında belirtilen sistem, yöntem ve ilkelerin; STK'ların karşılaştıkları günlük sorunları çözebilecek tek kaynak olmamasına rağmen benzer sistemleri uygulayan ülkelerde STK'ların, önemli demokratik kazanımlar elde etmelerine yardımcı olduğu, iş ve işlemlerinde önemli kolaylıklar sağladığı belirtilmiştir (TÜSİAD ve TÜSEV STK Yönetişim Rehberi, 2007).

29 Mayıs 2008 tarihinde ise TÜSİAD "Yönetim Kurullarında İç Denetim Hakkında Sorulması Gereken 12 Soru" adlı raporunu yayımlamıştır. İç denetimin artan rekabet ortamında kurumların yönetim kalitesine ve sürdürülebilir büyümesine yardımcı olacak en önemli araçlardan biri olma potansiyeline sahip olduğu belirtilmiştir. Ancak bu potansiyeli harekete geçirebilmek için öncelikle iş dünyasında konuya olan farkındalığın arttırılması gerektiği vurgulanmıştır. Bu kapsamda, çalışmanın amacı "iç denetim ile ilgili olarak temel kavramları açıklamak ve iş dünyasında iç denetim kültürünün geliştirilmesine yardımcı olmak" olarak ifade edilmiştir (TÜSİAD İç Denetim Hakkında Sorulması Gereken 12 Soru Raporu, 2008, s.4).

2 Temmuz 2010 tarihinde "Yönetim Kurulları İçin Kurumsal Yönetim Prensipleri" adlı rapor TÜSİAD tarafından yayımlanmıştır. Gerçekleştirilen bu çalışma ile en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının arttırılması, dolayısıyla şeffaflık, adillik, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde şirketlerin rekabet avantajı sağlaması hedeflenmiştir (TÜSİAD Yönetim Kurulları İçin Kurumsal Yönetim Prensipleri Raporu, 2010).

2 Nisan 2013 tarihinde ise TÜSİAD tarafından "Borsa Dışı Şirketlerde Kurumsal Yönetim İlkeleri" adlı rapor yayımlanmıştır. Bu ilkeler aşağıda belirtilen alt başlıklar çerçevesinde incelenmiştir:

- Pay Sahipleri (Hissedarlar / Ortaklar)
- Yönetim Kurulu ve Yöneticiler
- Menfaat Sahipleri

3.3.3.Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Kurumsal Yönetim

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, kurumsal yönetim anlayışının Türkiye'de tanınması, gelişmesi ve en iyi uygulamalarıyla hayata geçirilmesi misyonuyla 01 Ocak

2003 tarihinde gönüllü bir sivil toplum kuruluşu olarak faaliyete başlamıştır. TKYD adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri üzerine inşa edilen kurumsal yönetim anlayışının, etki ettiği tüm alanlarda yol gösterici olmayı hedeflemektedir. Dernek özel sektör, kamu kuruluşları, medya, düzenleyiciler, sivil toplum kuruluşları ve akademik dünya arasında bir iletişim ağı kurarak kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesini amaçlamaktadır (www.tkyd.org).

Projeler kapsamında TKYD, Center for International Private Enterprise (CIPE) ile 2005 yılından bu yana dört farklı proje gerçekleştirmiştir. CIPE ile gerçekleştirilen bu projeler (www.tkyd.org):

- "Yönetim Kurullarında etkin kurumsal yönetim projesi", 1 Temmuz 2005 - 31 Temmuz 2006
- "Türkiye'de kurumsal yönetim reformunu destekleme projesi", 1 Ocak 2007-31 Aralık 2007
- "İş dünyası için kurumsal yönetim rehberleri geliştirme projesi", 1 Ekim 2008-31 Haziran 2010
- "Kurumsal yönetim bilinilirliğinin artırılması projesi", 1 Ekim 2010 - 31 Ekim 2011

Ayrıca, Kurumsal Yönetim Seminerleri Projesi kapsamında kurumsal yönetim ilkelerinin aile şirketlerine yakınlaştırılması hedeflenmektedir. Bu kapsamda, düzenlenen seminerler ile hazırlanan rehber yayınlar ve iyi uygulamaları tanıtmayı amaçlayan proje ile ülke kalkınmasında önem arz eden kurumsal yönetim anlayışının yaygınlaştırılması amaç edinilmiştir (www.tkyd.org).

Diğer yandan TKYD, kurumsal yönetim ile ilgili bilinirlik yaratmayı ve iyi uygulamaları tanıtmak amacıyla "Kurumsal Yönetim Ödülleri" dağıtmaktadır. Değerlendirme, 31 Aralık tarihi itibari ile Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki şirketlerin, Sermaye Piyasası Kurulunca onaylanmış olan metodolojiler ile aldıkları derecelendirme notlarına göre yapılmaktadır. Bu kapsamda ödüller, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin yıl içerisinde almış oldukları Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları temel alınarak, aşağıda listelenen kategorilerde verilmektedir. (http://www.tkyd.org/files/downloads/Bilgi_Merkezi/Kurumsal_Yonetim_Endeksi/Odul.pdf):

- En Yüksek Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notuna Sahip İlk 3 Şirket
- Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notunu Bir Yıl İçerisinde En Çok Arttıran Şirket
- Yönetim Kurulu Kategorisinde En Yüksek Nota Sahip Şirket
- Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu En Yüksek Halka Açık Olmayan Şirket

3.3.4. Sermaye Piyasası Kurulu ve Kurumsal Yönetim

Sermaye Piyasası Kurulu, 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 amacıyla 1981 yılında çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulmuştur. Söz konusu Kanunu yürürlükten kaldıran 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Kurulun görev, yetki ve sorumlulukları yeniden düzenlenmiştir.

Sermaye piyasasının güven açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamak hedefleri doğrultusunda, Kurulun temel amaçları (www.spk.gov.tr):

- Sermaye piyasalarının ve kurumlarının işleyiş kurallarını belirlemek,
- Piyasadan fon kullanan şirketlerin belli kurallara uygun olarak en iyi şekilde yararlanmalarını sağlamak,
- Sermaye piyasasına yatırım yapan tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarını korumak,
- Piyasaların adil ve etkin çalışmasını sağlamaktır.

Kurul bu hedeflere Kanun, yönetmelik ve tebliğlerle düzenlemeler yaparak, piyasaların gözetim ve denetimini sağlayarak ulaşmaya çalışmaktadır.

3.3.4.1.Kurumsal Yönetim İlkeleri

2011 Yılının Ekim ayında yapılan yasal düzenleme ile SPK'nın görev ve yetkileri arasına: "sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dahil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak" eklenmiştir (www.spk.gov.tr).

Kurulun temel amaçları kapsamına girmesi nedeniyle Kurumsal Yönetim SPK açısından temel konulardan bir tanesidir. Kurumsal Yönetim İlkeleri ilk olarak 2003 yılının Temmuz ayıda SPK tarafından yayımlanmıştır. 2005 yılının Şubat ayında ise düzeltilmiş ikinci rapor olarak yeniden yayımlanmıştır. 2008 Yılının Mart ayında ülkemizdeki kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi amacıyla Seri: IV No: 41 sayılı tebliğ yayımlanmıştır. 16 Haziran 2010 tarihinde SPK, Kurumsal Yönetim İlkelerinin gözden geçirilmesine yönelik çalışmalar başlatıldığını duyurmuştur. 2011 Yılının Kasım ayında Kurumsal Yönetim İlkeleri Değişiklik Taslağı yayımlanmış olup takip eden Aralık ayında ise “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına” yönelik tebliğ (Seri: IV, No: 56) yayımlanmıştır. 2012 Yılının Şubat ayında Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de (Seri: IV, No: 56), uygulamada ortaya çıkabilecek sorun ve tereddütlerin giderilmesini teminen ve Kurula iletilen görüş ve öneriler de dikkate alınarak bazı değişiklikler yapılmıştır (Seri: IV, No: 57). Ardından aynı yılın Haziran ve Eylül aylarında Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğin kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına ilişkin hükümler getiren maddesinde değişiklik yapan ve mahkeme sürecine ilişkin hükümler getiren geçici maddeyi Tebliğe ekleyen; "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de (Seri: IV, No: 56) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" yayımlanmıştır (Seri: IV, No: 60 ve Seri: IV No: 61). 2013 Yılının Şubat ayında ise 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen düzenlemeler kapsamında, Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ ve Tebliğ ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkelerinde değişiklikler yapan, Seri:IV No:63 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de (Seri: IV, No: 56) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" yayımlanmıştır. 6

Nisan 2013 Tarihinde 28610 sayılı Resmi Gazetede, Seri: IV No: 64 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'de (Seri: IV, No: 56) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" yayımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri dört ana başlık altında toplanmaktadır:

- Pay Sahipleri
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık
- Menfaat Sahipleri
- Yönetim Kurulu

Tebliğde yer alan altıncı maddeye göre; Borsa Şirketlerinin yıllık faaliyet raporlarında; Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına; uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte şirketin yönetim uygulamalarında İlkelerde yer alan prensipler çerçevesinde bir değişiklik yapma planının olup olmadığına ilişkin açıklamalara yer verilir. Faaliyet raporunda yapılacak açıklamanın şekli ve asgari unsurları Kurul tarafından belirlenir.

Pay sahipleri ile ilgili bölümde; pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması, bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurula katılım hakkı, oy hakkı, azlık hakları, kar payı hakkı, payların devri ile ilgili prensiplere yer verilmiştir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümünde; kamuyu aydınlatma esasları ve araçları, internet sitesi, faaliyet raporu ile ilgili maddeler yer almaktadır. Üçüncü bölümü oluşturan menfaat sahiplerine ilişkin bölümde ise; menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, şirketin insan kaynakları politikası ile ilgili konulara ilişkin prensiplere yer verilmiştir. Son bölüm olan yönetim kurulu bölümünde; yönetim kurulunun işlevi, yönetim kurulunun faaliyet esasları, yönetim kurulunun yapısı, yönetim kurulu toplantılarının şekli, yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler, yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklar ile ilgili konulara yönelik maddeler yer almaktadır.

SPK, 30 Aralık 2011 tarihinde yayımlamış olduğu tebliğ ile kurumsal yönetim konusunda Kurulun 2003 yılından bu yana benimsediği "Uygula-Uygulamıyorsan Açıkla" yönündeki yaklaşımının bir adım ötesine geçilerek, bankalar haricindeki BIST-

30 Endeksinde yer alan halka açık anonim ortaklıklar tarafından özellikle küçük yatırımcıların etkin bilgilendirilmelerini ve şirket yönetimlerinde etkin ve adil temsilini sağlamak amacıyla seçilmiş bazı ilkelerin zorunlu olarak uygulanmasını öngörmüştür. Söz konusu tebliğ ile getirilen önemli yenilikler aşağıdaki şekildedir (SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesi ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, 2011):

- Tebliğ ile payları BIST'de işlem gören halka açık anonim ortaklıklar (Borsa Şirketleri) sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak üç gruba ayrılmış ve farklı gruptaki şirketler için farklı seviyede zorunluluklar öngörülmüştür. Piyasa değerinin ortalaması 3 milyar TL'nin ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin ortalaması 750 milyon TL'nin üzerinde olan ortaklıklar, "Birinci Grup" şeklinde tanımlanmıştır. Söz konusu nitelikleri taşıyan şirketler, sermaye piyasalarımızın gerek piyasa büyüklüğü gerekse yatırımcı tabanı açısından önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Bu gruptaki şirketlerde yaşanabilecek herhangi bir olumsuzluğun sadece ilgili şirketi değil, tüm piyasayı önemli ölçüde etkilemesi muhtemeldir. Bu gerekçeyle, sistematik risklerin azaltılabilmesi amacıyla birinci gruptaki şirketler için yatırımcının korunmasını sağlamaya yönelik mekanizmalar genişletilmiş ve yükümlülükler ağırlaştırılmıştır. Diğer taraftan, sistemik etkileri daha düşük olan ikinci ve üçüncü gruptaki şirketlerde de temel kurumsal yönetim prensiplerinin yerleşmesi için gerekli düzenlemeler yapılmış ve asgari bazı zorunluluklara uyum öngörülmüştür.
- Borsa Şirketlerinin yönetim kurulu üye sayısının asgari beş olması ve yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun icrada görevli olmayan üyelerden oluşması zorunlu hale gelmiştir. Bağımsız yönetim kurulu üyeliğine ilişkin düzenlemelerde değişiklikler yapılmış ve olası çıkar çatışmalarından uzak, objektif bir görüşle Şirket'in karar mekanizmalarına katkıda bulunması ve şirketin uzun vadeli hedeflerini gözetmesi beklenen bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, Gelişen İşletmeler Piyasasında ve Gözaltı Pazarında işlem görenler hariç olmak üzere tüm Borsa şirketlerinde görev alması zorunlu hale getirilmiştir. Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olmamak üzere en az fiili dolaşımdaki pay oranını temsil edecek kadar olması gerekmekle birlikte, ortaklık genel kuruluna

yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye oranını %50 ile sınırlandırabilme yetkisi tanınmıştır. Ayrıca üçüncü gruptaki şirketler açısından bağımsız yönetim kurulu üye sayısının her durumda 2 olması yeterli görülmüştür.

- Bağımsız üyelerin görev süresi üç yıl olarak belirlenmiş ve bağımsız üyeliğe ilişkin kriterler yeniden düzenlenmiştir. Daha önce belirlenen kriterlerin yanı sıra, görevini gereği gibi yerine getirecek mesleki eğitim, bilgi ve tecrübeye sahip olmak; Türkiye'de yerleşmiş sayılmak gibi ilave kriterler tanımlanmış ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket ile herhangi bir menfaat ilişkisinin bulunmamasının yanı sıra şirket faaliyetlerine en üst seviyede katkıda bulunmayı sağlayacak özellikleri de taşıması gerektiği açık olarak ifade edilmiştir.
- Bağımsız üyelerin seçim süreci yeniden tasarlanmıştır. Buna göre bağımsız üyelerin bağımsızlık kriterlerini taşıyıp taşımadığının Aday Gösterme Komitesi tarafından incelenmesi ve düzenlenecek raporun yönetim kuruluna sunulması ve bağımsız yönetim kurulu aday listesinin genel kurul toplantı ilanı ile birlikte kamuya açıklanması gerekmektedir. Sadece Birinci Gruptaki şirketler tarafından, bağımsız yönetim kurulu aday listesinin, genel kurul toplantısından en az 60 gün önce Kurul'a gönderilmesi gerektiği İlkelere eklenmiştir. Kurul'un olumsuz görüş bildirmiş olduğu kişi genel kurula bağımsız üye adayı olarak sunulamayacaktır. Tasarruf sahiplerinin bağımsız üye seçimine aktif şekilde katılmalarının sağlanması amacıyla, seçim esnasında olumsuz oy kullanmış sermayenin yüzde birini temsil eden pay sahiplerine, seçilen bağımsız üyenin bağımsızlık kriterlerini sağlayıp sağlamadığına ilişkin Kurulumuza itiraz hakkı tanınmıştır. Bağımsız üyelerin bağımsızlıklarını kaybetmeleri durumda yapılması gerekenler de benzer şekilde düzenlenmiştir.
- Borsa şirketlerinin tamamında bulunması zorunlu hale getirilen bağımsız yönetim kurulu üyelerine, bazı görev ve sorumluluklar getirilmiş, ilişkili taraf işlemleri ile önemli varlık alım veya devirlerinde bağımsız yönetim kurlu üyeleri için onay ve gözetim mekanizmaları oluşturulmuştur. Örneğin; İlkelerde belirtilen önemli nitelikteki işlemlerin icra edilmesi genel kurul onayına bağlanmakla birlikte, bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı olmayan önemli nitelikteki işlemlerin genel kurul onayına sunulmasına imkan tanınmamıştır. Ayrıca bu tür işlemlere taraf olanların ilişkili taraf olması

durumunda, Tebliğ uyarınca yapılacak genel kurul toplantılarında ilişkili taraflar oy kullanamayacaktır.

- Şirketlerin her türlü ilişkili taraf işlemlerinde ve üçüncü kişiler lehine teminat, rehin ve ipotek verilmesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranacaktır.
- Şirketlerin yönetim kurulu bünyesinde kurması gereken komite sayısı artırılarak bu komitelerin görevleri ve sahip olması gereken üyelere ilişkin esaslar belirlenmiştir. Bu komiteler; Denetimden Sorumlu Komite, Kurumsal Yönetim Komitesi, Aday Gösterme Komitesi, Riskin Erken Saptanması Komitesi ve Ücret Komitesidir. Ancak yönetim kurulu yapılanması gereği ayrı bir Aday Gösterme Komitesi, Riskin Erken Saptanması Komitesi ve Ücret Komitesi oluşturulamaması durumunda, Kurumsal Yönetim Komitesinin bu komitelerin görevlerini yerine getirebileceği belirtilmiştir.
- Tebliğ, payları BIST'de işlem gören bankalar için yayımı tarihinden 1 yıl sonra, diğer Borsa Şirketleri için ise yayımı tarihinde yürürlüğe girmiş olup ve Tebliğe uyum amacıyla gerçekleştirilmesi gereken esas sözleşme değişikliklerinin ve yönetim kurulu yapılanmalarının, 30 Haziran 2012 tarihinden geç olmamak üzere yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar tamamlanması zorunlu kılınmıştır.

Ardından 11 Şubat 2012 tarihinde yukarıda detayları verilen Tebliğ'de uygulamada ortaya çıkabilecek sorun ve tereddütlerin giderilmesini teminen yapılan bazı değişikler olmuştur (SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, 2012):

- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin taşıması gereken kriterler arasında sayılan "Gelir Vergisi Kanunu'na göre Türkiye'de yerleşmiş sayılma" kriterinin bağımsız üyelerden en az yarısının sağlaması yeterli görülmüştür. Ayrıca, bağımsız yönetim kurulu üyesi olabilme kriterlerine, "Şirket faaliyetlerinin işleyişini takip edebilecek ve üstlendiği görevlerin gereklerini tam olarak yerine getirebilecek ölçüde şirket işlerine zaman ayırabiliyor olması." hususu eklenmiştir.
- Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanması bakımından önemli nitelikte işlem sayılan hususlar hakkında söz konusu işlemlerin bağımsız yönetim kurulu

üyelerinin çoğunluğunun onayı olmaksızın icra edilememesine ilişkin hüküm kaldırılmıştır. Bunun yerine söz konusu işlemlerin icra edilebilmesi için bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun onayı yeterli görülmüş, ancak çoğunluğun onay vermemesine rağmen anılan işlemlerin icra edilmek istenmesi halinde, işlemin genel kurul onayına sunulacağı hükme bağlanmıştır. Bu durumda, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin muhalefet gerekçesinin derhal kamuya açıklanması, Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirilmesi ve yapılacak genel kurul toplantısında okunması gerekmektedir.

- Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısının belirlenmesinde esas alınan eşiklerden biri olan "asgari fiili dolaşımdaki pay oranını temsil edecek kadar olma" hususu kaldırılarak tek eşik "toplam yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden az olamaz" olarak belirlenmiştir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görev süresinin 3 yıl olacağına ilişkin belirleme, azami üç yıl olmasını sağlamak üzere "3 yıla kadar" olarak değiştirilmiştir.
- SPK tarafından bağımsız üye aday listesi incelenmesine ilişkin olarak; söz konusu incelemenin kapsamına ilişkin belirsizliği ortadan kaldırmak amacıyla incelemenin Kurumsal Yönetim İlkelerinde sayılan bağımsızlık kriterleri çerçevesinde yapılacağı ifade edilmiştir.
- Zorunlu uygulamayı gerektirmemekle birlikte "Yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunur." ilkesi getirilmiştir. Söz konusu ilke "Uygula Uygulamıyorsan Açıkla" prensibi gereğince tavsiye niteliğindedir.

22 Şubat 2013 tarihinde, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen düzenlemeler kapsamında, SPK'nın Seri:IV, No:56 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ" ve Tebliğ ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkelerinde bazı değişiklikler yapılmıştır. Bu çerçevede hazırlanan Seri:IV No:63 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ 22.02.2013 tarih ve 28567 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Söz konusu Tebliğ ile getirilen bazı önemli yenilikler aşağıda özetlenmektedir (SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ , 2013):

- Finansal kuruluşların, faaliyetlerinin niteliği dikkate alınarak, üçüncü kişiler lehine teminat, rehin ve ipotek verilmesinde ve varlıklarının üzerinde ayni hak tesis edilmesinde yönetim kurulları tarafından alınacak kararlarda uyacakları esaslar yeniden belirlenmiştir.
- Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul kararları alınırken, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 29/6 maddesi hükmünün uygulanacağı ilkelere eklenmiştir.
- Halka açık bankalar için bağımsız yönetim kurulu üye sayısı üç olarak belirlenmiştir.
- Halka açık bankalarda, denetim komitesi üyesi olarak görevlendirilen yönetim kurulu üyeleri, Tebliğ çerçevesinde bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak kabul edilecektir.
- Bankaların denetim komitesinde yer almayacak bağımsız yönetim kurulu üyeleri için her halükarda, zorunlu ilkelerde belirtilen nitelikler aranacaktır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin tamamının denetim komitesinde yer alması halinde denetim komitesi üyelerinden sadece biri için zorunlu ilkelerde belirtilen nitelikler aranacaktır.

6 Nisan 2013 Tarihinde 28610 sayılı Resmi Gazetede "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'de (Seri: IV, No: 56) Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" yayımlanmıştır. 30 Aralık 2011 tarihli ve 28158 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No: 56)'in 5 inci maddesinin on birinci fıkrasından sonra gelmek üzere aşağıdaki fıkralar eklenmiştir.

"(12) Yönetim kurulunun, üyelerinin tamamının veya bir kısmının görev süresinin dolması veya üyeliğin boşalması sebebiyle, uyulması zorunlu kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını sağlamak üzere karar alamaması halinde Kurul, yönetim kurulundan, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununun 410 uncu maddesi uyarınca, genel kurul toplantısının 30 gün içerisinde yapılmasını teminen genel kurulu toplantıya çağırmasını talep eder. Bu süre içerisinde yönetim kurulunun genel kurulu toplantıya çağırmaması veya genel kurulun toplanarak uyum için gerekli kararları almaması halinde Kurul, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 17 nci maddesi gereğince yönetim kurulunun toplanabilmesi ve karar alabilmesi için gerekli olan ve bağımsızlık

kriterini sağlayan asgari sayıda üyeyi, yerlerine usulüne uygun yeni atamalar yapılıncaya kadar görev yapmak üzere, resen atar. Yeni yönetim kurulu, Kurul'un uygun görüşünü almak suretiyle, esas sözleşmede zorunlu kurumsal yönetim ilkelerine uyumu sağlayacak gerekli değişiklikleri yaparak ticaret siciline tescil ve ilan ettirir.

(13) Borsa Şirketlerinin, uyulması zorunlu kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını sağlamak üzere işlem yapmak ve karar almak için yeterli sayıda yönetim kurulu üyesinin bulunmasına karşın yönetim kurulunun veya genel kurulun bu doğrultuda gerekli işlemleri yapmaması veya kararları almaması halinde Kurul, bu ortaklıklara 30 gün süre verir. Verilen süre içerisinde uyum için gerekli işlemlerin yapılmaması halinde Kurul, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 17 nci maddesi gereğince yönetim kurulunun toplanabilmesi ve karar alabilmesi için gerekli olan ve bağımsızlık kriterini sağlayan asgari sayıda üyeyi, mevcut yönetim kurulu üyelerinin yerine resen atar. Yeni yönetim kurulu, Kurul'un uygun görüşünü almak suretiyle, esas sözleşmede zorunlu kurumsal yönetim ilkelerine uyumu sağlayacak gerekli değişiklikleri yaparak ticaret siciline tescil ve ilan ettirir.

3.3.4.2.Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu

Bir önceki bölümde yer verildiği üzere; Borsa Şirketleri yıllık faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmıyor ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte şirketin yönetim uygulamalarında İlkelerde yer alan prensipler çerçevesinde bir değişiklik yapma planının olup olmadığına ilişkin açıklamalara yer vermek durumundadırlar.

Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu, şirketlerin yıllık faaliyet raporunda ayrı bir bölüm olarak yer almaktadır. Raporda, SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan prensiplerden Şirketçe uyulanlar ve uyulmayanlar belirtilip, uyulmayanlar hakkında uymama gerekçeleri ile bu ilkelere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarıyla ilgili bilgiler açıklanmaktadır. Raporda yer alan her bir bölüm için SPK tarafından verilen açıklamalardaki hususlar raporda yer alacak asgari unsurlardır. Bu asgari unsurlar dışında Uyum Raporu'nda şirketin Kurumsal Yönetim İlkeleri karşısındaki durumuna ilişkin daha fazla bilgi verilmesi mümkündür. Yıllık faaliyet raporlarında, Uyum Raporu'nda açıklanması istenen bazı bilgilerin kamuya

açıklanması halinde, Uyum Raporu'nda bu bilgilere atıf yapılarak yer verilmesi mümkündür (www.spk.gov.tr).

3.3.4.3.Kurumsal Yönetim Uygulamaları

SPK, 2004 yılında "Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi" sonuçlarını yayımlamıştır. Hisse senetleri İMKB'de işlem gören 303 şirkete 26.07.2004 tarihinde elektronik posta aracılığı ile gönderilen ankete 249 şirket cevap vermiştir. Bu cevapların 248'i değerlendirmelerde kullanılmıştır. İMKB-30 endeksine dahil şirketlerin ise 26'sı anketi doldurarak SPK'ya iletmiştir. İlgili dönemde Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerinin henüz yerleşmemiş olduğunun daha iyi anlaşılması açısından bu başlık altında elde edilen sonuçlara detaylı şekilde yer verilmiştir. Elde edilen sonuçlar aşağıdaki şekilde özetlenmiştir (SPK Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi, 2004, s.59-60):

- Hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin yalnızca %50'si yönetim kurulu tarafından kamuya açıklanmış misyon/vizyona sahiptir. Bu oran İMKB-30 endeksine dahil olan şirketlerde %69'a kadar çıkmakla birlikte %31'inin bu ilkeye uyum sağlamaması önemli bir eksikliktir. Şirketlerin önemli bir kısmında (%87) yönetim kurulu yöneticiler tarafından oluşturulan stratejik hedefleri onaylamaktadır. Bu oran İMKB-30 endeksine dahil olan şirketlerde %96'ya çıkmaktadır. Yönetim kurulları, şirket hedeflerine ulaşma derecesini genellikle ayda bir ya da 3 ayda bir gözden geçirmektedir.
- Yönetim kurulu tarafından oluşturulan risk yönetim ve iç kontrol mekanizmasına tüm şirketlerin %52'si sahipken bu oran İMKB-30 şirketleri için %69'a çıkmaktadır. Tüm şirketlerin %79'unda, İMKB-30 şirketlinin %88'inde yönetim kurulunun yetki ve sorumlulukları esas sözleşmede açık olarak yer almakta iken, yönetim kurulu görev dağılımı yapan ve bu dağılıma faaliyet raporunda yer veren şirketler her iki grupta da % 77'de kalmıştır.
- Tüm şirketlerin %77'si, İMKB-30 şirketlerinin %85'i şirketi önemli ölçüde etkileyen gelişmelerden yönetim kurulu üyelerini zamanında ve doğru biçimde bilgilendirilmesini sağlayacak mekanizmaya sahiptir. Şirket ve çalışanları için etik kurallar oluşturan şirketlerin oranı tüm şirketlerde %56, İMKB-30

şirketlerinde %65'tir. Ancak bu kuralları açıklayan şirketlerin oranı tüm şirketlerde %11'de, İMKB-30 şirketlerinde ise %19'da kalmıştır.

- Şirketlerin yaklaşık %50'si yöneticilerine şirket ile rekabet etme konusunda yasak getirmiştir. Şirketlerin hemen hemen tamamında yönetim kurulu üyelerinin oy hakları eşittir. Yönetim kurulu üyelerine olumlu/olumsuz veto hakkı tanıyan şirketlerin oranı tüm şirketlerde %24, İMKB-30 şirketlerinde %35'tir. Esas sözleşmesinde pay ve menfaat sahiplerinin yönetim kurulunu toplantıya davet etmelerini sağlayacak hükümler bulunan şirketlerin oranı ise tüm şirketlerde %31, İMKB-30 şirketlerinde %12'dir. Şirketlerin yalnızca %15'i yönetim kurulu üyelerinde bilgi, beceri, tecrübe ve eğitim bakımından bulunması gereken niteliklere esas sözleşmelerinde yer vermektedir.
- Şirketlerin önemli çoğunluğu (İMKB-Tüm %78, İMKB-30 %88) yönetim kurulunda icrada görevli olan ve olmayan üyeye sahiptir. Ancak tüm şirketlerin %26'sında, İMKB-30 endeksine dahil olan şirketlerin ise %42'sinde yönetim kurulunda bağımsız üye bulunmaktadır. Esas sözleşmesinde yönetim kurulu üyeleri seçiminde birikimli oy sistemine olanak verecek hüküm olan şirket hemen hemen bulunmamaktadır.
- Şirketlerin büyük çoğunluğu yönetim kuruluna sağlanacak mali hakların tespitinde performansa göre ödüllendirme uygulamamaktadır (İMKB-Tüm %96, İMKB-30 %92). Şirketlerimizin yalnızca %9'u (İMKB-30 şirketlerinin %23'ü) kurumsal yönetim komitesinin faaliyetlerini yerine getirirken takip edeceği prosedüre sahiptir. Şirketlerin sadece %18'i ayrılan yöneticileri için rakip şirkette çalışılmamasına yönelik yasaklar ve bu yasaklara uyulmaması halinde yaptırımlar getirmiştir.

SPK, 2005 yılında Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarına yönelik farklı bir çalışma daha gerçekleştirmiştir. SPK'nın 10.12.2004 tarihli kararı ile getirilen yükümlülük uyarınca hisse senetleri İMKB'de işlem gören ve 2005 yılı içinde yayınladığı faaliyet raporlarında kurumsal yönetim uyum raporlarını yayınlayan 276 adet şirketin raporları SPK Uzmanları tarafından incelenerek, hisse senetleri BIST'de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilke ve uygulamaları karşısındaki durumlarının tespiti için bir veri tabanı oluşturulmuştur. Elde edilen bulgular aşağıdaki şekilde özetlenmektedir (SPK İMKB Şirketleri Tarafından 2005 Yılında Yayınlanan Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarına İlişkin Genel Değerlendirme, 2005, s.19-21):

- Şirketler açısından "kurumsal yönetim" kavram ve içerik olarak düşük düzeyde bilinirliğe sahiptir. İlgili dönemdeki uyum raporlarında genellikle ilkelere uyulmaması halinde bunun gerekçesi hakkında bir açıklamaya yer verilmemektedir. Genel olarak, mevzuat açısından zorunlu olan ilkelere uyum düzeyi, gönüllü olarak uyulması beklenen ilkelere uyum düzeyinin çok üstündedir.
- Özel durum açıklamaları hakkında bilgi veren şirket sayısının yüksek olması (%86) bu konuya verilen önemi göstermektedir. Pay sahiplerinin bilgilendirilmesinde en düşük maliyetli ve etkin ortam olan elektronik ortamın kullanımının (%56) yaygınlaştırılması gerekmektedir.
- Kurumsal yönetimin tam anlamıyla uygulanmasının önündeki en büyük engel olan "oy hakkı imtiyazları" (%35) önemli ölçüde varlığını korumaktadır. Kar payı imtiyazı (%19) ile pay devrini kısıtlayan hükümlerin varlığı (%25) iyi kurumsal yönetim uygulamalarını olumsuz etkilemektedir.
- Şirketler ile ortakları arasında kopuk ve karşılıklılıktan uzak bir ilişki bulunmakta olup, bilgilendirme politikasının açıklanma oranının dahi düşük olması şirketlerin ortakları ile bilgiyi paylaşmaya istekli olmadıklarını göstermektedir. Bununla birlikte, internet siteleri SPK tarafından belirlenen bilgileri içeren şirket sayısının çokluğu, şirketlerin ortaklarını bilgilendirmede elektronik sistemi etkin olarak kullandıklarına dikkat çekmektedir.
- Şirket ile ortak ilişkisinin karşı tarafından bakıldığında da sorunlar bulunmaktadır. Ortaklar tarafından genel kurul toplantılarına katılımın düşük düzeyde olmasının yanı sıra, şirketlerden bilgi talebinde bulunan ortak sayısının çok az olduğu görülmektedir. Bazı uyum raporlarında ortaklardan şirkete yıl içinde -0- adet bilgi talebi geldiği belirtilmektedir. Bu tespitler çerçevesinde, ortakların kendilerini "ortak" olarak değil, "hisse senedi sahibi" olarak gördükleri düşünülmektedir. Bu durum da, Türkiye'de "pay sahipliği kültürünün" oluşturulabilmesi için temel olarak "yatırımcı eğitimi" konusuna SPK tarafından ağırlık verilmesi gereğine işaret etmektedir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin uygulandığı şirket sayısı çok düşük düzeyde olup, ilkelerin tavsiye ettiği komiteler de yetersiz sayıda uygulanmaktadır. Uyum raporlarının değerlendirilmesinden çıkan dikkat çekici bir diğer sonuç da, şirketlerin yasal zorunluluk olmamasına rağmen menfaat

sahiplerini (özellikle müşteriler ve tedarikçileri) ortaklarından daha fazla bilgilendirdikleridir.

- Şirketler tarafından ilkeler ve mevzuat arasındaki bağlantının kurulmasında bir sıkıntı yaşandığı gözlenmektedir.

Yukarıda özetlenen iki çalışmanın üzerinden sırasıyla 9 ve 8 yıl geçmiş olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Ancak önceki bölümlerde yer verilen Kurumsal Yönetim İlkelerinin 2003-2013 döneminde geçirdiği aşamaların anlaşılması açısından her iki çalışma da büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle her iki çalışmaya ilişkin elde edilen sonuçlar detaylı şekilde incelenmiştir.

3.3.5.Borsa İstanbul ve Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim BIST açısından incelendiğinde iki önemli başlık dikkati çekmektedir. Tarihsel sıra ile incelendiğinde bu başlıklardan ilki BIST Araştırma Müdürlüğü tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri" adlı rapordur. Diğeri ise 31.08.2007 tarihinde açıklanmaya başlayan "Kurumsal Yönetim Endeksi" olarak belirtilebilir. Burada sırasıyla bu iki başlık incelenmiştir.

3.3.5.1.Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri

Varış ve diğerleri (2001) çalışmalarında OECD kurumsal yönetim ilkeleri referansında Türk sermaye piyasası ve BIST'deki kurumsal yönetim ilke ve uygulamalarının ayrıntılı incelenmesini gerçekleştirmişlerdir. Kurumsal yönetim ve ilkelere ilişkin temel kavramlar, söz konusu ilke uygulamalarının önemi, OECD kurumsal yönetim ilkeleri ve nitelikleri, AB'ye üye ülke uygulamaları, ABD ve Asya ülkelerindeki kurumsal yönetim ilkelerinin geçerlilikleri irdelenerek uygulamalara ilişkin karşılaştırmalı bilgiler aktarılmıştır. Sermaye piyasaları ve borsalar kapsamında ise çeşitli borsaların işlem gören şirketlere yönelik olarak yaptıkları kurumsal yönetim ilke ve esasları ayrıntılı olarak verilmiştir. Çalışmanın Türk sermaye piyasaları üzerine yoğunlaşan bölümünde kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin mevcut düzenlemelerin ortaya konulması için TTK ile Sermaye Piyasası mevzuatında yer alan hükümler karşılaştırılarak OECD prensipleri ile farklılıkların tespiti yapılmıştır. Çalışmanın son bölümünde OECD kurumsal yönetim ilkeleri sistematiğinde İMKB'de işlem gören

şirketler ile İMKB üyeleri üzerinde yapılan kurumsal yönetim ilkeleri uygulanmasının tespitine yönelik anket çalışması ve bu çalışma sonuçlarının istatistiki analiz değerlendirilmesine yer verilmiştir. Bu çalışma, ilgili dönemde Türkiye'de kurumsal yönetim yapısının ne aşamada olduğunun anlaşılması açısında büyük önem arz etmektedir. Anket çalışması doğrultusunda elde edilen bulgular aşağıdaki şekilde özetlenebilir (İMKB, 2001, s.167-168):

- Ankete katılım %100'e ulaşmamakla birlikte genel görüşü yansıtacak yeterliliktedir. Anket değerlendirmesine alınan toplam 513 şirket ve aracı kuruluştan ankete katılan 358'inin %52 oranında kurumsal yönetim ilke ve standartlarına ilişkin çalışmaların farkında olduğu belirlenmektedir.
- Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu aynı şirketler grubu bünyesindeki çeşitli şirketlerde de görev almaktadırlar. Yönetim kurulu üyeleri ile başlıca ortaklar incelendiğinde akrabalık ilişkileri dikkati çekmektedir. Bu durum özellikle aracı kuruluşlarda yüksek düzeydedir. Türkiye'de, yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar genelde performansa dayalı değildir. Üst düzey yönetici atamalarında şirketlerin ağırlıklı hissedarları/sahipleri karar vericidir.
- Borsa'da işlem gören şirketlerde kamuyu aydınlatma oldukça gelişmiş düzeydedir. Şirketlerin tüm ortaklarla ilişkilerinde danışmanlık veya icracı rol üstlenen birimlerin oluşturulması henüz yaygın değildir. Borsa'da işlem gören şirketlerde iç denetim birimi çoğunlukla oluşturulmamıştır. Aracı kuruluşlarda ise mevzuatlarındaki zorunluluktan dolayı daha yaygın uygulanmaktadır.
- Şirket çalışanlarına hissedarlık imkanlarının genişletilmesine yönelik girişimler ve uygulamalar etkinlik kazanmamıştır. Sermaye artırımlarında yönetim kurulunca mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlama yetkisi fazla kullanılmamaktadır. Borsa şirketlerinin ve üyelerinin sadece % 17'sinde oy hakları arasında farklı gruplar yaratılmıştır. Şirketlerde, çalışanlara yönelik vakıf veya sandık uygulaması yeterli yaygınlıkta değildir.
- Yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı ayrımı yerleşmemiştir ve uygulama örnekleri sınırlıdır. Yönetim kurulu üyeleri arasında yönetimden bağımsız nitelikte üye uygulaması bulunmamaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin aynı zamanda şirkette başka görevleri de bulunduğundan yönetim etkinliği ve performans denetimi güçleşmektedir.

- Genel Müdür pozisyonunda görev yapanlar profesyonellerden oluşmakta ve çoğunlukla tek şirkette görev almaktadırlar. Genel Müdür pozisyonundakilerle yönetim kurulu üyeleri arasında akrabalık ilişkisi üyelerde daha yoğun iken, ihraççı şirketlerde düşük seviyelerdedir. Yönetim kurulu üyeleri, şirketlerde istedikleri bilgilere ulaşabilme imkanına sahiptirler.
- Ortaklarla ilişkilerin yürütülmesinde özel bir birim oluşturulması yaygınlık kazanmamıştır. TTK gereğince atanan kanuni denetçilerin etkinliği geliştirilmelidir. İmtiyazlı hisse uygulamasına Borsa şirketlerinde üyelere göre daha sık rastlanmaktadır. Sermaye artırımlarında yönetim kurulunca mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlama yetkisi fazla kullanılmamaktadır.
- İmalat sanayi ile mali sektör gruplarının her ikisinde, yaklaşık olarak her 5 şirketten birinde şirket içi teftiş birimi bulunmaktadır. Yaklaşık her 10 şirketten birinde çalışanlara yönelik vakıf veya sandık uygulaması mevcuttur.
- Mali sektörde oy hakları arasında farklılık yaratılması ve imtiyazlı hisseler oluşturulması imalat sanayiine göre daha fazladır. Şirket Yönetim ilke ve standartlarını nispeten daha fazla uygulayan şirketlerin gerek finansal gerekse pazar getiri performansı daha az uygulayanlara göre daha yüksektir.

Takip eden başlık altında 31.08.2007 tarihi itibarı ile açıklanmaya başlayan Kurumsal Yönetim Endeksi'ne ilişkin bilgilere yer verilmiştir.

2.3.5.2.Kurumsal Yönetim Endeksi

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (KURY), Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil edildiği endekstir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki şirketlerin derecelendirme notlarına, şirketlerin Kamuyu

Aydınlatma Platformu'ndaki açıklamalarından ulaşılabilmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan şirketlere kotta/kayıtta kalma ücreti BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikleri tarihten itibaren; ilk 2 yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirimli uygulanmaktadır (http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/endeksler/pay-endeksleri/kurumsal yonetim-endeksi).

SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca bir bütün olarak tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyuma ilişkin olarak verilen not "derecelendirme notunu" ifade eder. Derecelendirme notunun derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talebi nedeniyle verilmesi ve yıllık olarak yenilenmesi veya teyit edilmesi şarttır (İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları, 2009, s.2).

11 Temmuz 2013 tarihi itibari ile BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki şirketler aşağıdaki gibidir (http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/endeks-verileri):

Tablo 6

11 Temmuz 2013 İtibariyle BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketler

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Arçelik A.Ş.	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
Asya Katılım Bankası A.Ş.	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
Aygaz A.Ş.	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.
Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.	Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.
Coca-Cola İçecek A.Ş.	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.
Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.	Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Tic. A.Ş.
Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	Şekerbank T.A.Ş.
Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	TAV Havalimanları Holding A.Ş.
Doğan Yayın Holding A.Ş.	TOFAŞ Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
Egeli & Co Yatırım Holding A.Ş.	TURCAS Petrol A.Ş.
Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş.	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
Global Yatırım Holding A.Ş.	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.

(Tablo 6 Devam)

Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	Tüpraş Türkiye Petrol Rafineleri A.Ş.
Türkiye Halk Bankası A.Ş.	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	Vakıf B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İhlas Ev Aletleri İmalat ve Sanayi A.Ş.	Yazıcılar Holding A.Ş.
İhlas Holding A.Ş.	Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
İş Finansal Kiralama A.Ş.	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Kaynak: www.borsaistanbul.com, Temmuz 2013

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki hisse senetleri (İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları, 2011):

- KAP'a yeni bildirilen derecelendirme notunun asgari derecelendirme notundan düşük olması,
- Derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona erdiğinin KAP'a bildirilmesi,
- Derecelendirme kuruluşunun Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarıldığının KAP'a bildirilmesi,
- Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığının KAP'a bildirilmesi,
- Derecelendirme notunun verildiği tarihten sonraki 1 yıllık dönem sonuna kadar yenilenmemesi veya teyit edilmemesi durumlarında, ilgili bildirimin KAP'a yapıldığı günü veya 1 yıllık dönemin bittiği günü takip eden iş günü geçerli olacak şekilde endeks kapsamından çıkarılır. Söz konusu nedenlerin ortadan kalkmasıyla birlikte KAP'a yeniden bildirimi yapılan derecelendirme notu asgari derecelendirme notundan yüksekse, bildirimin yapıldığı günü takip eden iş günü geçerli olacak şekilde endeks kapsamına alınır.

Aşağıdaki durumlarda endeks kapsamında bulunan ilgili hisse senetleri endeksten çıkarılır:

- Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan Gözaltı Pazarı'na alınması,

- A veya B listesinde işlem gören bir şirketin C listesinde işlem görmeye başlaması,
- Hisse senetlerinin işlem sırasının kesin olarak kapatılması,
- Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması.

Hisse senetleri BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında olan bir şirket başka bir şirketi veya şirketleri devralırsa endeks kapsamında kalmaya devam eder. Hisse senetleri BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında olan bir şirket, kapsamda olmayan bir şirket tarafından devralınırsa, devrolan şirket ortaklarına hisse senetlerinin dağıtılmasına başlandığı gün geçerli olacak şekilde endeksten çıkarılır.

3.3.6.Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Kurumsal Yönetim

Yönetim kurulu yapısının şirketlerin performansı üzerine olan etkisinin araştırılması ile ilişkili olarak Yeni Türk Ticaret Kanununda yönetim kurulları ile ilişkili olan konular bu başlık altında incelenmiştir.

Bu çalışmada kullanılan yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenlerden bir tanesi yönetim kurulu üye sayısıdır. Yeni TTK'nın 359. Maddesi aşağıdaki şekildedir:

MADDE 359- (1) Anonim şirketin, esas sözleşmeyle atanmış veya genel kurul tarafından seçilmiş, bir veya daha fazla kişiden oluşan bir yönetim kurulu bulunur.

(2) Bir tüzel kişi yönetim kuruluna üye seçildiği takdirde, tüzel kişiyle birlikte, tüzel kişi adına, tüzel kişi tarafından belirlenen, sadece bir gerçek kişi de tescil ve ilan olunur; ayrıca, tescil ve ilanın yapılmış olduğu, şirketin internet sitesinde hemen açıklanır. Tüzel kişi adına sadece, bu tescil edilmiş kişi toplantılara katılıp oy kullanabilir.

(3) Yönetim kurulu üyelerinin ve tüzel kişi adına tescil edilecek gerçek kişinin tam ehliyetli olmaları şarttır.

(4) Üyeliği sona erdiren sebepler seçilmeye de engeldir.

(5) Devlet, il özel idaresi, belediye, köy ile diğer kamu tüzel kişilerinin pay sahibi olduğu şirketlerde, sayılan tüzel kişiler veya bunların gerçek kişi temsilcileri yönetim kuruluna seçilebilir. Yönetim kurulu üye sayısı ikiden fazla olan şirketlerde üyelerin tamamının aynı kamu tüzel kişisinin temsilcisi olmaması şartıyla kamu tüzel kişisini temsilen birden fazla gerçek kişi yönetim kuruluna seçilebilir.

Bu çalışmada kullanılan yönetim kurulu yapısını temsil eden bir diğer değişken; yönetim kurulu üyelerinin sahip oldukları sermaye payıdır. Bu konu ile ilgili pay sahibi olma zorunluluğuna yönelik olarak Yeni TTK'da herhangi bir madde yoktur. Diğer yandan, eski TTK'nın 312. Maddesine göre:

"İdare meclisi pay sahibi aza ortaklardan teşekkül eder. Ancak pay sahibi olmayan kimseler aza seçildikleri takdirde bunlar pay sahibi sıfatını kazandıktan sonra işe başlayabilirler. Pay sahibi olan hükmi bir şahıs idare meclisi azası olamaz. Fakat hükmi şahsın temsilcisi olan hakiki şahıslar idare meclisine aza seçilebilirler".

Bu hüküm Yeni TTK'da bulunmamaktadır. Bunun yanında anonim şirketlerin kuruluşu ile ilgili olarak 338. Madde aşağıdaki şekildedir:

MADDE 338- (1) Anonim şirketin kurulabilmesi için pay sahibi olan bir veya daha fazla kurucunun varlığı şarttır. 330 uncu madde hükmü saklıdır (Madde 330 – Özel kanunlara tabi anonim şirketlere, özel hükümler dışında bu kısım hükümleri uygulanır).

(2) Pay sahibi sayısı bire düşerse, durum, bu sonucu doğuran işlem tarihinden itibaren yedi gün içinde yönetim kuruluna yazılı olarak bildirilir. Yönetim kurulu bildirimi aldığı tarihten itibaren yedi gün içinde, şirketin tek pay sahipli bir anonim şirket olduğunu tescil ve ilan ettirir. Ayrıca, hem şirketin tek pay sahipli olarak kurulması hem de payların tek kişide toplanması halinde tek pay sahibinin adı, yerleşim yeri ve vatandaşlığı da tescil ve ilan edilir. Aksi halde doğacak zarardan, bildirimde bulunmayan pay sahibi ve tescil ve ilanı yaptırmayan yönetim kurulu sorumludur.

(3) Şirket, tek pay sahibi olacak şekilde kendi payını iktisap edemez; ettiremez. denilmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM AÇISINDAN YÖNETİM KURULLARI

Yönetim kurulu bir şirket için ilk ve en üst düzeydeki otoritedir. Bu bölümde öncelikle yönetim kurulunun görevlerine yer verilmiştir. Ardından yönetim kurulu yapısı ve kompozisyonuna yönelik açıklamalar yer almaktadır.

4.1.Yönetim Kurulunun Görevleri

Yönetim kurulu, şirketin en üst organıdır. Kurulun asli görevleri kontrol ve danışmanlıktır. Kontrol görevi, denetim ve gözetim unsurlarını, danışmanlık görevi, şirketin hedef ve stratejilerinin belirlenmesini içerir. Bu görevler, şirketin iç faaliyetleri ile ilgilidir. Şirketin dış faaliyeti ile ilgili olarak, kurulun uygun kaynak temini görevi de bulunmaktadır. Kurumsal yönetimin içsel mekanizmaları, şirketlerde mülkiyet ile kontrol ayrımından kaynaklanan ve hissedarlar ile yöneticiler arasında yaşanan vekalet problemlerini en aza indirgenmesi, şirket içindeki güç dengelerinin sağlanması ve şirket faaliyetlerinin denetlenmesi amacını taşımaktadır. Bu bağlamda yönetim kurulları, en önemli içsel mekanizma olarak ortaya çıkmaktadır (Ekşi, 2009, s.122).

Her şirket, şirketin başarısından sorumlu olan etkin bir yönetim kurulu tarafından yönetilmelidir. Yönetim kurulunun rolü şirket için girişimsel liderlik sağlamaktır. Bu rolü yerine getirirken potansiyel risklerin değerlemesini ve yönetilmesini sağlayan basiretli ve etkin bir kontrol sistemi alt yapısınıkurmalıdır. Yönetim kurulu hedeflerini yerine getirebilmek için şirketin stratejik amaçlarını belirlemeli, ihtiyaç duyulan finansal kaynakları sağlamalı ve gerek duyulan insan kaynağını yönetmelidir. Tüm bunları yaparken aynı zamanda yönetimin gözden geçirilmesi görevini de yerine getirmelidir. Yönetim kurulu aynı zamanda yükümlülüklerini yerine getirebilmek amacıyla şirket değerlerini ve standartlarını oluşturmalıdır. Tüm yöneticiler şirket menfaati için karar almalıdırlar (Knell, 2006, s.63).

Carver ve Oliver (2002) çalışmasına göre; yönetim kurulunun karşılaştığı en büyük sorunlardan birisi yönetim kurulunun sorumluluğundaki görevler ile yöneticilerin görevleri arasındaki ayrımın yapılmasıdır.

Kurumsal yönetim kapsamında yönetim kurulları ile ilgili olarak evrensel ilkeler aşağıdaki şekilde sıralanmaktadır (Carver ve Oliver, 2002, s.8):

- Yönetim kurulu şirketi sahipler adına yönetir,
- Yönetim kurulu bir şirkette şirket sahiplerinin altındaki en üst düzey otoritedir,
- Yönetim kurulu bir şirketteki ilk otoritedir,
- Yönetim kurulu şirket hakkında her şeyden sorumludur,
- Tüm yetki ve sorumluluk bir grup olarak yönetim kurulunun elinde bulunur,
- Yönetim rolleri ile yönetici rollerinin farklı amaçları vardır,
- Yönetim kurulunun yükümlülüklerini yerine getirmesini riske atmayacak şekilde yetkilendirme maksimize edilmelidir.
- Yönetim kurulunun performansının değerlendirilmesi hem idari hem de yönetimsel açıdan değerlendirmeyi gerektirir.

İyi bir yönetim kurulu yapının temel alması gereken çeşitli faktörler vardır. Bu faktörler sırasıyla; bağımsızlık, üye sayısı, komiteler ve fonksiyonları, bağımsız üye ve üyelerin gelişimidir (Green, 2005, s.28). Yasalar, düzenlemeler ve kodlar genelde şirketlerin ekonomik çıkarlar gözetilerek yönetilmelerini öngörseler bile şirketlerin diğer toplumsal gruplara ve bir bütün olarak topluma karşı etik ve yasal sorumlulukları olduğunu kabul ederler. Bu farkındalık şirketlerin çıkarlarının toplum çıkarlarıyla uzun dönemde çatışmayacağı, zira şirketlerin yalnızca ortaklarının değil, şirketle etkileşim içinde olan diğer paydaşlarının da yararını gözettiği sürece var olmaya devam edebileceği düşüncesine dayanmaktadır. Çevresi ve etkileşim içinde olduğu sosyal gruplarla olumlu ilişkiler içinde olan şirketler optimum davranış biçimlerini benimseyecekler, yani toplum çıkarları ve şirket çıkarlarını (özel çıkarları) dengeleyerek ekonomik kararlılığa ve refaha katkıda bulunacak, dolayısıyla şirketin sürekliliğini destekleyecektir. Küreselleşme böyle davranmayan şirketlerin cezalandırılması konusunda olduğu gibi paydaşlarla iyi bir ilişki içerisinde olan şirketlerin iş performanslarının artması konusunda da sonsuz olanaklar sunmaktadır. Dolayısıyla şirket yönetiminin en üst organı olarak Yönetim Kurullarının temel görevi, icradan sorumlu yönetimin kararlarının ve uygulamalarının şirketin ve dolayısıyla toplumun

uzun dönemli çıkarlarını gözetmesini ve dengelemesini sağlamak olmaktadır (Ararat, 2003, s.1-2).

SPK tarafından 2011 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'in dördüncü bölümü yönetim kurulu ile ilgilidir. İlgili tebliğde yönetim kurulunun işlevi maddeler halinde sıralanmıştır:

- Yönetim kurulu, alacağı stratejik kararlarla, şirketin risk, büyüme ve getiri dengesini en uygun düzeyde tutarak akılcı ve tedbirli risk yönetimi anlayışıyla şirketin öncelikle uzun vadeli çıkarlarını gözeterek, şirketi idare ve temsil eder.
- Yönetim kurulu şirketin stratejik hedeflerini tanımlar, şirketin ihtiyaç duyacağı insan ve finansal kaynaklarını belirler, yönetimin performansını denetler.
- Yönetim kurulu, şirket faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye, iç düzenlemelere ve oluşturulan politikalara uygunluğunu gözetir.

Yönetim kurulunun işlevi bu şekilde verildikten sonra ilgili raporun takip eden maddesinde yönetim kurulunun faaliyet esaslarına yer verilmiştir. Ardından yönetim kurulunun yapısına ilişkin maddeler yer almaktadır. Yönetim kurulu ile ilgili ilkelere ilişkin raporda yer verilen diğer üç bölüm ise sırasıyla; yönetim kurulu toplantılarının şekli, yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler ve yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklar şeklindedir (SPK, Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ 2011).

Anand (2008) çalışmasında ise yönetim kurulunun görevlerini dokuz madde altında toplamıştır. Bu maddelere aşağıda yer verilmiştir:

- Şirketin uzun vadeli amaçlarını geliştirmek,
- İcra başkanını gözetlemek ve gerektiğinde değiştirmek,
- Üst yönetimin diğer önemli üyelerini gözetlemek ve gerektiğinde değiştirmek,
- Uzmanlar ve yöneticiler için tazminat planlarının değerlendirilmesi ve gözden geçirilmesi,
- Yönetim stratejilerinin denetlenmesi,

- Yönetim kurulunun kendi içerisinde yetersizliğinin tespit edilmesi,
- Yönetim kurulu üye adaylarının seçimi ve elenmesi,
- Pay sahipleri ile iletişim,
- Menfaat çatışmalarının denetlenmesi.

4.2.Yönetim Kurulunun Yapısı ve Oluşumu

Bu başlık altında yönetim kurulu yapısı ve oluşumu incelenmektedir. Bu kapsamda sırasıyla; tek kademeli ve iki kademeli yönetim kurulları, yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu başkanı ile icra başkanı ayrımı konularına yer verilmektedir.

4.2.1.Tek Kademeli ve İki Kademeli Yönetim Kurulları

Temel olarak iki tür yönetim kurulu yapısından söz edilebilir. Tek kademeli yönetime kurullarında icracı olan yönetim kurulu üyeleri ile icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri bir araya gelerek tek bir yönetim kurulu oluştururlar. Böyle bir sistemde icracı olan yönetim kurulu üyelerinin iki fonksiyonu vardır. Öncelikle yönetim kurulu üyesi olarak yönetim kurulu konularından sorumludurlar. Diğer yandan idareciler olarak operasyonlardan ve yönetim kurulunun günlük uygulamalarından sorumlu olmaktadırlar. İki kademeli yönetim kurulu sisteminde "en üst düzey" yönetim kurulunda sadece icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri yer alır. Bu kurulun başlıca görevleri denetim, kontrol ve stratejik danışmanlıktır. İki kademeli sistemde yer alan ikinci yönetim kurulu ise icracı olan üyelerden oluşmaktadır. Kurul, stratejik kararların uygulanmasından sorumludur. Avusturya, Danimarka, Almanya ve Hollanda'da iki kademeli yönetim kurulu sistemi uygulanmaktadır. Diğer yandan Belçika, İtalya, Portekiz, İspanya, İsveç ve İngiltere'de tek kademeli sistem geçerlidir. Finlandiya, Fransa, Norveç ve İsviçre için ise her iki sistem de uygulanabilir (Van Den Berghe, 2002, s.71).

İcra başkanları, tek kademeli yönetim kurulu yapısının bulunduğu bazı ülkelerde (ABD, Japonya) genellikle aynı zamanda yönetim kurulu başkanı iken, bir kısım ülkelerde ise bu görevler farklı kişilerce yürütülür. İki kademeli yönetim kurulu yapısının olduğu ülkelerde ise, icra başkanları yönetici kurulun başında iken, gözetim

kuruluna başkanlık etmez. Bu yapıdaki şirketlerde icra başkanı gözetim kuruluna raporlama yapar ve bilgi verir (Yılmaz, 2009, s.2).

Türkiye'deki yönetim kurulu yapısı sistemi incelendiğinde tek kademeli yönetim kurulu yapısının geçerli olduğu görülmektedir. Yeni TTK ile bu yapıya ilişkin birçok yeni düzenleme getirilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin bilgi alma ve inceleme hakları Madde 392'de yer almaktadır.

(1) Her yönetim kurulu üyesi şirketin tüm iş ve işlemleri hakkında bilgi isteyebilir, soru sorabilir, inceleme yapabilir. Bir üyenin istediği, herhangi bir defter, defter kaydı, sözleşme, yazışma veya belgenin yönetim kuruluna getirtilmesi, kurulca veya üyeler tarafından incelenmesi ve tartışılması ya da herhangi bir konu ile ilgili yöneticiden veya çalışandan bilgi alınması reddedilemez. Reddedilmişse dördüncü fıkra hükmü uygulanır.

(2) Yönetim kurulu toplantılarında, yönetim kurulunun bütün üyeleri gibi, şirket yönetimiyle görevlendirilen kişiler ve komiteler de bilgi vermekle yükümlüdür. Bir üyenin bu konudaki istemi de reddedilemez; soruları cevapsız bırakılamaz.

(3) Her yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu toplantıları dışında, yönetim kurulu başkanının izniyle, şirket yönetimiyle görevlendirilen kişilerden, işlerin gidişi ve belirli münferit işler hakkında bilgi alabilir ve görevinin yerine getirilebilmesi için gerekliyse, yönetim kurulu başkanından, şirket defterlerinin ve dosyalarının incelemesine sunulmasını isteyebilir.

(4) Başkan bir üyenin, üçüncü fıkrada öngörülen bilgi alma, soru sorma ve inceleme yapma istemini reddederse, konu iki gün içinde yönetim kuruluna getirilir. Kurulun toplanmaması veya bu istemi reddetmesi hâlinde üye, şirketin merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesine başvurabilir. Mahkeme istemi dosya üzerinden inceleyip karara bağlayabilir, mahkemenin kararı kesindir.

(5) Yönetim kurulu başkanı, kurulun izni olmaksızın, yönetim kurulu toplantıları dışında bilgi alamaz, şirket defter ve dosyalarını inceleyemez. Yönetim kurulu başkanının bu isteminin reddedilmesi hâlinde başkan, dördüncü fıkraya göre mahkemeye başvurabilir.

(6) Yönetim kurulu üyesinin bu maddeden doğan hakları kısıtlanamaz, kaldırılamaz. Esas sözleşme ve yönetim kurulu, üyelerin bilgi alma ve inceleme haklarını genişletebilir.

(7) Her yönetim kurulu üyesi başkandan, yönetim kurulunu toplantıya çağırmasını yazılı olarak isteyebilir.

Diğer yandan Yeni TTK'da 395. Madde yönetim kurulu üyelerinin şirketle işlem yapma ve şirkete borçlanma yasağı ile ilgilidir.

(1) Yönetim kurulu üyesi, genel kuruldan izin almadan, şirketle kendisi veya başkası adına herhangi bir işlem yapamaz; aksi hâlde, şirket yapılan işlemin batıl olduğunu ileri sürebilir. Diğer taraf böyle bir iddiada bulunamaz.

(2) Pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyeleri ile yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olmayan 393 üncü maddede sayılan yakınları şirkete nakit borçlanamaz. Bu kişiler için şirket kefalet, garanti ve teminat veremez, sorumluluk yüklenemez, bunların borçlarını devralamaz. Aksi halde, şirkete borçlanılan tutar için şirket alacaklıları bu kişileri, şirketin yükümlendirildiği tutarda şirket borçları için doğrudan takip edebilir

(3) 202 nci madde hükmü saklı kalmak şartıyla, şirketler topluluğuna dahil şirketler birbirlerine kefil olabilir ve garanti verebilirler.

(4) Bankacılık Kanununun özel hükümleri saklıdır.

Yeni TTK'nın 396. Maddesi ise rekabet yasağı ile ilgilidir. Buna göre:

(1) Yönetim kurulu üyelerinden biri, genel kurulun iznini almaksızın, şirketin işletme konusuna giren ticarî iş türünden bir işlemi kendi veya başkası hesabına yapamayacağı gibi, aynı tür ticarî işlerle uğraşan bir şirkete sorumluluğu sınırsız ortak sıfatıyla da giremez. Bu hükme aykırı harekette bulunan yönetim kurulu üyelerinden şirket tazminat istemekte veya tazminat yerine yapılan işlemi şirket adına yapılmış saymakta ve üçüncü kişiler hesabına yapılan sözleşmelerden doğan menfaatlerin şirkete ait olduğunu dava etmekte serbesttir.

(2) Bu haklardan birinin seçilmesi birinci fıkra hükmüne aykırı harekette bulunan üyenin dışındaki üyelere aittir.

(3) Bu haklar, söz konusu ticarî işlemlerin yapıldığını veya yönetim kurulu üyesinin diğer bir şirkete girdiğini, diğer üyelerin öğrendikleri tarihten itibaren üç ay ve her hâlde bunların gerçekleşmesinden itibaren bir yıl geçince zamanaşımına uğrar.

(4) Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarıyla ilgili hükümler saklıdır.

4.2.2.Yönetim Kurulu Üye Sayısı

Yönetim kurulu sayısını etkileyen hem yasal hem de uygulamada farklılıklar vardır. Yönetim kurulunun oluşumu analiz edildiğinde, tek kademeli yönetim kurulu yapısı ile iki kademeli yönetim kurulu yapısının kıyaslanması gerekir. İki kademeli yönetim kurulu yapısında önemli farklılıklar vardır. Örneğin 1999-2001 yılları arasında

iki kademeli yönetim kurulu yapısına sahip olan Almanya için ortalama yönetim kurulu üye sayısı yaklaşık 18 kişidir (Van Den Berghe, 2002, s.72).

Türkiye açısından incelendiğinde, Yönetim kurulu üye sayısı, şirketin ihtiyaçlarına göre kurumsal yönetim komitesi tarafından belirlenir. Belirlenen değişiklik yönetim kurulu onayına sunulur ve yönetim kurulu tarafından değişikliğin uygun görülmesi halinde gerekli ana sözleşme değişikliği genel kurulda hissedarların onayına sunulur. Gerekli katkının sağlanması ve kararların etkin bir şekilde alınması için yönetim kurulu üye sayısı 5'ten düşük ve 15'ten fazla olmamalıdır. Oylamalar açısından yönetim kurulu üye sayısının tek sayı olmasında yarar vardır. Ayrıca şirket ana sözleşmesinde yönetim kurulu üye sayısı örneğin 5 ile 15 üye gibi geniş bir aralıkta tutulursa, şirketin ihtiyaçlarına göre, ana sözleşme değişikliğine gerek kalmadan genel kurul kararıyla yönetim kurulu üye sayısı ayarlanabilir. Yönetim kurulunun karar alması için gerekli olan toplantıya katılan üye yetersayısı toplam üye sayısının dörtte üçüdür. Yönetim kurulları en az yarıdan bir fazla sayıda bağımsız üyeden oluşan şirketlerde, toplantı yetersayısına ek olarak, bağımsız üye sayısının bağımsız olmayan üye sayısına eşit veya fazla olması şartı da gözetilmelidir. Yönetim kurulunun performans odaklı tarafsızlığının sağlanması için yönetim kurulunda her üyenin çoğunluk hisseye bakılmaksızın tek oyu vardır, herhangi bir üyenin daha ağırlıklı oy hakkı veya veto hakkı yoktur. Bu kural yönetim kurulu başkanı dahil tüm yönetim kurulu üyeleri için geçerlidir. Kararlar, toplantı yetersayısı sağlanmış ise, toplantıda bulunan üye sayısının çoğunluğu ile alınır (TÜSİAD Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu Raporu, 2002, s.20).

SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri raporunda yönetim kurulunun yapısına ilişkin maddelerden ilki bu tez çalışmasının da konusu olan yönetim kurulunun üye sayısı ile ilişkilidir (SPK, Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ 2011):

- Yönetim kurulu üye sayısı, her durumda 5 üyeden az olmamak koşulu ile yönetim kurulu üyelerinin verimli ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, hızlı ve rasyonel kararlar almalarına ve komitelerin oluşumuna ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmelerine imkan sağlayacak şekilde belirlenir.

Diğer yandan Yeni TTK'nın 359. Maddesi aşağıdaki şekildedir:

(1) Anonim şirketin, esas sözleşmeyle atanmış veya genel kurul tarafından seçilmiş, bir veya daha fazla kişiden oluşan bir yönetim kurulu bulunur.

(2) Bir tüzel kişi yönetim kuruluna üye seçildiği takdirde, tüzel kişiyle birlikte, tüzel kişi adına, tüzel kişi tarafından belirlenen, sadece bir gerçek kişi de tescil ve ilan olunur; ayrıca, tescil ve ilanın yapılmış olduğu, şirketin internet sitesinde hemen açıklanır. Tüzel kişi adına sadece, bu tescil edilmiş kişi toplantılara katılıp oy kullanabilir.

(3) Yönetim kurulu üyelerinin ve tüzel kişi adına tescil edilecek gerçek kişinin tam ehliyetli olmaları şarttır.

(4) Üyeliği sona erdiren sebepler seçilmeye de engeldir.

Ayrıca belli gruplara yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilmektedir. Yeni TTK'nın 360. Maddesine göre:

(1) Esas sözleşmede öngörülmek şartı ile, belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilir. Bu amaçla, yönetim kurulu üyelerinin, belirli bir grup oluşturan pay sahipleri, belirli pay grupları ve azlık arasından seçileceği esas sözleşmede öngörülebileceği gibi, esas sözleşmede yönetim kurulu üyeliği için aday önerme hakkı da tanınabilir. Genel kurul tarafından yönetim kurulu üyeliğine önerilen adayın veya hakkın tanındığı gruba ve azlığa mensup adayın haklı bir sebep bulunmadığı takdirde üye seçilmesi zorunludur. Bu şekilde tanınacak temsil edilme hakkı, halka açık anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamaz. Bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin düzenlemeler saklıdır.

(2) Bu maddeye göre yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınan paylar imtiyazlı sayılır.

Yönetim kurulu üyeliğinin boşalması ile ilgili olarak Yeni TTK'nın 363. Maddesine göre:

(1) Herhangi bir sebeple bir üyelik boşalırsa, yönetim kurulu, kanuni şartları haiz birini, geçici olarak yönetim kurulu üyeliğine seçip ilk genel kurulun onayına sunar. Bu yolla seçilen üye, onaya sunulduğu genel kurul toplantısına kadar görev yapar ve onaylanması halinde selefinin süresini tamamlar.

(2) Yönetim kurulu üyelerinden birinin iflâsına karar verilir veya ehliyeti kısıtlanır ya da bir üye üyelik için gerekli kanun, şartları yahut esas sözleşmede öngörülen nitelikleri kaybederse, bu kişinin üyeliği, herhangi bir işleme gerek olmaksızın kendiliğinden sona erer.

Yönetim kurulu üyesinin görevden alınması ile ilgili olarak ise Yeni TTK'nın 364. Maddesi geçerlidir:

(1) Yönetim kurulu üyeleri, esas sözleşmeyle atanmış olsalar dahi, gündemde ilgili bir maddenin bulunması veya gündemde madde bulunmasa bile haklı bir sebebin varlığı hâlinde, genel kurul kararıyla her zaman görevden alınabilirler. Yönetim kurulu üyesi olan tüzel kişi, kendi adına tescil edilmiş bulunan kişiyi her an değiştirebilir.

4.2.3.Yönetim Kurulu Başkanı ile İcra Başkanı Ayrımı

İlke olarak yönetim kurulu başkanının rolü, icra başkanının rolünden ayrı olmalıdır. Eğer bu iki rol aynı kişide birleşirse bu durum önemli ölçüde bir güç yoğunlaşmasını temsil eder. Bu doğrultuda yönetimin üst kademesine sorumlulukların açık bir şekilde bölünmesi tavsiye edilmektedir. Bu durum güç ve yetki dengesini sağlayacaktır (Cadbury, 1992).

Yönetim kurulu başkanı ile icra başkanının rollerinin birleştirilmesi rasyonel olabilir. Ancak bu seçim kurumsal yönetimin az gelişmiş konumda olduğu bir durum için geçerlidir. Yönetim kurulu grup sorumluluğunu kazandığında yönetimsel liderliğin az gelişmiş durumda olmaması gerekmektedir. Bu durum ise en iyi rollerin ayrımı ile saptanır (Carver ve Oliver, 2002, s.136).

Türkiye açısından incelendiğinde TÜSİAD'ın 2002 yılında yayımladığı "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" raporu önemlidir. Yönetim kurulu, bir şirkette icranın irdelendiği, eleştirildiği en önemli organdır. İcra başkanı, şirketin ana sözleşmesince belirtilen, uygulamanın en üst noktasında sorumlu olan kişidir. Bu kişi uluslararası yönetim sistemleri anlamında "chief executive officer"dır. Eğer şirket yapısında icra başkanı yoksa aynı işlev genel müdür tarafından yerine getirilir. İcra başkanı, yönetim kuruluna bağlıdır ve şirketin faaliyetlerine ilişkin olarak yönetim kuruluna hesap verir. Şirketin ve bireylerin performanslarının objektif olarak irdelenmesi ve değerlendirilmesi için yönetim kurulu

başkanı ve icra başkanı mutlaka ayrı kişiler olmalıdır. Ancak böylelikle muhtemel çıkar çatışmaları önlenebilir ve şirketin ihtiyacı olan bağımsız görüş getirilebilir (TÜSİAD Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu Raporu, 2002).

Diğer yandan SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ'de yönetim kurulunun faaliyet esasları bölümünde bu konu ile ilgili ayrı bir madde bulunmaktadır (SPK, Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ 2011):

- Yönetim kurulu başkanı ile icra başkanı/genel müdürün yetkilerinin net bir biçimde ayrıştırılması ve bu ayrımın yazılı olarak esas sözleşmede ifade edilmesi esastır. Şirkette hiç kimse tek başına sınırsız karar verme yetkisi ile donatılmamalıdır.
- Yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı/genel müdürün aynı kişi olmasına karar verilmesi durumunda, söz konusu husus, gerekçesiyle birlikte genel kurulda ortakların bilgisine sunulur ve faaliyet raporunda gerekçeli açıklamaya yer verilir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLE ŞİRKET PERFORMANSI İLİŞKİSİNİ İNCELEYEN ÇALIŞMALAR

Yönetim kurulu yapısının şirketlerin performansı üzerine etkisini inceleyen çalışmaları incelenme kapsamlarına göre ikiye gruba ayırmak mümkündür. Birinci grup çalışmalar yönetim kurulu yapısı ile birlikte çeşitli kurumsal yönetim mekanizmalarını da (şirketlerin sahiplik yapısı, denetim komitesi vb.) analizlere dahil eden çalışmalardır. İkinci grup çalışmalar ise yönetim kurulu yapısı kapsamındaki çeşitli değişkenleri ayrı ayrı ya da bir bütün olarak analizlere dahil eden çalışmalardır. Bu doğrultuda bu bölümde yönetim kurulu yapısına ilişkin daha önce gerçekleştirilmiş çeşitli çalışmalara yer verilmiştir.

5.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları ile İlgili Daha Önce Gerçekleştirilmiş Çalışmalar

Agrawal ve Knoeber (1996) çalışmalarında yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki vekalet sorunlarının kontrol edilmesi amacıyla yedi farklı kontrol değişkenini incelemişlerdir. Bu doğrultuda 400 büyük ABD şirketi analizlerin örneklem grubun oluşturmaktadır. Analizler 1983-1987 dönemi için gerçekleştirilmiştir. Kontrol değişkenleri olarak; yönetimsel sahiplik, kurumsal pay sahipliği, şirketin kontrolünü elinde bulunduran hissedarlar (blockholders), yönetim kurulunda bağımsız üyelerin yer alması, borç ile finansman, işgücü piyasası ve şirket kontrolü kullanılmıştır. Şirket performansının ölçülmesinde Tobin's Q (TQ) modeli kullanılmıştır. Tek mekanizmalı en küçük kareler yöntemi regresyon sonuçlarına göre şirket performansı ile yönetimsel sahiplik, yönetim kurulunda dışarıdan temsil, borç ile finansman ve şirket kontrolü değişkenleri arasında istatistiksel olarak önemli derecede ilişki tespit edilmiştir. Yönetimsel sahiplik derecesi arttıkça şirket performansı pozitif yönde etkilenmiştir. Diğer yandan; yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısının artması, borç ile finansman düzeyinin artması ve daha yüksek düzeyde şirket kontrolü ile şirket performansı arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Genişletilmiş en küçük kareler regresyon analizi sonuçlarına göre yönetimsel sahiplik ile şirket performansı arasındaki

ilişki önemini yitirirken diğer sonuçlar değişmemiştir. Eşzamanlı denklemler ile tahmini içeren analizlerde ise yönetimsel sahiplik, şirket borç düzeyi ve şirket kontrolü değişkenleri istatistiksel olarak önemsiz düzeyde ortaya çıkmıştır. Önemini koruyan tek değişken yönetim kurulu yapısına dahil olan bağımsız üye sayısı olmuştur.

Barnhart ve Rosenstein (1998) çalışmalarında; sahiplik yapısı ve yönetim kurulu yapısının bileşik etkilerinin şirket performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analizler için veri tabanı olarak 1990 Standard & Poor's 500 kullanılmıştır ve bu doğrultuda finansal olmayan 321 şirket analizlere dahil edilmiştir. Şirket performansının ölçütü olarak TQ modeli kullanılmıştır. Yönetim kurulu yapısı açısından incelendiğinde şirket ile ilgili hiçbir iş ilişkisi ya da ailevi bağı olmayan grup, bağımsız dış yöneticiler olarak belirlenmiştir. Sahiplik yapısı açısından incelendiğinde ise yönetici ya da çalışanların sahip oldukları payların yüzdesini ifade eden yönetimsel sahiplik temel alınmıştır. Kontrol değişkenleri olarak ise ARGE ve reklam giderleri kullanılmıştır. Ayrıca toplam borcun toplam varlıklara oranlanması ile elde edilen kaldıraç oranı ve toplam varlıklar ile hesaplanan şirket büyüklüğü de analizlerde kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Yönetimsel sahiplik ile şirket performansı arasındaki ilişkinin varlığına dair bazı bulgular elde edilmiştir. Ancak bağımsız dış yöneticiler ile şirket performansı arasındaki ilişkinin derecesi zayıf olarak ortaya çıkmıştır. Ayrıca yönetimsel sahipliğin yönetim kurulunun yapısı üzerinde de etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Coles ve diğerleri (2001) çalışmalarında, yönetim kurulu üye sayısının şirketlere özgü karakteristikler ile belirlendiğini ifade etmişlerdir. Bu nedenle yönetim kurulu üye sayısının şirket performansı üzerindeki etkisinin bu karakteristiklere göre farklılık göstereceğini belirtmişlerdir. Bu doğrultuda elde ettikleri bulgulara göre, yönetim kurulu üye sayısının şirket performansı üzerindeki etkisi şirket büyüklüğü açısından büyük şirketler için pozitiftir. Çalışmalarında şirketlerin çeşitli yönetim mekanizmaları arasından kendileri için en uygun olan yapıyı seçme yeteneklerini incelemişlerdir. Bu kapsamda icra başkanı ücretleri, icra başkanı görev süresi, yönetim kurulu yapısı, liderlik yapısı, sahiplik yapısı ve bunların şirket performansı üzerindeki ketkileri incelenmiştir. İlave olarak; pay sahipleri, endüstri performansı ve şirket büyüklüğü değişkenleri şirket sahiplik yapısı açısından kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Şirket performansının ölçülmesinde ekonomik katma değer (EVA) ve piyasa katma değeri (MVA) modelleri kullanılmıştır. Bu modeller temel alınarak gerçekleştirilen analizler 1984–1988 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır ve 144 ABD şirketi

örneklem grubunu oluşturmaktadır. Elde edilen bulgulara göre faaliyet gösterdikleri sektörün şirketlerin EVA ve MVA değerleri üzerinde önemli düzeyde ve pozitif yönde etkisi vardır. Yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olması durumu EVA ile pozitif ilişkili olarak ortaya çıkmıştır. Ayrıca yönetim kurulunda bağımsız dış denetçi sayısının fazla olması ile MVA performans ölçütü arasında negatif yönlü bir ilişki elde edilmiştir. Diğer yandan, icra başkanı maaş duyarlılığının daha iyi bir performans (MVA) sağlayacağına yönelik hipotez reddedilmiştir. Elde edilen bir diğer sonuca göre; yönetim kurulu üyelerinin şirket sahiplik oranı arttıkça şirket performansının da artacağına yönelik beklentilere ilişkin hiçbir delil elde edilememiştir. Bu sonuç aynı zamanda icra başkanlarının sahiplik yapısının artması ile şirket performansı ilişkisi için de benzer şekilde ortaya çıkmıştır. Aynı şekilde icra başkanının görev süresinin artması ile şirket performansının da artacağına ilişkin hiçbir kanıt elde edilememiştir. Son olarak şirket performansı açısında organizasyonel kontrolün ve icra başkanı teşvik mekanizmalarının şirketin finansal performansını arttırdığı tespit edilmiştir.

Klapper ve Love (2002) çalışmalarında daha iyi kurumsal yönetimin ROA ile ölçüldüğünde daha iyi şirket performansı ile ilişkili olduğunu belirtmişlerdir. Diğer yandan Weir ve Diğerleri (2002) çalışmalarında pay sahipleri ile yöneticilerin çıkarlarının ne kadar yakından sıralandığının ölçütü olarak TQ oranını kullanmışlardır. TQ değeri ne kadar yüksek değer alırsa şirketin yönetim mekanizması o kadar etkin kullanılmaktadır. Ayrıca performans açısından şirketin Pazar algısı o kadar gelişmiştir. Diğer yandan, TQ değerinin düşük değerler alması şirketin yönetim mekanizmasının daha az etkin işlediğinin göstergesidir. Bu durum aynı zamanda daha yüksek seviyede yönetsel takdir yetkisinin varlığına işaret etmektedir. Çalışmalarında kurumsal yönetim kontrol mekanizmaları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma 1994-1996 dönemini kapsamaktadır ve Times 1000'de yer alan, İngiltere'de faaliyet gösteren en büyük finansal olmayan şirketleri kapsamaktadır. Bu doğrultuda 311 şirket analizlerin örneklem grubunu oluşturmaktadır. Performans ölçütü olarak TQ kullanılmıştır. Kurumsal yönetim mekanizmaları açısından ele alındığında yönetim kurulunun yapısı ile ilgili olarak dört değişken incelenmiştir. İlk değişken şirkette yönetici konumunda olmayan yönetim kurulu üyeleridir. İkinci değişken yönetici konumunda olmayan bağımsız yönetim kurulu üyeleridir. Üçüncü değişken ise yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olarak görev yapması durumudur. Son değişken denetim kurulunun varlığı ve bağımsızlığıdır. Elde edilen bulgulara göre

yönetim kurulu yapısı ile performans arasında düşük düzeyde bir ilişki elde edilmiştir. İkinci olarak denetim komitesi yapısının şirket performansı üzerinde hiçbir etkisi olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ancak denetim kurulunun kalitesi ile performans arasında düşük düzeyli bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Üçüncü olarak ise kontrol değişkeni olarak kullanılan finansal kaldıraç oranı ile şirket performansı arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı belirlenmiştir. Dördüncü olarak icra başkanlarının pay bulundurma durumlarının sağlamlaştırıcı etkisine dair kanıtlara ulaşılırken, dış sahipliğin benzer bir etkiye sahip olmadığı bulgusu elde edilmiştir. Beşinci olarak ise; şirket kontrolü açısından piyasa değişkeninin etkin bir değişken olduğu sonucu elde edilmiştir. Son olarak, yüksek performans gösteren şirketlerde hem yönetim kurulunda hem de denetim komitesinde diğerleri ile kıyaslandığında daha fazla sayıda bağımsız üye olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Dwivedi ve Jain (2005) çalışmalarında ekonomik ve stratejik yönetim açısından yönetim kurullarının önemini vurgulamışlardır. Buna göre yönetim kurulları organizasyonlarda var olan vekalet probleminin etkisinin azaltılması açısından önemli kurumlardır. Yönetim kurulları karar alma grupları oldukları için üye sayısı karar alma sürecini ve yönetim kurullarının verimliliğini etkileyebilmektedir. Çalışmalarında çeşitli kurumsal yönetim parametreleri ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu parametreler: yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü, yöneticilerin ellerinde bulundurdukları paylar, kurumsal ve yabancı pay sahipliği ve bireysel sahipliktir. Analizler Hindistan Borsası'nda işlem gören 24 sektöre ait 340 şirket için gerçekleştirilmiştir ve 1997-2001 çalışmanın örneklem dönemini oluşturmaktadır. Ayrıca pazarlama ve reklam giderleri, ARGE, kullanılan sermayenin getirisi ve kaldıraç oranı kullanılmıştır. Şirket performansı TQ yöntemi ile ölçülmüştür. Elde edilen bulgular genel olarak tutarsız düzeyde ortaya çıkmıştır. Ancak istatistiksel açıdan önemli olarak değerlendirilebilecek çeşitli sonuçlara ulaşılmıştır. Buna göre sahiplik yapısı açısından yabancı payının şirket değerini arttırıcı etkisi tespit edilmiştir. Şirket değeri ile yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü arasında ise pozitif ancak zayıf düzeyde bir ilişki elde edilmiştir. Yönetimsel sahipliğin ise şirket değeri ile doğrusal olmayan negatif yönlü bir ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Florackis (2005) çalışmasında; çeşitli kurumsal yönetim mekanizmaları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışma 1999-2003 dönemini kapsamaktadır eve İngiltere şirketleri için gerçekleştirilmiştir. Finansal olmayan 942 şirket örneklem kapsamını oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim değişkenleri olarak:

- Yönetici pozisyonunda olan yönetim kurulu üyelerinin sahip oldukları pay yüzdesi,
- Yönetici pozisyonunda olmayan yönetim kurulu üyelerinin sahip oldukları pay yüzdesi,
- Yönetici pozisyonunda olmayan yönetim kurulu üyelerinin toplam yönetim yönetici sayısına oranı,
- Yönetim kurulundaki toplam üye sayısının logaritması,
- Sahiplik payı yüzdesi %3'ün üzerinde olan pay sahipleri,
- Yönetici pozisyonunda olan yönetim kurulu üyelerine ayrılan toplam ücret paketinin toplam varlıklara oranı,
- Bir kukla değişken olarak yönetim kurulu başkanının aynı zamanda İcra başkanı olması ya da olmaması durumu,
- Toplam borcun toplam varlıklara oranlanması ile elde edilen kaldıraç oranı ve kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı,
- Piyasa değeri ile temsil edilen şirket büyüklük etkisi kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır.

Şirket performansının ölçülmesinde TQ modeli temel alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre yönetimsel sahiplik yapısı, yönetici pozisyonunda olmayan yönetim kurulu üyelerinin varlığı ve yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü şirket performansı üzerinde önemli derecede etkilidir. Bunlara ilave olarak iki kurumsal yönetim değişkeni daha istatistiksel açıdan önemli olarak ortaya çıkmıştır. Bu iki değişken yönetici ücretleri ve borçlanma vadesidir. Yönetimsel sahiplik ile yönetici ücretlerinin şirket performansı ile ilişkisi doğrusal değildir.

Del Brio ve Diğerleri (2006) çalışmalarında kurumsal yönetim ile ilişkili çeşitli değişkenlerin şirket performansı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Analizler iki aşamalı olarak 1996-2001 ve 1999-2001 dönemleri için gerçekleştirilmiştir. Örneklem kapsamını İspanya şirketleri oluşturmaktadır. Analizler için oluşturulan hipotezler; kurumsal yönetim ilkeleri açısından tavsiye niteliğinde olan Spanish Olivencia Code'a uyum, denetçi raporlarının olumluluğu, şeffaflık, yönetici ücretleri, şirket büyüklüğü ile şirket performansı arasındaki ilişkileri kapsamaktadır. Şirket performansının ölçülmesinde TQ modeli kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket performansı arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Özellikle şirket

şeffaflık derecesi ve olumlu denetçi raporları şirket değerini pozitif yönde etkilemektedir. Ayrıca Spanish Olivencia Code'a uyum derecesi şirketlerin değerini arttırıcı etkiye sahiptir.

Haniffa ve Hudaib (2006) çalışmalarında; daha yüksek ROA değerinin, pay sahiplerinin ekonomik çıkarlarına hizmet etmede şirketin varlıklarını etkin kullanımına işaret ettiğini belirtmişlerdir. Çalışmalarında kurumsal yönetim mekanizmaları ile performans arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu doğrultuda Malezya Borsası'nda işlem gören 347 şirket analizlere dahil edilmiştir. Analizler 1996-2000 dönemi için gerçekleştirilmiştir. Performans ölçütü olarak TQ ve aktif karlılığı olmak üzere iki farklı bağımlı değişken kullanılmıştır. Yönetim kurulunun yapısı değişkenleri olarak; yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü, yönetici pozisyonunda olmayan yönetim kurulu üyelerinin payları ve yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olarak görev yapması durumu incelenmiştir. Pay sahipliği değişkenleri olarak yönetimsel sahiplik ve şirketin en çok payına sahip en büyük beş pay sahibinin paylarının, toplam dolanımda olan paylara yüzdesi de analizlerde kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak ise; TQ ve aktif karlılığının (ROA) bir yıl önceki değerleri (one year lag), satışların logaritması, kaldıraç oranı, sermaye harcamalarının toplam varlıklara oranı ve sektör etkisi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü açısından incelendiğinde; sayısal olarak büyük yönetim kurulunun TQ ile ölçülen şirket performansı üzerinde etkinliği düşük düzeyde ortaya çıkmıştır. ROA ile ölçülen şirket performansı temel alındığında ise yönetim kurulunun sayısal büyüklüğünün pozitif etkisi olduğu belirlenmiştir. Yönetici pozisyonunda yer almayan yönetim kurulu üyelerinin ise her iki performans ölçütüne göre de herhangi bir etkileri tespit edilememiştir. Yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olarak görev yapması durumunun mevcut olmadığı şirketler, mevcut olduğu şirketlerden daha iyi performans göstermişlerdir. Sahiplik yapısı açısından incelendiğinde yoğunlaşmış pay sahipliğinin ROA ile incelendiğinde daha iyi sonuçlar verdiği tespit edilirken TQ ile incelendiğinde aksi yönlü sonuçlara ulaşılmıştır.

Sulong ve Nor (2010) çalışmalarında şirket büyüklüğünü bir kontrol değişkeni olarak kullanmalarının sebebini şirket büyüklüğü olarak daha büyük olan şirketlerin pay sahiplerince daha farklı algılanmalarını göstermişlerdir. Ayrıca, daha büyük şirketler daha yüksek kar payı ödemeleri gerçekleştirebilmekte ve üye sayısı açısından daha büyük yönetim kurullarına sahip olabilmektedirler. Sulang ve Nor (2010) çalışmalarında kar payı, sahiplik yapısı türleri ve yönetim kurulu gibi çeşitli kurumsal

yönetim mekanizmalarının şirket değeri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışma kapsamında Malezya Borsası'nda işlem gören 403 şirket 2002–2005 yılları arasında analizlere tabi tutulmuştur. Hipotezlerin test edilmesinde hiyerarşik regresyon (hierarchical regression) analizlerinden yararlanılmıştır ve veriler en küçük kareler tahmin tekniği ile analizlere dahil edilmiştir. Şirket değerinin ölçülmesinde ise TQ modelinin uyarlanmış bir versiyonu kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre kar payının tahmini katsayısı pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı olarak ortaya çıkmıştır. Bununla ilişkili olarak kar payı şirket değeri ile pozitif ilişkilidir hipotezi desteklenmiştir. Bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı olmasına karşın kar payının şirket değeri üzerindeki etkisi düşük seviyede kendini göstermiştir. Analiz sonuçları sahiplik yapısı temel alınarak incelendiğinde ise yoğunlaşmış sahiplik yapısı istatistiksel açıdan anlamlı olarak ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda Yoğunlaşmış sahiplik yapısı ile şirket değeri arasında önemli bir ilişki mevcuttur hipotezi desteklenmiştir. Diğer yandan kamu sahipliği ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki elde edilerek kamu sahipliği ile şirket değeri arasında negatif ilişkinin varlığı hipotezi reddedilmiştir. Yabancı pay sahipliği ile şirket değeri arasında pozitif ilişki olarak ortaya çıkmıştır. Başka bir ifade ile yabancı payı ve şirket değeri arasında pozitif ilişki olduğuna yönelik hipotez kabul edilmiştir. Son olarak ise yönetimsel sahiplik yapısı ile şirket değeri arasında istatistiksel açıdan anlamlı ve negatif bir ilişki elde edilmiştir. Yönetim kurulu değişkenleri temel alınarak sonuçlar incelendiğinde; bu değişkenlerin şirket değeri ile önemli düzeyde ilişkili olduğu ortaya çıkmıştır. Yönetimde kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olması durumunun şirket değeri üzerindeki etkisi pozitif olarak ortaya çıkmıştır. Diğer yandan yönetim kurulunun bağımsızlığı ile şirket değeri arasında da pozitif bir ilişki elde edilmiştir. Ancak bu etki zayıf düzeyde ortaya çıkmıştır. Beklentilerin aksine, yönetim kurulunun sayısal çokluğu ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki elde edilmiştir.

Wei Hu ve diğerleri (2010) çalışmalarında çeşitli içsel kurumsal yönetim mekanizmalarının şirket performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analizler Shanghai Borsası'nda işlem gören 304 şirketi temel almaktadır ve 2003-2005 yılları için gerçekleştirilmiştir. Analizlerde içsel kurumsal yönetim mekanizmaları olarak sahiplik yapısı, yönetim kurulu yapısı ve denetim kurulu incelenmiştir. Kontrol değişkenleri olarak ise şirket büyüklüğü, yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü, denetim kurulunun sayısal büyüklüğü kullanılmıştır. Ayrıca yönetim kurulu ile denetim kurulunun toplantı yapma sıklıkları da analizlerde göz önünde bulundurulmuştur. Şirket performansının

ölçülmesinde ise TQ yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre Çin şirketleri açısından sahiplik yapısının yoğunlaşma düzeyi yüksek olarak ortaya çıkmıştır. Ancak şirket performansı ile olan ilişkisi negatif yönlüdür. Başka bir ifade ile işlem gören şirketin paylarına sahip olarak şirket kontrolünü elinde bulunduran en büyük pay sahipleri şirket performansını olumsuz etkilemektedir. Elde edilen bir diğer sonuca göre yönetimdeki yoğunlaşmanın baskın etkisi yönetim kurulu yapısı ve denetim kurulunun şirket performansı üzerinde bir etki yaratmasını engellemektedir.

5.2.Yönetim Kurulu Yapısı ile İlgili Daha Önce Gerçekleştirilmiş Çalışmalar

Jensen ve Meckling (1976) çalışmalarına göre; yöneticilerin ellerinde bulundurdukları daha fazla pay sahipliği, daha iyi şirket performansı sağlamaktadır. Başka bir ifade ile pay sahipliği yoluyla vekalet sorunlarının azalması şirket performansını pozitif etkileyecektir.

Diğer yandan Morck ve diğerleri (1988) çalışmalarında; yüksek düzeydeki pay sahipliği seviyelerinde yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği ile şirket performansı arasında negatif yönlü bir ilişkinin olduğunu ifade etmişlerdir. Buna gerekçe olarak ise, yüksek düzeydeki pay sahipliği seviyesinde yöneticilerin kar maksimizasyonu yerine Pazar payı maksimizasyonunu ya da teknolojik liderlik gibi hedefleri tercih edebilecekleri gösterilmiştir.

Short ve Keasey (1999) çalışmalarında şirket büyüklüğünün performans üzerinde pozitif etkisi olduğu sonuçlarını raporlamışlardır. Bu sonucun gerekçesi olarak, büyük şirketlerin hem içsel hem de dışsal olarak fon gereksinimlerini daha kolay karşılayabilmeleri gösterilmiştir. Ayrıca daha büyük olan şirketlerin daha iyi büyüme fırsatlarına ve daha iyi finansal kaynak erişim imkanlarına sahip oldukları vurgulanmıştır. Ek olarak, daha büyük şirketlerin daha üst düzey analist takibi ile ilişkili olarak bilgi asimetrisini azalttıkları belirtilmiştir.

Coles ve diğerleri (2001) çalışmalarında sahiplik yapısını izleme/gözleme mekanizmasının bir türü olarak ifade etmişlerdir. Buna göre şirketler, yönetim kurulu üyelerinin şirket yöneticilerini izlemeye/gözlemeye yönelik güdülerini arttırmak için bu mekanizmayı uygulayabilirler.

Cheng (2006) çalışmasında, yönetim kurulu üye sayısı ile şirket performansı arasındaki ilişkinin ortaya çıkışına neden olarak; üye sayısı daha fazla olan yönetim kurullarının iletişim/koordinasyon ve vekalet sorunlarının varlığını göstermiştir. Sayı

olarak daha büyük olan yönetim kurullarında fikir birliğine varılması daha fazla çaba gerektirmektedir. Böylece üye sayısı daha fazla olan yönetim kurullarının nihai kararları genellikle daha fazla uzlaşma kapsamaktadır. Cheng (2006) çalışmasında ifade edilen bu ilişkinin temelleri Lipton ve Lorsch (1992) ve Jensen (1993) çalışmasına uzanmaktadır. Her iki çalışmada vekalet teorisi ile ilişkili olarak, yönetim kurulu üye sayısının artmasıyla birlikte operasyonel karmaşıklığın ve üyeler arasındaki anlaşmazlık potansiyelinin artacağını vurgulamaktadır. Lipton ve Lorsch (1992) çalışmalarında yönetim kurulu üye sayısının yedi ya da sekiz kişi ile sınırlandırılmasını tavsiye etmişlerdir. Kişi sayısı açısından grupların büyüdükçe, koordinasyon ve süreç sorunları ile ilişkili olarak verimliliklerinin azaldığını belirtmişlerdir. Jensen (1993) çalışmasında yönetim kurulu üye sayısının düşük sayıda olmasının performansı arttırabileceğini belirtmiştir. Yönetim kurulu üye sayısının yedi veya sekiz kişiyi aşması durumunda, görevlerini yerine getirmede etkinliklerinin azalacağını vurgulamıştır. Başka bir ifade ile mülkiyet ve kontrol arasındaki farkın, yönetim kurulu üye sayısı ile doğru orantılı olarak artması ile açıklamıştır. Bu kapsamda Yermack (1996), Eisenberg ve diğerleri (1998) çalışmalarında yukarıda açıklanan negatif ilişkinin tutarlılığına yönelik bulgular elde etmişlerdir. Diğer yandan Sah ve Stiglitz (1986, 1991) çalışmalarında, bir grup olarak karar alma yönteminin doğal olarak daha fazla farklı fikirlere yer vereceğini ifade etmişlerdir. Buna göre, farklı bir ifade ile grup halinde alınmış olan nihai karar, farklı fikirleri yansıtan, uzlaşılmış bir karardır. Kaynak Bağımlılığı Teorisi'ne göre, şirketler daha yüksek sayıda yönetim kurulu üyesi ile daha etkindirler. Her yönetim kurulu üyesi, uzmanlığını ve yeni kaynaklara erişim potansiyelini birlikte getirir. Böylece, şirketlerin uzmanlık seviyesi ve kaynaklara erişim (piyasalara erişim, yeni ve daha iyi teknolojik imkanlara erişim, hammadde kaynaklarına erişim vb.) yeteneği artmış olur (Ning ve diğerleri, 2010, s.4).

Coleman ve Biekpe (2007) çalışmalarında Gana Borsası'nda faaliyet gösteren ve finansal olmayan 16 şirketi temel almışlardır. 1990-2001 analizlerin örneklem dönemini oluşturmaktadır. Şirket performansının ölçülmesinde TQ, ROA ve satışların büyüme oranı ölçütleri kullanılmıştır. Yönetim kurulu değişkenleri olarak; yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü, bağımsız üyelerin toplam sayısının toplam üye sayısına oranı ve yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olması durumu incelenmiştir. Ayrıca şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı ve duran varlıkların toplam varlıklara oranı değişkenleri de kontrol değişkenleri olarak analizlerde yer almıştır. Elde edilen bulgulara göre yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü TQ ile pozitif ilişkiliyken

satışların büyüme oranı ile ilişkisi negatif yönlü ortaya çıkmıştır. Benzer şekilde, yönetim kurulu üyeleri arasında daha fazla bağımsız üye bulunduran şirketlerin daha kötü performans göstermeye eğilimli oldukları sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olmaması durumu şirket performansı üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ancak satışların büyümesi ile ölçüldüğünde bu etki önemsiz düzeyde kalmıştır.

Elyased (2007) çalışmasında Mısır Borsası'nda faaliyet gösteren 19 farklı sektöre ait 92 şirketi 2000-2004 döneminde incelemiştir. Bağımlı değişken olarak şirket performansı kullanılmıştır. Şirket performansının ölçülmesinde aktif karlılığı ve TQ yönteminden yararlanılmıştır. Analizlerde kullanılan en önemli bağımsız değişken yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olması durumudur. Kurumsal yönetim ile ilgili olan kontrol değişkenleri olarak ise yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü, kurumsal sahiplik ve yönetimsel sahiplik kullanılmıştır. Kullanılan diğer kontrol değişkenleri ise toplam çalışan sayısı ile gösterilen şirket büyüklüğü, toplam borcun toplam varlıklara oranı ile gösterilen kaldıraç oranı ve net duran varlıkların toplam varlıklara oranıdır. Analizlerde son olarak sektör etkisi de dikkate alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre yönetim kurulu başkanının aynı zamanda icra başkanı olması durumunun şirket performansı üzerinde doğrudan bir etkisinin olmadığı yönünde olsa da bu etki sektörlere göre ve şirket performansına göre farklılaşmaktadır.

Garg (2007) çalışmasında; yönetim kurulu büyüklüğünün ve yönetim kurulu bağımsızlığının şirket performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Hindistan Borsası'nda yer alan 200 şirket analizlere dahil edilmiştir. 1997-1998 mali yılı ile 2002-2003 mali yılı olmak üzere 6 yıllık süre örneklem dönemini oluşturmaktadır. Şirket performansının belirlenmesinde dört farklı ölçü kullanılmıştır. Bunlar: TQ, faiz ve vergi öncesi gelirin toplam varlıklara oranı, toplam satışların toplam varlıklara oranı ve hisse senetlerinin aylık getirilerinin pazar endeksi getirisini aşan bölümüdür. Yönetim kurulunun bağımsızlığı incelenirken dört farklı grup oluşturulmuştur. Bu gruplar; şirkette yönetici pozisyonunda olan üyeler, bağımsız üyeler, yönetici olmayan fakat bağımsız da olmayan üyeler ve son olarak finansal kurumların temsilci üyeleridir. Yönetim kurulunun büyüklüğü ise yönetim kurulu toplam üye sayısı temel alınarak dört ayrı grupta incelenmiştir. Analizlerde kontrol değişkenleri de kullanılmıştır. Bunlardan birincisi yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyenin pay sahipliğinin varlığına yöneliktir. İkinci kontrol değişkeni şirket büyüklüğüdür. Üçüncü kontrol değişkeni ise kaldıraç oranıdır. Diğer kontrol değişkenleri; sektör etkisi, beta ile ölçülen risk

değişkeni, şirket sahiplik yapısı, şirket yaşı, şirketin raporlamada bulunduğu iş segmentleri ve son olarak sermaye harcamalarının satışlara oranıdır. Elde edilen bulgulara göre hisse senedi getirilerinin bağımlı değişken olduğu regresyonlar dışındaki tüm analizlerde şirket yönetim kurulu büyüklüğü negatif katsayılara sahip olmuştur. Yönetim kurulu büyüklüğü kategorilere ayrılıp incelendiğinde ise yönetim kurulundaki üye sayısı arttıkça şirket performansının daha yüksek düzeyde negatif olarak etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız üyelerin yönetim kurulundaki varlıkları temel alındığında bağımsızlık değişkeni TQ ve hisse senedi getirileri açısından istatistiksel olarak önemli düzeyde ortaya çıkmamıştır. Satışlar / Varlıklar ve Faiz Vergi Öncesi Kar (EBIT) / Varlıklar temel alındığında ise ilişki pozitif ancak düşük düzeyde elde edilmiştir. Yönetim kurulunun bağımsızlığı alt kategoriler açısından incelendiğinde oranı %74'den büyük olan grup hiçbir analizde önemli olarak elde edilememiştir. %64-%74 kategorisi incelendiğinde sadece EBIT / Varlıkların bağımlı değişken olduğu analizlerde istatistiksel olarak önemli düzeyde gerçekleşmiştir. %50-%60 ve %33-%50 kategorileri için ise pozitif katsayılar elde edilmiştir. %33'den az olan grup için ise istatistiksel açıdan önemli bulgulara ulaşılamamıştır. Bhabra (2007) çalışmasında ise şirket performansının şirket büyüklüğü ile negatif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır. Bu bulguyu, yönetsel faaliyetlerdeki şeffaflık seviyesinin düşük olmasına bağlamıştır.

Cheng (2008) çalışmasında 1996-2004 döneminde 1252 şirketi analizlerine dahil etmiştir. Şirket performansının ölçütü olarak hisse senedi getirileri, aktif karlılığı ve TQ kullanılmıştır. Yönetim kurulunun büyüklüğünü temsil etmek üzere yönetim kurulu üye sayısı kullanılmıştır. Yönetim kurulunun yapısı ise bağımsız üyelerin toplam içerisindeki payı ile ölçülmüştür. Bir başka değişken olarak icra başkanı kukla değişken şeklinde kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre yönetim kurulunun sayısal büyüklüğü arttıkça bir şirketin performansı ve değeri daha az değişken hale gelmektedir. Bu sonuç her üç performans ölçütü için de tutarlı olarak ortaya çıkmıştır.

Dey ve Chauhan (2009) çalışmalarında 2006-2007 döneminde Hindistan Borsası'nda yer alan 420 şirketi temel almışlardır. Şirket performansı analizlerde bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Şirket performansının ölçülmesi amacıyla EBIT, net kar / satışlar, EVA, Defter Değeri / Piyasa Değeri (DD/PD) oranı, MVA ve TQ kullanılmıştır. Bağımsız değişken olarak ise şirketlerin yönetim kurulu büyüklükleri ve bağımsız yöneticiler analizlere dahil edilmiştir. Kontrol değişkenleri ise: ARGE Harcamaları / satışlar, Pazarlama Giderleri / satışlar, Şirket Büyüklüğü, Kullanılan Sermayenin Getirisi, Borç / Özsermaye oranı. Elde edilen bulgular yönetim kurulunun

büyüklüğü açısından incelendiğinde sayısal olarak daha büyük olan yönetim kurullarının daha az etkin oldukları vurgulanmıştır. Sonuçlar yönetim kurulunun bağımsızlığı açısından incelendiğinde ise istatistiksel olarak önemli bulgulara ulaşılamamıştır.

Ekşi (2009) çalışmasında şirketlerin yönetim kurullarının, kurumsal yönetim kapsamında, şirket performansı üzerine etkilerini analiz etmiştir. Bu kapsamda yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı görev ayrımı ile yönetim kurulu bağımsızlığı incelenmiştir. Çalışmada ayrıca kurumsal yönetim kurulu üye sayısı ile yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesindeki paylarının, şirket performansı üzerine etkileri de araştırılmıştır. Performans ölçütü olarak aktif karlılığı ve TQ modeli kullanılmıştır. Bu doğrultuda 1995 – 2006 yılları arasında İMKB'de faaliyet gösteren şirketlere ait toplam 999 veri analizlere dahil edilmiştir. Çalışmanın sonuçlarına göre; yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı görev ayrımı ile yönetim kurulu üyelerinin sermaye paylarının, kriz dönemleri haricinde şirket performansı üzerine herhangi bir etkisi belirlenememiştir. Yönetim kurulu bağımsızlığının mali veriler üzerine etkisi tespit edilemez iken, hisse senedi performansına olumlu etkisi gözlemlenmiştir. Yönetim kurulu üye sayısının fazla olmasının, kriz dönemleri haricinde şirketin mali veri ve hisse senedi performansı üzerine olumlu etkisi olduğu saptanmıştır.

Guest (2009) çalışmasında şirketlerin yönetim kurullarının sayısal çokluğunun şirket performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. İngiltere'de faaliyet gösteren 2746 şirket örneklem grubunu oluşturmaktadır ve analizler 1981-2002 yılları için gerçekleştirilmiştir. Analizlerde bağımlı değişken olarak ROA, TQ ve hisse senedi getirisi kullanılmıştır. Açıklayıcı değişkenlerden en önemlisi yönetim kurulunun sayısal çokluğudur. Yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısının logaritmasının alınması yoluyla hesaplamalara dahil edilmiştir. Bunun dışında diğer değişkenler olarak: şirket büyüklüğü, yaş, borç, ARGE harcamaları, Hisse senedi aylık getirilerinin standart sapması kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak ise: Yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin toplam üye sayısına oranı, bağımsız üye sayısı, şirket içinden olan yönetim kurulu üye sayısı, yönetimsel sahiplik ve sektör etkisi kullanılmıştır. Analizler sonucunda elde edilen bulgulara göre yönetim kurulunun büyüklüğü şirket performansını negatif yönde etkilemektedir. Bu sonuçlar her üç performans ölçütü ve kontrol değişkenleri de dikkate alındığında güçlü bir şekilde ortaya çıkmıştır. Her üç performans ölçütü için bulgular farklılaştığından optimal yönetim kurulu üye sayısının belirlenmesinin güç olduğu ancak bu sayının 10 üyenin altında olduğu belirtilmiştir.

Benzer şekilde; bağımsız yönetim kurulu üye sayısının da şirket performansı üzerinde negatif ve önemli bir etkisi olduğu belirlenmiştir. Şirket büyüklüğü ile birlikte ele alındığında büyük şirketlar daha büyük yönetim kuruluna sahip olma eğilimi göstermektedirler ve yönetim kurulu büyüklüğünün negatif etkisi en güçlü bu şirketlarda orta çıkmaktadır. Lipton ve Lorsch (1992) çalışmalarında yönetim kurulu üye sayısı tavanın yedi ya da sekiz kişi ile sınırlandırılmasını tavsiye etmişlerdir. Jensen (1993) çalışmasında yönetim kurulu üye sayısının yedi veya sekiz kişiyi aşması durumunda, görevlerini yerine getirmede etkinliklerinin azalacağını vurgulamıştır. Ancak bu çalışmaların ABD verileri temel alınarak gerçekleştirildiği göz önünde bulundurulmalıdır. Örneğin Wei Wu (2009) çalışmasında Shanghai Borsası'nı temel alarak gerçekleştirdiği analizlerde 100 şirket için ortalama yönetim kurulu büyüklüğünü 11 kişi olarak tespit etmiştir. Benzer şekilde, Nakano ve Nguyen (2012) çalışmalarında 2003-2007 dönemi için Tokyo Borsası'nı temel alarak gerçekleştirdikleri analizlerde 1324 şirket için ortalama yönetim kurulu büyüklüğünü 10 kişi olarak tespit etmişlerdir.

Gürünlü (2009) çalışmasında 1994-2005 dönemi için İMKB'de işlem gören 68 finansal olmayan şirketi temel alarak kururmsal yönetim mekanizmalarının şirketlerin halka arzı sonrası değerlemesini gerçekleştirmiştir. Yöntem olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular sahiplik açısından incelendiğinde; sahiplik yoğunlaşması azaldıkça halka arz sonrası performans negatif etkilenmektedir. Bu çalışmada sahiplik yoğunlaşması Herfindahl Endeksi ile ölçülmüştür.

Arslan ve diğerleri (2010) çalışmalarında, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerine olan etkisini İMKB şirketleri için incelemişlerdir. Çalışma 1995-2006 dönemi için gerçekleştirilmiştir. Analizlerde lojistik regresyon modeli uygulanmıştır. Elde edilen bulgulara göre, yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliğinin ROA ve TQ ile ölçülen şirket performansı üzerine herhangi bir etkisi yoktur. Ancak kriz dönemlerinde hisse senedi getirileri ile ölçülen şirket performansı üzerine pozitif etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan yönetim kurulu üye sayısının her üç performans ölçütü ile ölçülen şirket performansı üzerine pozitif etkisi olduğu bulgusu elde edilmiştir. Ancak kriz dönemlerinde bu etki tersine dönmektedir.

Aygün, Taşdemir ve Çavdar (2010) çalışmalarında banka performansı üzerinde yönetim kurulu büyüklüğünün etkisi incelenmiştir. 2006–2008 yıllarını kapsayan çalışmada İMKB'de işlem gören 12 özel ve kamu bankası verilerinden yararlanılmıştır. Ampirik analizlerde regresyon ve korelasyon analizleri kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda banka karlılıkları ile yönetim kurulunun büyüklüğü arasında negatif ve

istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. Buna karşın piyasa temelli gösterge olarak kullanılan TQ ile yönetim kurulu büyüklüğü arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar görülmektedir. Çalışmada elde edilen önemli bir bulgu da, bankaların halka açıklık oranı ile karlılık arasında pozitif buna karşın banka risklilik göstergeleri ile performans arasında negatif bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur.

Mandacı ve Gümüş (2010) çalışmalarında yönetimsel sahiplik ve yoğunlaşmış sahiplik yapılarının şirket performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Analizler İMKB'de yer alan ve finansal olmayan şirketleri kapsamaktadır. Toplam 203 şirket analizlere dahil edilmiştir. Tüm analizler 2005 yılı için gerçekleştirilmiştir. Şirket performansının ölçütü olarak aktif karlılığı ve TQ kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak yoğunlaşmış sahiplik yapısı (en fazla pay bulunduran ilk üç pay sahibinin toplam içerisindeki oranı) ve yönetimsel sahiplik yapısı (yöneticiler tarafından sahip olunan payların yüzdesi). Kontrol değişkenleri olarak Sermaye harcamalarının satışlara oranı, kaldıraç oranı, satışlardaki büyüme, şirket büyüklüğü ve sektör etkisine yönelik kukla değişkenler kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre Türkiye'de yoğunlaşmış sahiplik düzeyinin oldukça fazla olduğu saptanmıştır. Yoğunlaşmış sahiplik yapısının hem şirket performansı üzerinde hem de karlılık üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu vurgulanmıştır. Diğer yandan yönetimsel sahiplik yapısı ile şirket değeri arasında negatif bir ilişkinin var olduğu belirtilmiştir. Başka bir ifade ile yönetimsel sahiplik düzeyi arttıkça yöneticiler ve şirket sahipleri arasındaki çelişkilerin azalacağı ve şirket performansının artacağı görüşü desteklenmemiştir.

Aygün ve diğerleri (2011) çalışmalarında yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyen faktörler ve yönetim kurulu büyüklüğü ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu bağlamda, İMKB'de kayıtlı 98 firmanın 2006–2007 yıllarına ait verilerinden yararlanılmıştır. Ampirik analizlerde regresyon ve korelasyon teknikleri kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulundaki üye sayısını belirleyen en önemli faktörün şirket büyüklüğü olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra yönetim kurulundaki üye sayısı ile şirket borçlanma oranı arasında da negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğü ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen regresyon analizi sonuçları incelendiğinde ise performans göstergesi olarak kullanılan ROA ve TQ ile büyüklük arasında literatürden farklı olarak pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir sonuç elde edilmiştir.

Menteş (2011) çalışmasında 2004-2009 yıllarını kapsayan dönem için İMKB Sınai Endeksi şirketlerinin yönetim kurulu büyüklükleri ve şirket performansları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada iki adet performans ölçütü kullanılmıştır. Bunlardan ilki ROA'dır. Çalışmanın ikinci performans ölçütü ise EVA'dır. Gerçekleştirilen regresyon sonuçlarına göre EVA ve yönetim kurulu büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki bulunamazken, ROA ve yönetim kurulu büyüklüğü arasında anlamlı pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Ghabayen (2012) çalışmasında yönetim kurulu yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Analizler 2011 yılı verileri için gerçekleştirilmiştir ve Suudi Arabistan'da işlem gören, finansal olmayan 102 şirketi kapsamaktadır. Yönetim kurulu değişkenlerinden bir tanesi de yönetim kurulu üye sayısıdır. Elde edilen bulgulara göre yönetim kurulu üye sayısının, ROA ile ölçülen şirket performansı üzerine herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

Samuel (2013) çalışmasında yönetim kurulu üye sayısının şirketlerin finansal performansı üzerine olan etkisini incelemiştir. Analizler 2001-2010 dönemini kapsamaktadır ve Nijerya Borsası temel alınarak 50 şirket için regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Elde edilen bulgulara göre, yönetim kurulu üye sayısının artması, Nijerya şirketlerinin finansal peformansını olumsuz yönde etkilemektedir.

ALTINCI BÖLÜM

YÖNETİM KURULU YAPISININ BIST ŞİRKETLERİNİN PERFORMANSI ÜZERİNE ETKİSİ

Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye'de 2008-2012 yılları kapsamında yer alan beş yıllık dönemde, yönetim kurulu yapısının BIST şirketlerinin performansı üzerine etkisi incelenmiştir. Bu bağlamda, öncelikle çalışmanın amacı ve önemine değinilmiş, ardından çalışmada kullanılan araştırma verileri ve yöntem ile ilgili ayrıntılı bilgilere yer verilmiştir. Daha sonraki aşamada, yönetim kurulu yapısının şirketlerin performansı üzerindeki etkisi, söz konusu veriler kullanılarak panel regresyon analizi ve dinamik panel regresyon analizi yöntemlerinin uygulanması yoluyla incelenmiş ve elde edilen bulgular yorumlanmıştır.

6.1.Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu çalışmanın amacı, yönetim kurulu yapısının BIST şirketlerinin performansı üzerine olan etkisinin araştırılmasıdır. Bu çerçevede, yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenlerin BIST şirketlerinin performansı üzerine bir etkisinin olup olmadığının belirlenmesi çalışmanın başlangıç noktasıdır. Ayrıca eğer böyle bir etki söz konusu ise bu ilişkinin yönünün tespit edilmesi ve kullanılan tüm performans ölçütleri arasındaki tutarlılığının belirlenmesi çalışmanın temel amaçlarını oluşturmaktadır.

Yönetim kurulu, genel kurulda pay sahiplerinin kendisine vermiş olduğu yetki doğrultusunda, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar çerçevesinde yetki ve sorumluluklarını kullanır ve şirketi temsil eder. Yönetim kurulu bir şirketin stratejik karar alma, temsil ve en üst seviyede yürütme (yönetim) organıdır. Yönetim kurulu kararlarını alırken ve bunları uygularken, şirketin piyasa değerinin mümkün olan en üst seviyeye çıkarılmasını hedefler. Yönetim kurulu bunun bilinci içerisinde şirket işlerini, pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını temin edecek şekilde yürütür. Bunu yaparken, pay sahipleri ile şirketin büyüme gereği arasındaki hassas dengenin de bozulmamasına özen gösterir (SPK, 2005, s.37).

Yönetim kurulu yapısının şirketlerin performansı üzerine olan etkisi uzun zamandır kabul edilen bir olgudur. Ancak söz konusu etkinin araştırılması ülkemizde

daha çok hukuksal ya da yönetimsel açıdan gerçekleştirilmiştir. Başka bir ifade ile bu etkinin finansal açıdan tespiti ülkemizde yakın döneme kadar mümkün olamamıştır. Konuyla ilgili olarak yapılan çeşitli çalışmalar yurt dışında gerçekleştirilmiştir. Bu çalışma, yönetim kurulu yapısının şirketlerin performansı üzerine olan etkisini sayısal olarak ölçmeyi amaçlamaktadır. Başka bir ifade ile yönetim kurulu yapısının BIST şirketlerinin performansı üzerine etkisinin farklı yönetim kurulu ve kontrol değişkenleri ile farklı performans ölçütlerini kullanarak ölçülmesi amaçlanmaktadır. Bu amaca ulaşılması halinde yönetim kurulu yapısının şirketlerin performansını ne yönde ve ne derecede etkilediğinin sayısal olarak ifade edilmesi mümkün olacaktır. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, çalışmanın örneklem kapsamı ile ilişkili olarak özellikle finansal olmayan şirketler açısından ilgili tüm çevrelere faydalı olacağı düşünülmektedir.

6.2. Örneklem Seçim Kriterleri

Çalışmada genel olarak yönetim kurulu yapısının şirketlerin performansı üzerindeki etkisi 2008-2012 dönemi için incelenmiştir. Bu bağlamda örneklem döneminin belirlenmesinde çeşitli faktörler dikkate alınmıştır. Bu faktörlerin belirlenmesinde kurumsal yönetimin gelişimi önemli rol oynamıştır.

Dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güneydoğu Asya Krizi 1997 yılının Haziran ayında ortaya çıkmıştır. Ardından, 1 Temmuz 1997 tarihinde Tayland'ın para birimini devalüe etmesini takiben Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacıyla devalüasyon yapmışlardır. Gerek Güneydoğu Asya Krizi gerekse takip eden dönemde ABD ve Avrupa'da gerçekleşen şirket skandalları gelişmekte olan ülkeler açısından kurumsal yönetim kavramını önemli hale getirmiştir. Bu doğrultuda OECD 1999 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri Raporu'nu yayımlamıştır. Türkiye'de 2001 mali krizinin ardından kurumsal yönetim çalışmalarına hız verilmiştir. Özel sektörü temsil eden TÜSİAD Aralık 2002'de "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adlı raporunu yayımlamıştır. Takip eden dönemde SPK uzmanları, BIST ve Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu temsilcilerinden oluşan bir komite kurulmuştur. Yapılan çalışmalar sonucunda "Kurumsal Yönetim İlkeleri" 2003 yılının Temmuz ayında SPK tarafından yayımlanmıştır. Yine 2003 yılında Türkiye'de kurumsal yönetimin özel kurumlar ve kamu kuruluşlarında ana ilkeleriyle benimsenerek uygulamaya konması ve bu amaca ulaşmak için kurumsal yönetim bilgisinin geliştirilmesi, tartışılması ve

duyurulması hedefi ile "Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği" kurulmuştur. 2004 Yılının Kasım ayında "Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi" SPK tarafından yayımlanmıştır. Ardından, 10.12.2004 tarih ve 48/1588 sayılı SPK kararı ile hisse senetleri BIST'de işlem gören şirketlerin faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'na yer vermelerine karar verilmiştir. 2003 Yılının Temmuz ayında SPK tarafından yayımlanan "Kurumsal Yönetim İlkeleri" gözden geçirilip güncellenerek 2005 yılının Ocak ayında tekrar yayımlanmıştır. 2005 Yılının Haziran ayında TÜSİAD tarafından yayımlanan "Sermaye Piyasaları için Örnek Şirket Yapısı" adlı raporda, Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının oldukça yetersiz olduğunun altı çizilmiştir. 2006 Yılının Eylül ayında OECD Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamaları araştırmasını yayımlamıştır. Borsa İstanbul ise hisse senetleri BIST pazarlarında (Gözaltı Pazarı ve C Listesi hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesi amacıyla 31.08.2007 tarihinden itibaren "Kurumsal Yönetim Endeksi" hesaplamaya başlamıştır.

1997 Yılında Güneydoğu Asya Krizi ile başlayan, 2001 yılında gerçekleşen mali krizi takip eden ve 31.08.2007 yılında Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanması ile devam eden bu süreç kurumsal yönetim açısından önemli kararların alındığı ve köklü değişikliklerin yaşandığı bir dönemdir. Bu uygulamaların şirketlere yansıması süreci dikkate alınarak bu çalışmanın örneklem dönemi 2008-2012 olarak belirlenmiştir.

Örneklem dönemi bu şekilde belirlendikten sonra BIST şirketlerinin araştırma kapsamına alınabilmesi için diğer bazı kriterler de kullanılmıştır.

Bu kriterlerden ilki BIST pay piyasasında işlem gören mali sektör şirketleri ile ilgilidir. Mali sektör şirketleri analizlere dahil edilmemiştir. Fama ve French (1992), çalışmalarına mali sektör şirketlerini dahil etmeme nedeni olarak, mali sektör şirketlerinin yüksek kaldıraç oranıyla faaliyetlerini devam ettirmelerini göstermişlerdir. Buna göre, mali sektör şirketleri için normal sayılabilecek bir kaldıraç oranı, imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketler için finansal sıkıntı sebebi sayılabilecek kadar yüksek kabul edilebilmektedir. Bu koşullar göz önüne alındığında, mali sektör şirketleri ile diğer sektörlerdeki şirketler arasındaki farklar dikkate alınmaksızın analizlere dahil edilmelerinin yaratacağı sorunlar açık bir biçimde ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan, mali sektör şirketlerine yönelik çeşitli yasal uygulamalar analizde kullanılan değişkenleri doğrudan etkilemektedir. Örneğin bankalar açısından incelendiğinde, 5411

sayılı Bankacılık kanununun 23. maddesine göre bankaların yönetim kurullarının beş kişiden az olamayacağı ifade edilmiştir (BDDK, 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, 2005).

İkinci kriter, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler ile ilgilidir. Strong ve Xu (1997), mali tablo verilerinin ve piyasa değerinin tanımlanmasında yarattığı güçlükler gibi nedenlerle birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketleri çalışmalarına dahil etmemişlerdir. Strong ve Xu (1997) ile benzer şekilde, birden fazla tertip hisse senedi bulunan şirketler çalışmaya dahil edilmemişlerdir.

Üçüncü kritere göre, çalışmaya negatif özsermayesi bulunan şirketler dahil edilmemiştir. Fama ve French (1995) ile Chui ve Wei (1998) ile uyumlu olarak negatif özsermayeli şirketler analizlere dahil edilmemiştir.

Son olarak, örneklem dönemi boyunca ihtiyaç duyulan verilerde eksik verisi bulunan hiçbir şirket analizlere dahil edilmemiştir.

Yukarıda dikkate alınan kriterler ve belirlenen kısıtlar göz önüne alındığında 2008-2012 dönemi için kesintisiz verisi bulunan 143 şirket örneklem kapsamını oluşturmaktadır. Takip eden bölümde, ilgili veriler ve bu verilerin kullanılması yolu ile hesaplanan değişkenlere yönelik detaylı açıklamalara yer verilmiştir.

6.3. Veri Seti, Değişkenler ve Model

Bu başlık altında, analizlerde kullanılan veri setine, veriler doğrultusunda temel alınan değişkenlere ve söz konusu analiz teknikleri kapsamında yararlanılan modele yönelik açıklamalar yapılmıştır. Bu bağlamda önce verilerin elde edilmesinde kullanılan kaynaklar ve verilerin analize hazır hale getirilmesi için yapılan işlemler ayrıntılı olarak anlatılmış, ardından da kullanılan modelin açıklanması bölümüne geçilmiştir.

6.3.1. Araştırma Verileri

Bu çalışmada 2008-2012 dönemi için elde edilen veriler doğrultusunda gerçekleştirilen analizler kapsamında kullanılan değişkenleri üç grupta toplamak mümkündür. Bunlar sırasıyla yönetim kurulu yapısına ilişkin değişkenler, kontrol değişkenleri ve performans ölçümüne yönelik bağımlı değişkenlerdir.

Performans ölçümüne yönelik bağımlı değişkenlerin ve bağımsız değişkenler grubunda yer alan kontrol değişkenlerinin oluşturulması için kullanılan verilerin elde edilmesinde şirketlere ait mali tablo verileri kaynak olarak kullanılmıştır. Diğer yandan,

yönetim kurulu yapısını temsil eden bağımsız değişkenlerin oluşturulması için ihtiyaç duyulan verilerin temin edilmesinde ise 2008 yılı için Şirketler Yıllığı Raporları kaynak olarak kullanılırken, 2009 ve sonraki dönem için örneklem kapsamındaki şirketlere ait Faaliyet Raporları kaynak olarak kullanılmıştır. Şirketler yıllığı verileri en son 2008 yılı için yayınlanmış olup, 2009 ve sonraki dönemde ilgili veriler şirketlere ait faaliyet raporlarından temin edilmiştir.

Mali tablo verileri, Şirketler yıllığı raporları ve şirketlere ait faaliyet raporları temin edilirken Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) resmi internet sitesi ve BIST resmi internet sitesi kullanılmıştır. 2008 yılı için ihtiyaç duyulan verilere BIST resmi internet sitesinden erişilmiştir. 2009-2012 dönemi için ihtiyaç duyulan verilere ise KAP resmi internet sitesinden erişilmiştir. Bu aşamada iki önemli değişikliğe ilişkin bilgilendirme yapılması faydalı olacaktır. Bunlardan ilki; özel durum açıklamaları, finansal raporlar ile diğer bildirimlerin kamuya duyurulmasına ilişkin usul ve esaslar hakkındadır. Buna göre, SPK'nın 24.12.2009 tarih ve 37/1147 sayılı Kurul kararının iletildiği 28.12.2009 tarih ve B.02.1.SPK.0.77-799-14728 sayılı yazı çerçevesinde, KAP geçiş döneminin sonlandırılarak, 01.01.2010 tarihinden itibaren tüm bildirimlerin sadece KAP'a gönderilmesi zorunluluğudur. İkinci bilgilendirme ise BIST'in kuruluşu ile ilgilidir. 30 Aralık 2012 tarihinde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Kanun'un 138. maddesi uyarınca Borsa İstanbul A.Ş. borsacılık faaliyetleri yapmak üzere Kanun'un yürürlüğe girdiği tarihte kurulmuştur. Ardından, Borsa İstanbul, esas sözleşmesinin 3 Nisan 2013 tarihinde doğrudan tescil ve ilan edilmesiyle faaliyet izni almıştır. Bu nedenle faaliyet izninin alınmasından önceki dönemde www.imkb.gov.tr resmi internet sitesi kullanılıyor iken, faaliyet izninin ilan edilmesinden sonraki dönemde www.borsaistanbul.com resmi internet sitesi kullanılmaktadır. Verilerin temin edilmesine yönelik değerlendirmelerde KAP ve BIST ile ilgili bu iki önemli değişikliğin göz önünde bulundurulması önemlidir.

Elde edilen verilerin kullanılması doğrultusunda oluşturulan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin hesaplanma yöntemleri Değişkenler başlığı altında detaylı olarak ele alınmıştır.

6.3.2. Değişkenler

Bu çalışmada analizlerin gerçekleştirilmesi amacıyla kullanılan değişkenleri üç grupta toplamak mümkündür. Bunlar sırasıyla; performans ölçümüne yönelik bağımlı

değişkenler, yönetim kurulu yapısını temsil eden bağımsız değişkenler ile yine bağımsız değişken olarak kullanılan ve şirket performansı üzerinde etkileri olduğu daha önce gerçekleştirilmiş çeşitli çalışmalarca ortaya koyulan kontrol değişkenleridir.

6.3.2.1. Yönetim Kurulu Yapısı Değişkenleri

Yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerine etkisini ölçmek için kullanılan değişkenler, büyük ölçüde yönetim kurulu yapısına ilişkin literatürde yönetim kurulu yapısını temsil ettiği sonucuna varılmış olan değişkenlerdir. Özellikle son yıllarda yönetim kurulu yapısı ve şirket performansı ilişkisini inceleyen çok sayıda çalışmada, yönetim kurulu yapısını temsil etmek üzere farklı değişkenler kullanılmıştır. Bu çalışmaların sonuçları, söz konusu değişkenlerin bazılarının Dwivedi ve Jain (2005) ile Sulong ve Nor (2010) çalışmalarında olduğu gibi şirket performansı ile ilişkili olmasına karşın bazı değişkenlerin de Bahng (2002) ile Shakir (2008) çalışmalarında olduğu gibi şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığını göstermiştir. Ancak bu çalışmalar genellikle ABD ve diğer gelişmiş ülkelerin verilerini kullanan çalışmalardır. Daha önce de belirtildiği üzere, Türkiye'de yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerindeki etkisini inceleyen sınırlı sayıda çalışma mevcuttur. Bu nedenle, konuyla ilgili olarak daha önce dünyada yapılan çalışmalarda kullanılan ve yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenlerden analize uygun veri elde edilebilen Yönetim Kurulu Üye Sayısı ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları değişkenleri analizlerde kullanılmıştır.

6.3.2.1.1. Yönetim Kurulu Üye Sayısı

Yönetim kurulu üye sayısı ile şirket performansı arasındaki ilişki son dönemde özellikle kurumsal yönetim temelli çeşitli çalışmaların konusu olmuştur.

Bu çalışmada Garg (2007), Cheng (2008), Guest (2009) çalışmaları ile benzer şekilde yönetim kurulu üye sayısının şirket performansı üzerine olan etkisi incelenmiştir. Yönetim kurulu üye sayısı bağımsız değişken olarak aşağıdaki hesaplama yöntemi ile analizlere dahil edilmiştir:

$$\text{Yönetim Kurulu Üye Sayısı} = \text{Log}(\text{Yönetim Kurulu Toplam Üye Sayısı})$$

Yönetim kurulu yapısını temsil eden bir bağımsız değişken yönetim kurulu üyelerinin sermaye paylarıdır. Diğer bölümde, Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları ile ilgili açıklamalara yer verilmiştir.

6.3.2.1.2. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları

Şirket performansı ile ilişkisi incelenen bir diğer yönetim kurulu yapısı değişkeni yönetim kurulu üyelerinin sermaye paylarıdır.

Yönetim kurulu üyelerinin sermaye payları üzerindeki sahipliği daha önce Coles ve Diğerleri (2001), Weir ve Diğerleri (2002), Florackis (2005), Dwivedi ve Jain (2005) tarafından şirket performansı üzerine olan etkisi temel alınarak araştırılmıştır. Bu çalışmada yönetim kurulu üyelerinin sermaye payları üzerindeki sahipliği aşağıdaki şekilde hesaplanarak analizlerde kullanılmıştır:

$$\text{Yönetim Kurulu Üyelerinin Pay Sahipliği} = \frac{\text{Yönetim Kurulu Üyelerinin Ellerinde Bulundurdukları Sermaye Paylarının Toplamı}}{\text{Şirket Sermaye Paylarının Genel Toplamı}}$$

Yönetim kurulunu temsil eden iki değişken yukarıdaki şekilde açıklandıktan sonra, aşağıdaki başlık altında iki ayrı kontrol değişkenine yönelik açıklamalar yapılmış olup analizlere ne şekilde dahil edildikleri hakkında bilgi verilmiştir.

6.3.2.2. Kontrol Değişkenleri

Bu çalışmada yönetim kurulu yapısı kapsamında incelenen iki farklı bağımsız değişkene ek olarak, literatürde daha önce farklı çalışmalara konu olan ve şirket performansını etkilediğine ilişkin bulgular elde edilmiş olan iki ayrı kontrol değişkeni de analizlere dahil edilmiştir. Bu iki değişken şirket büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı değişkenleridir.

6.3.2.2.1. Şirket Büyüklüğü

Şirket büyüklüğü ile şirket performansı arasındaki ilişki son dönemde özellikle kurumsal yönetim temelli çeşitli çalışmalarda kontrol değişkeni olarak analizlerde kullanılmıştır.

Sulong ve Nor (2010) çalışmalarında şirket büyüklüğünü toplam varlıkların logaritmasını alarak analizlere dahil etmişlerdir. Florackis (2005) çalışmasında ise toplam piyasa değerinin logaritmasını alarak şirket büyüklüğünü analizlerinde kullanmıştır. Garg (2007) çalışmasında ise toplam satışların logaritmasını kullanmıştır. Bu çalışmada, Florackis (2005) ve Dey ve Chauhan (2009) ile tutarlı olarak şirket büyüklüğü aşağıda gösterildiği şekilde analizlerde yer almıştır:

Şirket Büyüklüğü = Log (Özsermaye Piyasa Değeri)

6.3.2.2.2. Finansal Kaldıraç Oranı

Şirket performansı ile ilişkisi incelenen bir diğer kontrol değişkeni finansal kaldıraç oranıdır.

Finansal kaldıraç oranının şirket performansı üzerindeki etkisine yönelik literatürde farklı görüşler mevcuttur. Jensen (1986) çalışmasında serbest nakit akışlarının kullanımı üzerinde yönetsel takdirin sınırlandırılması açısından borçlanmanın önemini vurgulamıştır. Böylece fazla fonlar net bugünkü değeri negatif olan projelere yönlendirilmektense borç kullanımı, yöneticileri bu fonları şirket borcu için kullanmaya yönlendirmektedir. Diğer yandan Stulz (1988) ve Bhabra (2007) finansal kaldıraç oranı ve şirket değeri arasında negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Bu çalışmada, Barnhart ve Rosenstein (1998) ile Weir ve Diğerleri (2002) çalışmaları ile uyumlu olarak finansal kaldıraç oranı değişkeni aşağıdaki şekilde analizlerde kullanılmıştır:

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

6.3.2.3. Performans Ölçümüne Yönelik Bağımlı Değişkenler

Analizlerde iki farklı performans ölçütü bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bu ölçüler Tobin's Q ve aktif karlılığı değişkenleridir.

6.3.2.3.1. Tobin's Q

Şirket performansının ölçülmesinde kullanılan ve özellikle son dönemde gerçekleştirilen kurumsal yönetim konulu çalışmalarda başvurulan ölçütlerden birisi James Tobin tarafından 1969 yılında geliştirilen TQ oranıdır.

Canbaş ve Diğerleri (2004) çalışmalarında; TQ oranının nasıl hesaplanacağı konusunda bir görüş birliği olmamasına rağmen, bu konu üzerinde yapılan çalışmalarda Lindenberg ve Ross (1981) ile Lewellen ve Badrinath (1997) çalışmalarının temel kabul edildiğini ve buna en yakın sonucu verecek, uygulaması kolay olan yöntemler geliştirilmeye çalışıldığını ifade etmişlerdir. Veri toplama ve hesaplama güçlüğü hesaba katıldığında Türk şirketleri için yapılacak bir çalışmada Chung ve Pruitt (1994)'nin yaklaşık TQ hesaplama yönteminin kullanılmasını önermişlerdir.

Bu çerçevede bu çalışmada yer alan analizlerde yaklaşık TQ değeri hesaplanmıştır. TQ performans ölçütü Agrawal ve Knoeber (1996), Dey ve Chauhan (2009) çalışmaları ile tutarlı olarak aşağıdaki hesaplama yöntemi ile analizlere dahil edilmiştir:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Piyasa Değeri + Toplam Borç}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

6.3.2.3.2. Aktif Karlılığı

Bu çalışmada yer alan analizlerde kullanılan bir diğer performans ölçütü aktif karlılığı oranıdır (ROA).

Bu çalışmada bir diğer performans ölçütü olarak kullanılan aktif karlılığı Haniffa ve Hudaib (2006) ve Elsayed (2007) ile tutarlı olarak aşağıdaki şekilde analizlerde kullanılmıştır:

$$\text{Aktif Karlılığı} = \frac{\text{Net Kar}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Analizlerde kullanılmak üzere oluşturulan bu üç grup değişkenlere ilişkin açıklayıcı bilgiler yukarıdaki şekilde verildikten sonra, takip eden başlık altında bu değişkenlerin kullanılmasıyla oluşturulan modele yönelik açıklayıcı bilgilere yer verilmiştir.

6.3.3. Model

Yukarıda verilen bilgiler çerçevesinde, şirket performansı ile yönetim kurulu yapısı arasındaki ilişkiyi incelemek için kullanılan iki ayrı regresyon modeli ilgili literatür ışığında aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

$$TQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 YKUS_{i,t} + \beta_2 YKUSP_{i,t} + \beta_3 BORC_{i,t} + \beta_4 PD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 YKUS_{i,t} + \beta_2 YKUSP_{i,t} + \beta_3 BORC_{i,t} + \beta_4 PD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$TQ_{i,t}$ = i Şirketinin t dönemindeki Tobin's Q değeri
$ROA_{i,t}$ = i Şirketinin t dönemindeki Aktif Karlılığı
$YKUS_{i,t}$ = i Şirketinin t dönemindeki Yönetim Kurulu Üye Sayısı
$YKUSP_{i,t}$ = i Şirketinin t dönemindeki Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları
$BORC_{i,t}$ = i Şirketinin t dönemindeki Toplam Borcunun Toplam Varlıklara Oranı
$PD_{i,t}$ = i Şirketinin t dönemindeki Özsermaye Piyasa Değeri (Şirket Büyüklüğü)
$\varepsilon_{i,t}$ = Stokastik Hata Terimi

Analizlerin gerçekleştirilebilmesi için öncelikle verilerin analize uygun olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Verilerin analize uygun olup olmadığını belirleyen önemli bir kriter, verilerin durağan olup olmadıklarının belirlenmesidir. Durağan olmayan verilerle tahmin yapmak yanıltıcı sonuçlar elde edilmesine neden olabilmektedir. Verilerin durağanlığının incelenmesinde kullanılan çok sayıda yöntem bulunmaktadır. Bu çalışmada, diğer çalışmalarda da sıklıkla kullanılan iki yöntemden yararlanılmıştır. Bunlar, "Levin, Lin ve Chu testi (LLC)" ve "Im, Peseran ve Shin testi (IPS)"dir. Her iki test de serilerde birim kök veya köklerin varlığını sınayan testlerdir

(Levin, Lin ve Chu, 2002; Im, Peseran ve Shin, 2003). Westerlund ve Blomquist (2013) çalışmalarında her iki yöntemin de bir arada kullanılmasının önemini vurgulamışlardır. Chafik ve Younes (2012) çalışmalarında verilerin durağan olup olmadıklarının belirlenmesinde her iki yöntemi de kullanmışlardır.

Tahmin yöntemlerinin uygulanabilmesi için gerekli olan önemli bir diğer unsur, bağımsız değişkenler arasında güçlü bir doğrusal ilişkinin olmamasıdır. Böyle bir ilişkinin varlığı durumunda, bu ilişki "çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity)" olarak adlandırılmaktadır (Gujarati, 2003, s.342). Çoklu doğrusal bağlantının varlığının tespit edilmesine durumunda ilgili tahmin yöntemleri ile analizler gerçekleştirilirse, elde edilen sonuçlar yanıltıcı olabilmektedir. Analiz sonuçlarının geçerliliğini saptamak amacıyla, yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantının varlığı incelenmiştir. Söz konusu inceleme, yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının ve korelasyon katsayılarının karelerinin hesaplanması ve incelenmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir. Söz konusu korelasyon katsayılarının karelerinin %50'yi aşması halinde çoklu doğrusal bağlantı sorununun varlığının kabul edilmesi yerinde olmaktadır (Ertek, 1996, s.230). Benzer biçimde, doğrudan korelasyon katsayıları gözlendiğinde, açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının %80'i aşması halinde çoklu doğrusal bağlantının önemli bir sorun haline geleceği belirtilmektedir (Gujarati, 2003, s.359).

Takip eden başlık altında, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerine olan etkisi söz konusu yöntem ve veriler aracılığı ile incelenmiş olup elde edilen sonuçlara yer verilmiştir.

6.4. Araştırma Yöntemi

Bu çalışmada, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerine etkisinin ölçülmesi amacıyla 143 şirket 2008-2012 dönemi için panel veri analizi ve dinamik panel veri analizi yöntemleri kullanılarak incelenmiştir. Bu çerçevede, 2008-2012 yıllarına ilişkin tüm dönem analizlerinde toplam 715 gözlem yapılarak analizler gerçekleştirilmiştir. TQ ve ROA değerlerinin bağımlı değişken ve yönetim kurulu yapısını temsil eden faktörler ile şirket performansı üzerinde etkisi olabileceği daha önce gerçekleştirilmiş çeşitli araştırmalar ile gösterilen kontrol değişkenlerinin ise bağımsız değişken olarak kullanıldığı regresyon analizleri uygulanarak yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Panel veri seti, aynı birimler için (bireyler, hane halkları, şirketler, vb.) belirli bir zaman döneminde derlenmiş tekrarlanan gözlemleri içermektedir. Aynı birimler üzerinde tekrarlanan gözlemler ekonomistlere daha karmaşık ve daha gerçekçi modellerin belirlenebilmesi ve tahminlerin gerçekleştirilebilmesi imkanını verir (Verbeek, 2004, s.341). Panel veri analizi iki yönlü bir içeriği kapsamaktadır. İlk olarak, N adet kesit veri (ülkeler, şirketler, bireyler vb.) ile diğer yandan t adet dönemi (yıllık, aylık, günlük vb.) bir arada değerlendirebilme olanağı sağlamaktadır (Hsiao, 2003, s.7). Panel veri incelemelerinde yatay kesit ve zaman serisi analizlerine oranla daha çok bilgi yansıtılabilmektedir. Özellikle, mikro birimler bazında ülke, şirket, birey davranışlarına dayanarak türetilmiş olan modellerin ölçümü açısından, yine aynı mikro birimler bazında bilgiyi yansıtabilen panel veri ile ölçüm yapmak toplulaştırmadan kaynaklanacak birçok bilgi kaybını önlemekte ve daha sağlıklı sonuçlar vermektedir. Diğer yandan panel veri kullanan analizlerin daha fazla bilgiyi içermesi, bu yöntemi gittikçe daha çok tercih edilen bir yöntem haline getirmiştir (Baltagi, 2001 s.6-7).

Panel veri analizinde zaman serisi ve yatay kesit veriler bir arada bulunmaktadır. Bu nedenle panel veri analizinin zaman serisi ya da yatay kesit verilerinden birini içeren analizlere göre çeşitli avantajları vardır. Yatay kesit ve zaman seri analizlerinin bir arada kullanılması araştırmacıya esneklik sağlamaktadır (Gujarati, 1999, s.612). Ayrıca, zaman serisi ya da yatay kesit veri setleri ile kıyaslandığında panel veri analizinin en büyük avantajlarından bir tanesi; sınırlayıcı varsayımlarda bulunmaya gerek kalmadan mutlak parametrelerin ya da sorunların saptanmasını mümkün kılmasıdır (Verbeek, 2004, s.342). Panel veri analizinin bir diğer avantajı, gözlem sayısının artmasıyla ilişkili olarak ölçümlerde serbestlik derecesinin artması ve açıklayıcı değişkenler arasında çoklu bağıntının azalmasıdır. Böylece ekonometrik tahminlerdeki verimliliği artırmaktadır. Diğer yandan panel veri, sadece yatay kesit veya zaman serisi analizleri ile incelenemeyecek problemlerin de incelenebilmesine olanak vermektedir. Ayrıca panel veri kullanımı, eksik değişken probleminin yol açacağı sorunların azaltılmasına da olmaktadır (Hsiao, 2003, s.3-5).

Panel veri regresyon modeli, değişkenleri üzerinde sahip olduğu iki alt simge ile zaman serisi ve yatay kesit regresyon modellerinden farklılık gösterir (Baltagi, 2001, 11):

$$y_{it} = x'_{it}\beta_{it} + \varepsilon_{it}$$

Burada, i (i=1,.....,N) yatay kesitleri, t (t=1,.....,T) ise zaman periyotlarını göstermektedir. β_{it} Bağımsız değişkenlerin (x_{it}) bağımlı değişken üzerindeki kısmi

etkilerini göstermektedir. Diğer yandan bir çok ampirik çalışmada temel alınan standart varsayıma göre; β_{it} sabit terimler hariç bütün yatay kesitler (i) ve zaman periyotları (t) için sabit alınmaktadır. Bu doğrultuda model aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir:

$$y_{it} = \alpha_i + x'_{it}\beta + \varepsilon_{it}$$

Burada K boyutlu açıklayıcı değişken vektörü x_{it} olarak yer almaktadır. Buna göre, her bir bağımsız değişkenin (x) bağımlı değişkene etkisi tüm yatay kesitler ve zaman periyotları için değişmemekte ve sabit kalmaktadır. Ancak, i yatay kesitinin ortalama değeri j yatay kesiti ile kıyaslandığında farklılık gösterebilmektedir. Her bir yatay kesite özgü farklılıklar denklemde α_i olarak gösterilmekte olup, zaman içinde değişmediği, artık hata teriminin (ε_{it}) yatay kesitler ve zaman üzerinde birbirlerinden bağımsız ve aynı şekilde dağıldığı varsayılmaktadır.

Panel veri kullanılarak yapılan çalışmalarda birimler arasındaki farklılıklardan veya birimler arasında ve zaman içinde meydana gelen farklıklardan kaynaklanan değişmeyi, modele dahil etmenin bir yolu; mevcut değişmenin regresyon modelinin katsayılarının bazılarında veya tümünde değişmeye yol açtığını varsaymaktadır. Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiğinin varsayıldığı modellere "Sabit Etkiler Modeli" denmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007, s.37). Eğer N sayıda şirketten oluşan belirli bir örneklem üzerine odaklanılıyorsa ve çıkarsamalar bu örneklemi oluşturan şirketlerin davranışları ile sınırlanıyorsa sabit etkiler modeli doğru bir belirlemedir (Baltagi, 2001, s.11). Sabit etkiler modelinde, sabit terim şirketler arasında farklılık göstermesine karşın, her bir şirketin sabit terimi yıllar arasında farklılık göstermemektedir. Başka bir ifade ile zamana göre değişmemektedir (time invariant). Bu nedenle "sabit etki" denmektedir (Gujarati, 2004, s.642). Sabit etkiler modelinde yer alan ve $y_{it} = \alpha_i + x'_{it}\beta + \varepsilon_{it}$ denkleminde gösterilen α_i sabit terimlerinin birbirlerine eşit olmadığına dair boş hipotez sabitlenmiş etkilerin varlığını belirlemek için test edilmektedir (Atasoy, 2007, s.53).

Panel veri analizinde sabit etkiler modelinin yanı sıra statik doğrusal panel veri modellerinden bir diğeri olan "Tesadüfi Etkiler Modeli" de çeşitli araştırmaların temelini oluşturmuştur. Eğer N sayıda şirket tesadüfi olarak geniş bir popülasyon içerisinden seçiliyor ise tesadüfi etkiler modeli doğru bir tercihtir (Baltagi, 2001, s.15). Tesadüfi Etkiler Modeli; tesadüfi bir sabit terim içeren regresyon modeli olarak tanımlanabilir (Greene, 2003). Hatanın elde edilmesinin sağlanması amacıyla, modelde yer alan sabit terimin tesadüfi bir dışsal değişken olduğu varsayımı kullanılmaktadır. Modelde yer alan gruplara özgü sabit terimin sapmasını gösteren hata terimi ile

modellenen değişkene ait hata teriminin bir ilişkisi olmamalıdır. Bu tür modellerde, tesadüfi etki taşıyan tek bir sabit terim yer almaktadır (Yafee, 2003). Tesadüfi etkiler modelinde, $y_{it} = \alpha_i + x'_{it}\beta + \varepsilon_{it}$ denkleminde yer alan ε_{it} aşağıdaki şekilde gösterilmektedir (Atasoy, 2007, s.54):

$$\varepsilon_{it} = \mu_i + \nu_{it}$$

Ayrıca bu denklemde ε_{it} hata bileşenlerinin bozucu etkilerini yansıtmaktadır. Bağımsız değişkenlere has olan etkiler μ_i ile temsil edilmektedir. μ_i tesadüfi olup, normal dağılıma sahiptir. Öte yandan, bağımsız değişkenlerin tümünü birlikte ifade eden kalıntılar ν_{it} ile temsil edilmekte olup, normal olarak dağılmaktadır. Modelin tahmini, genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile yapılmaktadır.

Baltagi (2001) ve Wooldridge (2001), değişkenlerin geçmiş dönem değerlerinin kullanılması nedeniyle dinamik panel veri analizinin uygulanarak tahmin yapılmasının uygunluğunu belirtmişlerdir. Birçok ekonomik ilişki doğası gereği dinamiktir ve dinamik panel veri analizi araştırmacılara değişimlere uyum sağlamanın dinamiklerine ilişkin daha geniş bir algılama sağlar. Benzer nedenle Wintoki (2007) çalışmasında, yönetim kurulu büyüklüğünün şirketin performansındaki geçmiş (tarihi) değişimlere uyum sağlaması açısından Genelleştirilmiş Momentler Metodu (GMM) uygulamıştır. GMM yaklaşımı, model parametrelerini doğrudan model tarafından empoze edilen moment koşullarından tahmin etmektedir. Bu koşullar parametreler içerisinde doğrusal olabilmektedir ancak genellikle doğrusal değildirler. Saptamaların mümkün olabilmesi için, moment koşullarının en az bilinmeyen parametre sayısı kadar geniş olması gerekmektedir (Verbeek, 2004, s.149). Dinamik panel modelinin tahmininde Arellano ve Bond (1991) çalışmasında belirtilen GMM tahmincisinin kullanımı yaygındır. Aynı uygulama benzer nedenlerle Guest (2009) çalışmasında kullanılmıştır.

Diğer yandan Bowsher (2002) çalışmasına göre, dinamik panel veri analizi genellikle veri sayısının çok, zaman boyutunun az olduğu birinci dereceden otoregresif süreçlerde kullanılmaktadır. Statik tahmin modellerinde açıklayıcı bağımsız değişkenlerin dışsal olması ve bu değişkenlerin hata terimleriyle korelasyona sahip olmaması, hata terimlerinin yapısının kabul edilebilir olduğunu göstermektedir. Ancak dinamik modellerde hata teriminin de dinamik olması bağımlı değişkenle hata terimlerini ilişkili hale getireceği için gerçekleştirilecek panel tahminleri yanlı sonuçlar verecektir (Hsiao, 2002, s.73). Bu doğrultuda, Arellano ve Bond (1991) çalışmalarında, GMM koşulları altında gerçekleştirilen dinamik panel veri tahmin modelinin sonuçlarına m1 ve m2 ardışık bağımlılık testlerinin uygulanması gerektiğini

belirmişlerdir. Buna göre, m1'in istatistiksel olarak önemli olması, m2'nin ise önemsiz olması beklenmektedir (Arellano, 2003, s.121). Ancak sonuçların güvenilirliğinden söz etmek için sadece m1 ve m2 yeterli değildir. Arellano ve Bond (1991) çalışmasında kullanılan yöntemde gerçekleştirilen tahminler araç değişkenlerle sınandığı için bu değişkenlerin asıl değişkenleri tam olarak yansıtması beklenmektedir. Bu durumu ölçmek için Anderson-Rubin Testi, Byran Testi, Basmann Testi, Sargan Testi gibi çeşitli yöntemler kullanılmaktadır (Forchini, 2007). Bu çalışmada bahse konu durumun ölçülmesi amacıyla literatürde yaygın kullanıma sahip olan Sargan Testi uygulanmıştır.

Sargan testi sonuçları tahmin için kullanılan araç değişkenlerin yeterli olup olmadığı konusunda bilgi verecektir. Diğer yandan GMM yöntemin geçerli olabilmesi m2 katsayısının ve Sargan testinin olasılık değerinin 0,05'den büyük olmasına bağlıdır. Hesaplanan m1 değerine ait olasılık değerlerinin 0,05 den büyük olması beklenir. Bu durum 1. derece ardışık bağımlılığın olduğu şeklinde yorumlanabilir. Ancak bu şartlar altında bile, modelin yanlış tahmin edilmediği sonucuna varılabilir (Bond, 2002, 13). Bu nedenlerle, bu çalışmada ilgili bağımlı ve bağımsız değişkenlerin geçmiş dönem değerleri kullanıldığı ve yanlı sonuçlara yer vermediği için dinamik panel analizi gerçekleştirilmiştir.

6.5. Bulgular

Çalışmanın bu bölümünde, yönetim kurulu yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişki incelenmiştir. İlk aşamada, analizlerde kullanılan değişkenlere dair özet istatistiklere yer verilmiştir. İkinci aşamada, analizlerde kullanılan değişkenler arasındaki ilişkilerin yönleri ve bu ilişkilerin dereceleri korelasyon katsayıları incelenerek belirlenmiştir. Son aşamada ise yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenlerin şirket performansı üzerindeki etkileri Panel ve Dinamik Panel analizleri ile incelenmiştir.

Aşağıda yer alan tabloda, analizlerde kullanılan değişkenlere yönelik özet istatistikler yer almaktadır. Değişkenlerin bağımlı ve bağımsız olarak iki grupta sınıflandırılmasına uygun olarak özet istatistikler tablosu oluşturulmuştur.

Tablo 7

2008-2012 Döneminde Değişkenlere İlişkin Özet İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
YKBUY	6,86	14,00	3,00	2,05	715
YKSAH	0,09	0,75	0,00	0,18	715
BORC	0,47	0,96	0,06	0,22	715
PD	19,19	23,96	15,22	1,72	715
TQ	1,33	9,16	0,25	0,93	715
ROA	0,04	0,53	-0,53	0,10	715

Not: Bu tabloda, yönetim kurulu yapısını ve şirketlere özgü karakteristikleri temsil eden değişkenlere ilişkin özet istatistikler yer almaktadır. Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKUS); şirketin yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısını göstermektedir. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları (YKUSP), yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesinde yer alan toplam paylarının yüzdesini göstermektedir. Finansal Kaldıraç Oranı (BORC); şirketin toplam borçlarının toplam varlıkları içerisindeki payını göstermektedir. Şirket Büyüklüğü (PD); şirketin ödenmiş sermayesi ile hisse senedi fiyatının çarpımı yoluyla bulunan piyasa değerinin doğal logaritması olarak ifadesidir. Tobin's Q (TQ); şirketin toplam borçları ile piyasa değerinin toplamlarının toplam varlıklara oranlarının ortalamasıdır. Aktif karlılığı (ROA); net dönem karının / zararının toplam varlıklara oranlarının ortalamasıdır.

Tablo 7'de görüldüğü üzere, yönetim kurulu yapısını ve şirketlere özgü karakteristikleri temsil eden değişkenlere ilişkin özet rakamlar farklılık göstermektedir.

Yönetim kurulu toplam üye sayıları örneklem dönemi boyunca ortalama yaklaşık 7 üyeden oluşmaktadır. Standart sapma değeri incelendiğinde ilgili değişkenin yıllar itibariyle önemli değişkenlikler göstermediği düşünülmektedir. Beş yıllık süreçte en az sayıda üye ile faaliyet gösteren yönetim kurulu için bu rakam 3 üye olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan, sayısal çokluk açısından incelendiğinde en büyük yönetim kurulu 14 üyeden oluşmaktadır.

Yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesi içerisinde yer alan toplam payları açısından incelendiğinde, 2008-2012 dönemi için sahiplik payı ortalama % 9 olarak gerçekleşmiştir. İlgili dönem için bu değişkenin standart sapması % 18 düzeyindedir. Şirketler her zaman yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olmasını tercih etmemektedirler. Bu nedenle yönetim kurulu üyelerinin sermayeden pay almadıkları şirketler vardır. Diğer yandan, yönetim kurulu üyelerinin yoğun şekilde pay aldıkları

şirketler mevcuttur. Bu açıdan incelendiğinde ise yönetim kurulu üyelerinin sahip oldukları toplam pay maksimum % 75 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirketlerin finansal kaldıraç oranları temel alınarak değerler incelendiğinde, beş yıllık dönemde şirketlerin toplam borçlarının, toplam varlıkları içerisindeki paylarının ortalama %47 seviyesinde olduğu görülmektedir. Başka bir ifadeyle, şirketlerin yabancı kaynak tercihleri ile özsermaye tercihleri ortalama olarak büyük farklılıklar göstermemektedir. Finansal kaldıraç oranı standart sapma açısından incelendiğinde ise % 22'lik bir değer aldığı görülmektedir. Uç değerler açısından incelendiğinde ise borçlanma seviyesi en yüksek olan şirket için ilgili değer % 96 olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan, sermaye yapısı içerisinde borçlanmayı en düşük seviyede tercih eden şirket için ise bu oran % 6 seviyesindedir.

Örneklem kapsamında yer alan şirketler büyüklük açısından dikkate alındığında oldukça fazla dalgalanmalar göstermektedirler. Yukarıdaki tabloda yer alan değerler şirketlerin büyüklük ölçüsünü temsilen kullanılan piyasa değerlerinin doğal logaritmalarıdır. 2008-2012 döneminde örneklem kapsamındaki şirketlerin ortalama piyasa değerleri 1.124.638.997 TL olarak gerçekleşmiştir. Uç değerler ve standart sapma değerleri açısından incelendiğinde yıllar itibariyle ortaya çıkan değişkenlik daha açık bir şekilde görülecektir. Örneklem döneminde piyasa değeri en düşük olan şirket için ilgili değer 4.060.000 TL'dir. Diğer yandan aynı dönem için en yüksek piyasa değerine sahip olan şirket için bu değer 25.410.000.000 TL'dir. Başka bir ifade ile en düşük piyasa değerine sahip olan şirket ile en yüksek piyasa değerine sahip olan şirket arasında büyüklük açısından yaklaşık 6.000 kat fark vardır.

Şirketlerin performanslarını temsil eden değişkenlere ilişkin özet rakamlar farklılıklar göstermektedir.

TQ açısından sonuçlar incelendiğinde, örneklem dönemi boyunca şirketlerin TQ değerleri ortalama 1,33 olmuştur. Ortalama TQ değerinin 1,00'den büyük olması şirketin piyasa değerinin yenileme fiyatının üzerinde olduğunun göstergesidir. Böyle bir durumda reel sermaye yatırımı yararlı olacaktır (Deutsche Bank, 2011, s.3). Ayrıca Ngongang (2012) çalışmasında; TQ değerinin 1,00'den büyük olması durumunda şirketlerin yatırım kararını dikkate alması gerektiğini çünkü piyasa değerindeki artışın yapılan yatırım tutarından daha fazla olduğunu vurgulamıştır. Diğer yandan TQ değerleri standart sapma açısından incelendiğinde ilgili değişkenin yıllar itibariyle önemli değişkenlik gösterdiği düşünülmektedir. TQ ilgili dönemde maksimum 9,16

değerini alırken, aynı dönem boyunca en düşük TQ değerine sahip olan şirket için bu oran 0,25 seviyesindedir.

Sonuçlar ROA değeri temel alınarak incelendiğinde ise %10'luk standart sapma ile TQ oranıyla kıyaslandığında daha az değişkenlikler içerdiği söylenebilir. ROA değeri 2008-2012 dönemi için ortalama % 4 olarak gerçekleşmiştir. Uç değerler açısından incelendiğinde ise, en yüksek zarar seviyesine ulaşan şirket için bu oran % 53 olarak gerçekleşmiştir. Diğer yandan % 53'lük kar seviyesi örneklem dönemi boyunca ulaşılan en yüksek karlılık seviyesidir.

Analizlerde kullanılan değişkenlere yönelik özet istatistikler incelenmesinin ardında regresyon analizlerine geçilmiştir. Ancak, regresyon analizlerine başlanmadan önce, verilerin regresyon analizlerine uygun olup olmadıkları saptanmıştır. Bu bağlamda, regresyon modelinde kullanılan açıklayıcı değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı olup olmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları hesaplanmış olup takip eden tabloda sonuçlar raporlanmıştır.

Tablo 8

Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

Değişkenler	**YKUS**	**YKUSP**	**BORC**	**PD**
YKUS	1,0000	-0,1789	-0,0532	0,4919
YKUSP	-0,1789	1,0000	0,1351	-0,2622
BORC	-0,0532	0,1351	1,0000	-0,0271
PD	0,4919	-0,2622	-0,0271	1,0000

Not: Tabloda bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları yer almaktadır. Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKUS); şirketin yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısını göstermektedir. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları (YKUSP), yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesinde yer alan toplam paylarının yüzdesini göstermektedir. Finansal Kaldıraç Oranı (BORC); şirketin toplam borçlarının toplam varlıkları içerisindeki payını göstermektedir. Şirket Büyüklüğü (PD); şirketin ödenmiş sermayesi ile hisse senedi fiyatının çarpımı yoluyla bulunan piyasa değerinin doğal logaritması olarak ifadesidir.

Tablo 8'de görüldüğü üzere açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının tamamı %50'nin altında kalmaktadır. Açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının %80'i aşması halinde çoklu doğrusal bağlantının ciddi bir sorun haline geleceği belirtilmektedir (Gujarati, 2003, s.359). Diğer yandan Tablo 8'e göre açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının tamamının %50'nin

altında olduğu gözlenmektedir. Bu durumda, çoklu doğrusal bağlantı sorunu bulunmamaktadır.

Bunun yanında, açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının karelerinin de %50'nin altında kalması halinde çoklu doğrusal bağlantının varlığından söz edilemeyeceği belirtilmektedir (Ertek, 1996, s.230).

Tablo 9

Bağımsız Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayılarının Kareleri

Değişkenler	**YKUS**	**YKUSP**	**BORC**	**PD**
YKUS	1,0000	0,0320	0,0028	0,2420
YKUSP	0,0320	1,0000	0,0183	0,0687
BORC	0,0028	0,0183	1,0000	0,0007
PD	0,2420	0,0687	0,0007	1,0000

Not: Tabloda bağımsız değişkenlere ilişkin korelasyon katsayılarının kareleri yer almaktadır. Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKUS); şirketin yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısını göstermektedir. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları (YKUSP), yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesinde yer alan toplam paylarının yüzdesini göstermektedir. Finansal Kaldıraç Oranı (BORC); şirketin toplam borçlarının toplam varlıkları içerisindeki payını göstermektedir. Şirket Büyüklüğü (PD); şirketin ödenmiş sermayesi ile hisse senedi fiyatının çarpımı yoluyla bulunan piyasa değerinin doğal logaritması olarak ifadesidir.

Tablo 9'da görüldüğü üzere bu çalışmada kullanılan açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının karelerinin tamamı %25 seviyesinin altındadır. Bulgular birlikte değerlendirildiğinde, regresyon modelinde çoklu doğrusal bağlantı sorununun bulunmadığı anlaşılmaktadır.

Panel regresyon analizinin uygulanabilmesi için ilgili verilerin analize uygun olup olmadıklarının belirlenmesi gerekmektedir. Bu kapsamda, verilerin analize uygunluğunun belirlenmesi amacıyla değişkenlerde birim kökün varlığı incelenmelidir. Birim kökün varlığının tespit edilmesi amacıyla, LLC ve IPS testleri gerçekleştirilmiş ve sonuçlar Tablo 10'da gösterilmiştir.

Tablo 10'da sunulan LLC ve IPS katsayıları incelendiğinde, tüm katsayıların %1 düzeyinde anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bu sonuçlara göre, bağımsız değişkenlerin tamamına ilişkin tüm serilerin durağan olduğunu ve regresyon analizinde kullanılmalarında bir sakınca olmadığını belirtmek mümkündür. Başka bir ifade ile birim kök sorunu bulunmadığı görülmektedir.

Tablo 10

Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere İlişkin Birim Kök Test Sonuçları

Değişkenler	Analiz Türü	LLC	Olasılık	IPS	Olasılık
YKUS	Sabit Terimli	-350,806	0,000	-29,813	0,000
	Sabit Terimli ve Trendli	-62,598	0,000	-20,021	0,000
YKUSP	Sabit Terimli	-91,946	0,000	-7,226	0,000
	Sabit Terimli ve Trendli	-144,027	0,000	-15,546	0,000
BORC	Sabit Terimli	-26,952	0,000	-7,901	0,000
	Sabit Terimli ve Trendli	-155,236	0,000	-12,687	0,000
PD	Sabit Terimli	-38,988	0,000	-39,303	0,000
	Sabit Terimli ve Trendli	-131,857	0,000	-12,129	0,000
TQ	Sabit Terimli	-26,083	0,000	-7,882	0,000
	Sabit Terimli ve Trendli	-59,069	0,000	-8,426	0,000
ROA	Sabit Terimli	-76,234	0,000	-17,853	0,000
	Sabit Terimli ve Trendli	-140,960	0,000	-39,899	0,000

Not: Tabloda yönetim kurulu yapısını ve şirketlere özgü karakteristikleri temsil eden değişkenlere ilişkin özet istatistikler yer almaktadır. İlgili katsayılar %1 düzeyinde önemlidir. Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKUS); şirketin yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısını göstermektedir. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları (YKUSP), yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesinde yer alan toplam paylarının yüzdesini göstermektedir. Finansal Kaldıraç Oranı (BORC); şirketin toplam borçlarının toplam varlıkları içerisindeki payını göstermektedir. Şirket Büyüklüğü (PD); şirketin ödenmiş sermayesi ile hisse senedi fiyatının çarpımı yoluyla bulunan piyasa değerinin doğal logaritması olarak ifadesidir. Tobin's Q (TQ); şirketin toplam borçları ile piyasa değerinin toplamlarının toplam varlıklara oranlarının ortalamasıdır. Aktif karlılığı (ROA); net dönem karının / zararının toplam varlıklara oranlarının ortalamasıdır.

Verilerin analize uygunlukları test edilip uygun oldukları belirlendikten sonra, bir sonraki aşamada regresyon analizleri gerçekleştirilmiştir. Şirket performansını temsil eden iki ayrı ölçütün bağımlı değişken olarak kullanılması nedeniyle iki ayrı regresyon analizi uygulanmıştır. Her iki regresyon analizinde de yönetim kurulu yapısı değişkenleri ile şirketlere özgü karakteristikleri temsil eden kontrol değişkenleri açıklayıcı bağımsız değişkenler olarak kullanılmışlardır. Bu doğrultuda, her bir bağımlı değişkenin performans ölçütü olarak kullanıldığı regresyon denklemlerinde toplam dört adet açıklayıcı bağımsız değişkenden yararlanılmıştır.

Özellikle metodolojik çalışmalarda ve aynı zamanda uygulamalarda α_i'nin tesadüfi etki olarak mı yoksa sabit etki olarak mı muamele görmesi gerektiği sıkça tartışılmaktadır. Genel olarak, α_i'nin tesadüfi bir değişken veya tahmin edilmesi gereken bir parametre olup olmadığı konusu bu tartışmaların odak noktasını oluşturmaktadır (Wooldridge, 2002, s.252). Sabit etkiler ile tesadüfi etkiler arasındaki seçim Hausman'ın 1978 çalışmasında geliştirdiği Hausman Testine dayanmaktadır (Baltagi ve Diğerleri, 2012).

Bu çalışmada, statik doğrusal panel veri modellerinden hangisinin tercih edileceğine karar verebilmek için Hausman testinden yararlanılmıştır. Hausman (1978) çalışmasında x_{it} ile α_i arasında korelasyonun olmadığına yönelik sıfır hipotezi ile ilgili bir analiz ortaya koymuştur. Hausman testi sonucunda olasılık değerleri sıfır ya da sıfıra çok yakın çıktığından sıfır hipotezi reddedilmiştir. Başka bir ifade ile sabit etkiler modelinin analizler için daha uygun olduğu ortaya çıkmaktadır. Regresyon analizi sonuçları toplam iki tabloda gösterilmiştir. Takip eden tabloda, TQ performans ölçütüne göre gerçekleştirilen Panel Veri ve GMM analiz sonuçlarına yer verilmiştir.

Tablo 11

TQ Performans Ölçütü Temel Alınarak Gerçekleştirilen Regresyon Modeli Sonuçları

	Panel Veri Analizi	GMM
Değişkenler	(1)	(2)
Sabit Terim	-9,93	-15,59
	(-7,04)	(-13,30)
TQ(-1)	-	-0,20
	-	(-3,82)
YKUS	-0,16	-0,22
	(-0,66)	(-1,43)
YKUSP	-0,26	-0,010
	(-1,47)	(-0,05)
BORC	0,51	0,35
	(2,18)	(1,16)
PD	0,59	0,96
	(7,39)	(14,62)
Düzeltilmiş R^2	0,78	-
Durbin-Watson	1,89	-
Hausmann Testi	85,27	-

(Tablo 11 Devam)

	(0,00)**	-
F-stat	18,66	-
m1	-	4,63
	-	(0,00)*
m2	-	0,68
	-	(0,49)*
Sargan	-	(0,38)**

Not: Tobin's Q performans ölçütü temel alınarak gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçları bu tabloda yer almaktadır. Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKUS); şirketin yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısını göstermektedir. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları (YKUSP), yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesinde yer alan toplam paylarının yüzdesini göstermektedir. Finansal Kaldıraç Oranı (BORC); şirketin toplam borçlarının toplam varlıkları içerisindeki payını göstermektedir. Şirket Büyüklüğü (PD); şirketin ödenmiş sermayesi ile hisse senedi fiyatının çarpımı yoluyla bulunan piyasa değerinin doğal logaritması olarak ifadesidir. Tobin's Q (TQ); şirketin toplam borçları ile piyasa değerinin toplamlarının toplam varlıklara oranlarıdır. (1) Sabit etkiler yöntemi temel alınarak elde edilen sonuçlardır. (2) Genelleştirilmiş momentler metodu kullanılarak ulaşılan sonuçlardır. Parantez içerisindeki değerler t istatistiklerini göstermektedir. * P>|z| olasılığı değerleridir. ** olasılık değerleridir.

Regresyon analizi sonuçları incelendiğinde, yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenler ile TQ ile temsil edilen şirket performansı arasında herhangi bir anlamlı ilişki bulunamamıştır. Gerek yönetim kurulu üye sayısı, gerekse yönetim kurulu üyelerinin sahip oldukları sermaye payı toplamı şirket performansı üzerinde etkili değildir. Bu sonuçlar her iki tahmin yöntemi için de tutarlı olarak ortaya çıkmıştır.

Kontrol değişkenleri açısından Panel veri analizi tahmin yöntemi temel alınarak sonuçlar incelendiğinde ise hem finansal kaldıraç oranı hem de şirket büyüklüğü değişkenleri şirket performansı ile anlamlı düzeyde ve pozitif ilişkili olarak ortaya çıkmışlardır. Sonuçlara göre %78 düzeyinde gerçekleşen düzeltilmiş R^2 ve %1 seviyesinde önemli F istatistikleri elde edildiği görülmektedir. GMM yöntemi ile elde edilen sonuçlar incelendiğinde ise, kontrol değişkenlerinden sadece şirket büyüklüğünün performans üzerindeki etkisi tespit edilmiştir. Finansal kaldıraç oranı önem derecesini yitirmiştir. Ayrıca analiz sonuçlarına göre hem m2 katsayısının hem de Sargan testinin olasılık değerinin 0,05'den büyük olduğu görülmektedir. Başka bir ifade ile ölçüm için kullanılan araç değişkenler yeterlidir.

Analizlerde kullanılan bir diğer performans ölçütü ise ROA'dır. TQ analizlerinin gerçekleştirilmesinde takip edilen sürecin aynısı ROA performans ölçütü için de

uygulanmıştır. ROA temel alınarak gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçları Tablo 12'de yer almaktadır.

Regresyon analizi sonuçları ROA temel alınarak incelendiğinde, Tablo 12'de yer aldığı üzere, yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenler ile ROA ile temsil edilen şirket performansı arasında herhangi bir anlamlı ilişki bulunamamıştır. Sonuçlar TQ temel alınarak elde edilen sonuçlar ile tutarlı ortaya çıkmıştır. Sonuçlar hem Panel Veri Analizi hem de GMM tahmin yöntemleri için benzer gerçekleşmiştir.

Kontrol değişkenleri açısından Panel tahmin yöntemi temel alınarak sonuçlar incelendiğinde ise hem finansal kaldıraç oranı hem de şirket büyüklüğü şirket performansı ile anlamlı düzeyde ilişkili olarak ortaya çıkmışlardır. Sonuçlara göre %51 düzeyinde gerçekleşen düzeltilmiş R^2 ve %1 seviyesinde önemli F istatistikleri elde edildiği görülmektedir. TQ temel alınarak elde edilen sonuçlar ile kıyaslandığında bir farklılık mevcuttur. Sermaye yapısını temsilen kullanılan finansal kaldıraç oranı değişkeni TQ ile pozitif ilişkili olarak ortaya çıkmışken, ROA ile ilişkisi negatif yönlüdür. GMM yöntemi ile elde edilen sonuçlar incelendiğinde ise, her iki kontrol değişkeni de anlamlı düzeyde ilişkili olarak ortaya çıkmışlardır. GMM yönteminin geçerliliği açısından analiz sonuçları incelendiğinde, hem m2 katsayısının hem de Sargan testinin olasılık değerlerinin 0,05'den büyük olduğu görülmektedir. Başka bir ifade ile ölçüm için kullanılan araç değişkenler yeterlidir.

Tablo 12

ROA Performans Ölçütü Temel Alınarak Gerçekleştirilen Regresyon Modeli Sonuçları

	Panel Veri Analizi	GMM
Değişkenler	(1)	(2)
Sabit Terim	-0,53	-0,19
	(-4,18)	(-0,93)
ROA(-1)	-	-0,26
	-	(4,44)
YKUS	0,05	-0,13
	(1,66)	(-0,52)
YKUSP	-0,002	-0,002
	(-0,08)	(-0,52)
BORC	-0,24	0,21
	(-4,20)	(-4,26)

(Tablo 12 Devam)

PD	0,03	0,01
	(5,32)	(1,74)
Düzeltilmiş R^2	0,51	-
Durbin-Watson	1,92	-
Hausmann Testi	17,92	-
	(0,00)**	-
F-stat	6,16	-
m1	-	-4,54
	-	(0,00)*
m2	-	-0,89
	-	(0,37)*
Sargan	-	(0,45)**

Not: Tobin's Q performans ölçütü temel alınarak gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçları bu tabloda yer almaktadır. Yönetim Kurulu Üye Sayısı (YKUS); şirketin yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısını göstermektedir. Yönetim Kurulu Üyelerinin Sermaye Payları (YKUSP), yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesinde yer alan toplam paylarının yüzdesini göstermektedir. Finansal Kaldıraç Oranı (BORC); şirketin toplam borçlarının toplam varlıkları içerisindeki payını göstermektedir. Şirket Büyüklüğü (PD); şirketin ödenmiş sermayesi ile hisse senedi fiyatının çarpımı yoluyla bulunan piyasa değerinin doğal logaritması olarak ifadesidir. Tobin's Q (TQ); şirketin toplam borçları ile piyasa değerinin toplamlarının toplam varlıklara oranlarıdır. (1) Sabit etkiler yöntemi temel alınarak elde edilen sonuçlardır. (2) Genelleştirilmiş momentler metodu kullanılarak ulaşılan sonuçlardır. Parantez içerisindeki değerler t istatistiklerini göstermektedir. * P>|z| olasılığı değerleridir. ** olasılık değerleridir.

Takip eden başlık altında elde edilen bulguların değerlendirilmesi ve tartışılması aşaması gerçekleştirilmiştir.

6.6. Bulguların Değerlendirilmesi ve Tartışılması

Yönetim kurulu yapısını temsil eden her iki bağımsız değişkenin de şirket performansı üzerinde etkisi olduğuna yönelik herhangi bir bulgu elde edilememiştir. Sonuçlar her iki analiz yöntemine göre de benzer şekilde ortaya çıkmıştır.

Yönetim kurulu üye sayısının şirket performansı üzerine olan etkisine ilişkin elde edilen bulgular Bhagat ve Black (1998) çalışması ile benzer şekilde ortaya çıkmıştır. Bhagat ve Black (1998) çalışmalarında bu sonucun gerekçesi olarak, yönetim kurulu üye sayısının şirket performansı ile ilişkili olabilecek birçok farklı faktör ile içsel

olarak ilişkili olmasını göstermişlerdir. Bu faktörler sırasıyla sektör, içsel pay sahipliği (inside share ownership), şirket büyüklüğü ve yönetim kurulunun bağımsızlığı olarak belirtilmiştir. Yermack'ın 1996 yılında gerçekleştirdiği çalışmasında ilgili faktörlerin kontrole tabi tutulduğunu ancak regresyon analizlerinin kontrolün nasıl oluşturulduğuna duyarlı olabileceğini ifade etmişlerdir. Diğer yandan, kullanılan analiz yöntemine de duyarlılık gösterebileceğini vurgulamışlardır. Örnek olarak Mak ve Li (2001) çalışmasını göstermişlerdir. Mak ve Li (2001) çalışmalarında, Singapur şirketleri için yönetim kurulu üye sayısının kullanıldığı analiz yöntemine göre işaret değiştirdiği sonucunu elde etmişlerdir. İlgili çalışmada analiz yöntemi olarak en küçük kareler (OLS) ve iki aşamalı en küçük kareler (2SLS) kullanılmıştır. Bhagat ve Black (1999) çalışmalarında yönetim kurulu üye sayısının fazla olup olmadığını değerlendirmenin bir yolunun yönetim kurulu üye sayısını oluşturan faktörleri incelemek olduğunu ifade etmişlerdir. İçsel kontrol mekanizmasının güçlü olduğu şirketlerin genel olarak daha az sayıda yönetim kurulu üye sayısına sahip olduklarını belirtmişlerdir. Ayrıca ters kaldıraçlı satınalmaya (Reverse LBO) gitmiş şirketlerin halka açık şirketlere göre daha az sayıda üyeden oluşan yönetim kurulları olduğunu vurgulamışlardır. Son olarak, şirketin kurucusunun aynı zamanda icra başkanı olarak görev yaptığı şirketlerin yönetim kurullarının daha az sayıda üyeye sahip olduklarını belirtmişlerdir. Bu koşulların aynı zamanda farklı şirketlerin farklı sayıda üyeden oluşan yönetim kurulu seçiminde bulunacaklarına yönelik olarak yönetim kurulu büyüklüğündeki içselliği yansıtabileceğini ifade etmişlerdir. Ghabayen (2012) çalışmasında benzer şekilde, yönetim kurulu büyüklüğü ile şirket performansı arasında herhangi anlamlı bir ilişki tespit edememiştir. Guest (2009) çalışmasında, yönetim kurulu üye sayısı ile şirket performansı arasındaki ilişkinin sadece şirketlere özgü faktörler ile değil, aynı zamanda ulusal ve kurumsal karakteristiklere göre de farklılaştığını belirtmiştir. Farklı kurumsal geçmişi olan şirketlerde yönetim kurullarının fonksiyonlarının da farklı olabileceğini ve bu nedenle ilgili ilişkideki beklentinin farklılaşabileceğini vurgulamışlardır. Shakir (2008) çalışmasında ise yönetim kurulunun etkinliğinin üye sayısına dayanmadığını, yeterli deneyim ve bilgi seviyesine sahip fakat minimum sayıda üyeden oluşan bir kurulun görevleri tanımlayıp verimli bir şekilde yerine getirebileceğini belirtmiştir. Ayrıca Thi (2011) çalışmasında, yönetim kurulu üye sayısı ile şirket performansı arasında herhangi bir ilişki elde edememiştir. Çalışma Vietnam şirketleri için gerçekleştirilmiştir. Bu sonucun gerekçesi olarak, Vietnam piyasasındaki birçok şirketin

halka arzının çok yeni olması ve bu aşamada yönetim kurulu uygulamalarının henüz yerleşmemesi gösterilmiştir.

Pay sahipliğinin şirket performansı üzerinde gözlenebilir bir etkisinin olmamasına yönelik bulgular genel olarak iki görüş çerçevesinde toplanmaktadır. Bunlar sırasıyla "Doğal Seçilim (Natural Selection)" ve "Karşılıklı Nötrleştirme (Mutual Neutralization)" tartışmalarıdır.

Doğal Seçilim temelli açıklamaların kökenleri Alchian (1950), Friedman (1953) ve Becker (1962) çalışmalarına dayanmaktadır. Rekabetçi piyasalarda varlıklarını sürdüren şirketler optimal yönetim yapısına sahiptirler. Yönetim yapılarını ticaret çevresindeki değişimlere uyarlayamayan şirketler ise varlıklarını kaybetme tehlikesi ile karşılaşırlar. Bu durum etkin örgütsel formların oluşmasına yönelik doğal seçilime öncülük eder (Kole ve Lehn, 1997, s.421). Şirketler farklı türdeki pay sahipliği yapıları altında eşit derecede iyi performans sergilerler çünkü piyasa rekabeti uzun vadede tüm verimsiz yapıları elimine edecektir. Böylece, optimal sahiplik yapısı çevreye dayanmaktadır ve sahiplik yapısının şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisi yoktur (Chen, 2012, s.16). Demsetz (1983) çalışmasında bir şirketin sahiplik yapısının; pay sahipleri ile piyasadaki menkul kıymet alım-satım işlemlerinin etkilerini yansıtan kararların içsel sonucu olarak düşünülmesi gerektiğini belirmiştir. Bu nedenle, şirketlerin ortaya çıkan sahiplik yapılarının, pay sahiplerinin kar maksimizasyonu ilgilerinden etkilenmesi gerektiğini vurgulamışlardır. Bununla ilişkili olarak da sahiplik yapısındaki varyasyonlar ile şirket performansı varyasyonları arasında hiçbir sistematik ilişki olmaması gerektiğini ifade etmişlerdir. Demsetz ve Lehn (1985) çalışmalarında benzer bulgular elde etmişlerdir.

Pay sahipliğinin şirket performansı üzerinde gözlenebilir bir etkisinin olmadığına yönelik bulgular ile ilgili bir diğer grup açıklamalar Karşılıklı Nötrleştirme görüşü çerçevesinde yer almaktadır. Buna göre; farklı mekanizmaların pozitif ya da negatif etkileri birbirlerini karşılıklı dengelerler ve bu durum karşılıklı nötrleştirme olarak sonuçlanır (Chen, 2012, s.16). Bahng (2002) çalışmasında, içsel sahipliğin şirket değeri üzerindeki etkisini Kore piyasası için incelemiş ve içsel sahipliğin şirket değeri üzerinde etkisi bulunduğuna yönelik herhangi bir bulguya ulaşamamıştır. İstatistiksel olarak anlamlı düzeyde önemli fonksiyonel formların bulunmamasının sebebinin Doğal Seçilim hipotezi ile açıklanabileceğini ifade etmiştir. Himmelberg ve diğerleri (1999) çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşmışlardır.

Diğer yandan aynı veri seti ile farklı yöntemler aracılığıyla gerçekleştirilen analizler ayrı sonuçlar verebilmektedir. Agrawal ve Knoeber (1996) çalışmalarında aynı veri seti ile farklı analiz yöntemlerine göre farklı sonuçlara ulaşmışlardır. Tek bir mekanizmadan oluşan OLS regresyonları temel alınarak gerçekleştirilen regresyon sonuçlarına göre şirket performansı ile içsel sahiplik arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır. Genişletilmiş OLS regresyonları temel alınarak gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre ise içsel sahiplik ile şirket performansı arasında herhangi bir ilişki elde edilememiştir.

YEDİNCİ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

7.1. Sonuç

Kurumsal yönetim işletme, hukuk, ekonomi gibi çok çeşitli alanlar ile yakından ilişkili olmanın yanı sıra hissedarlar, çalışanlar ve diğer menfaat sahipleri gibi farklı çevreleri de kapsamaktadır. Sermaye piyasalarındaki sınırların ortadan kalkmasıyla birlikte dünya piyasalarındaki önemli gelişmeler artık daha hızlı bir şekilde hareket etmektedir. Dolayısıyla finansal krizler ya da patlak veren şirket skandallarının etkileri küresel bazda çok çabuk hissedilmektedir. Dünyanın başlıca finansal piyasalarını etkisi altına alan Güneydoğu Asya Krizi 1997 yılının Haziran ayında ortaya çıkmıştır. Takip eden dönemde Tayland, Malezya, Endonezya ve Filipinler de ihracattaki rekabetlerini korumak amacıyla devalüasyon yapmışlardır. Diğer yandan, mali tablolarda yapılan yolsuzluklarla ilgili olarak Adelphia, Computer Associates, Dynegy, Enron, Global Crossing, Qwest, Tyco gibi şirketler ön plana çıkarken, yatırımcıların eksik bilgilendirilmeleri ile ilgili olarak Kmart, Lucent Technologies, Worldcom şirketleri ilgi odağı haline gelmiştir. Ek olarak, içerden öğrenenler ticareti kapsamında ImClone Systems ve Rite Aid şirketleri olumsuz yönde isimlerini duyurmuşlardır. Tüm bu olumsuz gelişmeler kurumsal yönetim kavramının ele alınmasını kaçınılmaz hale getirmiştir.

Teorik altyapısını vekalet teorisi, işlem maliyeti ekonomisi, hizmetkarlık teorisi, paydaş teorisi, kaynak bağımlılığı teorisi gibi teorilerden alan kurumsal yönetimde; eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk unsurları açısından ele alındığında şirketler için en önemli organ yönetim kurulu olarak ortaya çıkmaktadır. Yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerine olan etkisi son yıllarda finans çevrelerinde en çok araştırılan konulardan biridir. Cadbury raporu, Sarbanes-Oxley raporu, OECD kurumsal yönetim ilkeleri gibi temel kurumsal yönetim raporlarında yönetim kurulları önemli yer tutmaktadır.

Kurumsal yönetim ile ilgili uygulamalı çalışmalar incelendiğinde yönetim kurulu yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen pek çok çalışmaya rastlamak mümkündür. Bu kapsamda, yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği ve

yönetim kurulu üye sayısı yönetim kurulu yapısını temsil eden en önemli değişkenler arasında yer almaktadır.

Bu çalışmada, yönetim kurulu yapısının, BIST şirketlerinin performansı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla Panel Veri Analizi ve Dinamik Panel Veri Analizi yöntemlerinden yararlanılmıştır. 143 BIST şirketine ait verilerden oluşan ve 2008-2012 dönemini kapsayan söz konusu regresyon modellerinde, Tobin's Q ile aktif karlılığı oranı bağımlı değişken ve yönetim kurulu yapısı temsilcisi değişkenler ile kontrol değişkenleri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Yönetim kurulu yapısını temsil eden değişkenler olarak yönetim kurulu üye sayısı ve yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliği bağımsız değişkenler olarak analizlere dahil edilmiştir. Diğer yandan kontrol değişkenleri olarak, şirket performansı üzerinde etkisi olduğu literatürde çeşitli çalışmalarca gösterilmiş olan şirket büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranı kullanılmıştır.

İdeal yönetim kurulu sayısının ne olması gerektiği ile ilgili literatürde üzerinde mutabakat sağlanmış herhangi bir ifade olmamasına karşın, genel olarak yönetim kurulu üye sayısı ile şirket performansı arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Analiz sonuçları yönetim kurulu üye sayısı açısından incelendiğinde, yönetim kurulu üye sayısının şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer yandan literatürde yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliğinin şirket performansını artıracağı birçok çalışma tarafından öngörülmektedir. Analiz sonuçları yönetim kurulu üye sayısı için elde edilen bulgulara benzer şekilde ortaya çıkmıştır. Başka bir ifade ile, yönetim kurulu üyelerinin şirket sermayesi üzerinde sahip oldukları payların şirket performansı üzerinde etkisi olmadığı bulgusu elde edilmiştir.

Çalışmanın sonuçları, yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ortaya koymaktadır. Sonuçlar değerlendirilirken ülkemizde kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmiş ülkelere kıyasla çok yeni olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Kurumsal yönetim kavramının Türkiye'deki gelişimini dikkate almak faydalı olacaktır. Sermaye piyasası kurulunun Kurumsal Yönetim İlkeleri Raporunu ilk kez 2003 yılında yayımladığı dikkate alınırsa, kurumsal yönetim kavramının önemli boyutta ele alınışının sadece on yıllık bir geçmişi olduğu görülecektir.

7.2. Öneriler

Bu çalışmanın, kurumsal yönetim ilkelerinin Türkiye'de yaygınlaşmasına yardımcı olması ve yönetim kurulu yapısının şirket performansı ile ilişkisinin incelenebilirliğini göstermesi açısından finans literatürüne katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Diğer yandan gerek Sermaye Piyasası Kurulu'nun gerekse yeni Türk Ticaret Kanunu'nun özellikle son iki yılda getirdiği yenilikler ve yükümlülükler düşünüldüğünde, bu gelişmeler hem daha sağlıklı veriler oluşmasını sağlayacak hem de bağımsız üye, yönetim kurulu alt komiteleri, yönetim kurulu başkanı ile icra başkanının rollerinin ayrılması, yoğunlaşmış sahiplik gibi farklı değişkenler ile yönetim kurulu yapısının şirket performansı üzerindeki etkisinin yeni yöntemlerle incelenmesine olanak sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

Abor, J. & N. Biekpe (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of smes in ghana: Implications for financing opportunities. *Corporate Governance, 7*(3), p.288-300.

Agrawal ve Knoeber (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *31*, 377-397.

Akın, Adnan & Suphi Aslanoğlu (2007). İşlevsel ve yapısal açıdan türk bankacılık sisteminde kurumsal yönetim işleyişi. *Bankacılar Dergisi*, Sayı 67, s.28-42.

Alchian, A. Armen (1950). Uncertainty, evolution and economic theory. *The Journal of Political Economy*, *58*(3), 211-221.

Anand, S. (2008). *Essentials of corporate governance*. John Wiley and Sons, Inc.

Ararat, Melsa (2003). Kurumsal yönetim ve şeffaflık. *Uluslararası Muhasebe Sempozyumu*. İkinci Oturum, Bildiri No 3.

Arellano, M. (2003). *Panel data econometrics*. Oxford: Oxford University Press.

Arellano, M. ve S. R. Bond (1991). Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, *58*, 277–97.

Arslan, Ö., M.B. Karan & C. Ekşi (2010). Board structure and corporate performance. *Managing Global Transitions*. 8(1), 3-22.

Atasoy, H. (2007). Türk bankacılık sektöründe gelir-gider analizi ve karlılık performansının belirleyicileri. *TCMB Uzmanlık Tezi*.

Aygün M., A. Taşdemir & E.Çavdar (2010). Banka performansı üzerinde yönetim kurulu büyüklüğünün etkisi. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, *24*, 3.

Aygün, M., S. İç & C. Sayın (2011). Yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyen faktörler ve yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişki: türk sermaye piyasası üzerine bir inceleme. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 10(1), 77-92.

Bahng, J. Seungwook (2002). Nonlinear Effects of Insider Ownership on Corporate Value: Korean Evidence. *Working Paper Series*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=438362

Baltagi, B. H. (2001), *Econometric analysis of panel data (Second Edition)*. UK: John Wiley & Sons Ltd.

Baltagi, B. H., P. H. Egger & M. Kesina (2012). Small sample properties and pretest estimation of a spatial hausman-taylor model. *Working Paper*. Syracuse University.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2005). *5411 sayılı bankacılık kanunu*. Tarih: 1 Kasım 2005, 25983 Sayılı Resmi Gazete.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (2006). *Bankaların kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin yönetmelik*. Tarih: 1 Kasım 2006, 26333 Sayılı Resmi Gazete.

Barnhart, S.W. & S. Rosenstein (1998). Board composition, managerial ownership and firm performance: An empirical analysis. *The Financial Review*, *33*, 1-16.

Bauer, Rob, N. Guenster & R. Otten (2003). Empirical evidence on corporate governance ın europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, *5*, 91-104.

Becht, M. P. Bolton & A. Röell (2002). Corporate governance and control. *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper*, 1-122.

Becker, S. Gary (1962). Irrational behavior and economic theory. *Journal of Political Economy*. February, *70,* 1-13.

Berle, Adolf A. & Gardiner C. Means. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.

Bhabra, G., (2007). Insider ownership and firm value in New Zealand. *Journal of Multinational Financial Management, 17*(2), 142-154.

Bhagat, Sanjai & Bernard Black (1998). Independent directors. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, *2*, 283–287.

Bhagat, Sanjai & Bernard Black (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer, 54*, 921-963.

Black, B., Antonio G. De Carvalho & Joelson Sampaio (2012). The evolution of corporate governance in Brazil. *Northwestern Law & Econ Research Pape*r. 12-22. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2181039

Bond, S. R. (2002). Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice. *CENMAP Working Paper*, (Seri No: CWP09/02).

Bowsher, C. G. (2002). On testing overidentifying restrictions in dynamic panel data models. *Economic Letters,* 77, 221-220.

Cadbury, (1992). *The cadbury committee reports: financial aspects of corporate governance*. London: Burgess Science Press.

Canbaş, S., H. Doğukanlı & H. Düzakın (2004). Tobin Q oranı ve günümüzde işletme kararları açısından önemi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 57-73.

Carver, John & Caroline Oliver (2002). *Corporate boards that create value: governing company peformance from the boardroom*. Jossey-Bass, First Edition, USA.

Center For International Private Enterprise (2002). Instituting corporate governance in developing, emerging and transitional economies: A handbook. http://www.cipe.org/sites/default/files/publication-docs/CGHANDBOOK.pdf

Chafik, K. & Younes B. (2012). Relationship between CEO ownership and the debt. *International Journal of Business and Social Science, 3*(6), 56-60.

Chen, Luzhen (2012). *The effect of ownership structure on firm performance*. Master thesis, Aarhus School of Business. Aarhus University. September.

Cheng, S. (2006). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics* (JFE). http://ssrn.com/abstract=1009241

Cheng, Shijun (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, *87,* 157-176.

Chen Tu, W.H.Lai & H.C.Chou (2007). Analysis of board structure, corporate value and financial policy. *Journal of Marine Science and Technology*, *15*(4), 295-306.

China Securities Regulatory Commission (2001). The code of corporate governance for listed companies in China.http://www.ecgi.org/codes/documents/code_en.pdf

Chui, Andy C. W. & K. C. John Wei (1998). Book-to-market, firm size, and the turn of the year effect: Evidence from pacific-basin emerging markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 275-293.

Coleman, A.K., & N. Biekpe (2007). The relationship between board size, board composition, ceo duality and firm performance: Experience from Ghana. *Corporate Ownership & Control*, 4, 114-122

Coles, J. W., Victoria W. McWilliams & Nilanjan Sen (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27, 23-50.

Committee on Corporate Governance (2000). The combined code: principles of good governance and code of best practice. May. http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code.pdf

Confederation of British Industry (1995). Greenbury report (Study Group on Directors' Remuneration). July. http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf

Confederation of Indian Industry (1998). Desirable corporate governance in India. http://www.ecgi.org/codes/documents/desirable_corporate_governance240902.pdf

Dalei, P., Paridhi Tulsyan & Shikhar Maravi (2012). Corporate governance in India: A legal analysis. *International Conference on Humanities, Economics and Geography* (ICHEG'2012). March 17-18, 2012 Bangkok.

Del Brio, E. B. Maia, R. Elida & Perote Javier (2006). Corporate governance mechanisms and their ımpact on firm value. *Corporate Ownership & Control*, 4, 25-36.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, *26,* 375-390.

Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, *93*(6), 1155-1177.

Deutsche Bank Research (2011). Residental construction in Germany. August 22. http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_ENPROD/PROD0000000000277260/Residential+construction+in+Germany%3A+Tobin%E2%80%99s+q+pointing+to+regional+recovery.PDF, July 2013

Dey, D. Kumar & Chauhan, Y. Kumar (2009). Board composition and performance in ındian firms: A comparision. *ICFAI Journal of Corporate Governance*, v.8,s.1-19.

Donaldson, L., & Davis, H.J. (1991). Stewardship Theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49-65.

Dwivedi, N. & Jain, A. K. (2005). Corporate governance and performance of ındian firms: The effect of board size and ownership. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, *17,* 161-172.

Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

Eisenhardt, K.M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, *14*(1), .57-74.

Ekşi, C. (2009). "*Yönetim kurulu üyeliği ve şirket Performansı: Türk firmaları için bulgular*. Yayımlanmamış doktora tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara.

Elsayed, Khaled (2007). Does CEO duality really affect corporate performance. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 1203-1214.

Ertek, Tümay (1996), *Ekonometriye giriş*. (İkinci Basım), İstanbul: Beta Yayınları.

Fahy, Martin, J. Roche & A. Weiner (2005). *Beyond governance: creating corporate value through performance, conformance and responsibility*. John Wiley & Sons Ltd.

Fama, Eugene F. & Michael C. Jensen (1983). Seperation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, *26*(2), 301-325.

Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (1992). The Cross-Section of expected stock returns. *Journal of Finance*, *47*(2), 427-465.

Fama, Eugene F. & Kenneth R. French (1995). Size and Book-to-Market factors in earnings and returns. *Journal of Finance*, 50(1), 131-155.

Federal Deposit Insurance Corporation (2005). FDIC outlook. http://www.fdic.gov/bank/analytical/regional/ro20053q/na/t3q2005.pdf, Nisan 2013

Financial Reporting Council (2003). The combined code on corporate governance. July. http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf, Haziran 2013

Florackis, C. (2005). Internal corporate governance mechanisms and corporate performance: Evidence for UK firms. *Applied Financial Economics Letters*, 1, 211-216.

Forchini, G. (2007). The asymptotic distribution of tests for Over-identification in partially identified linear structural equations. *Working Paper*. Monash University.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

Freeman, R. & D. Reed (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review, 25,* 88-106.

Friedman, Milton (1953). *Essays in positive economics*. University of Chicago Press. Chicago. pp. 3-43.

Garg, A. Kumar (2007). Influence of board size and Independence on Firm performance: A study of ındian companies. *Vikalpa: The Journal For Decision Makers*, 32, 39-60.

Ghabayen, M. A. (2012). Board Characteristics and Firm Performance: Case of Saudi Arabia. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 168-200.

Government of India Ministery of Corporate Affairs (2009). Corporate governance voluntary guidelines 2009. http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_voluntary_guidelines_2009_india_24dec2009_en.pdf, Haziran 2013

Green, Scott (2005). *Sarbanes-Oxley and the board of directors: Techniques and best practices for corporate governance*. John Wiley and Sons, Inc. New Jersey, USA.

Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. (5th Edition), Upper Saddle River: Prentice Hall.

Guest, M. Paul (2009). The Impact of Board size on firm performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385-404.

Gujarati, Damodar N. (1999). *Temel ekonometri*. (Çev. Ü. Senesen ve G. G. Senesen), Istanbul: Literatür Yayınları.

Gujarati, Damodar N. (2003). *Basic econometrics*. (International Edition), USA, McGraw Hill Inc.

Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic econometrics*. (Fourth Edition), USA, McGraw Hill Inc.

Gup, Benton E. (2007). *Corporate governance in banking: A global perspective*. Edward Elgar Publishing Limited.

Gürünlü, M. (2009). The evolution of corporate governance mechanisms after going public: Evidence from turkish panel data. *International Journal of Economic Perspectives*, 3(1), 59-82.

Haniffa ve Hudaib (2006). Corporate governance structure and performance of malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1034-1062.

Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and ımplications. *The Economic Journal*, *105*(430),678-689.

Hausman, J. A., (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251- 1271.

Heath, J. & Norman, W. (2004). Stakeholder theory, corporate governance and public management. *Journal of Business Ethics*, 53, 247-265.

Hillman, A. & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: ıntegrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, *28*(3), 383-396.

Himmelberg, Charles P., R. G. Hubbard & D. Palia (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.

HM Treasury and Cabinet Office (2011). *Corporate governance in central government Departments: Code of good practice 2011*. July.

Hsiao, C. (2003). *Analysis of panel data.* (Second Edition), UK: Cambridge University Press.

http://borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/endeksler/pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi, Mayıs 2013

http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/endeks-verileri, Mayıs 2013

http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_government_uk_jul2011_en.pdf, Haziran 2013

http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=67&fn=67.pdf&submenuheader=null, Aralık 2012

http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=0&submenuheader=-1, Kasım 2012

http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={2E8D0086-BAC1-492A-AEEE-0641203746B3}, Nisan 2013

http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={9DC0F17F-435A-4B5B-BD61-FD88836618B2}, Nisan 2013

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009). *Corporate governance codes and principles.* http://www.ecgi.org/codes/documents/ibcg_sep2009_en.pdf, Mayıs 2013

International Finance Corporation, (2004). *The russia corporate governance manual.* http://www.ita.doc.gov/goodgovernance/adobe/CGMEnPart_1/p1_copyright.pdf, Mayıs 2013.

International Finance Corporation, (2008). *The EU approach to corporate governance.* http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f515ff804af4fc7da869b9b94e6f4d75/IFC_EUApproach_Final.pdf?MOD=AJPERES, Nisan 2013

International Organization of Securities Commissions (2005). Examination of governance for collective ınvestment schemes. http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf, Kasım 2012

Im, K.S., M.H. Peseran & Y. Shin (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics,* 115, 53–74.

İMKB Araştırma Müdürlüğü (1998). Güneydoğu asya krizi: Türkiye ekonomisi ve İMKB'ye etkileri. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, İstanbul.

İMKB (2001). Sermaye piyasalarında kurumsal yönetim ilkeleri. *İMKB Dergisi Özel Sayı,* Yıl:5, Sayı 19. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, İstanbul.

İMKB (2009). Kurumsal yönetim endeksi temel kuralları. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, İstanbul.

İMKB (2011). Kurumsal yönetim endeksi temel kuralları. *İstanbul Menkul Kıymetler Borsası*, İstanbul.

IOD & ECODA (2010). Corporate governance guidance and principles for unlisted companies in the UK. November. http://www.ecgi.org/codes/documents/cg_principles_unlisted_companies_iod_uk_nov2010_en.pdf, Nisan 2011

Japan Corporate Governance Forum (1997). Corporate governance principles: A japanese view. October. http://www.ecgi.org/codes/documents/japan_cgf_j.pdf, Kasım 2011

Japan Corporate Governance Forum (2001). Revised corporate governance principles. http://www.ecgi.org/codes/documents/revised_corporate_governance_principles.pdf , Ocak 2012

Japan Federation of Economic Organization (1997). Urgent recommendations concerning corporate governance. September 1997. http://www.ecgi.org/codes/documents/jfeo_sep1997.pdf, Ocak 2012

Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 76, 323-329.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, *48*(3), 831-880.

Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, *14*(3), 8-21.

Jensen & Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jordan, C. (1999). Corporate governance in Asia: A comparative perspective. *Organization for Economic Co-operation and Development,* 1-6.

Klapper, L., & I. Love. (2002). *Corporate governance, ınvestor protection, and performance in emerging markets*. World Bank. Mimeographed Document. Washington, DC, United States.

Kleinschmidt, M. (2006). *Venture capital, corporate governance and firm value*. Gabler Edition Wissenschaft.

Knell, A. (2006). *Corporate governance: A practical ımplementation guide for unlisted companies*. CIMA Publishing, First Edition.

Kole, Stacey R. and Kenneth M. Lehn (1997). Deregulation, the evolution of corporate governance structure, and survival. *American Economic Review,* 87, 421-425.

Lazareva, O., Andrei Rachinsky & Sergey Stepanov (2007). A survey of corporate governance in russia, centre for economic and financial research at new economic school. *Working Paper,* No. 103.

Levin, A., C. Lin, & C.J. Chu (2002). Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties. *Journal of Econometrics*, 108, 1–24.

Lewellen, Wilbur G. & S.G. Badrinath (1997). On the measurement of tobin's Q. *Journal of Financial Economics*, *44,* 77-122.

Lindenberg, E.B. & S.A. Ross, (1981). Tobin's Q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, January, 1-32.

Lipton, M., & Lorsch W.J. (1992). A modest proposal of improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48, 59-77.

Mak, Y.T. & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: Evidence from singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 235-256.

Mallin, C. A. (2006). *Handbook on international corporate governance: Country analyses*. Edward Elgar Publishing Limited.

Mallin, C. A. (2013). *Corporate governance*. Oxford: Oxford University Press.

Mandacı, P. Evrim ve Gülüzar K. Gümüş (2010). Ownership concentration, managerial ownership and firm performance: Evidence from Turkey. *South East European Journal of Economics & Business*. Nisan 2010, s.57-66.

McGee, Robert W. (2009). *Corporate governance in developing Economies: Country studies of Africa, Asia and Latin America*. Springer.

McKinsey & Company (2002). Global investor opinion survey: Key findings. July. http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf, Aralık 2012

Menteş, S. A. (2011). An Analysis on Relationship Between Board Size and Firm Performance for ISE National Manufacturing Index Firms. *Namık Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Metinleri*, 3, 1-21.

Muth, M. & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, *6*(1), pp. 5-28.

Nakano, Makoto & Pascal Nguyen (2012). Board size and corporate Risk-Taking: further evidence from Japan. *Munih Personel Repec Archive*. Paper No: 38890.

National Association of Corporate Directors (2005). Director professionalism. http://nacd.cambriasurvey.com/auth/client/nacd/enUS/media/document/nacd_blue_ribbon_report_on_director_professionalism.pdf, Mart 2011

National Association of Corporate Directors (2008). Key agreed principles to strengthen corporate governance for US publicly traded companies. https://secure.nacdonline.org/source/members/whitepapersnew/pdf/NACD_White_Papers.pdf, Şubat 2012

New York Stock Exchange (2010). Report of the New York stock exchange commission on corporate governance. September 2010. http://www.ecgi.org/codes/documents/nyse_cgreport_23sep2010_en.pdf, Ağıstos 2011

Ngongang, E. (2012). Econometric analysis of the ımpact of financial variables on investment behavior in Sub-Saharan African (SSA) countries. *Review of Applied Economics, 8*(1), 119-140.

Ning, Y., W. Davidson & J. Wang (2010). Does optimal corporate board size exist, an emprical analysis ? *Journal of Applied Finance*, *20,* 57-69.

OECD (1999). Principles of corporate governance, OECD. Paris: OECD. April http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_en.pdf, Mayıs 2013

OECD (2004). Principles of corporate governance, OECD. Paris: OECD. April http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf, Mayıs 2013

Owen, Geoffrey, T. Kirchmaier & J. Grant (2006). *Corporate governance in the US and Europe*. Palgrave Macmillan, First Edition.

Oxelheim, L. & T. Randoy (2001). The impact of foreign board membership on firm value, the research institute of ındustrial economics. *Working Paper*, No: 567, s.1-37.

Özsoy, Zeynep (2011). *Kurumsal yönetim ve yönetim kurulları*. İmge Yayınları.

Pazarlıoğlu, V. ve Ö. Gürler (2007). Telekominikasyon yatırımları ve ekonomik büyüme: Panel veri yaklaşımı. *8. Türkiye Ekonometri ve İstatistik Kongresi*, 24-25 Mayıs 2007, İnönü Üniversitesi, Malatya.

Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and ıts environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-229.

Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization-environment linage. *Administrative Science Quarterly*, 18, 349-364.

Pfeffer, J. & Salancik G.R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper&Row.

Repei, V. (2000). *Ownership structure, corporation governance and corporate performance: Evidence from ukraine*. Master thesis, National University of Kyiv-Mohyla Academy.

Sah, R. & Stiglitz, J. (1986). The architecture of economic systems: Hierarchies and polyarchies. *American Economic Review*, *76*, 716–727.

Sah, R. & Stiglitz, J. (1991). The quality of managers in centralized versus decentralized organizations. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 289–295.

Samuel, E. A. (2013). The impact of bigger board size on financial performance of firms: The nigerian experience. *Journal of Research in International Business and Management*, *3*(3), 85-90.

Sarbanes Oxley Kanunu. (2002). Sarbanes Oxley Act. http://taft.law.uc.edu/CCL/SOact/soact.pdf, Ekim 2010

Securities and Exchange Board of India (SEBI) (1999). Draft report of the kumar mangalam committee on corporate governance. September. http://www.ecgi.org/codes/documents/draft_report.pdf, Kasım 2012

Securities and Exchange Commission of Pakistan (2002). Manual of corporate governance. http://www.secp.gov.pk/IACCD/pub_iaccd/manual-CG.pdf, Eylül 2011

Sermaye Piyasası Kurulu (2003). *Kurumsal yönetim ilkeleri*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

Sermaye Piyasası Kurulu (2004). *Kurumsal yönetim uygulama anketi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu. Kasım.

Sermaye Piyasası Kurulu (2005). *Kurumsal yönetim ilkeleri*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu. Düzeltilmiş İkinci Yayın, Şubat.

Sermaye Piyasası Kurulu (2005). *İMKB şirketleri tarafından 2005 yılında yayınlanan kurumsal yönetim uyum raporlarına ilişkin genel değerlendirme*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

Sermaye Piyasası Kurulu (2008). *Ülkemizdeki kurumsal yönetim ilkelerinin geliştirilmesine ilişkin tebliğ*. Seri: IV. Sayı: 41. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu. Mart.

Sermaye Piyasası Kurulu (2011). *Kurumsal yönetim ilkelerinin değişiklik taslağı*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu. Kasım.

Sermaye Piyasası Kurulu (2011). *Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi ve uygulanmasına ilişkin tebliğ*. Seri: IV, No: 56. 30 Aralık 2011. 28158 Sayılı Resmi Gazete.

Sermaye Piyasası Kurulu (2012). *Kurumsal Yönetim ilkelerinin belirlenmesi ve uygulanmasına ilişkin tebliğ'de (seri: IV, no: 56) değişiklik yapılmasına dair tebliğ*. Seri: IV, No: 57. 11 Şubat 2012. 28201 Sayılı Resmi Gazete.

Sermaye Piyasası Kurulu (2012). *Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi ve uygulanmasına ilişkin tebliğ'de (Seri: IV, No: 56) değişiklik yapılmasına dair tebliğ*. Seri: IV, No: 60. 26 Haziran 2012. 28335 Sayılı Resmi Gazete.

Sermaye Piyasası Kurulu (2012). *Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi ve uygulanmasına ilişkin tebliğ'de (Seri: IV, No: 56) değişiklik yapılmasına dair tebliğ*. Seri: IV, No: 61. 13 Eylül 2012. 28410 Sayılı Resmi Gazete.

Sermaye Piyasası Kurulu (2013). *Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi ve uygulanmasına ilişkin tebliğ'de (Seri: IV, No: 56) değişiklik yapılmasına dair tebliğ*. Seri: IV, No: 63. 22 Şubat 2013. 28567 Sayılı Resmi Gazete.

Sermaye Piyasası Kurulu (2013). *Kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesi ve uygulanmasına ilişkin tebliğ'de (Seri: IV, No: 56) değişiklik yapılmasına dair tebliğ*. Seri: IV, No: 63. 6 Nisan 2013. 28610 Sayılı Resmi Gazete.

Shakir, R. (2008). Board size, board composition and property firm performance. *Pacific Rim Property Research Journal*, 14, 1-16.

Shleifer, A & R. W. Vishny (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.

Short, H. & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK*, Journal of Corporate Finance, 5*, 79-101.

Spedding, L.S. (2009). Due diligence handbook: Corporate governance, risk management and business planning. *CIMA Publishing*, First Edition.

Strong, Norman & Xinzhong G. Xu (1997). Explaining the cross-section of UK expected stock returns. *British Accounting Review*, v.29, ss.1-23.

Stulz, Rene M., (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.

Sulong, Zunadiah & Fauzias M. Nor (2010). Corporate governance mechanisms and firm valuation in malaysian listed firms: a panel data analysis. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6(1), 1-18.

Tenev, S., Chunlin Zhang & Loup Brefort (2002). Corporate governance and enterprise reform in china: building the institutions of modern markets. *The World Bank and The International Finance Corporation*.

Thi, Dung To (2011). *Corporate governance: Empirical research on board size, board composition, board activity, ownership concentration and their effects on performance of vietnamese listed companies*. Master thesis, University of Boras. Spring.

Tokyo Stock Exchange (2009). Principles of corporate governance for listed companies.http://www.ecgi.org/codes/documents/principles_japan_dec2009_en.pdf, Mart 2013

The Business Roundtable (1997). Statement on corporate governance. September 1997 http://www.ecgi.org/codes/documents/businessroundtable.pdf, Ekim 2012

The Co-ordination Council for Corporate Governance (2002). The russian code of corporate conduct.http://www.ecgi.org/codes/documents/final_code_english.pdf, Haziran 2011

The High Level Group of Company Law Experts (2002). A modern regulatory framework for company law in Europe. Burssels, November 2002 http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf, Haziran 2011

Türkiye Bankalar Birliği (1998). Bankalarda içi denetim sistemleri. http://www.tbb.org.tr/tr/arastirma-ve-yayinlar/arastirma-ve-sunumlar/1999---1998/276, Nisan 2013

Türkiye Bankalar Birliği (1998). Banka şeffaflığının artırılması. http://www.tbb.org.tr/tr/arastirma-ve-yayinlar/arastirma-ve-sunumlar/1999---1998/276, Nisan 2013

Türkiye Bankalar Birliği (1999). Bankalarda kurumsal yönetim. http://www.tbb.org.tr/tr/arastirma-ve-yayinlar/arastirma-ve-sunumlar/1999---1998/276, Nisan 2013

Türkiye Bankalar Birliği (2000). IMF'nin tavsiye ettiği uluslararası standartlar. http://www.tbb.org.tr/tr/arastirma-ve-yayinlar/arastirma-ve-sunumlar/2001---2000/277, Nisan 2013

Türkiye Bankalar Birliği (2006). Bankalarda kurumsal yönetimin güçlendirilmesi (Türkçe Çevirisi), *Bankacılar Dergisi*, 57, .85-104.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (2005). OECD Kurumsal yönetim ilkeleri. http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi_merkezi/tkyd_yayinlari/oecd2004.pdf, Mayıs 2013

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (2012). Aile anayasası. www.tkyd.org/files/downloads/Gundem/Sahit_Kanuni_Sunum.ppt, Mayıs 2013

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (2013). İMKB kurumsal yönetim endeksi ve kurumsal yönetim ödülleri. http://www.tkyd.org/files/downloads/Bilgi_Merkezi/Kurumsal_Yonetim_Endeksi/Odul.pdf, Mayıs 2013

TBMM (2011). *6102 Sayılı türk ticaret kanunu*. 14 Şubat 2011. 27846 Sayılı Resmi Gazete.

TÜSİAD (2000). OECD kurumsal yönetim ilkeleri türkçe çevirisi. http://www.tusiad.org.tr/__rsc/shared/file/oecd.pdf, Haziran 2013

TÜSİAD (2002). Kurumsal yönetim en iyi uygulama kodu: yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi. http://www.tusiad.org.tr/__rsc/shared/file/kurumsalyonetim.pdf Mart 2013.

TÜSİAD (2005). Sermaye piyasaları için örnek şirket yapısı raporu. http://www.tusiad.org.tr/__rsc/shared/file/sermaye.pdf, Nisan 2013

TÜSİAD & TÜSEV (2007). STK yönetişim rehberi. http://www.tusiad.org.tr/__rsc/shared/file/2007stkyonetisimrehberi.pdf, Nisan 2013

TÜSİAD (2008). Yönetim kurullarında iç denetim hakkında sorulması gereken 12 soru.http://www.tusiad.org.tr/__rsc/shared/file/YonetimKurullaiininIcDenetimHakkindaSormasiGereken12Soru.pdf, Mart 2013

TÜSİAD (2010). Yönetim kurulları için kurumsal yönetim prensipleri. http://www.tusiad.org.tr/bilgi-merkezi/raporlar/yonetim-kurullari-icin-kurumsal-yonetim-prensipleri/ Mart 2013

TÜSİAD (2013). Borsa dışı şirketlerde kurumsal yönetim ilkeleri. http://www.tusiad.org.tr/__rsc/shared/file/Borsa-Disi-Sirketlerde-Kurumsal-Yonetim-Ilkeleri-01042013.pdf, Mart 2013

Uluslararası Finans Enstitüsü (2005). Türkiye'de kurumsal yönetim. *Bankacılar Dergisi*, Sayı 53, s.121-141.

Verbeek, M. (2004). *A Guide to Modern econometrics.* (Second Edition), John Wiley & Sons Ltd.

Wei Hu, O.K. Tam & M. Tan (2010). Internal governance mechanisms and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, Forthcoming.

Wei Wu (2009). *Board composition and firm performance: A quantitative study on chinese listed companies*. Master Thesis, Umea School of Business.

Weir, C., David Laing & P.J. McKnight (2002). Internal and external governance mechanisms: Their impact on the performance of Large UK public companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, *29,* 579-611.

Westerlund, J & J. Blomquist (2013). A modified LLC panel unit roor test of the PPP hypothesis. *Empir Econ*, 44,.833-860.

Williamson, Oliver E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *The Journal of Finance*, 43, 567-591.

Williamson, O.E. (1979). Transaction-Cost economics: The governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, *22*(2), 233-61.

Wintoki, J. (2007). Endogeneity and the dynamics of corporate governance. *Working Paper*, University of Georgia.

Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric analysis of cross sectional and panel data*. Cambridge: MIT Press.

Van Den Berghe, Lutgart (2002). *Corporate governance in a globalising World: Convergence or divergence ?* Kluwer Academic Publishers.

Yafee, R. (2003). *A primer for panel data analysis.* Connect Information Technology Conference, Fall 2003, New York City, N.Y.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

Yılmaz, Ayşegül Ö. (2009). *Halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilerin mali hakları*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi: Ankara.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

ADI ve SOYADI : Ahmet ERİŞMİŞ

DOĞUM YERİ ve TARİHİ : Mersin – 20.06.1980

E-POSTA : ahmeterismis@yahoo.com

EĞİTİM

2007 – 2013 Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Doktora Programı (Finansman)

2004 – 2007 : Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Tezli Yüksek Lisans Programı
Yüksek Lisans Tez Konusu: İMKB Şirketleri İçin Hisse Senedi Getirilerinde Firmalara Özgü Faktörlerin Etkisinin 1992 – 2005 Döneminde İncelenmesi

2000 – 2004 : Muğla Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü.

İŞ TECRÜBESİ

09.04.2007 – : SASA Polyester San A.Ş. Hazine Bölümü

06.11.2006 – 09.03.2007 : TÜSAN Yapı San. A.Ş. İnsan Kaynakları Bölümü

İLGİ ALANLARI : Sermaye Piyasaları, Portföy Yönetimi, Finansal Yönetim, Kurumsal Yönetim