



KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

FİNANS VE BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ

FİNANSAL PERFORMANSA ETKİLERİ

TÜRKİYE UYGULAMASI

Mehmet Akif Soysal

2015

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ
FİNANSAL PERFORMANSA ETKİLERİ
TÜRKİYE UYGULAMASI

Mehmet Akif Soysal

Finans Bankacılık Programı'nda Doktora derecesi
için gerekli kısmi şartların yerine getirilmesi amacıyla
Sosyal Bilimler Enstitüsü'ne
teslim edilmiştir.

KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ

Ekim, 2015

KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ
FİNANSAL PERFORMANSA ETKİLERİ
TÜRKİYE UYGULAMASI

MEHMET AKİF SOYSAL

ONAYLAYANLAR:


Prof. Dr. Ömer L. GEBİZLİOĞLU (Danışman)
Kadir Has Üniversitesi



Prof. Dr. Gürbüz GÖKÇEN
Marmara Üniversitesi

Prof. Dr. Nurhan DAVUTYAN
Kadir Has Üniversitesi

Yrd. Doç Dr. Barış ALTAYLIGİL
İstanbul Üniversitesi

Yrd. Doç. Dr. Belma ÖZTÜRKAL
Kadir Has Üniversitesi



ONAY TARİHİ: 15/10/2015

“Ben, Mehmet Akif Soysal, bu Doktora Tezinde sunulan çalışmanın şahsıma ait olduğunu ve başka çalışmalardan yaptığım alıntılarını kaynaklarını kurallara uygun biçimde tez içerisinde belirttiğimi onaylıyorum.”


Mehmet Akif Soysal

ÖZET

KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARININ

FİNANSAL PERFORMANSA ETKİLERİ

TÜRKİYE UYGULAMASI

Mehmet Akif Soysal, Doktora

Danışman: Prof. Dr. Ömer L. Gebizlioğlu

EKİM, 2015

Firmalar açısından değerlendirildiğinde ekonominin hızla değişmekte ve gelişmekte olan dinamik bir yapıya sahip olduğu görülmektedir. Kürselleşme gibi pek çok önemli etmenin şekillendirdiği bu yapı içerisinde, firmalar ayakta kalabilmek için yeni kavramlar ve arayışlar geliştirmeye çalışmaktadırlar. Bu noktada ekonomi içerisinde tanımlanmakta olan çeşitli pek çok kesim tarafından ciddi anlamda kurumsal yönetim kavramı üzerinde durulmaktadır. İşletmelerin kurumsal yönetim ilkelerini temel almaları ve bu uygulamaların firma üzerindeki etkilerini de değerlendirmelerinin gerekli olduğu belirtilmektedir. Böylelikle kurumsal yönetimin öneminin hızla artmakta olduğu, firma üzerindeki etkisinin analiz edilmesi gerekliliği, bunun yanı sıra performans yönetiminin ne denli önemli olduğu da ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, tez çalışması kapsamında kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkilerinin incelenmesi ve ekonometrik bir model çerçevesinde değerlendirilmesi amaçlanmıştır.

Kurumsal yönetim kavramının Türkiye’de faaliyet göstermekte olan şirketler için nasıl bir öneme sahip olduğu kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performanslarını etkileyip etkilemediği düşüncesinden yola çıkılmasıyla araştırılmıştır. Bu bağlamda konuya ilişkin doktora düzeyinde yapılan çalışmalardan daha etkin ve doyurucu sonuçlar elde edilebilmesi için panel veri analiz teknikleri içerisinde yer alan Görünürde İlişkisizi Regresyon Modelinden faydalanılmıştır. Neticesinde 2000-2014 dönemi için Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler dikkate alınmış ve kurumsal yönetim ile finansal performans arasında bir ilişki bulunmuş iken kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı arttırdığı tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Finansal Performans, Performans Yönetimi, Panel Veri Analizi, Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli

ABSTRACT

EFFECTS OF APPLICATIONS OF CORPORATE GOVERNANCE

OVER FINANCIAL PERFORMANCE

PRACTICE OF TURKEY

Mehmet Akif Soysal, Doktora

Advisor: Prof. Dr. Ömer L. Gebizlioğlu

OCTOBER, 2015

Rapidly changing global and local economic conditions place a heavy responsibility on corporate administrations for the best possible corporate governance activities of them under all circumstances. Corporate governance authorities are expected to run their entities in all aspects from long and short term asset management to keeping up of firm equities and wealth of their shareholders. In this respect, being attentive and responsive to the factors and variables that surround the corporations becomes a continuous and agile issue for not only the agents but also the owners of corporations. Reflections of a successful corporate governance can be observed best in terms of the properly chosen financial performance measures. This thesis concentrates especially on this matter and studies the effect of corporate management on the financial performance of corporations, in general and in Turkey in particular. Towards this aim, a worldwide and local historical perspective and current state of progress on the corporate governance phenomenon is presented from the view point of conceptual improvements, regulatory structures and institutional developments in the subject area. Then, a modeling approach is presented to show the effects of corporate governance on the financial performance of corporations.

In the modeling approach, a panel data analysis for the 2000-2014 period of Turkey is provided. The embarked panel data analysis is enhanced by the application of the well known seemingly unrelated regression model so that some very enlightening investigations and interpretations at corporate levels can be performed. For the corporations under investigation, it

is statistically validated that there exist a clear positive connection between the corporate governance practices and corporate financial performances.

Keywords: Corporate Governance, Financial Performance, Performance Management, Panel Data Analysis, Seemingly Unrelated Regression.

İçindekiler

Özet	
Abstract	
Tablo Listesi	xv
Şekil Listesi	xvi
Kısaltmalar	xvii
Giriş	1
1. Bölüm Kurumsal Yönetim Kavram ve Gelişim	3
1.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı ve Kapsamı	3
1.1.1. Yönetim Kavramı	3
1.1.2. Yönetim Düşüncesinin Evrimi	5
1.1.3. Kurumsal Yönetim Kavramı ve Kapsamı	7
1.2. Kurumsal Yönetime İlişkin Teoriler	11
1.2.1. Vekâlet Teorisi	12
1.2.2. Paydaş Teorisi	19
1.2.3. Pay Teorisi	23
1.2.4. Temsil Teorisi	25
1.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri	27
1.3.1. Şeffaflık İlkesi	27
1.3.2. Hesap Verebilirlik İlkesi	29
1.3.3. Sorumluluk İlkesi	30
1.3.4. Adil Yönetim İlkesi	31
1.4. Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkış Süreci	32
1.5. Dünyada Kurumsal Yönetimin Gelişimi	34
1.5.1. ABD	34
1.5.2. İngiltere	37
1.5.3. Almanya	39
1.5.4. Avrupa Birliği	40
1.5.5. Rusya	41
1.5.6. Uluslararası Kuruluşlar	42
1.5.6.1. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	42
1.5.6.2. Uluslararası Para Fonu (IMF)	43
1.5.6.3. Dünya Bankası	44
1.6. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi	45
1.6.1. TÜSİAD’ın Çalışmaları	48
1.6.2. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Çalışmaları	48
1.6.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nin Çalışmaları	52
1.6.4. Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Kurumsal Yönetim	53
1.7. Kurumsal Yönetimin Önemi	55
2.BÖLÜM Finansal Performans ve Belirleyicileri	57
2.1. Performansın Tanımı Kapsamı	57
2.1.1. Performans Kavramı ve Anlamı	57
2.1.2. Performans Yönetimi	59
2.1.3. Örgütsel Performans	63
2.1.4. Örgütsel Performans Yönetimi Süreci	63
2.1.5. Performans Ölçümü	65
2.1.6. Performans Kontrolü	67
2.2. Finansal Performans	67

2.2.1. Finansal Performans ve Anlamı	68
2.2.2. Finansal Performansın Önemi	70
2.2.3. Finansal Performansın Değerlendirilmesi	71
2.3. Kurumsal Yönetim ve Denetim	75
2.3.1. Denetim Kavramı ve Kapsamı	75
2.3.2. Denetimin Özellikleri	76
2.3.3 Denetim Türleri	77
2.3.3.1 Denetimin Amaçlarına Göre	77
2.3.3.1.1 Finansal Denetim	77
2.3.3.1.2 Usul Denetimi	78
2.3.3.1.3 Faaliyet Denetimi	78
2.3.3.2 Denetçi ile İşletme Arasındaki İlişkiye Göre	79
2.3.3.2.1 İç Denetim	79
2.3.3.2.2 Dış Denetim	80
2.3.4 Kurumsal Yönetim Kapsamında Dış Denetim ve Finansal Performans İlişkisi	81
2.4 Kurumsal Yönetim ve Finansal Raporlama	81
2.4.1 Finansal Raporlama	81
2.4.2 Gönüllü Finansal Raporlama	83
2.4.3 Finansal Raporlama ve Denetim Uyum	85
2.5 Finansal Performans ve Ölçütleri	85
3.BÖLÜM Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi	92
3.1 Kurumsal Yönetim Ve Finansal Performans İlişkisinin Temel Belirleyicileri	92
3.1.1. Finansal Performans ve Şeffaflık	93
3.1.2. Finansal Performans ve Hesap Verilebilirlik	94
3.1.3. Finansal Performans ve Adil Yönetim	94
3.1.4. Finansal Performans ve Sosyal Sorumluluk	95
3.2 Kurumsal Yönetim Endeksi	95
3.2.1 BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Hesaplama Yöntemi	97
3.2.2 BIST Kurumsal Yönetim Endeks Değerlendirmesi	99
3.2.3 Endeksten Çıkarılma	101
3.2.4 Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirilmesi	102
3.2.5 Standard&Poor's Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Yöntemi	103
3.2.6 DEMINOR Rating Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Yöntemi	104
3.2.7 ISS (Institutional Shareholder Services) Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Yöntemi	104
3.2.8 GMI (Governance Metrics International) Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Yöntemi	105
3.2.9 JCR Eurasia Rating Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uygulamaları	105
3.3 Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Uluslararası Çalışmalar	106
3.4 Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Türkiye'deki Çalışmalar	115
4. Bölüm Kurumsal Yönetimin Finansal Performans Üzerindeki Etkisinin Panel Veri Analizi ve GİRM ile İncelenmesi	118
4.1 Çalışmanın Amacı	118
4.2 Panel Veri Analizi	118
4.2.1 Klasik Model	120
4.2.2 Sabit Etkiler Modeli	121

4.2.3 Tesadüfi Etkiler Modeli	122
4.2.4 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli	122
4.3 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Yaklaşımı ile Analitik Çözümleme	125
4.4 Panel Veri Analiz Sonuçları	128
4.5 Kurumsal Yönetimin Finansal Performanslar Üzerindeki Etkisinin Panel Veri ve GİRM Analizlerinin Sonuçları ve Değerlendirilmesi	138
Sonuç	140
Kaynakça	143
Ek A Çalışmaya İlişkin Veri Seti	160
Ek B Çalışmaya İlişkin Stata Çıktıları	163

Tablo Listesi

Tablo 1.1 Geleneksel Yönetim ve Kurumsal Yönetim Yaklaşımlarının Karşılaştırılması	10
Tablo 1.2 Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi	47
Tablo 1.3 Web Sitesinin Asgari İçeriği	54
Tablo 1.4 İşletme Performansı Ölçümünde Subjektif ve Objektif Kriterler	66
Tablo 1.5 İşletme Performansı Ölçüm Yöntemleri	67
Tablo 2.1 Finansal Boyutun İçeriği	69
Tablo 2.2 Finansal Raporlama Sistemlerinin Karşılaştırılması	83
Tablo 2.3 Geleneksel Finansal Performans Ölçütleri	86
Tablo 3.1 Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamları	100
Tablo 3.2 Fiyat Endeksi Düzeltmeleri	101
Tablo 3.3 S&P’un Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları	103
Tablo 3.4 Kurumsal Yönetim Performans İlişkisine Yönelik Araştırmalar	111-112
Tablo 3.5 Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Araştırmaları 2009- 2011	113-114
Tablo 3.6 Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Araştırmaları Özet Tablo	114
Tablo 4.1 Çalışmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Bazı Temel Tanımlayıcı İstatistikler	127
Tablo 4.2 Breusch-Pagan Bağımsızlık Testi Sonuçları	128
Tablo 4.3 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Genel Sonuçlar (ROA)	129
Tablo 4.4 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Genel Sonuçlar (ROE)	130
Tablo 4.5 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Şirketlere İlişkin Sonuçlar (ROA)	132-133
Tablo 4.6 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Şirketlere İlişkin Sonuçlar (ROE)	135-136

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1 Şirket ve Paydaş Grupları	21
Şekil 2.1 Performans Yönetim Süreci	62

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AKÜ	Afyon Kocatepe Üniversitesi
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	Borsa İstanbul
GAAP	Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri
İMF	International Monetary Fund
İSMMMO	İstanbul Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası
İTO	İstanbul Ticaret Odası
KOBİ	Küçük ve orta büyüklükteki işletme
NACD	National Association of Securities Dealers
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
ROSC	Standart ve Kodlara Uyum Raporları
SDÜ	Süleyman Demirel Üniversitesi
SEC	Securities and Exchange Commission
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türk Bankalar Birliği
TKYD	Toplam Kalite Yönetimi Derneği
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
Vd	Ve diğerleri
VUK	Vergi Usul Kanunu

GİRİŞ

Son yıllarda sıkça gündeme getirildiği gibi küreselleşmenin yarattığı ekonomik, siyasal ve toplumsal yapı, işletmeler için yeni dönüşümlerin habercisidir. Bu alan içinde işletmeleri etkileyen birçok uyarıcı söz konusudur. Bunun yanında iletişim olanaklarının, ulaşım sistemlerinin gelişmesi, finansal piyasaların devasa boyuta ulaşması, insan ilişkilerin çok boyutlu ve kültürler arası hale gelmesi, teknolojik yenilikler işletmeleri yeni bir süreçle karşı karşıya bırakmıştır. Bu nedenle yönetim kavramı içerisinde ele alınan kavramlarda da artış yaşanmıştır ve bunlardan birisi de kurumsal yönetim kavramıdır.

Kurumsal yönetim (yönetişim) son yıllarda hem özel hem de kamu sektöründe daha fazla tartışılan kavramlardan biri haline gelmiştir. Özellikle tüm dünyada yaşanan şirket skandalları, kurumsal yönetim ilkelerinin daha sıklıkla ve ciddiyetle uygulanması konusunu gündeme getirmiştir. Günümüzde bilgi teknolojisi ve iletişim alanında yaşanan hızlı gelişmeler sonucunda özellikle uluslararası ticaret önündeki engeller büyük ölçüde ortadan kalkmış; ülke içi rekabet de büyük çapta uluslararası alanda yaşanan daha zorlu ve karmaşık bir mücadeleye dönüşmüştür. Ayrıca bu süreçte yatırımcılar finansal performans kadar, kurumsal yönetim ilkelerinin de uygulamalarının etkinliğini de dikkate almak durumundadır. Bu nedenle gerek şirket yönetimlerinin gerekse devletlerin yasal düzenlemelerinin daha çok yeni yönetim ilkelerine göre dönüştürülmesi gündeme gelmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamalarından elde edilen yararları göstermeye yönelik çalışmaların birçoğu, bu uygulamaların firmaların yönetsel performanslarını arttırdığı gibi finansal performansları üzerinde de büyük etkilere sahip olduğunu açıklamaktadır. Özellikle küreselleşme olgusu ile birlikte krizlerin günümüzün gerçeği olduğunu düşündüğümüzde, firmaların performansları için iyi yönetilmeleri bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle firmalar kurumsal yönetim ilkelerini uyguladıkları gibi bu uygulamaların firma üzerindeki etkilerini de değerlendirme durumundadır.

Çalışma genel olarak kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların finansal performansları üzerindeki etkilerini değerlendirmeyi amaçlamaktadır. Bu kapsamda ilk bölümde ayrıntılı bir şekilde kurumsal yönetim kavramı, gelişimi ve temel ilkelerine yer verilmiştir. İkinci bölümde firmalar için finansal performansın anlamı değerlendirilmiştir. Bu kapsamda finansal performans yönetimine de değinilmiştir. Uluslararası ve ulusal gelişmeler, yapılan güncel durum ve problemler üzerinde geniş bir bakış açısı sunulmuştur. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise firmanın kurumsal yönetimi ve finansal performansı arasında nasıl bir ilişki olabileceği dünyada

genel kabul görmüş uluslararası ekonomik temeller dikkate alınarak incelenmiş, bunun yanı sıra yabancı ve yerli literatürde yer alan çalışmalar göz önüne alınarak değerlendirme yapılmıştır. Bu bağlamda kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi panel veri analizi çerçevesinde yer alan Görünürde İlişkisizi Regresyon Modeli ile Türkiye için 2000-2014 döneminde yıllık verilerek kullanılarak araştırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE GELİŞİMİ

1.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI VE KAPSAMI

Bu bölümde genel hatları ile yönetim kavramı ve konumuz açısından değerlendirilmesi gereken kurumsal yönetim kavramı incelenecektir.

1.1.1. Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetim temel olarak yönetim kavramının gelişimi içinde ortaya çıkmıştır. Yönetim kavramının bu gelişimi ve açıklamalarına bakıldığında ise genel anlamda belirli bir amaca yönlendirilmiş faaliyetler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yönetim düşüncesi bir anlamda insanlık tarihi kadar eskidir. Politika ve ekonominin bir arada ilk devlet ya da siyasal birimlerin kurulmasından itibaren bir arada buldukları düşünülürse yönetim düşüncesi günümüze kadar çeşitli iktisadi ve toplumsal olaylarda etkilenecek bugüne ulaşmıştır. İşletme bilimi açısından da yönetim en genel ifade ile işletmelerin yönetilme ve kontrol edilme sistemidir.(Calder 2008:2) Yönetim evrensel bir süreç, toplumsal yaşam kadar eski bir sanat ve gelişmekte olan bir bilimdir (Baransel 1979:4-7).

Yönetim kavramı çoğunlukla bir örgüt içinde liderlik deneyiminde bulunan, yönetici diye adlandırılan kişileri niteleyen bir kavram olarak kullanılmaktadır. Bunun dışında yönetimi “insanlara bir işi yaptırabilme gücü” olarak tanımlayan görüşler de vardır ve bu tanım yönetsel etkinlikleri diğerlerinden ayrılmıştır. Yönetim tanım olarak genellikle, bir örgüt içindeki belli bir grup insanın yönetimi anlamında kullanılmaktadır. Başka bir tanıma göre de; Yönetim; akademik bir disiplin ve çalışma alanıdır. Yönetim ile ilgili bütün tanımlar, yönetimin farklı özelliklerini yansıtmaktadır.

Kavram olarak en geniş anlamıyla yönetim; amaçların etkili ve verimli bir biçimde gerçekleştirilmesi gereğiyle bir insan grubunda işbirliği ve koordinasyon sağlamaya yönelik faaliyetlerin bütünüdür (Dinçer 1996: 19).

Benzer bir tanımlamaya göre de yönetim “ekonomik olan ya da olmayan bir amaca yönelik olarak kurulan bir kuruluşun (özel ya da kamu) maddi kaynaklarının, insan kaynaklarının ve teknolojik kaynaklarının en iyi şekilde yönetilmesidir.” (Sönmez ve Toksoy 2011: 20–22)

Bir bilim olarak yönetim ise sadece bir faaliyetler dizisi veya süreç olarak değil, aynı zamanda öğrenilebilir bir bilgi topluluğu, bir disiplindir. Kendine özgü teorileri, kavramları ve ilkeleri vardır. Buna göre bilim olarak yönetim; örgüt amaçlarının etkili ve verimli bir şekilde gerçekleştirilmesi amacıyla planlama, Örgütlenme, yöneltme, koordinasyon ve kontrol fonksiyonlarına ait kavram, ilke, teori, model ve teknikerin sistematik ve bilinçli olarak uygulanması ile ilgili tüm faaliyetler topluluğu şeklinde tanımlanmaktadır (Dinçer 1996: 22).

Buraya kadar yönetimin belirli unsurları da gündeme gelmektedir. Öncelikli olarak yönetimin olabilmesi için bir topluluğun olması gerekmektedir. Yönetilecek olanlar bu topluluktaki kişilerdir. İkinci olarak bu topluluğu harekete geçirecek bir gücün olması da şarttır.

Yönetimin gücünün kaynağı korkutmaya, ödüllendirmeye, uzmanlığa ya da biçimsel güce dayalı olabilecektir (Can 1989:185) .

Bunun yanı sıra yönetilen topluluğun elde etmeye çalıştığı ortak bir amacın varlığı da gerekmektedir ve yöneticiler varlıklarını bu amaca dayandırmak durumundadır (Tuzcu 2004: 8)

Yönetim kavramı içerisinde yöneticiler örgüt tarafından ihtiyaç duyulan sonuçları başarmak için detaylı adımlar ve zaman tabloları oluşturma ve sonra bunu sağlamak için gerekli olan kaynakları tahsis etmeyi üstlenmektedir. Bunun yanında örgütlerin amaç ve stratejileri ile ilgili planların gereklerinin üstesinden gelebilmek için bazı yapılar oluşturma; bu yapıları bireylerle kadrolaştırma, planın yerine getirilmesinde yetki ve sorumlulukları devretme, insanlara kılavuzluk etmeye yardımcı olacak politika ve prosedürler sağlama ve uygulamayı izlemede metodu ve sistemler yaratma süreçlerinin de içinde bulunur (Doğan 2007: 7-8) .

Yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda yönetim kavramı genel anlamı ile hedefleri olan ve belirli bir amacı gerçekleştirmek için bir araya gelen insanlar topluluğu olarak özetlenebilir.

1.1.2. Yönetim Düşüncesinin Evrimi

19. yüzyılda endüstriyel toplumların gelişmesiyle birlikte, büyük ölçekli örgütler (fabrika, devlet gibi) ortaya çıkmıştır. Bu tarihten itibaren, örgütsel yapıların anlaşılması ve açıklanmasına yönelik değişik kuramlar ortaya atılmış ve örgütler değişik açılardan analiz edilmeye çalışılmıştır. Örgütlere ilişkin ilk kuramsal yaklaşımlar, başlangıçta iki paralel koldan ilerlemiştir. (Marshall 1999)

- Birincil olarak bilimsel yönetimi esas alan Taylor, Fayol ve Weber'in öncülüğünü yaptığı gruptur. Bilimsel yönetim kapalı sistem, makine veya x kuramı olarak da bilinen yaklaşımda işçiler bir anlamda makinenin bir uzantısıdır. Çalışanların motivasyonu için onlara verilen ödülleri arttırmayı öngören ve onları tek boyutlu varlıklar olarak gören bir yaklaşım söz konusudur. (Vural 2005)
- İkinci olarak ise; sosyolojik açıdan ise, Max Weber'in "ideal tip bürokrasi" olarak da adlandırılan "ussal-yasal bürokrasi" modeline yaslanmaktadır.

Makine yada bürokrasi, her iki kuramda, örgütlerin yapısını çözümü üzerinde odaklanmışlardır. Bu doğrultuda, örgütlerdeki mevkilerin doğası, bu mevkilere bağlı yetki ve görevler ile bunların örgütsel hedeflere ulaşılmasında gerekli çalışma ilişkilerini irdelemeyi esas almışlardır. (Marshall 1999)

Yönetim düşüncesinin gelişimine bakıldığında, işletmeleri ve çalışanları mekanik açıdan ele alan klasik yönetim teorisinde (alternatif yaklaşımlar olabilse de) kültür ve örgüt konularının yan yana gelebilmesi son derece zordur. Bu durumun temeli sanayi devriminin gelişim sürecinde olduğu, ülkelerin maddi kalkınmayı her şeyin önünde tuttuğu, rekabet ve teknolojik yeniliklerin günümüzdeki boyutta olmadığı ve kar'ın tek amaç olduğu bir döneme dayanmaktadır. Bundan dolayı, yönetimin kalite yada niteliksel yönlerinin ortaya çıkarılması son derece zordur. Ancak zaman içinde klasik yönetim teorisinin, gelişen çağın taleplerini karşılayamaması neticesinde, neo-klasik yaklaşım hem bir alternatif hem de bir tepki olarak ortaya çıkmıştır.

Klasik teoriden ayrılış, 1929 ekonomik bunalımı sonrasındaki ekonomik ve yönetim alanındaki gelişmelerle paralellik göstermektedir. Klasik teorinin mekanik ve birbirine benzeyen örgüt yaklaşımları, Mayo, McGregor, Maslow ve Likert gibi birçok araştırmacının farklı yaklaşımları ile geliştirerek neo-klasik teorinin temellerini atmışlardır. Neo -klasiklere göre

çalışanlar için paranın önemi göz ardı edilmemekle birlikte, asıl motive edici olan unsur sosyal faktörlerdir (Vural 2005).

Günümüzde yönetim düşünce ve uygulamalarında insanı öne çıkaran ve çalışan psikolojisinin unsurları da temel unsur gereksinim olmuştur. Çalışan motivasyonu, ast-üst ilişkilerinde psikolojik unsurlar, takım yönetimi, grup çalışması ve öz denetimi gibi birçok unsur yönetim anlayışını şekillendirmiştir. Böylece, yönetim stratejilerinde sadece bir süreç değil aynı zamanda insan ilişkilerini de mikro ve makro düzeyde ele alınması gerektiği fikri giderek daha fazla irdelenmeye başlamıştır.

Modern yönetim yaklaşımı ise, bir tür denge anlayışını ön plana çıkarmıştır. Bu yaklaşıma göre sadece insana önem verilmesinin çok verimli olamayacağı, insanın teknoloji ile birlikte daha verimli olacağı düşünülerek her iki yaklaşımın uyumlu bir sentezinin oluşması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda gelişen modern örgüt teorilerinde ön plana çıkan teoriler ise; Z Teorisi, sistem yaklaşımı, durumsallık yaklaşımı ve toplam kalite yönetimi yaklaşımıdır (Kutunis 2003).

Modern dönemde işletmeler, yönetim alanında dört temel özelliğe sahiptir. Buna göre; (Calder 2008:8)

1. Üyelerden farklı bir kişiliğe sahip yasal bir varlıktır. Bu varlık kendi faaliyetlerini yönetmek için anlaşmalar yapabilir, dava açabilir ya da dava edilebilir, kendi adına varlıkları satın alabilir, elinde tutabilir ya da satabilir; personel, uzman ve yüklenici çalıştırabilir, kendi adına ticari kontratlara girebilir.
2. Varlığını etkilemeksizin sahipliğinin tümünü ya da bir bölümünü hissedarlarına transfer edebilir.
3. Hissedarlarından bağımsızdır ve bu nedenle işletmenin yaşaması bu hissedarların yaşamını sürdürmesine bağlı değildir.
4. Sınırlı sorumluluğa sahiptir; hissedarlar şirketin faaliyetleri dolayısıyla direk sorumluluk üstlenmemektedir.

Modern örgüt teorileri de özellikle teknoloji ve sanayi değişimlerinden dolayı gelişmelerin doğrultusunda değişime uğramış ve post-modern yönetim anlayışına doğru gelişimin temelini oluşturmuştur. Yönetim alanındaki post-modern yeni anlayış ise insan ve teknoloji olarak iki ana temele dayanmaktadır. Post-modern yönetim anlayışında esneklik kavramı

oldukça önem kazanmıştır. Değişimin çok hızlı şekilde yaşandığı bir ortamda işletmelerin esnek bir yapıya sahip olmaları ve gelişmelere hızlı uyum sağlayabilmeleri daha kolay hale gelmiştir. Bu durum ise günümüz koşulları için temel şart olarak karşımıza çıkmaktadır.

Post-modern dönemin belirleyici ana unsuru ise, bilgi olmuştur. İnsan bilginin kölesi değil, bilgiye hükmetmesi görüşü benimsenmiştir. Bu yaklaşımın amacı ise, sadece makinenin varlığı değil, kişinin bunun yanında insanlığını da unutmamasıdır. Yani insanın makineyi en verimli şekilde kullanacak bilgiyi üretip kullanmasıdır (Kutanis 2003).

Yönetim düşüncesinin evriminin zaman içinde gösterdiği gelişime bakıldığında mekanik bir yapıdan bilgi temelli ve insanı ön planda tutan bir anlayışa doğru gelişim gösterdiği gözükmemektedir. Bu gelişim doğrultusunda ise yönetim kavramı kendi gelişimi doğrultusunda artık sadece yönetim değil aynı zamanda iyi yönetişime geçişe doğru yol almaktadır. İyi yönetişim ve yönetim etkisinin yaygınlaşması “kurumsal yönetim” kavramının ortak bir terim olarak ortaya çıkmasına sebep olmuştur.

1.1.3. Kurumsal Yönetim Kavramı ve Kapsamı

Yönetim düşüncesinin gelişmesi ile bilgi ve insan temelli olarak gelişmesini devam ettiren yönetim düşüncesi, yönetimin takip edilmesi, şeffaflığı ve ortak amaca hizmet etmesini takip ve standardize etmesi açısından şirketlerin ortak bir metodoloji ile takip edilmesi ihtiyacını yani kurumsal yönetimin ortaya çıkmasını sağlamıştır. Bu doğrultuda son dönemlerde gelişen ve özellikle dünyada ve ülkemizde halka açık şirketler için zorunlu olarak uygulanmaya başlanan kurumsal yönetim kavramının gelişimi ve kapsamının açıklanması gerekmektedir.

Günümüz yönetim anlayışı içerisinde şirketlerin yönetiminde ve faaliyetlerinin yürütülmesinde kar elde etme ve karın ortaklar arasında dağılması geleneksel hedefi yanında; hissedarlar başta olmak üzere müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, yerel yönetimler, rakipler, devlet, medya, sivil toplum örgütleri ve çalışanlar gibi tüm menfaat sahiplerinin haklarının korunmasını ve beklentilerinin karşılanması gündeme gelmiştir. Bu nedenle şirket yönetimleri baskı gruplarını eskisinden daha fazla dikkate almak durumundadır. Bu doğrultuda Kurumsal yönetim günümüzde yönetim bilimi içerisinde sıklıkla başvurulan kavramlardan biri durumundadır (Tuzcu 2004:3).

İşletmelerin büyüme ve sürdürülebilirliğinde şirketin yapısı ile çevresel şartlarla uyumlu şekilde kurumsallaşması gerekli ancak yeterli değildir. Kurumsallaşmanın da kurumsallaşması gerekmektedir. Bunu sağlayacak olan ise kurumsal yönetim anlayışının üst yönetim benimsenmesi ve hayata geçirilmesidir. Özellikle uluslararası ticaret ve işbirliğinin artması, şirketlerin kurumsal yönetime daha fazla önem vermelerini gerekli kılmaktadır. Bir tarafın başka bir tarafı yönettiği bir ilişkiden, karşılıklı etkileşimlerin öne çıktığı bir ilişkiler bütününe doğru dönüşümü ifade eden kurumsal yönetim, herhangi bir şirkette hissedarlar dâhil, yürütülen faaliyetler ile doğrudan veya dolaylı ilgili olan tüm paydaşların hakları ve sorumluluklarını ortaya koyan yönetim felsefesidir (Öztürk vd. 2011:222) .

Kurumsal yönetimin ortaya çıkmasına öncülük eden uluslararası kurum olarak OECD'nin tanımlaması ile kurumsal yönetim; şirketlerin yönetim ve kontrolünü sağlayan bir sistemdir ve bu yapı şirketlerdeki yönetim kurulu, yöneticiler, paydaşlar ve alacaklılar gibi farklı katılımcıların haklarını ve sorumluluklarını belirlemektedir (Menteş 2009:9).

Kurumsal yönetim, yukarıdaki çalışmalara bakıldığında birçok unsuru bir arada barındırmasına karşın başlangıç dönemlerinde, işletme açısından sahipler, yönetim, kurul ve diğer paydaşlara vurgu yapıyordu. Zaman içinde gelişme kurumsal yönetim kavramı ile diğer unsurlarında kapsamın içine girmesi sağlanmıştır

Akademik olarak kurumsal yönetim, sahiplik ve denetim ayrılığına neden olan problemlere odaklanmaktadır. Buna göre kurumsal yönetim, yönetimin denetimi, kusursuz karar verme süreci, şeffaflık, hissedarlar ve yatırımcıların bilgilendirilmesi konusunda kurallar, bağımsız komitelerin oluşturulması, yönetim kurulu kuralları ve uygun içyapıyı sağlayacak mekanizmaların oluşturulmasına odaklanmaktadır (Fernando 2006:9-12).

Cadbury Raporunda kurumsal yönetim kavramı net bir şekilde açıklanmıştır. Buna göre; kurumsal yönetim, şirketlerin nasıl yönetileceği ve kontrol edildiği ile ilgili bir sistemdir. Yönetim kurulları kendi şirketlerinin yönetiminden sorumludur. Hissedarların yönetimdeki rolü, müdür ve denetçilerin atanması ve yönetim yapısında memnuniyetinin sağlanmasıdır. Yönetim kurulunun sorumlulukları ise şirketin stratejik amaçlarına liderlik etmek, yönetime yardımcı olmak ve hissedarları idare konusunda bilgilendirmektir (Calder 2008:12).

Kurumsal yönetimin kamusal yönüne bakıldığında ise, kurumsal yönetim işletmenin yaşamını sürdürme, büyüme ve gelişmesini sağlamakta ve aynı zamanda hesap verilebilirliğe vurgu yapmaktadır (Fernando 2006:10-17) .

“Kurumsal yönetimi açıklamasında ise Millstein; kurumsal yönetim bir şirketin kamuoyu ve hak sahiplerinin çıkarlarına zarar vermeyecek şekilde, hem mali hem de insan kaynaklarını kendisine çekmesi, verimli çalışması ve hissedarlarına ekonomik kazanç yaratarak istikrar sağlamasına olanak sağlayan kanun, yönetmelik ve özel sektör uygulamalarının bir birleşimi olarak tanımlamaktadır” (Babuşçu 2007:339) .

“Kurumsal yönetimin işleyişi yapısına göre tanımlarsak eğer, kurumsal yönetim, şirketlerin kendi sorumluluklarının bilincinde olarak şirketin devamlılığını sağlayacak, ortaklıkların elde ettiği değerlere karşı şirketin değerini arttırabilecek ve bunu yaparken de ilişkide olduğu kurum ve kişilerle olan ilişkilerini etik değerlere uygun prensipler çerçevesinde yürütecek bir yapıdır” (Tuzcu 2004:24).

“Zaffron ve Logan’a göre, kurumsal yönetimi dönüştürmek için temel hareket noktası, kurumsal yönetimin doğasının kolektif görünümünün farkında olmaktır. Eğer kişiler kurumsal yönetimi hissedarları, bağımsız yöneticilerden korumak için oluşturulmuş bir yapı olarak değerlendirirlerse, kurumsal yönetim düzenlemeler, kısıtlamalar ve kusurları ile tanımlanmaya devam edecektir. Bu yaklaşım güvensizlik ve fırsatçılık motivasyonu döngüsünü sürdürecektir. Bu doğrultuda kurumsal yönetimin amacı; yapılar, kurallar ve karar verme prosedürleri ile bir organizasyonun faaliyetlerini yönetmek ve denetlemektir” (Todd 2010:62) .

Kurumsal yönetimin kapsam açısından tek nokta ya da boyutlu olması mümkün değildir. Bundan dolayı kapsamın ve bakış açısının genişletilerek analiz edilmesi gereklidir. Bu doğrultuda kurumsal yönetim işleyişine bakılmalıdır.

Kurumsal yönetim tanımlarının tek bir boyutu ya da içeriği yoktur. Bazı tanımlar hissedarlar ve şirket arasındaki bağa vurgu yaparken, bazıları da yönetim kurulunun resmi yapısı, uygulama kodları ve kurumsal etkinlik gibi konulara yoğunlaşmaktadır (Fernando 2006: 13-16).

Bushman ve Smith’e göre de kurumsal yönetimin temel amacı yöneticilerin ve büyük pay sahiplerinin, küçük pay sahiplerini yatırımlarının değeri konusunda aldatmalarını engelleyerek şirketin değeri konusunda güvenilir bilgiye sahip olmalarını sağlamak ve yöneticileri bireysel amaçlarını gerçekleştirmeye çalışmak yerine şirketin değerini maksimize etmek konusunda motive etmektir (Arsoy 2008:19).

Tablo 1.1 Geleneksel Yönetim ve Kurumsal Yönetim Yaklaşımlarının Karşılaştırılması

Geleneksel Yönetim Anlayışı	Karşılaştırma Kriteri	Kurumsal Yönetim Anlayışı
Insider Sistemi: Patron aynı zaman da yönetir ve denetler. Organizasyon da kuvvetler birliği ilkesi geçerlidir.	Güç ve otorite	Outsider sistemi: Şirket sahipliği, yönetim denetimi birbirinden ayrılmıştır. Organizasyonda kuvvetler ayrılığı ilkesi geçerlidir.
Şirket sahipler ve yöneticileri, şirketi kendi iradi ve takdiri kararlarına göre yönetir.	Kurallara Karşı takdiri kararlar	Şirket yönetiminde kurallar hâkimdir.
Patron ve yöneticilerin hukuki sorumlulukları yeterince çizilmemiştir.	Sorumluluk	Şirket sahip ve yöneticileri, şirket paydaşlarına karşı doğrudan sorumludur.
Sadece vekiller "patronlara" hesap verirler. Patronun hesap verme yükümlülüğü yoktur.	Hesap verme yükümlülüğü	Şirket sahip ve yöneticileri paydaşlara karşı hesap verme yükümlülüğündedir.
Kurucu patron kendisi dışında kimseye hesap vermez.	Hesap sorma hakkı	Paydaşların şirket yönetimine hesap sorma hakkı vardır.
Şirket yönetiminde şeffaflık ilkesine fazla önem verilmez. Yönetim, sadece uygun gördüğü şirket bilgilerini kamuoyuna açıklar.	Şeffaflık	Şirket sahip ve yöneticileri şirket faaliyetlerini şeffaflık içerisinde yürütmek durumundadır.
Patron arzu ettiği kişileri yönetim kuruluna atar.	Yönetim kurulunun oluşumu	Yönetim kurulu üyesi olabilmenin bazı genel şartları vardır. Bilgi, liyakat ve erdemi buluşturacak kurallar ve ilkeler geçerlidir.
Şirket yönetim ve denetleme kurullarında üye olanlar tam bir bağımsızlıkla görevlerini icra edemezler. Nihayetinde kurul üyeleri patron tarafından atanır.	Bağımsızlık	Şirkette bağımsız yönetim ve denetim ilkeleri hâkimdir. Yönetim kurulunun bir kısmı şirketle hiçbir çıkar ilişkisi olmayan kişilerden oluşur.

Kaynak: İbrahim Öztürk ve diğerleri, **Büyük Dönüşüm: Ekonomi, Şirketler, Girişimci**, İstanbul: İTO Yayınları, 2011, s. 223.

Kurumsal yönetimini ayırıcı özellikleri ise ; (Mallin 2007:5–6)

- Uygun kontrol sistemi oluşturarak varlıkların korunması,
- Tek kişinin egemenliğini engellemek
- Yönetim kurulu, hissedar ve yatırımcılar ilişkilerini düzenlemek
- Hissedar ve yatırımcılara en iyi kazancı sağlamasını süreklileştirmek
- Yatırımcıların yönetim ve performansı takip etmesi için şeffaflık sağlamak

1.2. KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN TEORİLER

İktisadi faaliyetlerin gelişmesi ile birlikte iktisat teorileri yaşanan güncel sorunlara karşı yeni çözümler getirmeye başlamıştır. Bu çözümler özellikle 1900’lü yıllar ile oldukça hızlanmıştır. İktisadi çözümlerde özellikle firma teorisi üzerinde olan gelişmeler ise neo-klasik iktisatçıların mikroekonomi üzerine yoğunlaşmaları ile başlayan gelişmeler dikkat çekmektedir.

Neo-klasik iktisatçılar firmayı sadece üretim yönüyle ele almışlardır. Firmanın tüm aktivitelerini karı maksimize etmesine bağlanmışlardır. Sadece ekonomik ve üretim yönlü firma tanımlarının yönetimi tam açıklayamaması sonucunda araştırmacılar yönetici ve kontrol edicilerin davranışlarındaki ekonomik mantığı düzenleyen davranışsal yönü ele almaya başlamışlardır (Bhasa 2004:8).

Ronald Coase’nin 1937’deki firmanın doğası üzerine olan ve firmanın sınırlarını karakterize eden otorite ve idareyi vurgulayan çalışması araştırmacıların firma algısında ciddi bir değişime neden olmuştur. Alchian ve Demsetz (1972) tarafından yapılan ve firmayı sözleşmeler ilişkileri ağı olarak gören çalışma tarafından daha da güçlendirilmiştir. Vekil teorilerindeki asıl gelişme Jensen ve Meckling (1976) “Firma Teorisi: Yönetimsel Davranış, Vekalet Maliyetleri ve Sahiplik Yapısı” isimli makaleyle olmuştur.

Modern ekonomik teori içerisinde “kurumsal yönetim” ve “firma teorisi” en hızlı büyüyen iki teordir. Berle ve Means (1932) ve Coase (1937) çalışmalarından sonra yaşanan uzun sessizlik sonrasında Berle ve Means modern Amerikan şirketlerinin profesyonel yöneticilere çok fazla bağımlı bir hale geldiklerini ve şirketlerde sahiplik ve kontrolün ayrılmasıyla yönetimsel ekonominin oluştuğunu iddia etmişlerdir. Buna göre yöneticiler şirketi

işletecek, şirketin sahipleri olan pay sahipleri de nakit akışından yararlanacaklardı. Bu durum yöneticiler ve pay sahipleri arasındaki potansiyel çıkar çatışmasının nedeni olmuştur (Karayel 2011: 43).

Bu incelemede kavramaların kurumsal yönetim kavramına katkıları bakımından ise aşağıdaki teorik yapılar incelenecektir.

- Vekâlet teorisi (Agency)
- Paydaş Teorisi. (Stakeholder)
- Pay teorisi (Shareholder)
- Temsil teorisi (Stewardship)

1.2.1. Vekâlet Teorisi

Vekalet teorisi genel anlamda işletme sahiplerinin çok olması ve herkesin yönetimde yer alamaması sonucundan yola çıkılarak şirket sahipliği ile operasyonu yönetme açısından ayrı ayrı fonksiyonların farklı kişiler tarafından yerine getirilmesinden kaynaklı bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır.

Günümüzde ticaretin büyük ölçülere ulaşması, beraberinde işletmelerin de ölçülerinin ve ölçeklerinin büyümesine ve işletmelerde yetki devrinin kendiliğinden var olan bir mekanizma haline gelmesine yol açmıştır. Bu nedenle, aynı zamanda yönetici olan işletme sahibinin yerini, büyük ölçüde profesyonel yöneticiler almışlardır. Yöneticiler, çoğu zaman görevleri karşılığında uzun vadede daha fazla ücret alma temel güdüsüyle hareket eden ve bu yüzden işletme sahiplerinin çıkar ve güdülerıyla çatışabilecek kişisel amaç ve hedefleri bulunan kişilerdir. Bu nedenlerle, işletme sahipleri yöneticilere emanet ettikleri kaynakların etkin ve verimli olarak kullanımı hususunda endişe duyabilmektedirler. Bununla birlikte işletme sahiplerinin yöneticilerin görevlerinin yerine getirip getirmediği hususlarında yeterli değerlendirmeleri yapacak zamanları ya da teknik ve metodolojik yetenekleri olamayabilmektedir (Akarkarasu 2000:11)

Firma teorileri ve kurumsal yönetim alanındaki akademik çalışmalara bakıldığında, yöneticilerle işletme sahipleri arasındaki ilişki, vekâlet ilişkisi (agency relationship) olarak ifade edilmektedir. Buna dayanarak vekâlet teorisi, işletme ile ilgili taraflar arasında bilgi akışını sağlayan bir vekâlet ilişkisinin var olduğunu ifade etmektedir. Vekâlet teorisinin tanımının ve içeriğinin incelenmesinden önce vekâlet ilişkileri kavramının açıklanması önemli görülmektedir.

Vekâlet ilişkileri “bir veya daha fazla kişinin (asilin), başka bir kişiyi, kendine düşen hizmetleri otorite adına vekil olarak gerçekleştirmek üzere parayla tutma üzerine yapılan sözleşme” olarak açıklanmaktadır (Koçel 2007:358).

Vekâlet ilişkisi işletmenin sahibi kişi ya da kişilerin (principals) kendi şahıslarına ve hesabına işlerini yürütmeleri için aracı konumunda olan birey (agent) ile düzenledikleri sözleşmedir (Jensen ve Meckling 1976:5–6).

Vekalet teorisinin temeli olan tarafların farklı amaçlar doğrultusunda hareket etmesi ve zaman içinde amaçların farklılaşması ile bunun işletme üzerindeki etkilerini açıklamaktır. Böylece bireysellik yaklaşımı ile hissedar ve yöneticilerin davranışlarını kurumsal yönetim ilkelerine göre değerlendirme ve açıklama şansı elde edilecektir.

Yönetim teorilerinin gelişimi doğrultusunda vekalet teorisine bakarsak eğer karşımıza iki ana sonuç çıkmaktadır.

1. Vekalet yaklaşımı, iktisatçıların, yardımlaşma durumunda olan tarafların motivasyonları, birbirini kontrol etmeleri ve aralarındaki bilgi akışı konularını incelemesi ile gelişmeye başlamıştır (Şimşek 1998) .
2. Yönetim yaklaşımı olarak ise bazı araştırmacılara göre, neo-klasik yaklaşımın örgüt olgusuyla ilgili önemli konuları göz ardı etmesinin sonucunda yönetim alanında kullanılmaya başlanmıştır (Ataman 2001).

Vekâlet teorisinin, finansın temel ilkelerinden biri olan, “bireysel çıkarı düşünme davranışı ilkesi”ne (The Principle of Self-Interested Behavior) dayandırılmakta olduğu ve söz konusu ilkenin yeni bir uygulaması olarak kabul edilmekte olduğu görülmektedir. Bireysel çıkarı düşünme ilkesine göre, bireyler kendi mali çıkarlarını düşünerek davranmaktadırlar. Bireyler kendileri için en fayda sağlayıcı ve avantajlı davranışta bulunurken, vermiş oldukları karar diğer alternatifleri uygulama olasılığını ortadan kaldırmakta yani fırsat maliyetini ortaya çıkarmaktadır. Fırsat maliyeti, seçilenin değeri ile en iyi alternatifin değeri arasındaki fark olarak tanımlanmakta ve alınan kararın bir göstergesi olmaktadır. Vekâlet teorisi, bireysel davranışların dikkatli bir analizini içermekte ve yetki veren ve vekil arasındaki sözleşmelerin daha etkin bir şekilde yerine getirilmesini sağlamaya çalışmaktadır (Eisenhardt 1989:58)

Vekalet teorisi, birinin, diğer bir kişiyi kendi işini yapması için tutması veya vekâlet ilişkisi, işletmenin gerçek sahipleri olan hissedarlar ile yöneticiler arasındaki ilişkinin

incelenmesine yoğunlaşmaktadır. Sahiplik ile yönetimin birbirinden ayrılması ve karmaşıklaşması, hissedar-yönetici ilişkisini vekâlet ilişkilerinin odak noktası haline getirmektedir (Kahveci 2008).

Vekillik ilişkisinin sorunlarından kaynaklanan vekalet teorisi ortaya çıkış sebepleri yanı sıra bazı sorularada cevaplar aramaktadır. Bu doğrultuda vekalet teorisinin sorun ve aradığı cevaplar ise teorinin çıkış nedenlerinden farklılıklar gösterecektir.

Vekâlet teorisi, amaçları ve çıkarları farklılaşan iki kişi / tarafın birbiri ile yardımlaşmak durumunda ortaya çıkan sorunları incelemektedir.(Koçel, 2001,355) “Vekâlet teorisi şu sorulara cevap bulmaya çalışmaktadır” (Eisenhardt 1989:60).

- Arzu ve çıkarları farklı ve çıkar çatışması içinde olan tarafların birbirini nasıl kontrol edeceği,
- Taraflar arasındaki bilgi akışının nasıl düzenleneceği,
- Taraflar arasında en etkin ilişkinin hangi yolla sağlanabileceği.

“Diğer yandan, vekâlet teorisinin temel varsayımları şu şekilde sıralanmaktadır”; (Ataman 2009: 229)

- İşletme sahibi ve yöneticisi farklı amaçlara sahiptir.
- Bağımsız bir yönetim kurulu örgütün finansal başarısını arttırmak açısından önem taşır.
- Yöneticilerin devamlı olarak izlenememesi önemli bir sorundur.
- Yönetici ile işletme sahibi arasındaki çatışmayı azaltacak mekanizmalardan yararlanılmalıdır.
- Yetki devri minimize edilmelidir.

Vekalet teorisinin varsayımları ve aradığı cevapların sonucunda çıkar farklılaşmasına yani hissedarlar ile yöneticilerin işletmeye bakış açılarındaki farklılıklar sebep olmaktadır. Bu sorunun çözülmesine yönelik olarak farklı uygulama ve öneriler getirilmeye çalışılmaktadır.

Vekâlet ilişkileri, ortakların otoritesini bir başkasına (vekil) devretmesi ile ortaya çıkmakta ve yöneticinin (vekâlet veren) refahı, vekilin seçiminde büyük bir etkiye sahip olmaktadır. Bunun açık bir örneği; firmaya dışarıdan yatırım yapanlarla, firmanın yöneticileri

arasındaki ilişkidir. Yatırımcılar yönetme otoritesini, firmada eşit düzeyde ortaklığı bulunan ya da bulunmayan yöneticilere devretmektedirler (Ataman 2009:226).

“Organizasyon teorisi açısından bakıldığında, vekâlet veren (principal) olarak hissedar (sahip), vekil olarak yönetici veya vekâlet veren olarak üst yönetici, vekil olarak ast (çalışan), müşteri-satıcı ele alınabilmektedir. İktisatçıların bakışına göre vekil kendi kişisel çıkarlarına göre motive olmakta, rasyonel davranmakta ve riskten kaçınmaktadır” (Koçel 2011:356).

Koçel vd. araştırmacıların açıklamaları doğrultusunda ise vekalet teorisinin başka bir sorunu ile karşı karşıya kalmaktayız. Hissedar ile vekilin nitelikleri ve bu farklılığın işletme performansına olası etkileridir. Bu farklılıklar amaçlar, bilginin eşit dağılımı, maddi menfaatin paylaşımı ve statünün korunması gibi alanlarda ortaya çıkmaktadır.

“İşletmelerde sahiplik ve yöneticiliğin ayrılması ve yönetimin profesyonel yöneticilere geçmeye başlaması ile birlikte işletmenin performansının kim tarafından, nasıl ve nereye kadar kontrol edileceği önemli bir sorun olarak belirmiştir. Amaca ulaştıracak işler konusunda “vekil” daha fazla bilgiye sahiptir. “Vekâlet veren” eşitli teşvik ve kontrol önlemleri ile vekilin amaçlar doğrultusunda çalışmasını denetlemek istemektedir. Bu sorunun nasıl çözümleneceği ise “vekâlet yaklaşımı”nın ilgilendiği konular arasında yer almaktadır” (Koçel 2011:356).

Vekâlet teorisindeki vekil ilişkisinde yaşanan temel problem bilgi asimetrisidir. Asimetrik bilgi, işletme içindekilerin (yöneticiler) işletme dışındakilere (hissedarlar) göre işletme ile ilgili bilgi avantajına sahip olması durumu olarak ifade edilebilmektedir ve içerdekilerin bu tür bir bilgi avantajına sahip olmaları söz konusudur (Ataman 2011:225-229).

Vekâlet teorisi, bilgi asimetrisini araştırarak sınıflandırmakta ve bilgi asimetrisini giderme ile vekâlet veren ve vekil arasındaki çıkarların uyumlaştırılmasını sağlayan örgütsel biçimlenme için örnek çözümler geliştirmeye çalışmaktadır (Demirel 2005:109). Asimetrik bilginin yanında önemli diğer bir kavram da “kişisel çıkar” (opportunism) kavramıdır. Buna göre vekâlet ilişkisine giren her iki tarafı motive eden konu tarafların kendi bireysel çıkarlarıdır. Bu kavram, tarafların en fazla çıkarı elde etmek üzere davranacağını ve bu yönde kararlar alacağını öngörmektedir (Koçel 2007:356).

Asiller ve vekiller arasındaki anlaşmazlıkların daha çok yatırım kararları ve parasal konularda ortaya çıkmakta olduğu belirtilmektedir. Bu tür uyuşmazlık noktaları ele alınarak, “vekâlet ilişkisi” dört ana konu altında sınıflandırılabilir (Crutchley vd. 1999).

- Finansman politikası,
- Temettü politikası,
- Yatırım politikası
- Sermaye işlemleri piyasası kararlarıdır

Finansman politikası: İşletmeler yeni yatırımlarını önceki yatırım ve faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kaynaklardan, borçlanarak veya hisse senedi ihraç ederek finanse etmektedirler. Bu noktada, hissedarlar (asiller), önceki faaliyetlerden elde edilmiş olan kârların kendilerine temettü olarak dağıtılmasını ve yatırımın borçlanarak finanse edilmesini beklemektedirler. Yöneticiler (vekiller) ise genellikle önceki faaliyetlerden elde edilen kaynakları bir sonraki yatırımlarda kullanmayı istemektedirler. Bu tür durumlarda, hissedarlar ve yöneticiler arasında karar uyuşmazlıkları ve çıkar çatışmaları ortaya çıkabilmektedir (Jensen Solberg ve Zorn 1992:247-251).

Temettü politikası: İşletmedeki yöneticiler her zaman kârlı yatırım projelerine yatırım yapma kararı alamayabilmektedirler. Bu durumda kârlı olmayan yatırımlar veya projeler de gerçekleşebilmektedir. Bu nedenle elde edilen önceki dönem gelirlerinin yeni ve kârlı alanlarda yatırıma dönüştürülememesi sebebiyle yöneticiler ve hissedarlar arasında uyuşmazlık ve çıkar çatışması gündeme gelebilmektedir (Cohen ve Yagil 2006:179-180).

Yatırım Politikası: Yöneticiler bir takım belirsizliklerden dolayı yeni yatırım yapma konusunda çekimser olabilmekte ve içerdiği risk nedeniyle yeni yatırımlara girişmeyebilmektedirler. Hissedarlar ise genellikle risk alma eğimindedirler ve yeni yatırım kararlarından bu nedenlerle iki taraf arasında çıkar çatışması ve uyuşmazlıklar ortaya çıkmaktadır (Cohen ve Yagil 2006:180).

Sermaye Piyasası İşlemleri: Yöneticiler işletmenin stratejik kararlarında rol almaktadırlar ve işletmenin genel yapısı, mali yapısı, yatırım planları gibi birçok konuda bilgi sahibidirler. Bu tür detaylı ve ciddi bilgilere sahip olan yöneticiler olumlu veya olumsuz bilgilerin piyasada duyulmasından önce hisse senedi işlemleri yaparak yüksek kazançlar elde edebilmektedirler. Bu durumda yöneticiler işletme hakkında sahip oldukları bilgileri kendilerine

menfaat sağlayacak şekilde kötüye kullanabilmektedirler. Bu ise işletme hissedarları ile aralarında çıkar çatışmasına ve uyuşmazlığa sebebiyet vermektedir (Doukas 2000:54-61).

Vekâlet teorisine göre örgüt farklı bireyler arasında yazılı ve yazılı olmayan “anlaşmalardan oluşan karmaşık bir sistem”dir. Buna göre vekâlet teorisinin ana fikri, yöneticilerin işletme hakkında işletme sahiplerinden daha fazla bilgiye sahip olmaları ve sürekli olarak kontrol edilememelerinden dolayı bazı durumlarda kendi çıkarlarını örgütsel çıkarların önünde tutabilecekleri şeklindedir (Şimşek 1998: 213).

Vekalet teorisindeki vekil ile vekalet veren arasındaki çıkar çatışmaları işletmecilik tarihinin çözülmesi en zor problemlerinden biri olarak karşımızda durmaktadır. Bu sorun çeşitli açılardan incelenmeye devam etmekte ve farklı çözüm önerileri getirilmektedir. Bu çözüm önerine kurumsal yönetim penceresinden yaklaşan araştırma ve sonuçları aşağıda açıklanmıştır.

Vekalet teorisinde, dışarıdan vekil olarak atanan yöneticiler, hissedarlardan çok kendi menfaatlerini ve kendilerini işe alan kişilerin menfaatlerini ön plana alabilmektedirler. Bu durumda vekâlet teorisi işletme sahipleri ile yöneticiler arasında çıkar ortaklığı anlaşması yapılması ve uygulanmasını kapsayarak, yöneticileri işletme sahiplerinin yararına çalışması için özendirilecek sistemlerin de geliştirilmesini sağlamaktadır. Böylece, vekâlet yaklaşımı, taraflar arasındaki bu çıkar uyumsuzluğunu inceleyerek ortadan kaldırılmasına yönelik birtakım önlemler geliştirmektedir (Demsetz ve Lehn 1985:1155-1161).

Vekâlet teorisini faktör ve maliyetler açısından incelenmesinde ise, sözleşmeye dayalı ilişkilerdeki sözleşme ortamını oluşturan faktörlerin etkilerini de incelemektedir. Söz konusu faktörler; belirsizlik, farklı bilgilenme düzeyi, yetki veren ile vekilin risk ve çaba konusundaki tercihleri, sermaye yoğunluğu, işletme varlıklarındaki yoğunlaşma derecesi, sermaye piyasaları, işletme içi ve dışı işgücü piyasalarının özellikleri, garanti sağlayıcı araçlar ve kontrol-izleme maliyetleridir (Fama ve Jensen 1983:328).

Vekilin özendirilmesine yönelik olarak ise, vekâlet veren, çeşitli özendirmelerle (incentives) vekili motive edebilmektedir. Ancak eğer vekâlet veren vekilin davranışlarını değerleyip yönlendiremiyorsa, aralarında çatışma başlayabilmektedir (Stroh ve Brett 1996:751).

Vekalet teorisinin çatışmalarını inceleyen çalışmalara göre, vekâlet teorisinin, “vekâlet veren-vekil teorileri” ve “pozitivist vekillik” olarak iki yaklaşımla incelendiği belirtilmektedir. Bu şekilde “vekâlet veren-vekil yaklaşımı”, iki taraf arasında işbirliğini sağlayacak optimal bir ilişki düzeni geliştirmekle ilgilidir (Koçel 2001:356).

Vekalet teorisindeki pozitivist vekâlet (kurumsal kontrol) yaklaşımı ise, işletme sahibiyle yöneticisi arasındaki temsil probleminin yanı sıra bu problemlerin çözümüne yönelik önlemleri de bulundurmaktadır. Güdüleyici araçların seçimi, dışsal işgücü pazarı ve para piyasalarının yöneticiler üzerindeki etkisinin incelenmesi gibi konular temsil ilişkisinin oluşturduğu problemlere aktif ve proaktif önlemler olarak incelenmektedir (Şimşek 1998, 12).

Vekalet teorisindeki çatışmalar aynı zamanda finansal yönetim alanında özellikle kriz ve suça yönelik zamanlarda ön plana çıkan diğer bir kavrama olan “ahlaki çöküntü” kavramına da vurgu yapmaktadır. Burada ahlaki çöküntü ve zıt seçim kavramları vekalet teorisindeki vekil probleminin açıklanmasında da önem kazanmaktadır.

Ahlaki tehlike, vekilin davranış ve faaliyetlerinin yönetimden gizli olduğu veya gözlenemeyecek maliyetlere ulaştığı durumları içermektedir. Bunun neticesinde; vekâlet veren (yönetici) için vekilin hareketlerini izlemek imkânsız ya da aşırı maliyetli hale gelmektedir. Zıt seçimlerde, vekil, yönetici için gözlenmesi zor veya elde edilmesi maliyetli bilgilere sahip olabilmekte iken bu nedenle yönetici, vekilin kararlarının kendi çıkarları doğrultusunda verilip verilmediğine emin olamamaktadır (Ataman 2009: 227).

Zıt seçim durumunda, yönetici kazancının korumak için, vekilin kötü davranma olasılığını azaltmak amacıyla girişimde bulunmaktadır. Bu girişimlerde maliyet esas olmaktadır ve bu maliyet “vekâlet maliyeti” olarak ifade edilmektedir. Böylece, toplam vekâlet maliyeti, vekilin yaptığı resmi harcamaların ve yöneticinin fazla kayıplarının yönetici tarafından izlenmesi ve denetlenmesidir (Dağlı 1998: 18).

Vekalet teorisindeki farklı etkileşimlerin incelenmesi ile literatürde bir çok değişkene odaklı yapılan araştırmalar göze çarpmaktadır. Sahiplik, performans, arge maliyetleri, borçlanma işlemleri, işletme hakları vb değişkenler üzerine yapılan çalışmalar dikkat çekmektedir.

Vekâlet maliyetleri ile işletme performansının ilişkisi üzerine birçok araştırma yapılmıştır. (Pawlina ve Renneboorg 2005: 43), Bu araştırmaların bir kısmında ise özellikle sahiplik çeşitlilikleri ve yönetim yapılarındaki vekâlet maliyeti ölçülmeye çalışılmıştır (Ang ve Cole 2000).

Vekalet maliyetlerine ilişkin sahiplik açısından ise aile şirketlerinde borcun vekâlet maliyeti ilişkisi analiz edilmiştir. (Anderson Mansi ve Reeb, 2003,41)Vekâlet maliyetine ilişkin başka bir araştırmada ise vekalet maliyeti ve borcun vadesi arasındaki ilişki, nakit akımları ve

kontrol hakları arasındaki farklılıklar ve yönetsel sahipliğin etkisini incelemişlerdir (McMahon 2004).

Vekalet maliyetini azaltmaya çalışmak içinde aynı zamanda çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Bu çalışmalar ile vekâlet maliyetleri dolaysız ve dolaylı vekâlet maliyetleri olmak üzere ikiye ayrılarak incelenmiştir (Dağlı 1998).

Dolaylı vekâlet maliyeti, bir işletmenin yatırımı, büyümesi, gelişimi gibi konularda bir fırsatın kaybedilmesi ve bu fırsatın kaybindan dolayı kazanç elde edilememesi ile ilgilidir. Doğrudan vekâlet maliyeti ise, iki şekilde ortaya çıkmaktadır. Bunlar; vekâlet problemlerini izleme-denetleme ve değerlendirmedir (Ataman 2009: 228).

Vekâlet problemlerini izleme ve denetleme maliyeti; vekilin davranış ve performansını gözlemektir. Değerlendirme maliyeti ise, vekilin yöneticinin kazançlarına saygısızlık gösterdiği ya da bozduğu durumlarda cezalandırılması veya yöneticinin amaçlarına ulaşıldığı ölçüde ödüllendirilmesidir. Bunlar yönetici ile vekil arasında yapılan bir anlaşma ile olmaktadır. Yapılan bu anlaşmalar ise vekâlet teorisinin merkezini oluşturmaktadır (Ataman 2009: 228).

Vekalet teorisine farklı bir bakış olarak ar-ge maliyetlerinin artması ile vekalet ilişkisi arasında bağlantı kurulmaya çalışılmıştır. Bu şekilde araştırma-geliştirme harcamalarındaki artışın ve vekâlet maliyetlerinin işletme performansı üzerindeki etkisi araştırılmıştır (Davidson ve Brooks 2004).

1.2.2 Paydaş Teorisi

Karşılıklı bağımlılığın söz konusu olduğu günümüz işletmecilik anlayışında, müşteriler, işletme çalışanları ve üreticiler gibi çeşitli gruplar arasındaki risk alma ve kontrol ilişkileri oldukça önemli yer tutmaktadır. Bu ilişkiler, sahipler ile çıkar ortağı durumundaki yöneticiler arasında bir stratejik bağımlılık doğurmaktadır. Bu bağımlılık yeni yönetsel sistemlerin uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Çıkar ortaklığı sistemi, işletmelerdeki çeşitli faaliyetlerin gerçekleştirilmesi sürecinde geçerli olan ve sahip ile yönetici arasındaki yasal ve sözleşmeye dayalı çalışmayı kapsayan yönetimi gerekli kılmaktadır. Bu sistemde, mal ve hizmet üretiminin ortaya çıkardığı yeni değerler ve zenginlik yaratılmasının gerek yönetici gerekse işletme sahiplerine olan katkıları değerlendirilmektedir.

R. Edward Freeman, 1984’de yazdığı “Strategic Management: A Stakeholder Approach” isimli kitabında, paydaş terimini ilk defa ortaya çıkarmıştır. Paydaşlar şirket yönetimi, çalışanları, müşterileri, tedarikçileri, toplumu ve hatta rakipleri de içermektedir. Şirketlerin paydaşlarına hizmet etmek amacıyla var olduğu ve paydaşların karar verme sürecinde dikkate alınması gereken geniş bir kesimi temsil ettiği ifade edilmiştir.

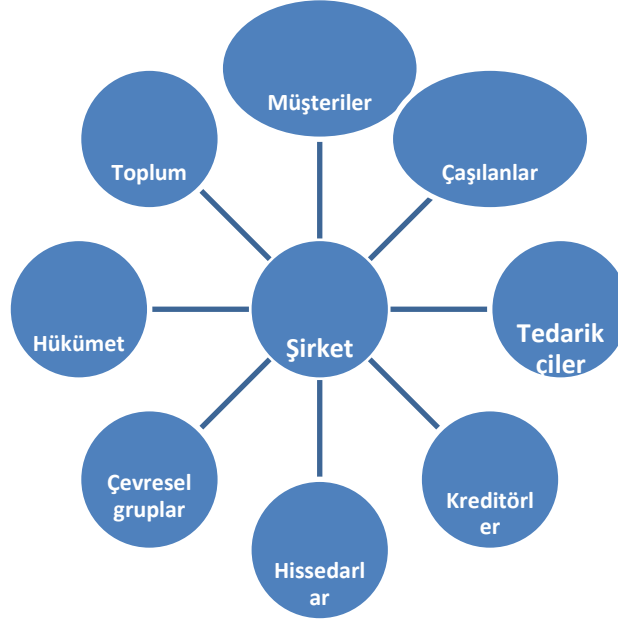
Freeman’ın paydaş modelindeki unsurlar olan personel, müşteri, tedarikçi ve diğer pay sahiplerinin zaman içindeki istek ve arzularına önem vermeye çalışan bir şirket anlayışı yer almaktadır. Bu nedenle paydaş teorisinde işletmenin çevrelerindeki değişimleri izlemesi ve amaçlarının gerçekleştirilmesi için çevreyle iyi ilişkiler kurulması gerektiğini öne sürmektedirler (Joyce 2005) .

Paydaş ise şirketin başarısızlığından finansal, sosyal ve psikolojik olarak kaybedecek bir menfaati bulunan birisidir. Kavram aynı zamanda kendi kaderlerini örgütün kaderine bağlamış olan kişi veya gruplardır (Attas 2004:4). Follet’e göre paydaş teorisinin temel olarak, yönetimin insani yönü üzerinde durmuş ve şirketin entegrasyonundan bahsetmiştir. O yöneticileri tüm tarafların çıkarlarını entegre eden kişiler olarak görmüştür (Grant 2003:925).

Paydaş teorisinde şirketin paydaşları, şirket faaliyetleri ile doğrudan veya dolaylı bir ilişki içerisinde olan, şirket faaliyetlerinden pozitif veya negatif dışsallık elde eden kişi ve kurumlar olarak ifade edilmektedir. Paydaş teorisine göre, şirket sadece hissedarları mülkiyetinde olan bir varlık değildir. Şirket iç ve dış paydaşlarının üstünde hak iddia ettikleri bir nevi sosyal varlıktır (Aktan 2006:3).

Paydaşların ihtiyaçları bir hiyerarşi olarak görülebilir (Colley 2003:5):

- Paydaş hiyerarşinin tepesinde ihtiyaçları rekabetçi değer dağıtan ürün veya hizmetlerle karşılanması gereken müşteriler yer almaktadır. Şirketler müşterileriyle karşılıklı fayda ve değer yaratmaya dayalı bir ilişki oluşturmalarıdır.
- Şirketler çalışanlarıyla karşılıklı fayda ve değer yaratmaya dayalı bir ilişki oluşturmalarıdır.
- Hiyerarşinin üçüncü kademesinde tedarikçiler, distribütörler ve kredi verenler
- Şirketler faaliyet gösterdikleri alandaki toplumun ihtiyaçlarını karşılamalıdır.



Şekil 1.1: Şirket ve Paydaş Grupları

Kaynak Mullin (2004; 44)

İşletmeler faaliyetlerinden yararlanan ya da zarar gören veya hakları çığnenen ya da haklarına saygı gösterilmesini bekleyen grup ve bireylerden oluşan paydaşlara sahiptirler. İşletme sahipleri şirkette finansal çıkara sahiptirler, hisseler, bonolar ve bu gibi araçlar yoluyla ve bu araçlardan finansal geri dönüş beklemektedirler. Onlar şirkete para yatırmış olabilirler ya da ahlaki olarak düzenlenmiş aktiviteler yoluyla bazı tarihi iddiaları bulunabilir. Şirket onların yaşamını etkiler. Bununla beraber emeklilik gelirlerinin büyük kısmı hisse veya bonolar içerisinde yer alıyorsa, bu çalışamayacak duruma geldiklerinde kendi ihtiyaçlarını gidermede işlerine yarayacaktır. Hisse sahipleri para, ahlaki tercihler ve şirketin çeşidine göre değişiklik göstermektedir (Freeman 1996:261).

Donaldson (1995) paydaş teorisi üzerinden dört farklı analize değinmektedir:

- Betimleyici / Ampirik Bakış Açısı
- Enstrümantal Bakış Açısı:
- Normatif Bakış Açısı:
- Çelişen / Birleşen Yaklaşımlar:

- **Betimleyici/Ampirik Bakış Açısı:** spesifik şirket özelliklerini ve davranışlarını tanımlama ve açıklama için kullanılmaktadır. Örneğin paydaş teorisi

- Şirketin doğası,
- Yöneticilerin, yönetim hakkındaki düşünüş biçimleri,
- Yönetim kurulu üyeleri şirket öğelerinin çıkarları hakkındaki düşünceleri,
- Bazı şirketlerin yönetim biçimleri vb sorulara cevap arar.

- **Enstrümantal Bakış Açısı:** betimleyici bakış açısıyla birlikte, paydaş yönetimi ve geleneksel şirket amaçlarını gerçekleştirme arasındaki bağları ve bu bağlardaki eksiklikleri belirlemek için kullanılmaktadır. Genellikle istatistik metodolojisi kullanılır. Enstrümantal açı; paydaşlık içinde geleneksel şirket performans hedeflerini, rakip yaklaşımlar kadar veya onlardan daha iyi bir şekilde, gerçekleştireceğine dair saptamalar yapmaktadırlar.

- **Normatif Bakış Açısı:** işletmenin işlevini yorumlar. Şirketin faaliyetleri ve yönetiminde ahlaki veya felsefi yönergelerin belirlenmesiyle ilgilenmektedir. Normatif bakış açısı klasik paydaş teori saptamalarına baştan bu yana hakimdir.

- **Çelişen/Birleşen Yaklaşımlar:** her bir paydaş teorisinin kullanımı bir değere sahiptir ve bu değer her birinin kullanımında farklılaşmaktadır.

Paydaş yönetimini gerçekleştirmek için gerekli olan beş adım şunlardır (Attas, 2004:5):

1. İlgili paydaşları belirlemek;
2. Paydaşların işletme üzerindeki güçlerini tespit etmek;
3. Paydaşların çıkarları netleştirilmelidir;
4. Çatışan paydaş çıkarlarında öncelikleri belirlemek veya kapsamlı bir çözüm sağlayabilmek için ağırlıkları saptamak.
5. Paydaş çıkarlarını da içeren kurumsal düzenlemeleri kurumda yerleştirmek;

Paydaşlık teorisi iki temel soruya cevap vermektedir (Freeman 2004:364).

1. Firmanın amacı nedir sorusuna cevap vermektedir.
2. Yönetimin paydaşlara karşı yerine getirmekte zorunlu olduğu sorumlulukları nedir sorusuna yanıt olmaktadır.

1.2.3 Pay teorisi

İşletme sahiplerinin iktisadi anlayışa uygun olarak hak ve payını maksimize etmeye çalışmalarına yön vermeye çalışan Pay teorisi temellerini Adam Smith'in "Ulusların Zenginliği" eseri ile birlikte başlayan liberalizm ile atılmıştır. Daha sonra şirket teorisine ilişkin çalışmaları yoğun olarak yapılmaya başlandığı Neo-Klasik iktisadi düşüncenin gelişmesi ile birlikte pay teorisi daha da geliştirilmiştir.

Adam Smith'e göre pay teorisi aşağıdaki nedenlere dayanmaktadır;

- Serbest Pazar / piyasaların önemi
- Görünmeyen el vasıtası ile piyasa düzenlemesi
- Kişisel çıkarların ön planda tutulması

Neo-klasik görüşü benimseyen iktisatçılar işletmeyi gelişime bağlı olarak üretim yönlü olarak incelemişler ve bu doğrultuda işletmenin tüm fonksiyonlarının karın maksimizasyonuna yönelik çalışmasını amaçlamışlardır. Bu sebeple işletmenin ekonomik ve üretime yönelik olarak açıklamaların eksik kalması ile yönetici ve hissedarlar açısından davranışların incelenmesine daha çok önem vermeye başlanmıştır (Bhasa 2004:8).

Liberal düşünürlerden özellikle Avusturya okulunun düşünürleri olan Hayek, Knight ve Schumpeter'da liberalizmin temel prensibi olan "bırakınız yapsınlar, bırakınız geçsinler" prensibine uygun olarak firmalar arasındaki kendinden düzenleme kavramlarını savunmuşlardır. Aynı zamanda devlet müdahalesi yaklaşımına karşı tavrı almışlardır. Liberal düşüncenin ikinci önemli akımı olan Chicago okulundan Milton Friedman ve arkadaşları ise pay teorisinin temeli olarak pay sahiplerinin refahının ya da faydalarının maksimize edilmesi ile böylece devletin sorumluluklarını şirketler tarafından bir şekilde çözüleceğini savunmuşlardır. Fakat bu durumda pay sahiplerinin etik olmayan davranışlar sergilemesine yol açmıştır. Friedman, iş iş içindir yaklaşımı ile şirketin ve dolayısıyla pay sahiplerinin sadece iş ve para üretmeye devam etmeleri gerektiğini sosyal işlerin ise devlet tarafından yapılması gerektiğini ve etkinliğin bu şekilde elde edileceğini savunmuştur. Buna karşın Friedman hiçbir zaman yasal olmayan işlemleri savunmamış ve sadece hissedarların pay değerlerinin maksimize edilmesini savunmuştur.

Pay teorisinin en önemli kaynağı olan mülkiyet kapitalizmi için şirket kontrol ve yönlendirmesi için sadece hissedarlar sorumlu olmaktadır. Bu açıdan birkaç kişide toplanan hisseler açısından kuvvetlerin bir araya gelmesi ile hukuksal çerçevesi net olmayan mutlak sahiplik kaynaklı yönetim ve denetleme imkânı vermektedir. Hissedar ya da şirket sahipleri kendi karar ve sorumlulukları ile şirketi yönetmekte ve yöneticiler ise sadece verilen görevleri uygulamaktadırlar. Fakat yöneticilerin yapılan işlerden dolayı hesap verme yükümlülüğü bulunmasına rağmen işletme sahiplerinin hesap verme yükümlülüğü bulunmamaktadır (Aktan 2006:9).

Günümüz için ise teorilerin en önemlilerinden ikisi olan; işlem maliyetleri teorisi ve vekâlet teorisi temel olarak pay teorisinin ana yaklaşımı olan firma etkinliğini sağlamaya yönelik davranışlara odaklanmaktadır. İşlem maliyetleri teorisi, şirket hiyerarşisi altında çalışanların kendi çıkarlarını minimize edecek davranışların gözlenmesi üzerine yoğunlaşmaktadır. Vekâlet teorisi ise; firma sahipleri ve yöneticiler arasındaki şirket değerinin değer paylaşımındaki rekabete odaklıdır.

1970'lerde gelişmeye başlayan her iki yaklaşımın uygulamaları günümüzde kurumsal yönetim davranışları olarak karşımıza çıkmaktadır. Her iki teorik yaklaşımda iki konu üzerine odaklanmaktadır;

- Yönetici davranışlarının izlenmesi
- Yöneticilerin ilgileri ile hissedarların değeri maksimize etmesi arasındaki yanlı davranışlar

Bu davranışların özellikle günümüzdeki büyük organizasyonlarda olduğu ve kontrol açısından problemlerin artması ile ortaya çıktığına dikkat etmek gerekir. Diğer yandan bu büyüklükteki işletmelerin ücret bazında hisse ve kar payı dağıtma gibi farklı metotlar kullanması ise hem yöneticilerin hemde hissedarların aynı amaca doğru fakat farklı davranışları sergilemesine sebep olmaktadır.

Pay teorisi için genel olarak işletmelerin kurulması ile pay sahibi olunması sebebi ile iki çeşit mülkiyet ortaya çıkmaktadır. Aile ile girişimci mülkiyet. Aile mülkiyetinde hissedarlık ve yönetim aile üyelerine aittir. Pay açısından ya tamamı ya da büyük bir çoğunluk hisselerine sahiplik vardır. Burada yönetim açısından aile üyelerinin yönetime gelmesi ve yetkilerin ailede toplanması sorundur. Böylece aile üyeleri ya da akrabalara tanınan sürekli ayrıcalıklar ile işletmenin devam etmesi açısından birçok soruna neden olmaktadır (Kök 2005: 42).

Girişimci mülkiyetinde ise aileden gelen üyeler şirketin mülkiyet ve kontrolünü elinde tutmalarına karşın; işlerin yönetilmesi için profesyonellerden yani üst düzey yöneticileri istihdam etmektedirler. Böylece hissedar kurulu ile yönetim kurulu olarak iki ayrı kurul ile yönetim tarzı birçok ülkede uygulanma şansı bulmuştur (Çoplan 2006:51).

Pay teorisi ekonomik görüş ve işletme fonksiyonlarındaki gelişmelere göre değişimler göstermektedir. Bu değişimler özellikle hissedar ve yöneticiler açısından sorumluluk ve kar paylaşımında hissedarların daha ön planda tutulduğu fakat zamanla yöneticilere doğru bir avantaj sağlama ile şirketin devamlılığına yönelik olarak bazı değişimlerin meydana gelmiştir.

1.2.4 Temsil (Stewardship) Teorisi

Kurumsal yönetim alanındaki gelişmelere paralel olarak şirketlerin büyüyen yapısı ile yönetim ve vekillerin artması sonucunda yeni bir düzen oluşmaya başlamıştır. Bu düzen hukusal, ekonomik ve işletme tabanında bir bileşimdir. Bu bileşim Block'a göre temsil yaklaşımı liderlik vasıfları ile şirketi bilgi ve tecrübeleri doğrultusunda yönlendiren ve motive eden yöneticilerin durumlarını açıklamaya çalışan psikolojik ve sosyolojik temelli bir teoridir. Temsil teorisinde çıkarı esas almaktadır (Block 1993:245).

İşletme sahipleri ile yöneticiler arasındaki ikilemde genel olarak taraflar kendi çıkarlarını maksimize etmeye çalışmaktadırlar. Fakat temsil teorisinde bu kesin ve net değildir ama tarafların arasında çıkarlarda paralellik göstermeyebilir. Bazı durumlarda temsilci daha rasyonel davranışlar sergileyebilir. Bu durumda ise işletme sahiplerinin çıkarlarını koruma açısından temsile yetkili olan yöneticilerin, işletme sahiplerinin çıkar ve avantajlarını gözeterek hareket etme seçeneğini kullanarak görevlerine devam edebilirler. Teoriye göre, profesyonel yöneticiler bu konuya daha fazla özen göstermektedirler (Donaldson vd, 1997:24).

Temsil teorisi açısından taraflar arasındaki ilişkide tercihlere göre yeniden düzenlemeler yapılabilmektedir. Yönetici kardan çok sermayeye yönelik olarak varlık artışı sağlarsa ödüllendirilmektedir. Faaliyetlere karışmayan kontrol organı olarak genel kurul ya da ortaklar kurulu tarafından yöneticilerin amaçlarını gerçekleştirmesine yönelik olarak fırsatlar verilmektedir. Bunun gerekli düzenlemelerini de gene aynı kurullar yerine getirmektedirler. Böylece hem temelde işletme varlık artışı ile yöneticilerin kendi amaçlarını gerçekleştirmeleri aynı anda sağlanabilmektedir (Turnbull 1997).

İşletmeyi yönlendiren temsilciler aynı zamanda işletmenin yeniden şekillenmesi ve yeni değer ile düşüncelerin ortaya çıkmasına yönelik çalışmaları koordine ederler. Böylece amaca doğru işletmenin sürekli olarak ve hedefe doğru yönelik çalışması sağlanmak istenir. Buna yönelik farklı yönetim metotlarını da uygulanması gerekebilir (Block 1993:202).

Mintzberg'e göre ise yöneticilerin bu davranışları eğitici ve örnek olmaktan uzak ve daha farklı bir yapıyı gerektirmektedir. Temsilcinin yönetsel süreçlerde bir lider donanımına sahip olması da farklı bir önem sahiptir. Ama bunun için bile uzun vadeli işletmeye yönelik amaç ile kısa vadeli yöneticiye göre çelişen konumlar bulunmaktadır. Bu durumda etkileme ve etkileyen olarak ikili şekilde hem yönetici hem de hissedarların durumları önem kazanmaktadır. Bu şekilde her iki tarafta temsil ettikleri konum açısından çeşitli psikolojik profillere sahiptirler. Bundan dolayı işletme amaçları ile uyum kazanan temsil teorisi örgütsel verimliliğe katkı sağlamaktadır (Mintzberg 1996:76).

Temsil teorisindeki işletme yapısından kaynaklı bu etkileşim ile işletmeye sağlanan fayda arasındaki tartışmaların devam etmektedir. Buna göre psikolojik ve sosyolojik faktörler temsil yetkisine uyumlu bireysellikliğin ön plana çıkararak fakat işletme amaçlarına olumlu katkı yapacak seçilen yöneticilerin motive edilmesi ile birlikte olur (Schoorman vd. 1997: 29).

Yukarıda temsil teorisini oluşturan varsayıma göre ise işletme sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareketler eden temsilcilere her zaman ihtiyaç duyulmaktadır. Bu durumda işletme sahiplerinin temsilcilere gerekli yetki ve yapısal değişiklikleri sağlaması gereklidir. Fakat zaman içinde bu yapının oluşması ise temsil teorisinin etkisini azaltmaktadır. Gene de temsil teorisi içindeki uyumlu temsilci modelini geçersiz kılmamaktadır. Yetkili temsilciler bu avantajları ile normal bir çalışandan farklı olarak strateji belirleyecek yetki ile tüm işletme etkinliklerden sorumludurlar (Donaldson vd. 1997:26).

Temsil teorisi, temsilcinin davranışlarının örgütsel amaçlara ulaştırıcı bir zemine sahip olmasını öngörmektedir. Çünkü örgütsel amaçlara ulaşılmışlık ve işletme sahibinin beklentileri arasında tatmin olma açısından güçlü bir ilişki olması önemli noktadır. Temsilci, işletme performansını göz önünde bulundurarak, hem sahiplerin hem de kendisinin çıkarlarını korumaktadır. Bu davranış biçimi sahibin yöneticiden bir beklentisidir. Böylece, temsilci, heterojen yapıdaki örgütlerde farklı beklentilerdeki ortakların amaçlarını uyumlaştırmayı hedeflemektedir (Akın 2004:138).

1.3. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

Kurumsallık yaklaşımı ve benzeşimlerin ortaya çıkması ile zaman içinde birbirine çok benzeyen ve aynı davranışları gösteren işletmeler ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu gelişimin sonucunda ise işletmelerin kurumsal anlamda yönetilmeleri aşamasına gelinmiştir. Bu aşamada ise karşımıza kurumsal bir şirket yönetimi nasıl olmalı ve hangi kurallara göre yönetilmelidir sorusu çıkmıştır.

Kurumların hangi ilkeler ile yönetileceği, global dünyadaki eş benzeşim sonucunda ortak bir model oluşturulmasına yönelik çalışmalar artmıştır. Bu doğrultuda kurumsal yönetim ilkeleri olarak tanımlanan ilkelere ortaya atılmıştır. Bu ilkelerin ülkelerin kendi uygulamaları yerine uluslararası alanda uygulanmasının amaçlanması ile herkes için kabul görecektir şeffaf ve hesap verebilir bir yapının oluşturulmasına çaba gösterilmiştir. Bu doğrultuda kurumsal yönetim belirli ilkelere dayalı olarak uygulanmaktadır. Literatürdeki kurumsal yönetim ilkeleri;

- Şeffaflık,
- Hesap Verebilirlik,
- Sorumluluk ve
- Adil Yönetim İlkeleridir.

1.3.1. Şeffaflık İlkesi

Şeffaflık, kredilerin yatırımcılarca kullanımı, kredi kullananların kredibilitesi, hükümetin kamu hizmetlerini sunumu ve uluslararası kuruluşların faaliyetleri hakkında doğru zamanlı ve güvenilir ekonomik, sosyal ve politik bilginin artan biçimde akışının sağlanması şeklinde tanımlanmaktadır. Şeffaflık, kamunun bilme hakkı ile şirketin saklama hakkının kesişme noktasında bulunmakta, kamunun bilme hakkı, menfaat sahiplerinin şirketin yönetimi, faaliyetleri ve stratejileri ile ilgili bilgi sahibi olma hakkını ifade ederken; şirketin saklama hakkı ise, şirket ile ilgili tüm bilgilerin toplanmasının, kullanımının ve açıklanmasının kontrolünü elinde tutma hakkını belirtmektedir (Tuzcu 2004:18). İster kamu isterse özel sektör yönetiminde olsun şeffaflığın sağlanabilmesi için bazı genel kriterlerin sağlanmış olması gerekmektedir. Bunlar; (Tuzcu 2004: 19–20)

- Bilginin ulaşabilir olması
- Bilginin uygunluğu ve kapsamı
- Bilginin nitelikli ve güvenilir olmasıdır.

Yukarıdaki kriterlere göre aşağıda açıklanan bazı şartlarında yerine getirilmesi gerekir (Altıntaş 2006:176).

- **Erişim:** Bilginin herkese açık ve ulaşılabilir olmasını ifade eder. Bilginin erişilebilmesi için, bilgi akışını kolaylaştıran kuruluş ve araçlar ve buna uygun eğitim kullanılmalıdır.

- **Uygunluk:** Kullanıcıların ihtiyaç duyduğu bilgi aynı olmadığından, gereksinim ve bilgi arasında uygunluğun sağlanması güçtür.

- **Kalite ve güven:** Bilginin açık, güvenilir, tam zamanında erişilebilir, eksiksiz ve ihtiyaca uygunluk ile gözetim ve denetime açık olmasıdır.

Şeffaflık piyasa katılımcılarının bir ülkeyi veya bir şirketi diğerlerinden ayırmak ve riskleri değerlendirmek amacıyla gerekli olan bilgilerin kullanımı ve kaynakların etkin dağılımına katkıda bulunmaktadır. Şirket faaliyetlerinin toplum tarafından daha kolay anlaşılabilmesi ve şirketlerin toplumla bütünleşmelerinin iyileştirilmesi açısından şeffaflık özel bir öneme sahiptir (Arsoy 2008).

Son dönemlerde yaşanan finansal krizler ve şirket hileli işlemleri ile skandalları, şeffaflık konusunun daha da önemli hale getirmiştir. Şeffaflığın eksik olması ile yaşanan şirket skandalları ve krizlerin ortaya çıkması arasında önemli bir ilişki olduğuna dair görüşler giderek artmakta ve araştırmalarda bunu destekleyici sonuçlara ulaşmaktadır. Şeffaflığın ağırlanması için ise finansal raporlamadaki tamamlanamayan eksiklikler, şirketler için doğru ve sağlıklı bilgi akışını engelleyerek şirketlerin gereken önlemleri almaları imkânsız hale gelmektedir.

Şirketlerin şeffaflık kriterlerini yerine getirmelerinin önemli unsurlarından biri finansal durumlarını zamanında ve gerçekçi bir biçimde raporlamalarıdır. Bu çerçevede şirketlerin muhasebe standartlarının büyük önemi vardır. Şeffaflık ilkesinin tam anlamıyla uygulanması için uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarının kullanılması ve tüm hissedarlar ve potansiyel yatırımcılar için kolayca anlaşılabilir şekilde hazırlanması gerekmektedir. (Menteş, 2009)

1.3.2. Hesap Verebilirlik İlkesi

Şeffaflığı yanı sıra şeffaf olduğunun tespiti anlamına gelen hesap verilebilirlik kavramı, yapılan işlemlerin finansal ve idari anlamda uygun yöntemler ile açıklanabilmesi anlamına gelmektedir. Hesap verilebilirlik olmadığı zaman şeffaflığın çok fazla önemi kalmayacaktır.

Hesap verilebilirlik kurumsal yönetimin dayandığı temel ilkeler arasındadır. Yöneticilerin şirketleri yönetirken bağımsız hareket etmeleri, şirketin işleyişini kolaylaştırmak adına önem taşımakla birlikte; bu bağımsızlığın etkili bir hesap verilebilirlik içerisinde gerçekleşmesi gerekmektedir. Bu da etkin bir kurumsal yönetim sisteminin temellerinden biri sayılmaktadır. Yöneticilerin ortakları adına yaptıkları faaliyetlerden dolayı hesap vermeleri, bu işlem ve faaliyetlerin ortaklık ve pay sahipleri açısından yerindeliğini kanıtlamak esasına dayanmaktadır (Şendoğlu 2010).

Şeffaflık ve hesap verilebilirlik konusundaki tartışmalar; bankacılık, denetim, muhasebe standardı, ulusal mali uygulamalar gibi çok geniş alanlara yayılmakla birlikte bu tartışmaların odak noktası yönetim ve denetimde etkinliğin artırılması yoluyla daha iyi işleyen bir ulusal ve uluslararası kurumsal yönetim sisteminin inşa edilmesidir (Menteş 2009).

Hesap verilebilirlik anlamında kurumsal yönetim ve mali raporlamanın ortak olarak şirketlerde iletilmesi ve kamuoyuna hesap verebilmenin sağlanması gereklidir. Bunun şartları ve kriterleri sağlanmalı ve şirketler açısından ortak bir uygulama olması gerekmektedir. Bu sağlanamadığı zaman şirketler kendi menfaatlerine uygun raporlama yapma ihtimali artacak ve bu da hesap verilebilirliği işlevsiz hale getirecektir.

“Hesap verilebilirlik ilkesi şeffaflıkla olduğu gibi, kamuoyunun bilgilendirilmesi ile de yakından ilişkilidir. Şirketlerin şeffaflık, hesap verilebilirlik ilkelerine göre yönetilmediği bir ortamda şirket raporlarının gerçek durumu yansıtmamasını beklemek mümkün gözükmemektedir. Şirket hissedarları olduğu kadar şirket ile bir şekilde ilişkisi bulunan taraflar şirketin yönetimi, mali ve hukuki durumu, sosyal faaliyetleri gibi konularda düzenli ve güvenilir bilgiye ihtiyaç duymaktadır. Bu nedenle, kamuyu aydınlatma ilkesi şirket ile ilgili tüm taraflara, şirketin hak ve yararlarının gözetecek şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir ve yorumlanabilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bilginin sunulmasını gerektirmektedir”(Tuzcu 2004:35).

Hesap verebilirlik konusu sadece özel şirketler için değil, kamu kuruluşları ve sivil toplum kuruluşları için de önemlidir. Geleneksel kamu yönetimi değerleri halka sadece siyasilerin hesap vermesini, kamu yöneticilerinin ise sadece mevcut kurallara uygun davranmakla sorumlu tutulmasını öngörmekteyken; kamu yönetiminde meydana gelen gelişmeler neticesinde kamu yöneticilerinin de halka hesap verebilmesini öngörmektedir. Kamu çalışanlarının ve yetki kullananların yaptıkları işlerin sonuçlarından sorumlu tutulmaları hesap verebilirlik kavramı ile açıklanmaktadır ve hesap verebilirliğin benimsenmesi kamusal yetkinin yanlış kullanımının engellenmesi ve kamu kaynaklarının etkili kullanılmasını amaçlamaktadır. (Menteş, 2009) Hesap verebilirliğin artmakla birlikte şirket yöneticilerinin beklenmedik kararlar alma eğilimleri sınırlanacak ve bu sayede alınan kararlara taraf olanların güvenleri zedelenmeyecektir. Ayrıca şirket ile ilgili karar verecek olan taraflar daha etkili karar alabileceklerdir (Tuzcu 2004:37).

Hesap verebilir olmak alınan kararların doğru ve uygun olduğunu kanıtlama ve sorumluluğunun kabullenilmesine sağlayacaktır. Böylece kararlar takip edilecek ve sorumlu olanların sorumluluklarının sonuçlarına sahip çıkması sağlanmalıdır.

1.3.3. Sorumluluk İlkesi

Kurumsal yönetim açısından işletmelerin yöneticileri ve sahiplerinin sosyal anlamda yaptıkları ya da neden oldukları işlerden sorumlu olmaları gereklidir. Yönetimin ya da kurulların sorumlu tutulması ya da sorumluluğun kimde olduğunun net belli olmaması ise sorumluluk ilkesinin belirlenmesinin önemine işaret etmektedir.

İşletmelerde yönetimin şirket adına yürüttüğü tüm faaliyetlerin yasal mevzuat, ana sözleşme ve şirket içerisindeki tüm düzenlemelere uygunluğu ve bunların denetlenebilmesini ifade eden sorumluluk; şirket yönetim kurulu ve tepe yönetiminin görevlerinin ve sorumluluklarının açık bir biçimde tarif edilmesini gerekli hale getirmektedir (Sönmez ve Toksoy 2011:66).

Şirketlerin kurumsal yönetim içerisinde hissedarlar dışında yasalara ve topluma karşı da sorumlulukları vardır. Kurumsal yönetim açısından sorumluluk ilkesi aynı zamanda şirket faaliyetlerinin toplumsal kurallara ve ahlaki değerlere uygun olmasını önermektedir. Şirket toplumun kendisinden beklentilerini modern sosyal sorumluluk anlayışı içerisinde yerine getirmesi gerekmektedir (Menteş 2009).

Günümüzde konu üzerine çalışan birçok isim kar amacı güden bir işletmenin toplum nezdinde yaşamasına izin verilme nedeninin toplumun ortak çıkarlarına uygun davranmasıyla bağlantılı olduğunu değerlendirmektedir. İşletmeler ürün, hizmet ve istihdam sağladıkları ölçüde toplum içerisinde ortak kaynakları da kullanabilmektedir. Bu süreçte de ödedikleri vergiler, altyapı ve yarattıkları toplumsal yarar, amaçlarının ayrılmaz bir parçası olmak durumundadır (Kayacan 2006: 6).

Kurumsal yönetim için vazgeçilmez unsur olan sorumluluk ilkesi ile şirketin taraf olduğu birçok kesim içinde yerine getirmek zorunda olduğu görevlerin yerine gelmesi için kamu ya da devlet otoritesinin gerekli şartları hazırlaması ve uygulamayı takip ve kontrol etmesi gerektir.

Kurumsal yönetim sadece kar amacı güden kuruluşlar değil, kamu yönetimi ve devletin işleyişi içerisinde de büyük öneme sahiptir. Bu nedenle hükümetlerin de kurumsal sosyal sorumluluğu geliştirecek politikalar üretmesi gerekmektedir. Bunlar,(Peters ve Stiftung 2010:7)

- Şirketler arasında sosyal sorumluluğun doğru biçimde algılanışı için farkındalığı arttırmak ve işletmelerin bunu nasıl yürüteceği konusunda kamuoyunu bilgilendirmek,
- Ortak bir amaç etrafında paydaşların hepsi için kazan-kazan durumu yaratmak için işbirliği geliştirmek,
- Kanunlar yoluyla tamamlayıcı olarak şirketlerin gönüllü eylemlerini teşvik etmek ve geliştirmek,
- Kurumsal hesap verilebilirliği geliştirmek ve hükümetleri denetlenebilmesi için araçlar geliştirmek.

1.3.4. Adil Yönetim İlkesi

Adil yönetim ilkesi, şirket hissedarlarının şirketteki mülkiyet miktarlarına bakılmaksızın tüm yasal haklarının korunması ve hissedarlara adil davranılmasıdır. Globalleşme ile artan direkt sermaye yatırımları ile yabancı ülkelere yapılan yatırımlar ile hissedar oldukları şirket sayısı gün geçtikçe artmakta ve yabancı yatırımcılara da yerli yatırımcılar ile eşit davranılması ve haklarının korunması gereklidir.

Adil yönetim ilkesi ile kurumun geleceği ile ilgili olarak tüm tarafların fikirleri dengeli şekilde değerlendirilebilecektir. Farklı ve birbirini dışlayabilecek nitelikteki görüşler arasında denge adil yönetim ile aşılabilecektir. (Tuzcu, 2004, 36) Şirket yönetiminin faaliyetlerini sürdürürken aldığı kararlardan doğrudan veya dolaylı olarak etkilenen tüm kesimlere eşit mesafede durması gerekmektedir. Adil yönetim anlayışının getirdiği bu zorunluluk, şirket çalışanları için de geçerlidir. Şirketin işe alma, terfi, ücret, iş güvenliği, iş garantisi gibi konularda çalışanları arasında ayrımcılık yapması, güven bağı zedeler ve bu durumda şirket içerisinde sağlıklı bir iletişim kurulması mümkün olmamaktadır (Menteş 2009).

1.4. KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞ SÜRECİ

Kurumsal yönetim ilke ve prensiplerinin şirketlerin hayatına uygulanmaya başlaması ve kurumsallık yaklaşımı altında kurumsal yönetim uygulamaları da uygulanmaya başlamıştır. Bu uygulamalar ile şirketler eski faaliyetleri yanı sıra kurumsal yönetim ilkelerine uygun yeni faaliyetlerde de bulunmaya başlamışlardır. 1940'ların sonrasında ortaya çıkan kurumsal yönetim düşüncesi ile 1980'ler ile artık uygulama aşamasına geçmiştir.

Günümüz işletmelerinin bir güvencesi kabul edilen kurumsal yönetim kavramı, kötü yönetim anlayışına son vermek düşüncesinin bir sonucu olarak doğmuş ve yatırım kararlarında dikkate alınmaya başlanmıştır (İşcan ve Kaygın 2009).

Kurumsal yönetim düşüncesini ortaya çıkaran etkenler, sadece kötü yönetimlerin yerini iyi yönetimlerin alması çabasının bir sonucu değildir. Kurumsal yönetimin gelişmesi ve yaygınlık kazanmasında genel olarak dört süreç etkili olmuştur.

- Küreselleşme
- Şirket skandalları
- Finansal krizler
- Özelleştirme

Küresel sistem olarak tanımlanan süreçte; güçlü uluslar üstü firmalar, kurumlar ve kapitalist dünyanın kültürel egemenleri tarafından yönlendirilen ama bunlara benzemeyen bir görüntü mevcuttur (Barbaros 2004).

1990'lar ile küreselleşme ve dünyada ülkelerarası etkileşimin artmasıyla işletmeler arasındaki ilişkiler ülkelerarası bir nitelik kazanmıştır. Dünya ekonomisi ve sosyal yaşamın küreselleşmesi ve yavaş yavaş tek bir dünya düzenine doğru gidilmesinin en önemli etkisini pazarlar üzerinde göstermiş ve dünya tek ve ortak bir pazar haline gelmeye başlamıştır. Globalleşme ile gelişen değişim, işletmeleri derinden etkilemiş, üretim ve tüketim tarzlarındaki değişimlerle uyumlu şekilde işletmelerin yönetim tarzları da değiştirmeye başlamıştır.

Yaşanan gelişmelere ile gene aynı döneme denk gelen ve tüm dünyada yaygınlaşan özelleştirme uygulamaları da kurumsal yönetimin önem kazanmasında dolaylı olarak etkili olmuştur. Kamu işletmelerinin mülkiyetlerin özelleştirilmesinin ardından, özel teşebbüsler sermaye tedariki amacıyla finans piyasalarına ve şirket evliliklerine yöneldiler. Böylece global sermaye ve yönetim uygulamalarına uyum sorunu ortaya çıkmıştır. Bu sorunu aşmak için yapılan uygulamalar ile kurumsal yönetim ilkelerinin önem kazanmasına katkı sağlamıştır.

Küreselleşme, dünyada hemen her alanda yaşanan dönüşüm veya değişimleri ifade etmektedir. Küreselleşme ile bilginin anında paylaşımı, ilişkilerin eşanlılığı, finansal hareketlerin sınırlar aşırı serbest hareketliliği, firmaların uluslar arası nitelik kazanması ve neo-liberal ideolojinin genelleşmesi daha da somut hale getirmiştir (Düren 2002).

1997 yılındaki Asya krizi ve ardından patlak veren ABD'de Enron, Worldcom ve Avrupa'da Parmalat şirket skandalları ile en üst seviyeye ulaşan hile ve aldatma yönlü ekonomik zararlardan dolayı ilerleyen dönemler için şirketler aynı sorunlar ile karşılaşmamak için kurumsal yönetim ilkelerine daha fazla eğilmelerine neden olmuştur. Kurumsal yönetim uygulamalarının öncelikle özel sektörde uygulama şansı bulması ve başarılı olması ile diğer sektörler içinde referans kaynağı olmuştur. Bu şekilde kamu tarafından da kurumsal yönetim uygulamalarının yapılmasına yönelik çalışmalar başlamıştır.

Kamu sektöründeki kurumsal yönetime uyum çalışmaları özel sektör kadar hızlı ve kolay olmamıştır. Kamunun uzun yıllardan beri oluşan kurum kültürü ve yasal mevzuatların kurumsal yönetime ile uyumlaştırılması ise iki emel sorun olmuştur. Fakat buna karşın kamunun son yıllardaki kurumsal yönetime uyum ve raporlama aşamasında gösterdiği gelişme ise dikkat çekmektedir.

Yaşanan büyük skandallar sonucu şirket faaliyetlerinin eksik ve yanıltıcı bir biçimde kamuoyuna sunulması, bir kurum olarak şirketlerin meşruiyetini ve kamuoyu nezdindeki güvenini tartışmaya açmış; sarsılan güvenin yeniden kazanılması için ülkeler kendi değer ve

ilkelerine uygun olarak kurumsal uygulama rehberleri yayınlamaya başlamışlardır. Kısacası büyük ve köklü şirketlerde yaşanan skandallar bir taraftan söz konusu şirketlerin piyasadan silinmesi ile sonuçlanırken diğer yandan gelişmiş ülkelerde başarı ile uygulanan piyasa ekonomisinin temel unsurlarından olan kurumsal yönetim ve bağımsız denetimin güvenilirliği gibi kavramların yeniden tartışılarak sorgulanmasına neden olmuştur (Şendoğlu 2010).

Tüm bu gelişmeler kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemelerin sayısını ve niteliğini arttırmış, ülkelerin belirli zorunlu uygulamaları hayata geçirmelerine yol açmıştır. 2000 yılı sonrasında tüm dünya çapında kurumsal yönetim kodlarının sayısında artış yaşanmıştır. Artık hem kamu kurumları, hem de özel sektör kuruluşları, kurumsal yönetim kavramını yoğun bir biçimde değerlendirmektedir ve kullanmaktadır.

1.5. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ

Kurumsal yönetim kavramı özellikle 1991 yılında Cadbury Komisyonu'nun çalışmaları sonrasında birçok ülke ve kurum düzenlemelerinde yer almaya başlamıştır. Bu kısımda kurumsal yönetim konusunda yapılan çalışmalar ülkeler ve uluslararası kurumlar ayrımı yapılarak incelenecektir.

1.5.1. ABD

ABD'de kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar kurumsal yatırımcıların boyutunun hızla artması ve yatırım yapılan şirketlerin yönetimine katılmaya istekli olmaları ile paralel bir gelişim izlemiştir. Bunun yanı sıra pek çok saygın kuruluşun kurumsal yönetimin geliştirilmesi için öneriler geliştirmeleri etkili olmuştur. ABD'de kurumsal yönetim kavramının gelişmesinde itici güç büyük şirket skandallarının ortaya çıkması ile başlamıştır. ABD tarihindeki 20 büyük şirket skandalından 7'si 2002 yılında gerçekleşmiştir. Bu durum kavramın daha fazla gündeme gelmesine ve buna yönelik düzenlemelerin de hayata geçirilmesine yol açmıştır. Bu düzenlemeler içerisinde Sarbanes Oxley düzenlemesi ise belirgin bir öneme sahiptir.

ABD'de Sarbanes Oxley düzenlemesine kadar çeşitli ilkeler ışığında kurumsal yönetim sisteminin geliştirilmesine çalışılmıştır. 2000'li yıllara gelinceye kadar yapılan temel düzenlemelerden bazıları şunlardır: (Monks ve Minow 2008)

- 1997 Kurumsal Yönetişim Beyanı (Statement on Corporate Governance)
- 1998 tarihli Denetim Komitelerinin Etkinliğini Arttırmaya Yönelik Blue Ribbon Komisyon Raporu (Report of the NACD (National Association of Securities Dealers) Blue Ribbon Commission on Improving the Effectiveness of Audit Committees)
- Küresel Kurumsal Yönetişim Prensipleri (Global Corporate Governance Principles)
- 1996 yılında yayınlanıp, 2001 yılında revize edilen Yönetici Profesyonelliği Hakkında Blue Ribbon Komisyonu Raporu (Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism)
- Amerikan Hukuk Enstitüsü tarafından hazırlanan ve 1994'te yayınlanarak 2002'de revize edilen "Kurumsal Yönetişim İlkeleri: Analiz ve Tavsiyeler" (Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations),
- Kurumsal Yatırımcılar Konseyi (Council of Institutional Investors) tarafından 1998 yılında hazırlanan ve 2002 yılında gözden geçirilen "Temel Politikalar, Genel Kurallar, Pozisyonlar ve Açıklayıcı Notlar" (Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes),
- 2002 yılında yayınlanan "Kurumsal Yönetişim Prensipleri" (Principles of Corporate Governance)

ABD'de son dönemlerde kurumsal yönetim alanında yapılan düzenlemelerin en önemlisi Senatör Sarbanes-Oxley tarafından hazırlanan ve 30 Temmuz 2002'de kabul edilen düzenlemedir. Bu düzenleme ile ülke içinde özellikle 2002 yılında yaşanan büyük iflasların önüne geçilmesi için gerekli ilkeler belirlenmiştir. Bu düzenleme 1930'lardan itibaren yapılan en önemli düzenleme olmakla beraber, kamu sektöründe ve özel sektörde yönetimin nasıl yapılması gerektiğini belirtmektedir.

Sarbanes-Oxley Kanunu denetçiler, hukukçular ve analistler için denetleme faaliyetlerinin düzenlemesini oluşturmaktadır. Aynı zamanda Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından belirlenen kuralların ve New York Stock Exchange (NYSE) ve (NASD) tarafından belirlenen standartların bir sonucu olarak kurumlarda gerekli olan birçok reformun yapısını göstermektedir. Söz konusu kanun SEC üzerinde detaylı bir idare sağlarken

diğer sektörlere için bir çerçeve oluşturmaktadır. Bu durum NYSE ve NASD standartlarının gerekli gördüğü detaylı kuralları uygulama zorunluluğu getirmektedir.

Özellikle NYSE ve Nasdaq tarafından sunulan yeni listeleme kuralları, yönetim kurulu yapılarına ve kurulun yönetimi hesap verilebilir bir şekilde sürdürmesine olanak sağlayacak bir şekilde sokmaya işaret etmektedir.

Bazı NYSE standartları aşağıdaki gibidir: (Green 2005 19-20)

- Bağımsız çoğunluktan oluşan bir yönetim kurulu,
- Yönetim kuruluna bağlı olarak faaliyet gösteren ve tamamı bağımsız üyelere oluşan bir atama komitesi ve kurumsal yönetim komitesi,
- Tamamı bağımsız üyelere oluşan bir ücret komitesi,
- İcracı olmayan üyelerin yönetimden bağımsız olarak düzenli bir şekilde toplantılar düzenleme gerekliliği,
- Denetim komitesi kurma zorunluluğu ve bu komitenin yıllık olarak değerlendirilmesi gerekliliği,
- İşletmelerin kamuyu; yöneticilerin nitelikleri, sorumlulukları, ücretleri, eğitim durumları, halefiyetleri ve yönetim kurulunun performans değerlendirme sonuçları hakkında aydınlatma gerekliliği,
- Yöneticiler için geçerli olan mesleki ahlak kurallarının benimsenmesi ve uygulanması

Sarbanes Oxley düzenlemesi ile getirilen temel yenilikler ise şunlardır: (Green 2005: 20–22)

- Yasa ile Muhasebe Gözetim Kurulu (Public Company Accounting Oversight Board) oluşturulmuştur.
- Yasa CEO ve Mali İşler Üst Yöneticilerinde yeni sertifikasyon gereklilikleri getirmiştir. Buna göre finansal raporları imzalamaları zorunlu olmuştur.
- Tüm kişisel krediler, yetkili müdür ve müdürlere yasaklanmıştır.
- Üye ticari raporlaması için son teslim tarihi kısaltılmıştır.
- Yasa güvenlik kanunları ihlallerinde cezai yaptırımları arttırmıştır.
- Yasa şirketlerdeki kanunsuzlukları ortaya çıkaranlar (whistle-blower) için ek koruma tedbirleri koymuştur.

Yasanın getirdiği tüm bu hükümlerden, yönetim kurulu, üst yönetim, bağımsız denetçiler, iç denetçiler, standart koyucu otoriteler, kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılar, avukatlar ve analistler başta olmak üzere çok çeşitli taraflar etkilenmiştir.

1.5.2. İngiltere

İngiltere'nin kurumsal yönetim alanındaki en önemli çalışmaları ise; 1992 yılı Cadbury Raporu, 1995 yılı Greenbury Raporu, 1998 yılı Hampell Raporu ve 1998 yılı Birleşik Kod (Combined Code) çalışmaları temel alınarak yapılmıştır. Bu çalışmalarda diğer ülkelerdeki gelişime paralel olarak finansal skandallar ve şirket iflasları esas alınmıştır. (Mallin 2007:20)

İngiltere kurumsal yönetim ilkeleri tarihsel olarak bakıldığında ilk kez Cadbury başkanlığında yürütölen komisyon çalışmaları ile gündeme gelmiştir. Bundan dolayı Cadbury Raporu kurumsal yönetim düzenlemeleri İngiltere literatürüne önemli katkılar sağlamıştır.

Finansal skandallar ve iflaslar sonucu birçok İngiliz finansal raporlama şirketine olan güvenin azalmasıyla, Londra Menkul Kıymetler Borsası, Finansal Raporlama Konseyi ve birçok profesyonelin girişimi ile Mayıs 1991'de Kurumsal Yönetimin Finansal Yönü Komitesi (Committee of the Financial Aspect of Corporate Governance) kurulmuştur. Komitenin kurulması ardından yaşanan yeni skandallar sonucu kurumsal yönetimin bir bütün olarak değerlendirilmesi gündeme gelmiştir. Bu kapsamda Komite Adrian Cadbury başkanlığında toplanmış, Aralık 1992'de de Cadbury Raporu olarak bilinen rapor yayınlanmıştır.

Cadbury raporu özellikle iştirakçiler, yönetim kurulu ve denetim ile ilgili hükümler içermiştir. Rapor işletmelerin finansal rapor ve hesaplarında kodların her bir maddesine uyup uymadıklarına dair bir resmi ifade bulunmasını tavsiye etmiştir. Böylece şirketlerin yıllık mali durumlarını ortaya çıkarmak, kanuna uygun davranışlar gösterdiklerini göstermeleri ve eğer uygunsuz aktivitelerde bulunuldu ise bu durumun nedenlerini açıklamaları amaçlanmıştır. Cadbury raporu, yönetim kurulunda bulunan bağımsız üyelerin kurumsal yönetim standartlarını belirlemede ve uygulamada önemli role sahip olduklarının altını çizmektedir. Rapor yöneticilerin gelirini düşürmeyi amaçlamamış, yönetici gelirlerinin belirlenmesinde ana hatları gündeme getirmiştir. Raporun temel amacı yönetici gelirleri ve performansları arasında denge oluşturulması olmuştur (Solomon 2007).

Cadbury raporunun ardından devam eden kurumsal yönetim gelişme sürecinde 1995 yılında Greenburry Komisyonunun çalışmaları dikkat çekmektedir. Cadbury raporunda eksik kalan unsurları tamamlamak ve bir adım daha ileri gitmek amacı ile özellikle yönetici

gelirlerinin açıklanması ve hesap verilebilmesi amacı ile Greenburry Komisyonu bazı çalışmalar yapmıştır.

90'lı yıllarda İngiltere'de yöneticilerin gelir sorunu da gündeme gelmiştir. Özellikle özelleştirilmiş endüstrilerde yöneticilerin gelir seviyesi artmış, bununla beraber bu artış yöneticilerin daha iyi performans göstermesinde etkili olamamıştır. Bu nedenle yöneticilerin kazançları ile ilgili kurumsal yönetim sorunları ile daha ciddi ilgilenme gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda 1995'te Greenbury Komisyonu oluşturulmuş ve komitenin aldığı kararlar bir rapor ile belgelenerek yönetici gelirlerindeki en iyi uygulama kodu oluşturulmuştur (Şendoğlu 2010).

İngiltere'de kurumsal yönetim alanında etkili olan diğer bir çalışma da Cadbury ve Greenbury Raporlarının eksik kalan yönlerini tamamlama amacı taşıyan 1998 tarihli Hampel Komitesi Raporu'dur. Kurumsal yönetimde işletmelerin hesap verilebilirliğin artırılmasını yineleyen bu rapor ile menfaat sahiplerinin çıkarlarının korunması hedeflenmiştir.

Hampell raporunda, kurumsal yönetimin pay sahiplerine uzun dönemli fayda için bir fırsat ve şirketin temel amacı olduğu belirtilmektedir. Genel değerlendirme ile Hampell raporu işletmenin, emanet edildiği otoritenin yetkiyi kötüye kullanmasını engellemeyi amaçlamıştır. Hampell raporu ile sağlanan diğer bir ilerleme ise hesap verilebilirlik ve denetleme alanındadır. Yönetim Kurulu iç kontrolün güvenilirliğini sürdürme konusunda sorumlu tutularak, pay sahiplerinin yatırımlarını güvence altına alan bir oluşum olarak faaliyet göstermesi amaçlanmıştır. Ayrıca yönetim kurulu risk yönetiminden tüm yönüyle sorumlu tutulmaktadır. Tüm bunlarla beraber Hampell Raporu, yönetici ücret ve gelirleriyle ilgili tartışmayı ileri götürmemiş, sadece Cadbury'de yer alan prensipleri yinelemiştir (Karayel 2006 40-43).

İngiltere için Cadbury ve Hampell çalışmalarından sonra krurumsal yönetim alanındaki önemli üçüncü adım ise Higgs Raporudur. Bu rapora göre vekalet sorununa vurgu yapılmıştır. Bu sorunda yönetim kurulunun hissedarların lehine davranışlar sergilemesi gerektiğine vurgu yapılmaktadır. Bunun sağlanması için ise bilgi akışının daha net olması gerektiği vurgulanmaktadır.

Birleşik Kodun vurgu yaptığı konular ise; Yönetim Kurulu Başkanı ve İcra Kurulu Başkanı'nın farklı kişiler olması gerektiğidir. Yönetim Kurulu Başkanı, yönetim kurulunun işleyişinden sorumludur ve başkanın üyeliği yönetim kurulu ve pay sahiplerinin onayına bağlıdır. Tüm idareci, yönetici ve bağımsız yöneticilerin eşitliğini ve görevlerini tam olarak

yerine getirmelerini sağlamalıdır. Yönetim kurulundan farklı olarak kurulan İcra Kurulu Başkanının görevi ise, işletmeyi yönetmek ve yönetim kurulu tarafından belirlenen strateji ve politikaları yerine getirmektir. Bu açıdan ikisinin rolleri birbirinden farklı olmalıdır (Karayel 2006 42-43).

Kurumsal yönetim çalışmalarına destek olarak yapılan başka bir çalışma olan Turnbull Raporunda ise özellikle iç kontrol konusuna vurgu yapılmış ve Birleşik Kod'un ilgili hükümlerinin sınırları daha da genişletmiştir. 2003 yılındaki Finansal Raporlama Konseyi, Higgs Raporu doğrultusunda çalışmalar yaparak Birleşik Kodu revize etmiştir. Revize edilmiş Birleşik Kod Higgs Raporu hükümlerini büyük oranda korumuştur (Solomon 2007).

1.5.3. Almanya

Almanya'da kurumsal yönetim ile ilgili ilk düzenleme 1998 yılında yürürlüğe giren “Şirketlerde Şeffaflık ve Kontrolün İyileştirilmesine İlişkin Kanun”dur (Control and Transparency in Business Act). Almanya'da *Kontrag* olarak anılan söz konusu düzenleme ile temel olarak şeffaflığın teşvik edilmesi, şirketlerdeki kontrol ve denetim sistemlerinin iyileştirilmesi, risk yönetimi mekanizmalarının yerleştirilmesi, şirketin yönetimindeki kurulların (yürütme ve gözetim kurulları) görevlerinin net olarak ayrıştırılması ve bu kurulların görev ve sorumluluklarının açıkça belirlenmesi amaçlanarak, bu doğrultuda kurallar getirilmiştir. Almanya'da kurumsal yönetim kapsamında kapsamlı ilk düzenleme ise 2001 yılında Baums Raporu ile hayata geçirilmiştir. Rapor, yerli ve yabancı yatırımcılar için sistemin nasıl daha çekici hale getirilebileceği ile ilgili yaklaşık 150 öneri ya da değişiklik öngörmüştür (Clarke 2007 183-185).

Almanya'nın dünyadaki gelişmelere paralel olarak ticaret hayatı içindeki kurumsal yönetim çalışmalarına uygun olarak çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar uluslar arası uygulamalar ile yerli uygulamaların uyumlaştırılması ve geliştirilmesine yöneliktir. Bu çalışmaların sonuçları ise ticari hayata uygulama yapılması ile ticari kodların gelişmesi şeklinde çalışmalar yapılmıştır.

2002–2003 Cromme Kodu da yönetim alanında Almanya'da önemli düzenlemelerden biri olmuştur. İyi yönetim alanında ulusal ve uluslararası standartlar içeren kod Alman şirketleri için özellikle şeffaflık ve kolay anlaşılabilir olma açısından çok önemli yönetsel değişiklikler getirmiştir (Clarke 2007 183-185).

Bunların dışında uygulamaya konulan diğer düzenlemeler şunlardır:

- Alman Kurumsal Yönetişim Kodu (Haziran 2009)
- Alman Kurumsal Yönetişim Kodu (Haziran 2008)
- Alman Kurumsal Yönetişim Kodu (Haziran 2007)
- Alman Kurumsal Yönetişim Kodu İçin Yasa Değişikliği (Cromme Kodu) (12 Haziran 2006) –
- Alman Kurumsal Yönetişim Kodu İçin Yasa Değişikliği (Cromme Kodu) (2 Haziran 2005)
- Varlık Yönetim Şirketleri İçin Kurumsal Yönetişim Kodu (Nisan 2005)
- Alman Kurumsal Yönetişim Kodu İçin Yasa Değişikliği (Cromme Kodu) (21 Mayıs 2003)
- Alman Kurumsal Yönetişim Kodu İçin Yasa Değişikliği (Cromme Kodu) (26 Şubat 2002)
- Baums Komisyonu Raporu (Temmuz 2001)
- Alman Kurumsal Yönetişim Kodu (Haziran 2000)
- Alman Kote Firmaları İçin Kurumsal Yönetişim Kuralları (Ocak 2000)
- DSW Rehberi (Haziran 1998)

1.5.4. Avrupa Birliği

Avrupa Birliği (AB) kurumsal yönetim alanında çalışmaları uluslararası çalışmalara uygun şekilde 2000’li yıllara doğru başlamış ve bu doğrultuda birliğin çalışmalarında kurumsal yönetime daha fazla atıf yapılmaya başlanmıştır. 2000 yılı Şubat ayında dönemin Komisyon Başkanı R. Prodi de Komisyon’un çalışma programını Avrupa Parlamentosu’na sunarken yeni yönetim şekillerinin kurulması konusunu görev süresi içerisinde, ulaşmayı istediği 4 stratejik hedeften biri olarak belirtmiştir (Okçu 2007:300).

AB çapında kurumsal yönetim alanındaki en etkili çalışma 2001 yılında yayınlanan Avrupa Yönetişimi: Beyaz Kitap’tır (European Governance. A White Paper). Beyaz Kitap yönetişimi; ‘Avrupa düzeyinde iktidarın kullanılış tarzını etkileyen kural, süreç ve davranışlar’ olarak tanımlanmıştır. Beyaz Kitap’a göre beş temel iyi yönetim prensibi belirlenmiştir. Buna göre; (Commission of the European Communities 2001:10-11)

- **Açıklık.** Kurumlar daha açık bir şekilde çalışmalıdır. Hem kurumlar hem de üye ülkeler AB'nin yaptıkları ve almış oldukları kararlar konusunda aktif bir biçimde iletişim içerisinde olmalı, kamuoyu için anlaşılabilir bir dil kullanılmalıdır.

- **Katılım.** AB politikalarının kalite ve etkinliği uygulanacak politikaların hazırlıklarının yapılması aşamasından uygulanmasına kadar geçen tüm süreçlerde geniş bir halk katılımına bağlıdır.

- **Hesap verebilirlik.** Yasama ve yürütme süreçlerindeki roller daha açık olmayı gerektirmektedir. Her bir AB kurumunun AB sistemi içerisinde ne yaptığının netleştirilmesi bu noktada büyük önem taşımaktadır.

- **Etkinlik.** Politikaların etkin ve zamanında sunulmasının yanı sıra; ihtiyaç duyulan politikaların belirli hedefler doğrultusunda, gelecekte yapacakları etkinin ve geçmiş tecrübelerin de dikkate alındığı bir tarzda vatandaşlara sunulmasını ifade etmektedir.

- **Uyum.** Politikalar ve uygulamaya yönelik eylemlerin uyumlu ve kolay anlaşılır olmasını ifade etmektedir. AB çapında yükümlülüklerin alanının büyümesi, genişlemenin farklılıkları arttırması ya da demografik gelişmeler gibi yeni sorunlar, AB politikalarının oluşumunda bölgesel ve yerel aktörlerin de katılımı uyum çabalarının gereğini ortaya koymaktadır.

AB kurumsal yönetim anlamında beş temel esas üzerine yapılan çalışmalarında gelişmeler sağlama ve bu gelişmeleri üye ülkelerde adapte etme konusunda öncülük yapmalıdır. Bu doğrultuda kurumsal yönetim ile iyi yönetim ile orantılı olarak yasal düzenlemeleri yapmalıdır. Bunları yapmak için ise Lizbon Zirvesi'nden beri de AB bu konuda çeşitli düzenlemelere yer vermeye devam etmektedir.

1.5.5. Rusya

Rusya'da bu dönemler içerisinde 1997 sonrası kurumsal yönetim alanında çalışmaların hızlandığı dönem olarak değerlendirilebilecektir. 4 Nisan 2002'de kabul edilen Rusya Kurumsal İdare Kodu da bu konuda temel düzenleme olarak yer almaktadır. Toplam 10 bölümden oluşan kod OECD prensiplerini temel almıştır ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamasının isteğe bağlı olduğunu da belirtmiştir. (Russian Code of Corporate Conduct)

Rusya kurumsal yönetim alanında 4 evre geçirmiştir.

- Ticarileşme (80'lerden 1992'ye),
- Özelleştirme (1992'den 1994 ortalarına),
- Nomenklatura (1994 ortasından 1997'ye) ve
- İstikrar (1997'den günümüze) dönemleridir.

1.5.6. Uluslararası Kuruluşlar

Kurumsal yönetim ilkeleri bazı uluslararası kuruluşlar tarafından bir bütün şeklinde ele alınmış ve temel ilkeler oluşturulmuştur. Bu kısımda OECD, IMF ve Dünya Bankası tarafından oluşturulan kurumsal yönetim ilke ve modelleri incelenecektir.

1.5.6.1. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD kurumsal yönetim ilkeleri prensipler; pay sahiplerinin hakları, pay sahiplerine eşit muamele, paydaşların rolü, açıklık ve şeffaflık ve Yönetim Kurulu'nun sorumlulukları olmak üzere beş ana başlıktan oluşmaktadır.

OECD kurumsal yönetim ilkeleri 27–28 Nisan 1998'de OECD'nin Bakanlar düzeyindeki konsey toplantısının çağrısı üzerine, ulusal hükümetler, diğer uluslararası kurumlar ve özel sektöre kurumsal yönetim standartları konusunda rehberlik yapmak amacıyla, 1999 yılında hem OECD hem de OECD dışı ülkelerin kurumsal yönetim ilkelerini temel alarak oluşturulmuştur (OECD 2004:9).

OECD ülkeleri arasındaki yönetim kurulunun yapısı ve görevleri açısından yaşanan farklılıklar dolayısıyla; ilkelerin uygulanabilmesi için genel bir değerlendirmeye yer verilmiştir. Kurumsal yönetim, işletmenin stratejik rehberliğini, yönetim kurulunun ve yöneticilerin etkin izlenmesini ve denetimini, yönetim kurulunun şirkete ve hissedarlara hesap vermesini sağlamalıdır. OECD ilkeleri gereği farklı hissedar gruplarının etkilenebileceği durumlarda; yönetim kurulu üyeleri bütün hissedarlara adil davranmalıdırlar (OECD 2004:17).

OECD ilkeleri gereğince Yönetim Kurulu üyeleri şirket ve pay sahiplerin menfaatleri doğrultusunda hareket etmelidir. Bunun için, onlar tamamen bilgilendirilmiş bir şekilde, iyi niyetli olarak gayret ve dikkatle çalışmalıdırlar. Birçok şirkette bu yasal bir zorunluluktur.

Yönetim Kurulu tüm pay sahiplerini dürüst bir şekilde ele almalıdırlar, çünkü onların kararları farklı pay sahipleri gruplarını farklı şekilde etkileyebilir. Hatta Yönetim Kurulu uygun yasalara olan itaati garantiye almalı ve paydaşların menfaatlerini dikkate almalıdırlar. Yönetim Kurulu temel bazı fonksiyonları yerine getirmelidir (OECD 2004 23-24).

- Şirket stratejisini, başlıca eylem planlarını, risk politikalarını, yıllık bütçeleri ve iş planlarını yönlendirmek ve gözden geçirmek; performans hedeflerini saptamak; uygulamaları ve kurumsal performansı takip etmek ve büyük sermaye harcamalarını, devralmaları ve mal varlığı satışlarını yönetmek.

- Şirket kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini gözlemek ve gerektiğinde değişiklik yapmak.

- Üst düzey yöneticileri seçmek, ödüllendirmek, denetlemek, değiştirmek ve yönetimin sorunsuz şekilde değişmesini sağlamak.

- Üst düzey yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin gelirlerini, şirketin ve hissedarların uzun vadeli çıkarı uyarınca belirlemek .

- Formel ve şeffaf bir atama süreci oluşturmak.

- Şirket varlıklarının suiistimal edilmesi ve ilgili tarafların işlemlerinde kötüye kullanma dâhil olmak üzere yönetim, yönetim kurulu, yönetim kurulu üyeleri ve hissedarların olası çıkar çatışmalarını gözlemek ve idare etmek.

- Bağımsız denetim dâhil olmak üzere şirketin muhasebe ve mali raporlama sistemlerinin güvenilirliğini sağlamak ve özellikle risk yönetimini, mali ve operasyonel kontrol sistemleri ve yasa ve ilgili standartlara uygunluğu denetleyen sistemler gibi denetim sistemlerinin işlerliğini sağlamak.

- Kamuyu yapılan açıklamalar ve iletişim süreçlerine nezaret etmek.

OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin belirlediği çerçeveye sadece operasyonel ve finansal sonuçlarla ilgili değil, aynı zamanda şirketin amaçları, ortaklık yapısı, yönetim kurulu üyeleri ve üst yöneticileri ile bunlara sağlanan mali haklar, ilişkili taraflarla yapılan işlemler, yönetim ve iç kontrol yapısı konularında da doğru ve zamanında açıklama yapılmasını istemektedir.

1.5.6.2. Uluslararası Para Fonu (IMF)

Uluslararası kuruluşların kurumsal yönetimin gelişmesine yönelik çalışmaları için (IMF) Uluslararası Para Fonu’da diğer kuruluşlarla eş güdümlü olarak çalışmalar yapmıştır. Bu çalışmalar doğrultusunda ise IMF üye olan ülkelerdeki en iyi uygulamalara katkı sağlaması açısından iyi yönetime katkısını üç farklı yolla yapmaktadır: (www.tbb.org.tr)

(i) Politika önerileri yoluyla: Döviz kurunun ve fiyat sisteminin liberalizasyonu ve doğrudan kredilerin önlenmesi.

(ii) Teknik danışmanlık yolu: Üyelere ekonomik politika oluşturma ve uygulama, etkin kurumlar oluşturma ve kamunun güvenilirliğinin geliştirilmesinde danışmanlık.

(iii) Devlet kurumlarının ve devletin faaliyetlerinde şeffaflığın sağlanması, ayrıca muhasebe, denetleme ve istatistik sistemlerinin geliştirilmesinde destek verilmesi.

IMF katkıda bulunduğu kurumsal yönetimin geliştirilmesi ve takip edilmesi amacı ile sürekli gelişimi sağlayacak şekilde bir takip sistemi geliştirmek için çalışmalar yapmıştır. Bu çalışmalar ile üye ülkeler için şeffaflık ile parasal gelişme ve tabloların takibi amaçlanmaktadır.

Para ve maliye politikaları için Şeffaflık Kodları geliştiren IMF zaman içerisinde tek tek ülkelerin gösterdikleri ilerlemeleri analiz etmek amacıyla Standard ve Kodlara Uyum Raporları (ROSCs) yayınlamaktadır. Raporların hazırlanması modüler bir temelde gerçekleştirilmektedir (Delice 2007).

1.5.6.3. Dünya Bankası

1992 yılında kurumsal yönetimi sağlıklı kalkınma yönetimi ile eş anlamlı olarak tanımlayan Dünya Bankası, bu yapıda dört temel ilke belirlemiştir. Bunlar hesap verebilirlik, kalkınmanın yasal çerçevesi, bilgilendirme ve saydamlık olarak sıralanmıştır. Buna göre; (Güler 2003)

- **Hesap verebilirlik:** Kamu görevlilerinin eylemlerinden sorumlu olmalarını açıklamaktadır. Bu açıdan değerlendirme mekanizmalarının yaygınlaştırılması, yerelleşme gibi konular büyük önem kazanmaktadır.

- **Kalkınmanın Yasal Çerçevesi:** Kalkınmanın yasal çerçevesi; özel sektör için açık, öngörülebilir ve istikrarlı, herkese yansız ve adil biçimde uygulanan bir kurallar ve hukuk yapısı ile bağımsız bir yargı sisteminin var olmasını içermektedir.

- **Bilgilendirme:** Yaşamsal öneme sahip koşullar, bütçe, piyasalar ve tasarımların herkes için ulaşılabilir olmasını içermektedir.

- **Saydamlık;** açık yönetim, hesap verebilirliğin genişletilmesi, yolsuzluğun sınırlandırılması, politika yapımında kamu ve özel sektör arasında danışma sürecinin desteklenmesini içermektedir.

1999 yılından sonra Dünya Bankası yönetim yaklaşımında yeniliklere gitmiştir. Geçen yıllar içerisinde kurum yoksulluğun azaltılması ve gelişmenin sağlanması için bütünsel, katılımcı ve sonuç odaklı yeni politikalar ve programlar oluşturmuştur. Dünya Bankası yayını olan “Birlikte Yaşamak: Dünya Bankası: Sivil Toplum İlişkileri” çalışmasında yeni yaklaşım ve inisiyatiflerin büyük çoğunluğuna yer verilmiştir. Bu politika değişikliği ışığında çok boyutlu yaklaşımı temel alan Kapsamlı Gelişme Taslağı (Comprehensive Development Framework) hazırlanmıştır (World Bank 2003).

1.6. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİMİN GELİŞİMİ

Türkiye globalleşme ile dünyaya uyum sağlamada önemli adımlar atarken hem devlet yönetimi hem de sermaye piyasalarında da önemli gelişmeler sağlamıştır. Bu gelişme doğrultusunda dünyada yaşanan gelişmeler ile eş güdümlü olarak çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar doğrultusunda yönetim ve mali raporlamalar doğrultusunda önemli gelişmeler sağlanmıştır. Bu gelişmeler özellikle 90’ların sonrasında hız kazanmış ve dünya ile uyumlu olarak 2000’li yıllarda daha da hız kazanmıştır. Türk şirketlerinin yurtdışına açılması, sermaye piyasalarının genişlemesi ile yabancı yatırımların artmaya başlaması sonucunda mevcut yatırımların takip edilmesi açısından kurumsal yönetimin temel ilkeleri daha da önem kazanmıştır. Bu doğrultuda yapılan çalışmalar ise aşağıda özetlenmiştir.

OECD en öz tanımlama ile kurumsal yönetimi “şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistemdir” şeklinde tanımlarken daha geniş bir tanımlama ile de “şirketlerin yönetimi,yönetim kurulu, hissedarları ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler demetidir” tanımını kullanmıştır. (www.oecd.org, 12.06.2012)

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetim reformlarının arkasındaki en önemli neden, şirketlerin küreselleşmenin getirdiği şartlara uyum sağlayabilmek için ihtiyaç duydukları şirket dışı sermaye kaynaklarıdır. Kurumsal yönetimle ilgili reformların bir diğer nedeni de gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmak isteyen uluslararası fon yöneticileri ve yabancı yatırımcıların kurumsal yönetim ile ilgili reform sürecine olan desteklerinin temelinde, yapacakları yatırımların güvenliğini garantiye alma istekleri yatmaktadır. Türkiye’de yapısal reformlar özellikle 2001 ekonomik krizini izleyen dönemde Dünya Bankası ve IMF öncülüğünde hayata geçirilmiştir. 1990’lı yıllarla beraber açıkça ortaya çıkmasına rağmen, siyasi isteksizlikler sonucunda ertelenen reformlar 2001 krizi sonrasında hayata geçirilmiştir. Yapılan reformların en önemlileri Merkez Bankası ve BDDK reformlarıdır. Merkez Bankası özleştirilerek iktidar güdümünden kurtarılmıştır. Türk bankacılık sistemi ise içinde bulunduğu denetimsizlikten BDDK aracılığıyla kurtarılıp denetim altına alınmıştır. Böylece Türkiye uluslararası sermaye için de bir cazibe merkezi haline getirilmiştir (Menteş 2009).

Kurumsal yönetim ilkelerine uyumu başaran şirketlerin risk düzeyleri azalmakta, sermaye maliyeti düşmekte ve uluslararası alanda şirketler rekabet avantajına sahip olabilmektedir. Ayrıca söz konusu bu şirketlerin piyasada saygınlığı ve değeri artmaktadır. Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler tarafından benimsenmesi ile ekonominin temel kısıtı olan sermayenin, ülkeye akışı sağlanabilecek, ekonomik kalkınmanın yolu açılacaktır. Çünkü kurumsal yönetim anlayışı menfaat sahiplerinin beklentilerini dengeli bir şekilde karşılayarak şirket performansının sürdürülebilirliğini güvence altına almakta ve küresel finansal sistem içerisinde yatırımcıların talep ettikleri getiri oranının artmasını sağlayarak, tercih edilebilir bir yatırım ortamı oluşturmaktadır.

S.P.K. kurumsal yönetim ilkelerini referans alarak ve ülke şartlarına yeniden uyarlayarak geliştirdiği kurumsal yönetim ilkeleri ile ülkemiz sermaye piyasalarının uluslararasılaşmasına yönelik adımlar atılmıştır. Bu süreçte ise birçok ülkenin düzenlemeleri incelenmiş, başta 1999 yılında yayınlanan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır (Övünç 2004: 22).

Tablo 1.2: Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi

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

Kaynak: TORAMAN, ABDİOĞLU; **BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer**

Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi; [Muhasebe ve Finansman Dergisi, 2008; 40:s:100](#)

Sermaye Piyasası Kurulu’nca Temmuz 2003’te “SPK Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri” başlıklı bir rehber ile yayınlanmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu, ülkemizde bu ilkeleri hayata geçirebilmek için dünyadaki uygulamalara paralel bir yöntem izlemiştir. Şirketlerden “uygula ya da açıkla” anlayışına dayalı bir yaklaşımla uygulanmadığı takdirde ilkelerin neden uygulanmadığının açıklanması eğer ilkeler uygulandı ise hangi ilkelerin uygulandığının

açıklanması istenmiştir. “2005 yılında ise bu ilkeler OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri kapsamında revize edilerek tekrar yayınlanmış ve borsada işlem gören şirketlerin 2005 yılından itibaren yıllık faaliyet raporları içerisinde kurumsal yönetim uyum raporuna da yer vermeleri hususunda zorunluluk getirilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu dünyadaki gelişmeler paralelinde hazırlayarak yayımladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi ile mevcut hukuki düzenlemelerin ilerisinde prensipler getirmiştir. Bu kapsamda rehber, mevcut mevzuatta ve uygulamada kurumsal yönetim konusunda oluşan eksikliği gidermeyi ve boşlukları doldurmayı amaçlamaktadır. Bu anlamda ilkeler, en açık örneğini yenilenen Türk Ticaret Kanunu’nda gördüğümüz gibi mevzuatta yapılacak düzenlemeler için yol gösterici bir nitelik taşımaktadır.” (Toraman Abdioğlu, 2008: 99).

Türkiye’de kurumsal yönetim alanındaki çalışmalar SPK ve TÜSİAD’ın OECD ilkelerini yayınlaması ile gündeme gelmiş ve bu süreç sonrasında hem teorik hem de pratik açıdan önemli gelişmeler yaşanmıştır. Bu kısımda Türkiye’deki kurumsal yönetim çalışmaları hakkında genel bir değerlendirme yapılacaktır.

1.6.1. TÜSİAD’ın Çalışmaları

TÜSİAD 2000 yılında OECD kurumsal yönetim ilkelerini Türkçeye çevirerek Kurumsal Yönetim İlkeleri ismi ile yayınlamıştır. (Şendoğdu, 2010) Bu çalışma kurumsal yönetim alanında öncü ve en etkili çalışmalardan biri olmuştur. Dernek 2002’de “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” çalışmasını yayınlamış ve yönetim kurulunun kurumsal yönetim açısından ne şekilde en etkili şekilde yapılandırılabileceği hakkında tavsiyelerde bulunmuştur.

Kurumsal yönetim çalışmada “en geniş anlamda modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi” şeklinde tanımlanmıştır. Daha dar bir bakış açısıyla ise “bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkân tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir.” denilmiştir (TÜSİAD 2002: 9).

1.6.2. Sermaye Piyasası Kurulu’nun Çalışmaları

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tavsiye niteliğinde hazırladığı kurumsal yönetim ilkelerini, Türkiye'nin özel şartlarını da dikkate alarak maddeleştirmiş, TÜSİAD ile başlayan çalışmaları ileriye taşımıştır. Bu süreç sonrasında kurumsal yönetim ilkeleri halka açık şirketlerde gereklilik halini almıştır.

Türkiye sivil bir kanun devleti olarak genel zorunlu kurumsal yönetim standartları, Türk Ticaret Kanunu anonim şirket hükümleri, Sermaye Piyasası Kanunu ve genel olarak SPK tebliğleri şeklinde olan Sermaye Piyasası Kanunu'nun ast hükümlerine dayanmaktadır (OECD 2006).

Türk sermaye piyasalarında kurumsal yönetim ilkelerini uygulamak ve yaygınlaştırmak için ilk adım Sermaye Piyasası Kurulu tarafından atılmıştır. SPK OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ve çeşitli ülke uygulamalarını göz önüne alarak, Kurumsal Yönetim İlkelerini Temmuz 2003 tarihinde ilk kez yayınlamış; daha sonra revize edilmiş şeklini ise Şubat 2005 tarihinde yayınlamıştır. SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri, SPK BIST ve Türkiye Kurumsal Yönetim Formu uzmanlarının birçok akademisyen ve kamu kuruluşunun görüşleri alınarak hazırlanmıştır. Hazırlanan bu ilkeler Türkiye'de gerekli yasal mevzuatın hazırlanması için tetikleyici etki niteliğindedir.

“İlkeler incelendiğinde önemli noktalar aşağıdaki gibi özetlenebilir.” (Kayacan 2006 31-32)

1. İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmamasında herhangi bir zorunluluk yoktur.
2. İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına; uygulanmadı ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu prensiplere tam uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte şirketin yönetim uygulamalarında ilkelerde yer alan prensipler çerçevesinde bir değişiklik yapma planlarının olup olmadığına ilişkin açıklamaya, yıllık faaliyet raporunda yer verilmesi ve ayrıca kamuoyuna açıklaması gerekmektedir.
3. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılacak düzenlemeler çerçevesinde kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan derecelendirme kuruluşları ilkelerin uygulanma seviyesini halka açık anonim şirketler açısından saptayacaktır.
4. İlkelerde yer alan ana prensipler “uygula; uygulamıyorsan açıkla” prensipleridir. Ancak bu prensiplerin bazıları tamamen tavsiye niteliğine olup; bu prensiplere uyulmadığı takdirde herhangi bir açıklama yapılmasına gerek bulunmamaktadır.

5. İlkeler, mevcut düzenlemelerin şu anda için ilerisinde prensipler içermekte olup, mevcut mevzuatta ve uygulamada kurumsal yönetim konusunda oluşan eksikliği gidermek ve boşluğu doldurmak amacıyla hazırlanmıştır.
6. İlkeler ileride mevzuatta yapılacak düzenlemeler için de yol gösterici bir özellik arz etmektedir.

SPK, mali raporlar ve dış denetim standartları hazırlar ve derecelendirme kuruluşları, pazar aracıları ve birçok halka açık şirketin dış denetçilerini yetkilendirmekte ve denetlemektedir. SPK yönetim kurulu; (OECD 2006)

- a) Bilgileri düzenleme veya açıklama
- b) Mali suçlara karıştıkları tespit edildiği takdirde gerekli kişi ve kuruluşları organize sermaye piyasalarına katılmaktan men etme
- c) Sermaye piyasası kanunları ile uyumsuzluk görüldüğü takdirde uygun mahkemeyi başlatma
- d) Rekabete aykırı anlaşmalar gibi şüpheli mali suçları Cumhuriyet Savcısı'na bildirme
- e) Tebliğler ve Yönetim Kurulu kararlarının ihlalleri için idari para cezalarını uygulama gibi bazı uygulama yetkileri üzerinde de çalışmaktadır.

Türkiye'de Kurumsal Yönetim İlkeleri, SPK tarafından başta OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olmak üzere dünyada benimsenmiş esaslar dikkate alınarak ilk kez 2003 yılında yayımlanmış, daha sonra yaşanan gelişmeler doğrultusunda Şubat 2005'te revize edilmiştir. SPK Kurumsal yönetim ilkeleri beş ana ilke olarak OECD İlkeleri ile uyumluluk göstermektedir (SPK 2005).

- Ülke kurumsal yönetim çerçevesi,
- Hissedar hakları ve hissedarlarla ilişkiler,
- Paydaşlar,
- Kamuoyunu bilgilendirme/şeffaflık
- Yönetim kurulu yapısı ve sorumlulukları

Birinci ilkede; kurumsal yönetim çerçevesi kısmında SPK ilkeleri uluslararası uygulamalar ile uyumlu olduğu için ülke içinde uygulanmasına yönelik olarak yapılan düzenlemeleri de kapsamaktadır. Burada ülke içindeki mevcut kurumsal yapı ile kurumsal yönetim ilkeleri arasındaki uyumlaştırma ile sürecin devamlılığına yönelik önlem ve uygulamalar yapılmıştır.

İkinci ilkede, pay sahiplerinin hakları ve eşit işleme tabii olması konularındaki prensipler yer almaktadır. Pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kar payı alma hakkına ve azınlık haklarına ayrıntılı olarak yer verilmekte, ayrıca pay sahipliğine ilişkin sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile pay sahiplerine eşit işlem ilkesi ele alınmaktadır.

Üçüncü ilke; kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilgili prensipler yer almaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesi ile pay sahiplerini bilgilendirme ve ülkemiz koşulları da dikkate alınarak mali tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler standartlara bağlanmış ve kamuya duyurulacak bilgiler işlevsellik ön planda tutularak detaylandırılmıştır.

Dördüncü ilkede, menfaat sahipleri yani paydaşlar ile ilgilidir. Menfaat sahibi, işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde ilgisi olan bir kimse kurum veya çıkar grubu olarak tanımlanmaktadır. Şirketle ilgili menfaat sahipleri; pay sahipleri ile birlikte çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta şirkete yatırım yapmayı düşünebilecek potansiyel tasarruf sahiplerini de içermektedir.

Beşinci ve son ilkede ise, yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve faaliyetlerinde yardımcı olmak üzere kurulacak komitelere ve yöneticilere ilişkin prensipler yer almaktadır.

“2004 yılında SPK’nın Kurumsal İkelere Uyum Beyanı düzenlemesi ile halka açık şirketler, kurumsal yönetim ilkelere ne ölçüde uymakta olduklarını ve uymadıkları konular ile ilgili gerekçelerin neler olduğunu faaliyet raporlarında açıklamakla yükümlü tutulmuştur. “Uy ya da açıkla” olarak adlandırılan bu yaklaşım ile halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini konusunda teşvik edilmesi hedeflenmiştir” (TKYD 2006:12).

SPK ilkeleri, halka açık şirketler için bağlayıcı olmayan kurumsal yönetim standartlarının temel kaynağıdır. Listelenen şirketler, diğer şeylerin dışında, hangi ilkelerin benimsenmediğini ve sebeplerini açıklayan yıllık bir *Kurumsal Yönetime Uygunluk Beyanı* yayınlamak zorundadırlar. SPK ilkelerinin alt kümeleri (örneğin uygulamaları belirlenmekte güçlük çekilenler) bu “uyuma veya açıklama” zorunluluğuna dâhil değildir (OECD 2006 13-16).

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurumsal Yönetim İlkeleri; pay sahipleri, kamu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri veya paydaş grupları, yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır (Demirbaş & Uyar 2006: 81).

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren şirketleri kurumsal yönetim ilkeleri açısından objektif bir şekilde değerlendirme olanağı sağlayan” kurumsal yönetim derecelendirmesi” uygulaması da mevzuatımıza SPK tarafından 04. 12. 2003 tarihinde çıkarılan Seri: VIII, No: 40 sayılı” Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile getirilmiştir. Tebliğde, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi olarak sınıflandırılmıştır. Derecelendirme yaptırılması zorunlu değildir; ancak, SPK tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilmektedir. Ayrıca, derecelendirme kuruluşlarının, ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilecekleri konusu düzenlenmiş olup; söz konusu derecelendirme sonuçlarının derecelendirme kuruluşu tarafından kamuya açıklanması, ilgili ortaklık ve sermaye piyasası kurumunun onayına bağlanmıştır.

1.6.3. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin Çalışmaları

Kurumsal Yönetim Derneği kurumsal yönetişim anlayışının Türkiye’de tanınması ve gelişmesine katkı sağlamak amacı ile kurulmuş, en iyi uygulamaların yaygınlaşması için 2003 yılında faaliyetlerine başlamıştır. Derneğin amacı “şirketlerin yönetim kurulları ile çalışıp, kurumsal yönetişimin ilkeleriyle ve en iyi uygulamalarıyla tanışmaları, bunları benimsemeleri ve uygulamaları için gerekli deneyimi ve birikimi kendilerine aktarmak ve her adımda yardımcı olmaktadır” (Şendoğdu 2010).

“Kurumsal Yönetim Derneği, OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerini Türkçeye çevirerek “Kurumsal Yönetim İlkeleri” olarak yayınlamıştır. Dernek, Boston

Consulting Group (BCG) ile ortak bir çalışma düzenleyerek “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırmasının gerçekleştirmiştir. Araştırma Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin durum tespiti yapmayı, mevcut uygulamaları etkileyen çevresel koşulları belirlemeyi ve çevresel koşullar itibariyle Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin Türk şirketlerinin uzun vadeli performanslarındaki olası etkilerini ortaya çıkarmaya çalışmaktadır”(Yıldırım 2007:82).

Dernek misyonunu, kurumsal yönetimin Türkiye’de özel kuruluşlar ve kamu kurumlarınca ana ilkeleriyle benimsenmesi, yerleşmesi ve doğru uygulanması için önderlik ve yol göstericilik yapmak ve Türkiye’de sürekli gündemde kalması için, en temel sorunlardan başlayarak en güncel ve çağdaş uygulamaları kurumların yönetimlerine ve paydaşlarına tanıtmak olarak tanımlamıştır. OECD de kurumsal yönetim revize prensiplerinin Türkiye’deki yayın, tercüme ve dağıtım hakkını derneğe vermiştir.(www.tkyd.org.tr, 10.08.2012)

1.6.4. Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Kurumsal Yönetim

14 Şubat 2011’de Resmi Gazete’de yayımlanan 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (Yeni TTK) 1 Temmuz 2012 itibariyle yürürlüğe girmesi ile kurumsal yönetim açısından ise ticari şirketlerin ve ticari hayatın daha şeffaf ve kurumsal yönetim ilkelerine daha fazla yer veren bir düzenleme olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu değişiklikler sonucunda şeffaflı, hesap verilebilirlik ve kamuyu aydınlatma gibi temel ilkeleri ön plana çıkaran Yeni TTK ile kurumsal yönetim ilkeleri bütün şirketler için temel alınabilir hale getirilmesi amaçlanmaktadır. Böylece gelecek dönemlerde sadece sermaye piyasalarında işlem gören şirketler değil tüm şirketler kurumsal yönetimin bazı unsurlarını uygulayacak yasal yeniden yapılanma ve teknolojik bazı uygulamaları da zaman içinde yapma mecburiyetindedirler.

Yeni TTK anonim şirketlere, kurumsal yönetim ilkeleri temelinde zorunlu kurallar getirmiştir. Bu düzenlemelerin en önemlisi Uluslararası Finansal Raporlama ve Türkiye Muhasebe Standartlarına Uyum konusudur. Bu düzenlemeler ile yasa gerekçesinde yer alan hesap verebilirlik ve şeffaflık sağlanması hedeflenmiş, KOBİ’lere yönelik geliştirilen muhasebe standartları ile şeffaflık ve hesap verilebilirliğin küçük ve orta ölçekli işletmeler için de bir zorunluluk olarak kabul edilmiştir. “Mevcut kanundaki murakıplık kurumu zorunlu olmaktan çıkarılmış, bunun yerine kuruluşun, sermaye artırımının, yeniden yapılanmanın veya benzer önemli işlemlerin özel bir denetçi ile denetlenmesi öngörülmüştür. Bunun dışında, sermaye

şirketlerinin UFRS ile uyumlu TMS'na göre düzenlenmiş finansal tablolar ile yönetim kurulu faaliyet raporunun bağımsız denetçilerle denetlenmesi zorunluluğu getirilmiştir” (Tunç 2011: 5).

Yeni TTK devredilebilir ve devredilmez yetkiler kavramını vurgulaması açısından da önemli düzenlemelere yer vermiştir. Buna göre yönetim kurulları devredilemezler dışındaki yetkilerini kurul üyelerine, yönetim kurulu üyesi olmayan icra kurulu üyelerine veya tek bir murahhas müdüre devredebilecektir. Yetki devrinin gerçekleştirilmesi ile yönetim kurulu üyeleri gözetim sorumluluğu altına girecektir. Kanun halka açık şirketler için Risklerin Erken Teşhisi Komitesi oluşturulmasını zorunlu kılmıştır (Kurtuluş 2012:11).

Tablo 1.3 Web Sitesinin Asgari İçeriği

Şirketçe kanunen yapılması gereken ilanlar	Rüçhan, değiştirme, alım, önerilme, değişim oranı, ayrılma karşılığı gibi haklara ilişkin kararlar	Denetçi, özel denetçisi, işlem denetçisi raporları	Şeffaflık ilkesi ve bilgi toplumu açısından açıklanması zorunlu bilgiler	Genel kurullara ait olanlar dâhil her türlü çağrılara ait, belgeler, raporlar, yönetim kurulu açıklamaları	Finansal tablolar ve raporlamalar
Pay sahipleri ile ortakların menfaatlerini koruyabilmeleri ve haklarını bilinçli kullanabilmesi için görmelerinin ve bilmelerinin yararlı olduğu belgeler, bilgiler,	Değerleme raporları, kurucular beyanı, iflas ertelemeye ilişkin bilgiler, garantiler, şirketin kendi payını edinimleri	Birleşme, bölünme/tur değiştirme, sermaye artırımı/azaltımı/ menkul kıymet çıkarılması gibi işlemlere ilişkin her türlü belgeler	Bilgi alma kapsamında sorulan sorular, pay sahibinin aydınlatılmasına yarayan bilgiler	Yıllık faaliyet raporu, kurumsal faaliyet açıklaması, yöneticilere sağlanan mali haklar	Yetkili kurul konulmasını istedikleri, pay sahipleri ve sermaye piyasasını ilgilendiren konulara ilişkin bilgiler

açıklamalar					
-------------	--	--	--	--	--

Kaynak: “Yeni TTK’nın Kılavuzu”,

<http://www.tobb.org.tr/Lists/MansetListesi/Attachments/421/TURK%20TICARET%20KANUNU%20SUNUMU.pdf>, (01.06.2012)

Yeni TTK’da yer alan kurumsal yönetim ile ilgili maddeler aşağıda sıralanmıştır;

- Finansal tablolarda –UFRS uyumlu TFRS Md:88
- Kurucular beyanında Md. 349
- Yönetim kurulu düzenlemelerinde Md. 359-396
- Bağımsız denetimde Md. 397-406
- Yönetim Kurulu Üye Sayısı ve Nitelikleri Md: 359
- Belirli Grupların Temsil Edilmesi Md : 360
- Yönetim kurulu zarar sigortası Md: 361
- Yönetim kurulu, yönetim ve temsili Md: 362 – 366 – 371
- Risk Erken teşhis komitesi Md: 378
- Yönetim kurulu kendi payların iktisap Md: 379
- Yönetim kurulu toplantı kararları Md: 390
- Yönetim kurulu şirketle borç ve işlem yapma yasağı Md: 395
- Yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları Md: 553 – 557
- Şirketler topluluğu bağlı ve hakim şirketler Md : 195
- Şirketler topluluğu bağlı ve hakim şirket Raporları Md : 199
- Şirketler topluluğu sorumluluk Md: 202
- Satın alma Hakkı Md :208
- Şirket birleşme bölünme ve dönüşümü Md : 136-159-180
- Ceza ve sorumluluk maddeleri Md : 549 – 562

Yeni TTK’nın uluslararası ve ulusal uygulamaları esas olarak kurumsal yönetim ilkeleri ve uygulamalarına yönelik yaptığı değişiklikler yukarıda maddesel olarak belirtilmiştir. Bu maddeler bir bütün halinde şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine geçiş yapması ve daha iyi bir yönetişime tabii olmalarını sağlamaya yönelik çalışmalar olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.7. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ

Araştırmamızın önceki bölümlerinde kurumsal yönetimin ortaya çıkış nedenleri ve gelişimi üzerinde yapılan çalışmalar araştırılmış ve kurumsal yönetimin son dönemlerde gösterdiği gelişmelerde incelenmişti. Kurumsal yönetimin sermaye piyasalarında işlem gören şirketlerin ve devlet kökenli kurumların yönetim ve mali durumlarının takip edilebilmesi ve hesap verilebilirlik açısından daha iyi yönetişime kavuşmalarını da sağlamaya başlamıştır. Bu gelişme hızının daha da artması amacı ile ülkemizde ve uluslararası alanda birçok yasal düzenlemeler yapılmakta ve kamuoyunun kurumsal yönetime olan ilgisinin artması ile kurumlarında bu yöndeki çalışmaları daha da hız kazanmaktadır.

Günümüzde küreselleşme kaçınılmaz bir olgu olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle tek başına makro-ekonomik politikaların yeterli olmadığı kabul edilmektedir ve ülkelerin uluslararası sermayeden aldıkları payları arttırabilmeleri sağlam mali ve para politikası düzenlemeleri gerektirmektedir. Bu durum şirketler için de geçerlidir ve şirketlerin yeni düzene uyum sağlayabilmeleri için organizasyon yapılarını uluslararası kural ve beklentilere göre şekillendirmesi gerekmektedir (Menteş 2009).

İşletme içerisinde etkin kurumsal yönetim uygulamalarının oluşturulması, işletmelerin düşük sermaye maliyeti ile kaynak temin etmelerini, finansman imkânlarını arttırmalarını ve gerek ulusal gerekse uluslararası alanda sermaye piyasalarında yer almalarını sağlamaktadır. Dolayısı ile işletmelerde oluşturulan kurumsal yönetim mekanizmaları işletmelerin performanslarını da etkilemektedir.

Mikro ekonomik verimliliğe etki eden faktörlerden biri de kurumsal yönetimdir. Kurumsal yönetim sermaye piyasalarının işleyişini ve gelişimini etkilemektedir ve aynı zamanda kaynak tahsisi üzerinde güçlü bir etki bırakmaktadır. Kurumsal yönetim ayrıca KOBİ'lerin gelişmesi, girişimcilik, yaratıcı faaliyetler ve firmaların davranış ve performansları üzerinde de etkiye sahiptir (Maher ve Anderson, 2010, 4). Tüm bunlarla beraber kurumsal yönetim uygulamaları performans değerlendirme araçlarını da belirlemektedir (OECD, 1998:2). Başarılı bir kurumsal yönetim uygulaması şirketlerin sermaye maliyetinin azalmasını, finansman olanaklarının ve likiditelerinin artmasını sağlarken, sermaye piyasalarından daha fazla fon sağlamalarını olanaklı kılmaktadır. Bu özellikleri ile kurumsal yönetim anlayışı, şirketlerin sermaye maliyetinin düşmesini, finansman olanaklarının ve likiditelerinin artmasını sağlarken bir yandan da şirketlerin ve finansal piyasaların yeniden yapılanmasında, gelişiminde ve denetiminde önemli bir rol üstlenmektedir (Öztürk vd. 2008:225).

2002 yılı Haziran ayında uluslararası danışmanlık şirketi Mckinsey&Company tarafından yayınlanan küresel yatırımcı düşünce eğilimi araştırması sonuçlarına göre; kurumsal yatırımcılar açısından kurumsal yönetim zannedilenden daha büyük bir öneme sahiptir. 31 ülkede dokuz katrilyon dolarlık mal varlığını yöneten iki yüz portföy yöneticisi ile yürütülen araştırma sonuçlarına göre yatırımcılar yatırım kararlarını değerlendirdiklerinde finansal göstergelerle kurumsal yönetimi eşdeğer kabul ettiklerini belirtmişlerdir (Tuzcu 2004: 40).

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PERFORMANS VE BELİRLEYİCİLERİ

2.1. PERFORMANSIN TANIMI VE KAPSAMI

Bu kısımda genel hatları ile işletmelerin sürdürülebilirliklerini sağlamanın en önemli belirleyicisi olan genel performans, özel olarak ise finansal performans kavram ve kapsam olarak değerlendirilecektir.

2.1.1. Performans Kavramı ve Anlamı

İşletme ve insanların yaptıklarını değerlendirme açısından çok kullanılan bir kelime olarak karşımıza çıkan performans kelimesi genel olarak elimizdeki olanaklar ile ne kadar sonuç elde ettiğimiz anlamına gelmektedir. Gerçektende performans kelimesinin anlamına baktığımızda ise performans kavramının, ilk olarak 15. yy.da ortaya çıktığı, oyun ve sergi için kullanıldığı gözükmektedir.

En genel tanımlaması ile performans “bir örgütün kaynaklarını etkin ve verimli bir biçimde kullanarak amaçlarına ulaşabilme yeteneğidir.” (Dönmez 2011: 288) Farklı alanlara vurgu yapılmasına rağmen performans, “hedeflere ulaşmada belirleyici olan çıktıların ve çıktıların üretiminde kullanılan kaynakların ölçülmesi; belirlenen bir amaca ulaşma düzeyi;

amaçlı bir faaliyetin verimliliği ve etkililiği” (Elitaş ve Ağca 2006:347) şeklinde de tanımlanmaktadır.

Performans bir etkinlik sonucunda elde edilenin nicel/nitel olarak değerlendirilmesini ifade etmektedir ve burada sonuç, mutlak ya da göreceli olarak olabilmektedir. Performans, kullanıcının bakış açısına bağlı anlamlar ifade etmektedir. Ancak, genel olarak, bir firmada belirlenen hedeflere tam olarak ulaşılmasını sağlayan, madde ve unsurların iyi idare edilmesi ve yayılım ile ilgili süreçtir. Bu süreç içinde performans kavramı daha geniş bir açıdan ele alınmış, etkenlik ve etkililik dışında, kalite, verimlilik, çalışma yaşamının kalitesi, yenilik ve karlılığı da performansın göstergeleri olarak belirtmiştir (Kaya ve Aral 2000:5-9).

Performans kavramının işletme bilimi açısından kullanımına bakacak olursak yukarıdaki tanımlar doğrultusunda kullanımlara rastlamaktayız. Fakat işletme ve örgüt açısından ise farklı niteliklerin performans kavramı içine girdiğinde gözükmemektedir. İşletme açısından performans kavramına baktığımızda ise aşağıdaki tanımlamalar yapılmıştır.

Performans kavramı belirli bir amacın, görevin veya fonksiyonun yürütülmesiyle ya da gerçekleştirilmesiyle ilişkilidir. Bir program, organizasyon veya faaliyet birimi açısından program veya faaliyet yapısının kilit öğeleri, üretilenler (çıktıları), kaynaklar (girdileri), yapılanlar (süreçleri), ve gerçekleştirilen etkileri (sonuçlan) ifade etmektedir.

Performans, iş görenin belirli bir süre içinde gerçekleştirdiği iş görme derecesi olarak tanımlanabilir. Performans yönetim sürecinin en önemli aşamalarından birisi de performansın planlanması aşamasıdır. Bu aşamada, kişi değerlendirme dönemi boyunca, yöneticisinin kendisinden neler beklediğini, nelere, hangi kriterlere göre performansının değerlendirileceğini önceden öğrenme fırsatı elde eder (Uyargil vd. 2008 179-182).

Performans için hangi kriterler dikkate alınır alınsın, önemli olan işletmenin planladığı amaçlara ulaşıp ulaşmadığıdır. Bu bağlamda, işletmelerin öncelikle hedeflerini belirlemeleri gerekmektedir. Hedeflerin belirlenmesi, işletme çevre elemanlarının beklentilerinin yerine getirilmesinde önemlidir. İşletmeler, hedefleri açık ve net şekilde belirleyerek, gelecekte ne yapılması gerektiğine ve işletmenin yol haritasına ulaşırlar. Hedefler belirlenirken, çevre elemanlarının beklentileri ile işletmelerin amaçları arasında bir dengenin de kurulması gerekmektedir. Performans ile ilgili tanımlar kronolojik olarak incelenince, önceleri “etkenlik ve etkililiğin” önemli performans kriteri olarak alındığı, daha sonraları ise, işletmenin iç ve dış çevre elemanlarının beklentilerine önem verildiği görülmektedir. Son olarak ise, küreselleşme ve

rekabetin artması gibi nedenlerden dolayı, yenilik ve geleceğe yönelik tahminler önemli performans kriterleri olmuştur (Apan 2008: 61-62).

İşletmelerde ise performans, yukarıda anlatılanlardan farklı anlam taşımamaktadır. Bir işletmenin performansı, belli bir zaman sonucundaki çıktısı ya da çalışmasının sonucudur. Bu sonuç, işletmenin amacına ulaşması ya da belli bir görevin yerine getirilme derecesi olarak algılanmalıdır. Bu durumda performans, işletme amaçlarının geliştirilmesi için gösterilen çabaların değerlendirilmesidir. Bir örgütün amacına ulaşırken etkileşime gireceği tüm çevre elemanları ve onların beklentilerine ulaşma düzeyi performans olarak alınacaktır. Dolayısıyla, işletme performansı veya örgütsel performans, ortaklar, müşteriler, tedarikçiler gibi işletmenin tüm çevre elamanlarını kapsayacaktır (Özmutaf 2007:42-47).

Performans kavramının farklı kriterleri içermesi bakımından yukarıdaki tanımlamalar doğrultusunda sürekli bir gelişim gösterdiği ve nitelikleri için farklı araçların kullanıldığı ortaya çıkmaktadır. Performansı belirleme açısından genel ve özel kriterler doğrultusunda çeşitli değişkenler incelenebilir. Araştırmaları analiz ederken bu değişkenlere ve kriterlere dikkat etmek gerekecektir. Zaman içindeki ihtiyaçlara göre de performans kriterlerinin farklılaşacağı da göz önünde bulundurulmalıdır. Bu dikkat gösterilmediği zaman farklı unsurları karşılaştırma ile işletmenin gerçek performansını belirleyememe durumu ile karşı karşıya kalabiliriz.

Yönetimlerin performans anlayışları günümüze gelene dek sürekli gelişen ve değişen bir süreç göstermektedir. Bu süreç içinde önemini yitiren, yeni yaratılan, daha fazla önem kazanan performans anlayışları ortaya çıkmıştır. Bu gelişim kısaca en düşük maliyette, en çok üretim ve yüksek karı hedefleyen geleneksel yönetim anlayışından, günümüzün rekabetçi koşulların gereği olarak müşterinin doyumunu, kaliteyi, yeniliği vb. çok farklı ölçütlere ağırlık vererek geleceğin örgütünü hedefleyen yönetim anlayışına geçiş olarak açıklanabilir. (Akal 1996).

Tüm bunlarla beraber yeni yönelim ve üretim ilkeleri olarak kabul gören görüşler işletme yönetimlerinin performans kavramına bakış açısını da değiştirmiştir. Bu ilkeler bugünün işletmelerinde hangi geliştirme çalışmalarının nerelerde odaklanacağına ilişkin kararlara temel oluşturmaktadır. Bu ilkeler örgütlerin stratejilerine ve taktiklerine yansıtıldıkça, performans ölçüm ve denetim sistemlerinde de değişimlere neden olmaktadır.

2.1.2. Performans Yönetimi

Performans yönetimi, çalışan birey ile performans yöneticisinin birlikte gelişme amaçlarını görüşmelerine ve bu amaçlara ulaşmak için ortak bir plan yapmalarına imkân yaratmaktadır. Performans yönetimi, dar anlamda çalışanların değerlendirilmesi, ücretlendirilmesi ve geliştirilmesi sürecinin alt yapısını oluşturan bir insan kaynakları fonksiyonu olarak görülebilir. Ancak konuya daha geniş bir bakış açısıyla bakmak gerekmektedir.

Performans yönetimi hedeflenen amaçlara ilişkin performansın incelenmesi, geri bildirim ve hedeflerin önemini ortaya koyan ve yönetim bilimi içerisinde değerlendirilen bir alanı ifade etmektedir. Bu kapsamda kavram, bir kuruluştaki insan kaynağının en üst düzeyde potansiyelini kullanmaya yönelik olarak motive edilmesi bağlamında performans kullanma, amaçlar, ölçütler, geri besleme ve tanınmaya yönelik olarak insan yönetimi için geliştirilmiş sistematik bir yaklaşımı ifade etmektedir (Helvacı 2002 155-158).

Performans yönetiminin amaçları; (Işığışık 2008: 4)

- İş yaşamındaki gelişmelere uyum sağlamak, iç müşteri anlayışını benimseterek takım çalışmasını geliştirmek ve müşteri odaklılık kültürü yaratmak
- Yakın gelecekteki vizyonu oluşturmak ve istenilen örgüt kültürünün gelişimini sağlamak
- İşgücü planlaması için personel dökümü hazırlayarak, hedeflerin entegrasyonunu sağlamak; öğrenen örgüt felsefesine katkı sağlamak,
- Yıl boyunca sürekli ve objektif değerlendirmeler ile çalışanların zayıf ya da gelişime açık yönlerini belirlemek
- Çalışanların şirket hedeflerine katkıları ölçüsünde ücret, prim, ödüllendirme, cezalandırma, terfi, nakil, eğitim gibi insan kaynakları sistemlerine bilgi sağlamak.

Bir kuruluştaki performans artışı ya da azalışı, hem örgütsel boyutta değerlendirilmesi, hem de bireysel hem de takım boyutunda değerlendirilmesi gerekli bir olgudur (Özmutaf, 2007:43).

Performans yönetimi işletme içerisinde birçok konuda fayda sağlamaktadır. Ancak öncelikli olarak işletmeler performans yönetimi ile hedeflerin çalışanların hedefleriyle bütünleştirilmesini, bireysel olarak işletmeye katkılarının ayırt edilmesini sağlamaktadır (Helvacı 2002 159:160).

Performans yönetimi üç ana fonksiyonu içermektedir: (Eren 2007)

Performans Planlama: Planlama döneminin başlangıcında yapılan, hedeflerin belirlendiği ve bu hedeflere ulaşmak için geliştirilmesi gereken stratejilerin tartışıldığı örgüt aktivitesidir.

Yönlendirme: Yöneticilerin performans planlama sürecinde belirlenen hedefler ve çalışanların hedeflere ulaşmadaki basan çizgilerinin netleştirmesinde dinamik liderlik anlayışı rol oynar. Performans problemlerinin varlığının mümkün olduğunca kısa sürede ortaya konması, çözümü kolaylaştıracağı gibi önemli çatışmaların da önünü kesecektir.

Performans Değerlendirme: Performans planlama sürecinde belirlenen standartlara ne kadar yaklaşıldığı, ulaşıldığı veya standartların aşıldığının analiz edildiği süreçtir. Performans değerlendirme görüşmelerinden öncelikle beklenen şey yönetici ile çalışan için görüşmelerin bir sürpriz olarak sonuçlanmamasıdır.

Performans yönetimin fonksiyonları farklı yön ve değerlendirmeler ile farklı şekillerde değerlendirilebilir. Fakat genel performans kavramının içinde bu değerlendirmelerin yapılması sırasında performans yönetimi açısından ise farklılıkların daha az olduğu araştırmalardan anlaşılmaktadır.

Performans yönetiminin içeriğini şu şekilde özetlemektedir: (Akal 1996: 51)

- Örgütün geleceğine yönelik hayaller (vizyon) oluşturmak,
- Mevcut durumu İnceleyerek geleceğe yönelik stratejileri belirlemek ve planlamak,
- Performans gelişimleri ile ilgili girişimleri tasarımılamak, geliştirmek ve uygulamak,
- Hedeflenen yöne gidilip gidilmediğini, nasıl gidildiğini gösterecek bir ölçüm ve değerlendirme sistemini tasarımılamak, geliştirmek, uygulamak,
- Performans düzeyini sürekli geliştirmeyi sağlayacak ödüllendirme ve özendirme sistemleri kurmak,
- Bütün bu amaçlara ulaşmak İçin örgüt yapısını yeniden düzenlemek.

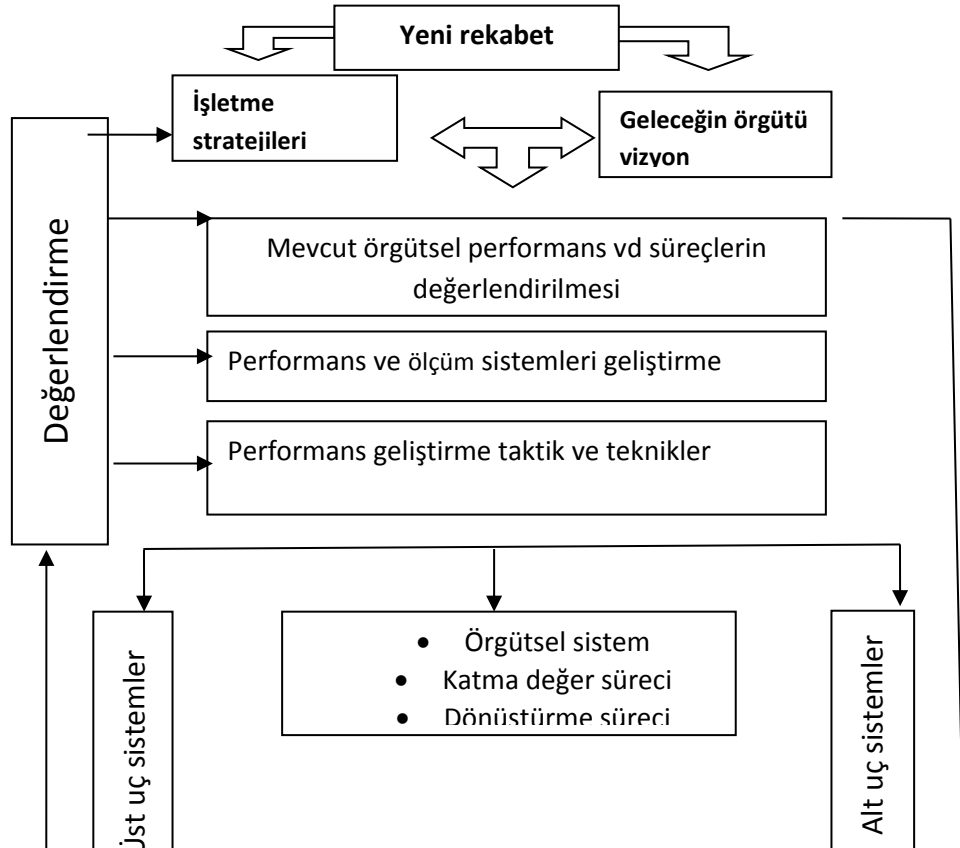
Performans yönetiminde planlama ve kontrol süreci içinde belirgin ağırlık performans ölçümü ve denetimi işlevine verilmektedir. Gerçekte performans ölçüm ve denetim sistemi ne

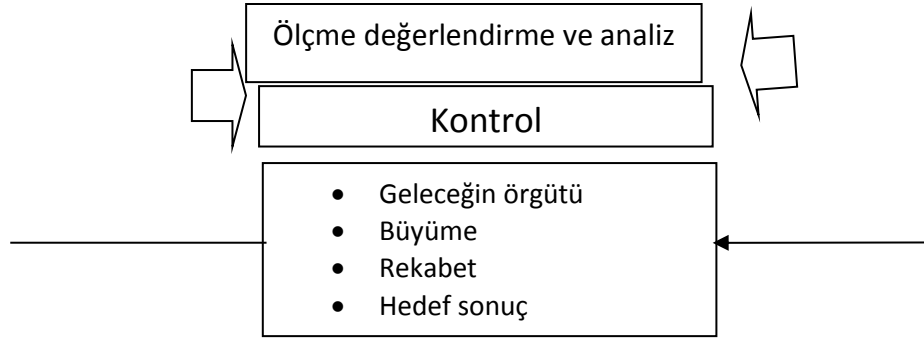
planlama, ne de kontrol işlevlerinden bağımsız olarak düşünülemez. Başarılı bir ölçüm sistemi ancak planlama ve kontrol işlevleri ile birlikte yürütüldüğünde gerçekleştirilebilir.

Aşağıdaki şekilde bir performans yönetim sürecinin nasıl işlediği, hangi aşamalardan oluştuğu gösterilmektedir. Bu süreçte klâsik yönelim görevleri-planlama, yönlendirme, yürütme, kontrol-temelde aynıdır. Performans yöneliminin bu görevlerle ilişkisi; yönetime amaçların, stratejilerin, politika ve taktik planların doğru olarak hazırlanması; planlarla uygulamaların uyumunun izlenmesi için dizgesel bir sistemin kurulması için destek vermektir.

Planlar bu nitelikleriyle performans yönetiminin temel bilgi kaynaklarıdır. Performans yönetimi planlardan çıkarak İşletmenin amaçlarına uygun olarak, örgütün performansını sürekli maksimize etmek için planlanan etkinliklerin gerçekleştirilmesi izler, kontrol altında tutar ve sistemde veya çevresel koşullarda oluşan değişimler nedeniyle planlardan sapmalara ya da planlarda yapılması gereken değişikliklere yönetimin dikkatini çeker. Performans yönetiminde planlama klâsik planlama ilkelerinden çok farklı özellik göstermez. Sadece performans planlamasında genel ilkeler yanında; (Akal 1996: 55)

- Performansı geliştirme amacına,
- Planların performans ölçüm ve denetim sistemleri ile uyumlu olarak hazırlanmasına,
- Planlamanın işletmenin tüm birimlerini ve çalışanlarını ortak hedef ve amaçlara yöneltebilme niteliğine özel bir ağırlık verilmektedir.





Şekil 2.1 Performans Yönetim Süreci

Kaynak: Sink and Tuttle, 1989, s. 35'ten akt. Zühal Akal, **İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi: Çok Yönlü Performans Göstergeleri**, Ankara: MPM Yayınları, 1996, s. 52.

İşletmelerde performans açısından başarılı bir ortamın bulunması gibi yüksek performansa ulaşmanın çok çeşitli yöntemlerin bulunduğu açıktır. Çağdaş yönetim ve üretim tekniklerinin ve yeni teknolojilerin uygulanması, eğitim ve öğretim, daha iyi çalışma koşullarının sağlanması vb. performans ve denetimleri de bu yollardan biri olarak işletmenin başarısına katkıda bulunmaktadır.

2.1.3. Örgütsel Performans

İlk olarak 1950'li yıllarda tartışılmaya başlayan örgütsel performans Georgopoulos ve Tannenbaum tarafından "belirli kaynak ve araçlara sahip örgütlerin bunları uygun kapasiteyle kullanarak ve çalışanlarına ek yük yüklemeyen amaçlarını gerçekleştirme derecesi" olarak tanımlanmıştır. (Efil, 2006) Örgütsel performans, işletmenin faaliyetleri neticesinde ulaşmak istediği hedeflere ve sonuçlara ulaşma derecesinin bir ölçüsüdür (Eren 2007).

Bir örgütün Performansı, belli bir zaman çıktısı ya da çalışması sonucudur. Burada sonuçta kasıt örgütsel amacın ne derecede yerine getirildiği ile ilgilidir. Buna göre örgütsel amaçların gerçekleştirilmesi olarak gösterilen bütün çabaların değerlendirilmesidir. (Kaya ve Aral, 2000, 16-21) Görevin gereği olarak önceden belirlenen ölçütleri karşılayacak biçimde görevin yerine getirilmesi amacının gerçekleştirilmesi olarak da tanımlanan performans kavramı

görünüm ardında değerlendirme kavramıyla bütünleştğinde işletme yazınında daha da bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır (Turunç ve Çelik 2010).

İşletme performansı, işletme çıkar çevreleri ile ilişkilerin etkin bir şekilde yürütülmesi olarak da tanımlanmaktadır. Performans ölçümü işletmelerin yürüttükleri eylemlerin başarı derecesini belirlemek ve strateji geliştirmek açısından son derece önemli bir unsur olduğundan, yöneticiler tarafından özenle yürütülmesi gereken bir süreçtir.

2.1.4. Örgütsel Performans Yönetimi Süreci

Örgütsel performans işletme çıkar çevreleri ile ilişkilerin etkin bir şekilde yürütülmesi olarak da tanımlanmaktadır. Performans ölçümü işletmelerin yürüttükleri eylemlerin başarı derecesini belirlemek ve strateji geliştirmek açısından son derece önemli bir unsur olduğundan, yöneticiler tarafından özenle yürütülmesi gereken bir süreci ifade etmektedir.

Günümüz yönetim anlayışı çerçevesinde modern yönetim teknikleri olarak bilinen stratejik planlama, performans yönetimi, toplam kalite yönetimi, değişim yönetimi, çatışma yönetimi vd. birbirinden ayrılmaz parçalar olarak yönetim mekanizmasını oluştururlar. Performans yönetimini özellikle örgütsel performans yönetimini stratejik yönetim ve planlamadan ayırmak mümkün değildir. Dolayısıyla bir teşkilatta iyi bir planlama yapmadan bir birimin ve çalışanlarının performans hedeflerini ortaya koymak, düzeylerini belirlemek ve değerlendirmek mümkün değildir. Bu noktada örgütsel performansla ilgili teşkilatın veya alt birimlerinin performans standartlarını belirleme, ölçme, değerlendirme ve artırma için stratejik planlarının yapılması ayrı bir öneme sahiptir (Çevik vd. 2008).

21. yüzyılın küreselleşen dünya gerçeğinde acımasız rekabet ortamı işletme yöneticilerini kalite, müşteri odaklılık, çalışanların tatmini, esneklik, yenilik ve benzeri konularda en iyiye ulaşmak konusunda oldukça zorlanmakta, bu gerçek karşısında klasik yönetim anlayışı değişime uğramaktadır. Özellikle yönetim düşüncesinin tarihsel gelişimine yakından bakıldığında bu zorunluluk kendini daha çok hissettirmektedir. İşletme yönetiminin rekabet edebilme ve varlığını sürdürmede belli ilkelere göre davranma zorunluluğu vardır. "Ölçemediğimiz şeyi yönetemezsiniz" mantığı içinde bakıldığında bu ilkeler daha da önem taşımaktadır. İşletme ve yönetimle ilgili kaynaklara bakıldığında işletme ilkeleri yukarıda

değınildiği gibi genellikle Karlılık (Rantabilite), Verimlilik (Prodüktivite), Ekonomiklik, sosyal sorumluluk ve kalite olarak sıralanmaktadır.

Genel olarak bakıldığında performans yönetim sürecinin şu aşamalardan oluştuğu söylenebilir: (Efil 2006)

- Stratejik plan kapsamında stratejik amaç ve hedeflerin belirlenmesi;
- Yıllık performans hedeflerinin oluşturulması;
- Performans göstergelerinin/ölçütlerinin belirlenmesi;
- Performansın göstergelere dayanılarak ölçülmesi;
- Performans sonuçlarının alınması;
- Performans sonuçlarının değerlendirilerek gelecek dönemin planlamasının yapılması

2.1.5. Performans Ölçümü

İşletmeler günümüzün artan rekabet koşullarında verimli ve etkili performans değerlendirmelerine ihtiyaç duymaktadır. Bu değerlendirmeler uzun zamanlı değil kısa dönemli ve dinamik bir şekilde yapılmalıdır. Artan rekabet dolayısıyla geç değerlendirilen performanslar istenilen sonuçların elde edilmesini sağlamayacaktır. Bu nedenle işleme bünyesinde performans ölçümünün belirli aralıklarla yapılması gerekmektedir. İşletmelerin performans ölçümünde üç dönemi göz önünde bulundurmalıdır.

- Bunlar geçmiş dönem (geçen yıl, ay, hafta gerçekleştirilenler),
- İçinde bulunulan dönem (şu anki faaliyet durumu)
- Gelecek dönemdir. (gelecek yıl, ay vb kapsayan faaliyetlerin durumu)

İşletme düzeyinde performans ölçme ve denetimlerinin rolü temel başlıklar altında şöyle sıralanabilir: (Akal 1996: 65)

- İşletmenin yaşamını sürdürebilmesi için örgüt içinde performans ve verimlilik anlayışını yaratmak ve sürdürmek,

- Performans yönetiminin kontrolünü geliştirmek,
- Yönetimin planlama yeteneğini artırmak,
- İşletmenin mevcut ve potansiyel sorunlarını erken belirleyerek gelişme gerektiren alanları saptamak,
- Gerçekleştirilen etkinliklerin sonucunu değerlendirmek ve ilgili bilgilerin tüm düzeylere iletimini sağlamak,
- Yöneticileri ve çalışanları özendirmek

Performans, ilgilenilen konuda objektif ve subjektif veya finansal ile finansal olmayan bir ölçümlene gerektirir. Performansı ölçmek için kullanılan geleneksel ölçütler genellikle finansal konulardır ve daha çok kârlılık, satışlar, piyasa değeri üzerine odaklanmıştır. Global rekabet içinde finansal olmayan performans ölçütlerinin de (itibar, memnuniyet, kalite, vb.) kullanılmasını gerekli kılmaktadır (Kalkan 2005:59). Objektif değerler, mutlak performans değerleri yani nicel veriler yoluyla, subjektif değerler ise rakiplere veya şirket beklentilerine göre performans hakkındaki algısal düşünceler sorularak ölçülmektedir (Dess ve Robinson 1984; Venkatraman ve Ramanujam 1986). Bazı kriterler aynı şekilde nitel (itibar) veya nicel (karlılık) şeklinde sınıflandırılabilir. Bu nitel veya nicel kriterler objektif veya subjektif ölçüm ile ölçülmektedir (Küçükkancabaş Akyol ve Ataman 2006:134). Objektif performans ölçümünde hem ROA gibi finansal kriterler, hem de PD / DD oranı gibi market kriterleri kullanılabilir (Lavie ve Miller 2008). (YILDIZ 2010:221) İşletme performans ölçümü için 58 makaleyi analiz eden Yıldız (2010)'a göre işletme performansının ölçüm yöntem ve kriterleri analizi sonuçları aşağdaki tabloda gösterilmiştir.

Yıldız (2010) çalışması için yapmış olduğu objektif ve subjektif kriterlere göre değişkenler ise Tablo 5'de yer almaktadır. Performans ölçülmesi objektif ve subjektif kriterlere dayanmakta ve buda yaygın şekilde kullanılmaktadır. Bu kullanım ile karşımıza temel olarak kriterlerin subjektif olduğu zaman hangi şekilde ele alınacağdır. Burada ise objektif değerlendirme yapmak hem şirket hemde sektör bakımından mümkün gözükmez. Performans ölçümlerinde bu kriterlere dikkat edilerek yorumlama yapılması daha sağlıklı bir değerlendirme yapılmasını sağlayacaktır. Diğer yandan objektif kriterlerin ise mali yapıdan ve diğer şirket bilgilerinden çıkarılabileceği göz önüne alındığında ise tüm şirketlerin belirli mali kurallar içinde raporlama yaptığı kabul edildiğinde daha objektif ve sağlıklı bir performans değerlendirmesi yapılmasına olanak sağlayacağı kabul edilir.

Tablo 1.4 İşletme Performansı Ölçümünde Subjektif ve Objektif Kriterler

SUBJEKTİF KRİTERLER	ADET	OBJEKTİF KRİTERLER	ADET
1. Karlılık ve Karlılık Artışı	23	1. Aktif Karlılığı	16
2. Satışlar ve Satışlardaki Artış	22	2. Tobin Q Oranı	6
3. Piyasa Payı ve Artışı	18	3. Özsermaye Karlılığı	6
4. Yeni Ürün Çıkarma Başarısı	16	4. PD / DD Oranı	3
5. Genel İşletme Performansı	10	5. Hisse Başına Kazanç Oranı	3
6. Aktif Karlılığı ve Artışı	10	6. Piyasa Değeri	
7. Satış Karlılığı	10	7. Yatırımın Geri Dönüş Oranı	3
8. Müşteri Memnuniyeti	9	8. Satışlar ve Artışı	2
9. İtibar ve İmaj	9	9. Diğer (Otel doluluk oranı, tahliye hasta sayısı, çalışan başına satışlar vb)	19
10. Rekabet Üstünlüğü	8		
11. Diğerleri (sektör liderliği, çalışan memnuniyeti, kaliteli ürün , yatırım geri dönüş oranı, patent sayısıvb)	89		
Toplam	224	Toplam	60

Tablo 1.5 İşletme Performansı Ölçüm Yöntemleri

ÖLÇÜM YÖNTEMİ	DAĞILIM
Sadece Subjektif Ölçüm	29
Sadece Objektif Ölçüm	24
Hem Objektif Hem Subjektif Ölçüm	5
Toplam	58

Tablo 4-5 Kaynak: Yıldız, S. (2010). **Entelektüel Sermayenin İşletme Performansına Etkisi: Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma**, Marmara Üniversitesi SBE Doktora Tezi, s.212-222.

2.1.6. Performans Kontrolü

Kontrol, planlarla belirlenen sınırlar dâhilinde, sistemi beklenen performansına ulaştıran bir araçtır. Beklenen performans, sistemlerde amaçları gerçekleştirmek için gerekli çıktılardır. Her kontrol sisteminde dört temel öge bulunmaktadır (Akal 1996: 60).

1. Kontrolün konusu:

2. Kontrol aracı:

3. Değerlendirme amacı:

4. Düzeltme ve geliştirme aracı:

Performans kontrol iki yönlü çalışır.

a- Önleyici kontrol:

b- Özendirici kontrol:

2.2. FİNANSAL PERFORMANS

İşletmelerin genel performanslarını değerlendirmenin yanı sıra ölçütleri belli olan ve her işletme için ortak kriterleri barındıran finansal performanslarında ölçülmesi ve değerlendirilmesi gereklidir. Finansal performans değerlendirilmenin yapılmasında özellikle 20.yy başından beri çok aşamalı bir gelişim süreci yaşanmıştır. Bu gelişmeler ve finansal performans kavramı özellikle kurumsal yönetimin uygulanması sırasında daha da önemli hale gelmektedir.

Modern işletme kavramını gelişmesi ile işletmelerin kar etmesinin yanı sıra bu karın gösterdiği değişim ve diğer firmalar ile karşılaştırılması sonucundaki analizi yani performansı ön plana çıkmıştır. Bu gelişme ile finansal analizin yanı sıra farklı göstergeler ile firmaların gösterdikleri finansal gayretlerin sonucu olan performans özellikle gelişmiş şirket yapıları ve sermaye piyasalarında daha da önemlidir. Bu önemin araştırma ile ilişkisi ise finansal performans göstergeleri içinde kurumsal yönetim ile ilişkilendirilen değişkenlerin yer almasıdır. Bu ilişkiden dolayı önceki bölümlerde kurumsal yönetim ve performans göstergeleri detaylı olarak incelenmişti. Performansın sadece işletme yönetimi ile alakalı olmadığı ve bunun finansal sonuçlarını da izlenmesi ve hissedarlara sağladığı değerini tespit edilmesi de ayrıca önem kazanmaktadır.

Finansal performans analizindeki ilk adımlar öncelikle mali tabloların analizi ile başlamış ve tablo içindeki bazı hesapların birbiri ile karşılaştırılması ile devam etmiştir. Bu karşılaştırmalar iki temele odaklı olmuştur.

- Finansal durumun izlenmesi ve kontrolü
- Finansal durumun değerlendirilmesi

Özellikle finansal durumun değerlendirilmesi ise finansal performans ile daha yakından ilişkilidir. Araştırmanın bu bölümünde finansal performans ve onu oluşturan unsurlar, teknikleri detaylı olarak incelenmeye çalışılmıştır.

2.2.1. Finansal Performans ve Anlamı

Finansal performans ve etkileyen unsurlar özellikle 1976'daki Jensen ve Mecking'in ortak çalışmaları ile gelişen firma teorisi yaklaşımı ve takip eden araştırmalar doğrultusunda finansal performans ve değişkenleri literatür açısından daha çok incelenmeye başlamıştır. Böylece yöneticiler tarafından bu değişkenlerin bilinmesi işletmelerin performanslarının yönü hakkında önemli bilgiler elde edilmesi sağlanmıştır. Bunun sonucunda işletmede çoğunluk payını elinde tutan ortak sayısı, halka açıklık oranı, sermayedeki yabancı payı, işletmenin kurumsal veya aile bazında yönetilmesi, sermayedeki kamu veya özel sektör payları, hisselerin ve yönetimin kimlerde toplandığı gibi mülkiyet yapısını şekillendiren etmenlerin performansta ne derecede ve nasıl etkili olduğunun bilinmesi gerekmektedir (Bayrakdaroğlu 2010: 2).

Finansal performans içerisinde değerlendirilen finansal boyut, uzun dönemli finansal amaçları kapsamaktadır ve hissedarların ortak beklentileri olan karlılık ve büyümeyi içermektedir. Finansal performans kriterlerine gelir / çalışan, yeni müşteri gelirleri / toplam gelir, yeni işlerden kaynaklanan kazançlar örnek olarak verilebilir.

Performans ölçülerinin kullanımı aynı zamanda farklı gizli maliyetleri içermektedir. Yanlış seçilmiş bir performans ölçüsü sürekli olarak yanlış sinyaller göndererek yöneticileri yanlış kararlar almaya ve işletmeyi beklenenin altında sonuçlara götürür. Yanlış performans ölçümlemesi ile hissedarların değerini azaltan, kaynak israfına yol açan aşırı yatırım, beklentileri karşılamayan şirket birleşmeleri gibi durumları ortaya çıkabilir. Bunlara neden olan şeyler ise; sadece yöneticilerin başarısız olması değil, performans ölçüsünün yöneticileri yanlış kararlar almaya itmesidir (Ertuğrul 2009: 23)

Finansal performans göstergeleri, işletmelerin finansal tablolarında yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içerisinde oluşturdukları eğilimlerin incelenmesinde kullanılan göstergelerdir. Finansal analizlerde temel amaç, karar vericilere işletmenin finansal durumu ve gelişimi ile ilgili bilgi aktarımıdır.

Tablo 2.1 Finansal Boyutun İçeriği

Amaçlar	Ölçüler
Satışlar	Satış ve karlardaki yıllık artış
Yeni mamullerin sayısındaki artış	Yeni mamullerin satış yüzdesi
Yeni bir fiyatlama stratejisi uygulanması	Mamul ve müşteri karlığı
Birim mamul maliyetinin azaltılması	Mamullerin birim maliyeti
Satışların maliyeti	Yıl bazında belli düzeyde kalma -azalma
Varlık kullanımının geliştirilmesi	Varlık sermayesi devir hızı Ekonomik katma değer

Kaynak: Akyay Uygur, “ok Boyutlu Performans Değerlendirme Modeli Olarak Dengeli Başarı Göstergesi Uygulaması” **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Cilt 10, Sayı 1, 2009, s. 150.

Finansal analizler, yöneticilerin geleceğe dönük yönetim ve yatırım kararları almalarında, kredi veren kuruluşların söz konusu işletmenin kredi değerliliğini belirlemelerinde, yatırımcıların işletme ile ilgili yatırım tercihlerini değerlendirmelerinde yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla finansal analiz sonuçları sadece işletmeleri değer, ortaklar, çalışanlar, kredi verenler gibi geniş bir kitleyi ilgilendirmektedir (Acar ve Mortaş 2011).

2.2.2. Finansal Performansın Önemi

Performans ölçümleri işletmelerin, mevcut durumlarını değerlendirmeleri ve karar alma ve hedeflerin gerçekleştirilmesi konusunda yardımcı olmasının yanı sıra; işletme içerisindeki sorunlu alanların tespitinde de büyük öneme sahiptir. İşletmenin başarısında güvenilir, ölçülebilir ve hedefe yönelik performans değerlendirmeleri günümüzde bir zorunluluk olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal performans ölçümlerine dayalı değerlendirmelerin bu kadar önemli olmasının sebebi, finansal performanslar hem içi hemde dış taraflar açısından değerlendirmeye tabii tutulmakta ve herkes tarafından farklı amaçla kullanılabilir.

İşletmelerin kendileri ile ilgili değerlendirmelerde işletmenin mevcut finansal durumunun ne olduğu, işletmenin finansal kapasitesinin rakipler ile fiyat savaşına uygun olup olmadığı, geride kalan dönemde işletmenin finansal performansının yeterli olup olmadığı veya

işletmenin finansal performansının piyasadaki durumu gibi soruları değerlendirmeleri gerekmektedir (Acar 2003 21-25).

Firmalardaki performans ölçümünün aynı zamanda bir yönetim aracı olarak kullanılabileceği ve buna göre finansal performansın ölçülmesi paydaşlara hesap verme sorumluluğunun önemli araçlarından biridir. Böylece performans ölçümü sonucunda elde edilen sonuçların firmanın daha etkili bir şekilde yönetilmesi ve firma dışına hesap verme sorumluluğu çerçevesinde oluşturulan raporlamaya yardımcı olması mümkün olmaktadır. Sonuç olarak ise firma performansının etkin şekilde yönetilebilmesinde performans göstergelerinin tespit edilmesi önemli bir belirleyici olmaktadır (Elitaş ve Ağca 2006).

İşletme, finansal performans ölçümü aracılığıyla, planlarının uygulanmasını izleyebilir ve bu planların ne zaman başarısız olduğunu ve onları nasıl geliştirebileceğini belirleyebilir. Karar vericiler işletmenin maliyet, üretim, işgücü gibi önemli çıktılarını başarılı şekilde kullanılmasını ve denetimini performans ölçüm ve değerlendirmeleriyle belirlerken, değişik amaçları gerçekleştiren, bazen de birbiriyle çelişen seçenekler arasından en uygun olanını bulmak zorundadırlar.

Bir hissedar açısından işletmenin asıl amacı, net bugünkü değerini uzun vadede maksimize etmektir. Bu sebepten dolayı pay sahiplerinin tatmin edilebilmesi açısından, işletmenin finansal performansı önem arz etmektedir (Acar ve Mortaş 2011).

2.2.3. Finansal Performansın Değerlendirilmesi

İşletmelerin performanslarının değerlendirilmesi bölümünde de bahsettiğimiz gibi farklı kriter ve değişkenlere sahip olmasına karşın bir işleme belirli açılardan performans ölçümü yapabilmeli ve aynı zamanda bu verilere bakarak dışarıdan çeşitli açılardan taraf olan kurumlarda performans değerlendirmesi yapabilmelidir. Sermaye piyasalarında işlem görme söz konusu olduğu zaman ise performans değerlendirmesi daha da önem kazanmaktadır. Şirketlerin dışarı kapalı iken yapabilecekleri uygulamaların yapacağı etki, dışarı açık iken yapacakları etkiden daha azdır. Yatırımcıların korunması ve sermaye piyasalarının gelişimi açısından performans değerlendirme daha da önemlidir. Bu değerlendirmenin daha objektif yapılabilmesi için şirketlerdeki mali bilgi akışı, kontrolü ve ölçümlerini sağlayan muhasebe, finansal

raporlama, vergi ve denetim gibi uygulamaların uluslararası seviyede olması ve periyodik olarak kontrolü gereklidir.

İşletmelerin finansal işlemleri yapan muhasebe ile ilgili olarak günümüzde artık bir bilgi sisteminden bahsetmek gerekecektir. Bu bilgi sistemi ise kendini oluşturan bazı unsurlara sahip olmalıdır. Süreç ve uygulama açısından muhasebenin bir sistem olması için gereken ilkeler ise aşağıda belirtilmiştir (Karacaer ve İbrahimoglu 2003:221).

- **Uygun Maliyet İlkesi:** Bu ilke, muhasebe bilgi sisteminin kurulması ile fayda - maliyet analizine dikkat edilmesi gerektiğini ifade etmektedir.
- **Raporlama İlkesi:** Bu ilke, muhasebe bilgi sisteminin düzenli olarak ve gerçeği yansıtır şekilde mali tabloların ve diğer raporların hazırlanması gerektiğini ifade etmektedir.
- **İnsan Etkeni İlkesi:** Muhasebe bilgi sistemini işletecek personelin yeterli sayıda ve mesleki yeterliliğe sahip olması gerektiğini ifade etmektedir.
- **Örgüt Yapısı İlkesi:** Muhasebe bilgi sisteminde, kusursuz bir personel yönetiminin olması, yetki ve sorumlulukların uygun bir şekilde dağıtılması, görev tanımlarının yapılmış olmasını ifade etmektedir.
- **Açık ve Anlaşılabilir Olma İlkesi:** Muhasebe bilgi sisteminin rahatlıkla anlaşılabilir ve açık olması gerektiğini ifade etmektedir. Bu ilke gereğince bir sistemin etkin olması, karmaşık olmasını gerektirmemelidir.
- **Veri Biriktirme ve İşleme İlkesi:** Muhasebe bilgi sistemi içerisinde gelen verilerin düzenli bir şekilde kaydedilmelerini, bu kayıtların işlenerek çeşitli bilgiler üretilmesini ve bu bilgilerin belgeler yardımı ile saklanmasını ifade etmektedir. Bu ilke, kısaca, girdi-işlem-çıkıtı olarak tanımlanmaktadır.

Günümüzde muhasebe, finansman, üretim, stok kontrolü, iş ölçme yöntemleri gibi klâsik sistemler ile birlikte işletme performansını yeni anlayışlar çerçevesinde aksettirecek yeni ve uygun göstergeleri ve modelleri içeren ve performansın geliştirilmesini amaçlayan daha dizgesel ölçüm ve denetim sistemleri de kullanılmaktadır. Çünkü işletmelerin varolabilmesi ve büyümesi yalnızca verimlilik-maliyet-kar gibi performans ölçütleri açıklanabilir olmaktan çıkmış; kalite anlayışı, yaratıcılık, yenilik, risk alma, müşteri doyumu, yönlendirici ve katılımcı yönetim, esneklik gibi farklı boyutlara yayılmaya başlamıştır (Akal 2000).

Muhasebe bilgi sistemi diğer bilgi sistemlerinden topladığı bilgiler aracılığı ile işletme departmanları arası kontrolü ve denetimi sağlayabilmektedir. İşletmelerde muhasebe bilgi sistemi beş temel konuda bilgi oluşturmaya çalışmaktadır (Güzel ve Mersin 2007:175). Bunlar;

- Uzun vadeli planların hazırlama ve ilgili stratejilerin geliştirilmesi,
- İşletme kaynaklarının dağılımı ile ilgili kararlar,
- Faaliyetlerle ilgili maliyet planlaması ve kontrolü,
- Performans ölçümü ve değerlendirilmesi,
- Finansal bilgilerin oluşturulması ve raporlanması,

Muhasebe bilgi sistemlerinin kurumsal yönetim ile olan ilişkileri genelde göz ardı edilmesine karşın araştırmalarda buna vurgu yapılmaktadır. Şirketlerin mali yapısının raporlanabilmesinin en temel aracı muhasebe olması ve burada yapılan yanlış uygulamaların mali alandaki diğer tüm uygulamaları yanlışa sürükleyebileceği unutulmamalıdır. Son yıllarda yaşanan muhasebe kökenli finansal skandalların temelinde ise muhasebe ve kurumsal yönetim ilkelerinin eş güdüsüzlüğü yatmaktadır. Buna yönelik olarak ise yapılan birçok uygulama ile bu sorunun çözülmesi amaçlanmaktadır.

Finansal alandaki skandallar ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki kapsamında yapılan düzenlemeler, yaşanan sorunlara bir çözüm olmak üzere kurumsal yönetim ilkelerine uygun bir yönetim anlayışının sağlanması amacıyla ile muhasebe ve denetim meslekleri esas alınarak köklü düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Burada muhasebe bilgi sistemi ile finansal bilgilerin sunumu, denetim mekanizmaları ve kamuoyunu doğru bilgilendirme ile güvenin geri kazanılmasında, kurumsal yönetim anlayışının sunduğu katkılar son derece önemlidir (Dinç Abdioğlu 2009:160).

Kurumsal yönetim anlayışı ilkeleri etrafında faaliyet gösteren bir muhasebe bilgi sisteminden sağlanan finansal bilgiler, şeffaf olma niteliği ile işletmelerin kendi düzenlemeleri ile yönetilirken bir hesaplaşma alanı oluşturmalarını sağlayabilecektir (Bayri 2006:129).

İşletmeler etkili yönetim gösterebilmek için belirli ilke ve kurallara uygun hareket etmeli ve faaliyetlerini bu kurallar çerçevesinde şekillendirmelidirler. Bu yaklaşım, kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkışının temeli ise bilgi unsurudur. Bilginin, özellikle güvenilir, doğru, şeffaf, hesap verebilir, adil ve sorumluluk niteliklerini taşıyan uygun, ilgili ve zamanlı olması niteliklerini taşıması son derece önemlidir. İşletme yönetiminde ihtiyacı olan nitelikli bilgi ise

ancak kurumsal yönetim anlayışının geçerli olduğu bir işletmede, muhasebe bilgi sisteminden sağlanabilir. Bu doğrultuda işletmelerde muhasebe bilgi sistemi, finansal durumunun planlanması, değerlendirilmesi ve gerekli tedbirlerin alınması amacıyla ihtiyaç duyulan bilginin üretilmesini sağlamaktadır (Xu 2003: 1).

Bilginin stratejik değerinin onun kalitesinde gizliliği esas alındığında, kurumsal yönetim anlayışının muhasebe bilgi sisteminin ürettiği bilgiye kalite sağladığı anlaşılmaktadır. İşletmelerde kurumsal yönetim ilkeleri esas alınarak çalışan bir muhasebe bilgi sistemi, zihinsel sermayeyi yönlendiren önemli bir araç olarak kurumsal başarıya ulaşmada rol oynayabilecektir (Özdemirci ve Cengiz 2007: 172).

İşletmede kurumsal yönetimin uygulama sonuçlarının gözleme ve değerlendirme yapılmasında, muhasebe bilgi sisteminde üretilen ve sunulan bilgilere ihtiyaç duyulur. Kurumsal yönetim, şirketlerin faaliyetlerini, planlarını, hedeflerini, verimliliklerini ve yönetim kurulu ve çalışanların performanslarını değerlendiren ve kontrol eden bir sistemdir. Yönetim kurulu ve denetim komitesi gibi kurumsal yönetim mekanizmalarının anlayışının işletmelerde uygulanmasına yönelik değerlendirmelerini gerçekleştirebilmeleri için anlayışın mevcut uygulamalarının gözlemlenmesi ve eksikliklerin belirlenmesi noktasında muhasebe bilgi sistemi çok önemli bir kaynaktır. O halde muhasebe bilgi sistemi ve kurumsal yönetim anlayışı etkin bir yönetim için karşılıklı güç oluşturmaktadırlar (Dinç ve Abdioğlu 2009: 170).

Finansal bilgi sistemi, finansal kaynakların bulunması ve işletme varlıklarına yatırılması ile tüm finansal faaliyetlerin denetimini destekleyen bir bilgi sistemidir. Sermaye bütçeleme, finansal tahmin, finansal bilgi sisteminin önemli alt sistemleridir. Finans bilgi sisteminin ürettiği bilgi formlarının bir kopyası, muhasebe bilgi sistemine gönderilir ve orada girdi olarak işlem görürler. İşletmedeki bütün finansal olaylara ilişkin veriler, nihayetinde muhasebe bilgi sisteminde toplanmaktadır. İşletmenin bilgi üreten ve ilgili her kesime sunması nedeniyle pragmatik bir bilim olarak da nitelenen muhasebenin ürettiği bilgilerin değerini ise muhasebe bilgi sisteminin etkinliği belirlemektedir. Muhasebe bilgi sisteminin etkinliği ayrıca işletme yönetimin etkinlik düzeyini belirlemektedir (Kısakürek ve Pekcan 2005:112).

Günümüzde ise işletmelerden muhasebe kayıtlarını doğru ve güvenilir şekilde sunmalarının yanında, işletme ile ilgili menfaat sahiplerinin gereksinim duydukları bilgileri sorumluluk anlayışı ile anlaşılır bir biçimde, şeffaf, hesap verebilirlik yaklaşımı ile zamanında sunmaları istenmektedir. Bu açıdan işletmenin muhasebe bilgi sisteminden beklentileri ancak işletmede geçerli kurumsal yönetimle karşılanabilecektir (Dinç ve Abdioğlu 2009: 166).

Muhasebe sistemlerine dayalı olarak üretilen finansal tablolar, şirketin mali fotoğrafı niteliğinde olduğundan genel anlamda şirketin göstergesi olmaktadır. Bu nedenle finansal tabloların hazırlanması ve sunumu ve değerlendirilmesi daha da önemlidir. Finansal tabloları oluşturan bilgilere dayalı olarak yapılan analizler sonucunda şirket için farklı değerlendirmeler yapılarak analiz ve performans değerlendirilmeleri ile kararlar alınmaktadır.

Finansal tabloların güvenilir olmasını sağlamak şirket için mali tablo hazırlanmasını sağlamakla görevli olan yönetim kurulunun sorumluluğundadır. Bu sorumluluk ile finansal tabloların güvenilir şekilde hazırlanması ve sunumu ile kurumsal yönetimin şeffaflı, açıklık ve hesap verilebilirlik ilkelerine uyum gerçekleştirilmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarıyla, işletme içindeki iç kontrol yapılarının işlerlik ve etkinlik düzeyleri artırılarak, bağımsız mali tablo denetimlerinin verimliliği ve güvenilirliği desteklenmekte, şeffaflığı temin edilmiş ve yatırımcıların daha fazla itibar ettiği bilgileri içerir finansal tabloların oluşturulması sağlanmaktadır (Arı 2008: 1).

Şirketlerin ölçek ve coğrafi olarak büyümesi ile birlikte yönetimde profesyonelleşme olgusu ortaya çıkmış ve şirket sahipleri ile yöneticileri birbirinden ayrılmıştır. Bu durum, şirketler açısından önemli kazançlar getirmekle birlikte, işletme yönetimi ile diğer menfaat sahiplerin çıkarlarının ayrıştığı durumlarda, şirket yöneticilerinin kişisel menfaatlerini ön plana çıkarması sonucunda diğer menfaat sahiplerinin zarar görmesine sebep olabilmektedir. Özellikle büyük ölçekli işletmelerin menfaat sahipleri tarafından değerlendirilmesinde önemli rol oynayan finansal tabloların gerçeğe aykırı şekilde sunulması bu noktada göze çarpan en önemli husustur. Finansal tabloların şirketin gerçek durumunun görülmesini engelleyecek şekilde manipüle edilerek sunulması, başta yatırımcılar olmak üzere tüm menfaat sahiplerinin zarar görmesine sebep olmaktadır. Ayrıca finansal tabloların manipüle edildiğinin öğrenilmesi sonucunda güven duygusunun kaybolması ile birlikte ekonomik sistemin tamamı bu durumdan olumsuz etkilenmektedir. Anılan bu olumsuzlukların giderilmesi etkin bir kurumsal yönetim sisteminin varlığını zorunlu kılmaktadır (Dağlar ve Pekin 2011: 23).

Son yıllardaki finansal raporlama kaynaklı skandallarda yönetim kurulu ve denetim komitesinin fonksiyonlarındaki eksiklikler, açgözlü ve kibirli şirket yönetimleri, üst yönetimin uygun olmayan şekilde işlemleri yürütülmesi, etkin olmayan denetim fonksiyonları, gevşek düzenlemeler, yetersiz ve fazla şeffaf olmayan finansal açıklamalar, dikkatsiz yatırımcılar gibi birçok faktör etkili olmuştur. Belirtilen bu faktörler incelendiğinde, finansal raporlama

skandallarını ortaya çıkaran yegâne unsurun kurumsal yönetim uygulamalarının eksikliği olduğu söylenebilir (Rezaee 2005: 288).

2.3 Kurumsal Yönetim ve Denetim

Kurumsal yönetimin temel amaçlarının yerine getirilebilmesi için işletmenin mali tabloları ve işleyişine ilişkin denetimlerin yapılması ve sistem içinde aksamaların düzeltilmesi gereklidir. Denetim faaliyetinin güvenilir ve uluslararası standartlarda yapılması, işletmenin mali yönetimi ve tablolarının güvenilir olduğunu ispatlar. Ayrıca işletme için yapılacak olan iç denetim faaliyetleri ile de faaliyetlerin belirlenen standart ve kurallara uygun olara yapıldığı kontrol edilir ve düzeltici önlemler alınabilir.

2.3.1. Denetim Kavramı ve Kapsamı

Denetim, yönetimin beş temel fonksiyonu olmakla birlikte diğer fonksiyonların değerlendirme ve kontrolü olarak düşünüldüğünde mevcut aksama ve problemlerin şirket içi ve dışında gerçekleştirilecek denetim faaliyetleri ile belirlenebilmesi ve düzeltilmesi aşaması olduğu için oldukça önemlidir.

Denetim fonksiyonu; planlama, örgütlenme, yöneltme ve koordinasyon fonksiyonlarından sonra gelmekle birlikte, bu dört fonksiyonun birleşerek ortaya çıkardığı ürün ya da hizmetin kontrol edilmesinden ve değerlendirme yapılmasından sorumludur. Denetim, yeni stratejilerin, politikaların ve yönetim felsefesinin belirlenebilmesi bakımından hem yönetim faaliyetlerinin geri bildirim, hem de mevcut yapının dinamikleşmesini sağlayan bir yönetsel kontrol aracıdır. Bu özelliği ile denetim, yönetim kontrolünde olan bir faaliyettir (Arslan 2010 6-9).

Denetim, denetlenecek konuların, bu konularla ilgili olarak önceden belirlenen kriterlere uygunluğunun araştırılması, denetlenecek konular hakkında objektif ve tarafsız bir şekilde kanıtların toplanması ve değerlendirilmesi ile elde edilen sonuçların raporlanması faaliyetlerinden oluşan sistematik bir süreçtir (Gücenme 2004).

Genel itibariyle denetim, bir kuruluşun ilgili taraflar adına kaynakların kullanımında verimlilik etkinlik ve ekonomiklik gibi unsurlarını ölçmek, karşılaştırmak ve değerlendirmek

işidir. Bu yönüyle denetim için standartlara uygunluğunun araştırılması tanımı yapılabilmektedir. Bu standartlar mevzuat yönünden, mali yönden, ekonomik, fiziksel, sosyal ve çevresel yönden olabilmektedir. Kısacası modern anlamda denetim, bir performans değerlendirmesi sürecidir. Bu süreç planlama ile başlar, yürütme ile devam eder ve raporlama ile tamamlanır (Arslan 2002).

2.3.2. Denetimin Özellikleri

Denetim ekonomik faaliyet ve olaylarla ilgili iddiaların önceden saptanmış ölçütlere uygunluk derecesini araştırmak ve sonuçlar ilgi duyanlara bildirmek amacı ile objektif ve tarafsızca kanıt toplayan ve bu kanıtları değerleyen sistematik bir süreçtir. Denetçi topladığı bilgileri kullanarak ilgili taraflar arasında haberleşme kuracaktır. Bu ortak haberleşme "önceden saptanmış ölçütler" aracılığı ile sağlanmaktadır. Bu ölçütler yasa organlarınca konmuş kurallar, yönetim tarafından saptanmış başarı kriterleri, bütçeler, finansal muhasebe standartlarını düzenleyen organlar tarafınca oluşturulmuş genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri olabilir. Denetim sürecinin sonunda denetçi bir değerlendirme raporu hazırlar. Denetçi bu raporda yaptığı incelemelerin sonucuna dayanarak, denetlenen işletmenin yönetimi tarafından sunulan finansal tabloların, işletmenin finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri ve düzenlilik açısından doğru ve dürüst bir şekilde, açıkça ve oldukça güvenilir bir biçimde yansıttığı hususundaki görüşünü açıklar. Denetçi raporunda hiçbir zaman finansal raporların yüzde yüzlük bir doğruluğunu onaylamaz, ya da bu konuda açıkça bir güvence vermez (Güredin 1997).

2.3.3 Denetim Türleri

Denetim faaliyeti literatür araştırmaları ve yazınına bakıldığında genel olarak

- Denetim amaçlarına göre
- Denetçi ve işletme arası ilişkiye göre iki ana sınıfa ayrılmaktadır.

2.3.3.1 Denetimin Amaçlarına Göre

Denetimin amaçlarına göre sınıflandırmada üç tür denetim vardır;

- Finansal denetim (mali tabloların denetimi),
- Usul denetimi ve
- Faaliyet denetimi.

2.3.3.1.1 Finansal Denetim

Finansal denetim ya da diğer bir deyişle mali tabloların denetimi, ilgili tabloların düzenleme ilkelerine, muhasebe usul ve esaslarına ve yasalara uygun olup olmadığının ölçümü ve güvenilirliğinin ortaya konulmasına yönelik bir faaliyettir. Finansal denetimde amaç bir bütün olarak belirlenmiş ölçütlerin uyum içinde olup olmadığının tespitidir. Genel geçer özelliğe sahip ve muhasebe ilkeleri doğrultusunda hazırlanan mali tablolar, bilanço, gelir tablosu, satışların maliyeti tablosu, fon akım tablosu ve özkaynak değişim tablosudur. Denetim esnasında bu tabloların farklı amaçlar için kullanılacağı da göz önünde bulundurulması gereken unsurlardandır (Topçu 2005). Geleneksel olarak denetim öncelikle mali tablo denetimi şeklinde yapılmaktadır (Gücenme 2004).

Finansal tabloların kalite, doğruluk, şeffaflık ve güvenilirliğin sağlanabilmesi tüm olarak kurumsal yönetim sorumluluğunun yerleştirilmesine bağlı olduğu için, finansal raporlamaya olan güvensizliğin nedenlerinin, genel olarak kurumsal yönetim uygulamalarındaki başarısızlıklar olduğunu belirtebiliriz.

2.3.3.1.2 Usul Denetimi

Usul denetimi; işletmenin finansal işlem ve faaliyetlerinin işletmenin kendi yönetimi, yasalar ve diğer kişi ve kuruluşların belirlediği yöntem, kural ve mevzuatlara uygunluğunun denetlenmesi süreci veya uygunluk denetimi denir. Tüm işletme faaliyetlerini kapsayan bu denetim türünde, kıstas olarak alınanlar kanunlar, yönetmelikler, şirket ana sözleşmeleri, yönetim kurulu kararları, işletmenin kendi belirlediği ve hayata geçirdiği yönetmelik ve sirkülerler ve işletme yönetiminin belirlediği iç kontrol politika ve prosedürleridir.

Usul denetimini işletme üst yönetimi, kendi koyduğu kurallara uyulup uyulmadığını kontrol etmek amacıyla kendisi gerçekleştirebilir. (ISMMO, 2009) Usul denetimi, Vergi Usul

Kanunu (VUK) uyarınca, VUK ve diğere mevzuatlara uygun davranılıp davranılmadığı araştırılmaktadır (Gücenme 2004).

2.3.3.1.3 Faaliyet Denetimi

Faaliyet denetimi, işletmenin organizasyonel yapısı ve iş akışı gibi unsurlarına yönelik olan geniş kapsamlı bir inceleme faaliyetidir. Faaliyet denetiminin konusu olarak ayrıca işletmenin finans, pazarlama, satın alma, AR-GE ve insan kaynakları gibi bölümlerinin işletme politikalarına uygun davranıp davranmadığının tespiti de yer almaktadır.

Faaliyet denetimi, işletmenin etkinlik ve performansının denetlenmesinde önemli bir süreçtir. İşletmenin faaliyetlerinin etkinliği ve verimliliğini ölçmek amacıyla gerçekleştirilen ve tüm işletme faaliyetlerini kapsayan faaliyet denetiminde kıstas olarak bütçeler, performans ölçütleri ve verimlilik oranları kullanılmaktadır. Kamu ve özel sektör işletmelerinde iç denetçiler tarafından gerçekleştirilen faaliyet denetimi, işletmenin kendi belirlediği amaçlarına uygun hareket edip etmediğinin tespit edilmesi amacıyla gerçekleştirilmektedir (Gücenme 2004).

2.3.3.2 Denetçi ile İşletme Arasındaki İlişkiye Göre

Denetim faaliyetini denetçi ile işletme arasındaki ilişkiye göre sınıflandırmak istenirse iç denetim ve dış denetimden söz edilmektedir. Dış denetim ise kendi içinde pratikte bağımsız denetim ve kamu denetimi olmak üzere iki bölümde incelenmektedir.

2.3.3.2.1 İç Denetim

İç Denetim Enstitüsü'nün 1947 yılında yapmış olduğu tanıma göre iç denetim; kurum faaliyetlerinin incelenmesi ve değerlendirilmesi amacıyla gerçekleştirilen bağımsız bir değerlendirme faaliyetidir. İç denetim tanımına günümüzde, kuruma danışmanlık hizmeti vermesi ve değer yaratması gibi amaçlar eklenmiştir. Günümüzde Avrupa İç Denetim Enstitüleri Konfederasyonu'na göre iç denetim, iç sınırlara veya coğrafi kısıtlamalara bakmaksızın bir

kurumun faaliyetlerinin tamamını kapsamaktadır. Bunların dışında yönetim, risk yönetimi ve iç kontrol süreçlerinin tamamını içine almaktadır. Buna durumda kurumun yaptığı tanımlamaya göre iç denetim; kurumun faaliyetlerini geliştirmek ve kuruma değer katmak üzere dizaynedilmiş, bağımsız ve tarafsız güvence ve danışmanlık hizmeti vermektir (Acar ve Şahin 2009).

İşletme üzerindeki karar almaya yetkili olan birimlere bilgi vermek amacıyla işletmenin kendi içinde oluşturduğu denetçiler grubunun gerçekleştirdiği faaliyet iç denetimdir (Topçu 2005: 6-7).

“İç denetim sisteminin amaçları, finansal raporlama güvenilirliği, kurallara uygunluk, işletme faaliyetlerinin etkinliğinin sağlanması ve bu amaçlara ulaşılmasında yeterli ölçüde güvence sağlamak üzere oluşturulan ve işletmenin yönetim kurulu, yönetici ve personeli tarafından etkilenen bir süreç olarak tanımlanan iç denetim sistemi, bir işletmede uygulanan tüm yöntem ve politikaları kapsayan bir kavramdır” (Doyrangöl 2002:1).

İç denetim, işletme faaliyetlerinin ve bu faaliyetleri uygulayanların yaptıkları işlerin uygunluk ve etkinliğini, bilgilerin güvenilirliğinin, finans, muhasebe ve diğer tüm konulardaki kontrollerin iç denetçiler tarafından araştırılarak üst yönetime rapor edilmesini ifade etmektedir. İç denetim yolu ile işletme varlıklarının korunması, güvenilir finansal bilgilerin edinilmesinin ve yönetim kararlarına kaynak sağlayarak muhasebenin önemli işlevlerinden birinin yerine getirilmesi mümkün olmaktadır.

Sawyer’in “İç Denetimde Mesleki Yetkinliklerin Güçlendirilmesi Arayışları” adlı çalışmasına göre; “iç denetim bir organizasyondaki; (Abdioğlu 2008: 93)

- Finansal ve operasyonel bilginin doğru ve güvenilirliğinin,
- İşletmenin risklerinin tanımlanmış ve en az düzeye indirildiğinin,
- Dış düzenlemelerin ve iç politika ve usullerin izlendiğinin,
- Tatmin edici standartların oluşturulduğunun,
- Kaynakların etkin ve verimli bir şekilde kullanıldığının,
- Organizasyonun hedeflerine etkin biçimde ulaştığının belirlenmesi

ve yöneticiler ile diğer üyelerin görev ve sorumluluklarının yerine getirilmesine destek olmak amacıyla tüm işlem ve kontrollerin iç denetçilerce nesnel biçimde gözden geçirilerek onaylanmasıdır.”

2.3.3.2.2 Dış Denetim

İşletmenin kendi bünyesinin dışındaki denetçiler tarafından gerçekleştirilen denetim faaliyetleridir. Dış denetim ile işletmenin faaliyetlerinden etkilenen tüm üçüncü şahıslara mali tabloların genel durumu, gerçeği yansıtıp yansıtmadığı ve geçmiş yılların faaliyet sonuçlarının rapor edilmesi gibi bilgilendirmeler mümkün olmaktadır.

Uygulamada bağımsız dış denetim ve kamu denetimi olmak üzere iki bölümde sınıflandırılmaktadır. Bağımsız dış denetim, çoğunlukla mali müşavirler tarafından gerçekleştirilmektedir. İşletmenin talebi doğrultusunda bir denetim sözleşmesi ışığında gerçekleştirilen faaliyettir. Bağımsız dış denetçiler hazırladıkları raporda, finansal tabloların ve işletme faaliyetlerinin genel ilkelere uygun olup olmadıklarını sunmaktadırlar.

Kamu denetimi ise görev ve yetkileri yasalar tarafından belirlenmiş olan kamu denetçileri tarafından mali tablo, uygunluk ve faaliyet denetimlerinin raporlanıp sunulmasından ibarettir. Çeşitli kamu kuruluşları bünyesindeki denetçiler, işletmelerin faaliyetlerinin hukuka, devletin ekonomi politikalarına ve kamu yararına uygunluğunu denetlemekle görevlidirler. (Topçu, 2005,7-8) Kamu sektöründe bağımsız kamu dış denetimi de yüksek denetim olarak adlandırılmaktadır ve Türkiye’de bu konuda tek yetkili kurum Sayıştay’dır (Akyel 2010).

2.3.4 Kurumsal Yönetim Kapsamında Dış Denetim ve Finansal Performans İlişkisi

Kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında dış denetçilerin rolü, genel olarak finansal tabloların doğruluğu ve mevcut yayımlanan raporların işletmenin finansal durumunu gerçekten yansıtıp yansıtmadığını açıklamaktır. Denetçiler bu sayede işletmenin finansal tablolarına ihtiyaç duyan paydaşlara raporların güvenilirliği ve tarafsızlığı konusunda garanti vermektedir.

Kurumsal yönetim içerisinde, yönetim kurullarında bağımsız dış denetçilerin görev alması, denetim komitesinin oluşturulması, tepe yöneticilerin aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmalarının engellenmesi gibi kurumsal yönetim uygulamaları işletme içerisinde pay sahipleri ve paydaşlara bir koruma sağlanması hedefine yöneliktir.

2.4 KURUMSAL YÖNETİM VE FİNANSAL RAPORLAMA

2.4.1 Finansal Raporlama

Yönetim süreçleri firmaların finansal ve ekonomik durumları ile ilgili kararları da belirleyen nitelikler taşımaktadır. Bu haliyle de yönetim süreçlerinin iyileştirilmesinin finansal performans üzerinde etkili olacağı düşünülmektedir. Mevcut finansal performansın şirketler arasında karşılaştırılabilirliği ve dönemler arası tutarlılığın sağlanabilmesi için finansal raporlama standartları çok önemlidir. Finansal raporlamada yer alan bilgilerin hangi esaslara göre belirleneceği, günümüze kadar çok değişiklikler göstermiş ve her ülke kendine göre bir takım farklılıklar benimsemiştir.

Her ülke kendi muhasebe standartlarını benimsemiş, buna göre muhasebe sistemini oluşturmuştur. Bu bağlamda finansal raporlamada ülke şirketleri birbirinden farklı bilgileri raporlamışlar, bu da küreselleşen dünyada, farklı ülke şirketlerinin karşılaştırılabilirliği açısından problemler doğurmuştur.

Raporların başlıca hizmet amaçları şu şekildedir: (Ergun 1998: 3)

- Tüm çıkar gruplarının ortak amaçlar doğrultusunda hareket etmelerinin ve uyum içinde çalışmalarının sağlanması ve gerekli önlemlerin alınması açısından yönetim için "bir kontrol işlevi görmektedirler.
- Departmanların işletme kârına ve amaçlarına olan katkılarını gösterdiğinden departman yöneticileri için 'performans değerlemeye ilişkin verimliliği arttıracak gerekli uygulama ve yöntem değişikliklerini yapabilmelerinde yöneticiler için "oto-kritik araçlardır.
- Raporlama sistemleri kapsadıkları bilginin niteliğine göre; finansal raporlama, maliyet raporlun, sorumluluk raporları ve kâr planlaması raporlama sistemleri biçiminde dört grup altında toplanmaktadır.
- Finansal raporlar, faaliyet bilgilerinin sınıflandırıldığı ve özetlendiği tablolardan oluşur. Temel amacı işletme ile ilgili kişi ve kurumların bilgi gereksinimini karşılamak olan finansal raporlar, Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri ve Finansal Muhasebe Standartları'na göre hazırlanırlar. Finansal raporlama sistemi aynı zamanda finansal bilgi sistemi gibi kabul edilerek, maliyet, sorumluluk ve kârlılık raporlama sistemleri, planlama ve kontrol faaliyetleri ile ilgili üst yönetimin karar alınmasında yardımcı olacak özel nitelikteki raporlama sistemi olarak kabul edilebilir.

- Uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartları UMSK–UFSK’ca hazırlanmakta ve muhasebe standartlarının uluslararası düzeyde kabulünü sağlamak üzere etkin ve verimli bir çalışma ortamı hazırlamayı amaçlamaktadır (Saltoğlu, 2005: 106).

Kurumsal raporlamanın günümüzde ivme kazanmasında kurumsal yapıların ortaya çıkmasının da etkileri vardır. İşletmelerde sahiplik ve kontrol yapılarının birbirinden ayrılması ve büyük projelerin hayata geçirilmesi, büyük yatırımlarda hissedar sayılarının artması nedeniyle işletme yapıları karmaşıklaşmış ve dolayısıyla finansal raporlama gereksinimi ortaya çıkmıştır (Beattie 2000: 3-5).

Finansal raporlamayı kurumsal yönetim açısından düşündüğümüzde birincil önemli olan şeffaflık, finansal raporlama için gerekli bir unsurdur. Bunu sağlamak için günümüzde geleneksel finansal raporlama standartlarından farklı olarak yenilikçi yaklaşımlar, finansal olan bilgilerin de kamuya açıkça sunulmasını temel almaktadır.

Tablo 2.2 Finansal Raporlama Sistemlerinin Karşılaştırılması

ESKİ FİNANSAL RAPORLAMA SİSTEMİ	YENİ FİNANSAL RAPORLAMA SİSTEMİ
Pay sahibi odaklı	Menfaat sahibi odaklı
Kâğıt tabanlı	Web tabanlı
Standardize edilmiş bilgi	İsteğe göre belirlenmiş bilgi
Şirket tarafından kontrol edilen bilgi	Değişik kaynaklardan elde edilen bilgi
Periyodik raporlama	Sürekli raporlama
Bilginin dağıtım	Diyalog
Finansal tablolar	Geniş ölçüde performans ölçütleri
Geçmiş performans	Gelecek için tahminlerin vurgulanması

Tarihi maliyet	Büyük ölçüde değer bazlı bilgi
Hesapların denetimi	Sistemin tabanının güvencesi
Ulusal tabanlı	Global tabanlı
Statik sistem	Sürekli değişen model
Yasal düzenlemelere göre finansal tabloların hazırlanması ve sunumu	Finansal bilgilerin sunumunda piyasa taleplerini tatmin etmek

Kaynak: Aylin P. Arsoy, “Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları”, **AKÜ İİBF Dergisi**, Cilt 10, Sayı 2, 2008, s. 22.

2.4.2 Gönüllü Finansal Raporlama

Finansal raporlamanın genel anlamda şirket ve kurumlar için mecburi olduğu kanısı yanlıştır. Ülkelerin mevzuatına göre değişen ve bazı ülkelerde belirli şirketlere mecbur olan finansal raporlama uygulamaları vardır. Bu mecburiyet haricinde kendi bilgilerini şeffaflık ve açıklık ilkeleri doğrultusunda kamuoyu ile paylaşan şirketler mecburi değil gönüllü olarak finansal raporlama yapmaktadırlar.

“Finansal bilgilerin açıklanması, pek çok ülkede, sermaye piyasasını düzenleyici kanunlar çerçevesinde düzenlenmiştir. Şirketler düzenleyici kurumlar tarafından zorunlu tutulan finansal bilgilere ek olarak, diğer finansal ve finansal olmayan bilgileri gönüllü olarak açıklamaktadırlar. Kanunların dışında yayınlanmış olan bazı rehber niteliğindeki dokümanlar (Kurumsal Yönetim İlkeleri, vd.) şirketleri kamuyu aydınlatma konusunda yönlendirmektedir” (Arsoy 2008: 27).

Günümüz sermaye piyasalarında işlem gören şirket ve kuruluşlar için ise gönüllü finansal raporlama yapılması ise yetersiz bilgi akışına ve asimetrik bilgiye neden olabilir. Bu probleminden dolayı ülkeler bazında uluslararası finansal raporlama standartlarındaki gelişmeler doğrultusunda raporlamaların daha detaylı ve mecburi hale gelmesine yönelik çalışmalar yapılmaktadır.

“Gönüllü finansal raporlama kapsamında kurumlar tarafından açıklanan bilgilerin nitelik ve nicelik açısından artmasının faydalı etkileri, en geniş ölçüde sermaye piyasası üzerine olmaktadır. Yüksek şeffaflık derecesi, düşük bilgi riski ve düşük sermaye maliyeti ile yüksek işlem hacmi ve yüksek likidite ile sonuçlanır. Ayrıca araştırmacılar, şeffaflığın, sermaye maliyeti üzerindeki düşürücü etkisini destekleyen çalışmalar yapmışlardır. Sermaye piyasasında

açıklanan bilgilerin artışı, hisse senetlerinin fiyat değişkenliğinin azalmasına ve sermaye piyasasının etkinliğinin artmasına yol açacaktır. Diğer bir deyişle, şeffaflık arttıkça, hisse senedi fiyatlarının değişkenliği ve karlılığı artar; şirketler daha az şeffaf hale geldikçe, hisse senedi fiyatlarının değişkenliği ve karlılığı azalır” (Arsoy 2008: 26-27).

İşletmede kurumsal yönetim anlayışının hayata geçirilmesinde rol oynayan yönetim kurulu ve denetim komitesi gibi kurumsal yönetim mekanizmaları muhasebe bilgi sisteminden destek sağlama ihtiyacı içerisindeyler. İşletmelerin sürekliliğini sağlayacak ve uzun süreli karlı, sağlıklı büyümelerini güven altına alacak kurumsal yönetim uygulamalarının kurumsal yönetim mekanizmalarınca oluşturulması ve devamlılığının sağlanması büyük ölçüde muhasebe bilgi sisteminden sağlanan bilgiler ile mümkün olabilecektir (Aysan 2007: 18).

Bilgi üretiminden sağlanabilecek faydanın üst seviyelerde olabilmesi, bilginin güvenilir, zamanlı ve gereksinmelere uygun olarak üretilmesi ile mümkündür. Bu niteliklere sahip bir bilgi, kurumsal yönetim anlayışı ve ilkelerinin geçerli olduğu bir işletmenin, muhasebe bilgi sisteminden sağlanabilecektir (Dinç-Abdioğlu 2009: 167).

Gönüllü finansal raporlama yapılmasındaki artış ile şirketler muhasebe ve raporlama sistemleri üzerine daha detaylı ve hızlı raporlar alacak çalışmalarının artmasını dolaylı olarak etkilemiştir. Şirketler kurumsal yönetim ilkelerinin benimseyerek daha şeffaf bir görünüme kavuştuklarında muhasebenin yönetim için diğer bir faydası olan yönetim muhasebesinin de raporlamaya katkı yapması beklenmektedir.

2.4.3 Finansal Raporlama ve Denetim Uyumu

Kurumsal yönetim ile daha da görünürlük kazandığı üzere, küreselleşme süreci ülkelerin finansal sistemlerinin standartlaştırılmasını ve genel kabul görmüş finansal standartların uygulanması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bunun sonucunda finansal değerlendirme, finansal raporlama ve şeffaflığın görünümü konularında uyum çalışmaları artmıştır.

Kurumsal yönetim uygulayıcıları muhasebe ve denetim faaliyetlerinin yönetim aktivitelerini nasıl etkileyeceğini bilmek durumundadır. Farklı muhasebe işlemleri özellikle yatırımcılar için zorluk oluşturmaktadır ve bu nedenle dünya çapında kabul edilecek muhasebe standartlarına ihtiyaç duyulmaktadır (Calder 2008).

Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) 1 no.lu standarda göre faaliyetlerin gerçeğe uygun sunuluşu esastır. TFRS 1 no’lu tebliğ kullanıcılara şeffaf ve karşılaştırılabilir mali

tablo sunmayı amaçlar. Ayrıca 1 sıra No.lu Finansal Tabloların Hazırlanma ve Sunulma Esaslarına ilişkin Kavramsal Çerçeve Hakkında Tebliğ hükümleri çerçevesinde Türkiye Muhasebe Standartlarına uygun olarak muhasebeleştirilmesi esastır (www.tmsk.org.tr, 12.12.2012).

2.5 FİNANSAL PERFORMANS VE ÖLÇÜTLERİ

Finansal performans ölçütleri; bir işletmenin stratejisini ve bu stratejiye yönelik yürütme ve uygulamaların işletmeyi geliştirmeye katkısını ortaya çıkarma amacı taşımaktadır. İşletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmesi, sağlıklı kararlar alınması, planlama ve denetim işlevlerinin etkinliği için çok önemlidir ve bu analizin doğru bir şekilde yürütülmesi, işletmenin genel performansının ortaya çıkarılmasını da sağlamaktadır. İşletme stratejisine yönelik yürütme ve uygulamaların işletmenin finansal performansı üzerinde ne şekilde etkili olduğunu araştırmaya yönelik çalışmalar genel olarak satış tutarı, pazar payı, yeni müşteriler, nakit akışı, sermaye getirisi, gelir, aktif karlılık ve özkaynak karlılığı gibi ölçütlere dayanmaktadır (Dönmez 2011: 288-289).

Finansal performans ölçümlerinin üç ayırıcı özelliği vardır: (Otley 2002: 3–4)

- Performansın finansal ölçümü, finansal yönetimin bir aracıdır. Burada temel vurgu finansal yönetim ve finans uzmanlığı fonksiyonları ile, finansın etkili ve verimli yönetimi için, organizasyonun finansal kaynakların kullanımı ve etkin temini ile sağlanmaktadır.
- Finansal performans organizasyonların en önemli amacıdır. Kar, yatırımların geri dönüşü gibi finansal performans ölçümleri önemli organizasyon amaçlarının başarısını ifade etmek için kullanılmaktadır.
- Finansal performans ölçümleri motivasyon ve organizasyonun kontrolü amacıyla kullanılmaktadır.

Tablo 2.3 Geleneksel Finansal Performans Ölçütleri

ÖLÇÜT	ODAK	ARAÇ
Finansal Tablolar Analizi	Finansal tablolar	Oran analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları	Nakit Akımları	Iskonto oranı
Paranın Zaman Değerini Dikkate Almayan Ölçütler	Nakit Akımları	Süre ve karlılık
Toplam Aktiflerin Kârlılığı	Kar	Net kar
Öz Kaynak Kârlılığı	Kar	Net kar ve özkaynaklar
Artık Kâr Ölçütü	Normal Dışı Kâr	Ekonomik ömür
Piyasaya Dayalı Yaklaşımlar	Piyasa ile Karşılaştırma	Değer çarpanları
Hisse Başına Kâr	Kar	Net kar
Opsiyon fiyatlandırma	Opsiyon oluşturma	Opsiyon fiyatları

Kaynak: Yakup Ergincan ve Osman Gürbüz, **Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar**, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2004, s. 89.

Yukarıda belirtilen finansal performans ölçütlerinin yanı sıra geleneksel olarak finansal tabloların yardımı ile yapılan finansal performans ölçümlerinin yaygınlığı devam etmektedir. Burada ise genel mali tablo analizinde kullanılan oran ve değişkenlerin karşılaştırılması ile yapılan dinamik bir analiz değişkenleri karşımıza çıkmaktadır.

Finansal performans analizinde kullanılan değişkenler ve kısa açıklamaları ise aşağıda yer almaktadır (Berk 2010 479:481, Gürsoy 2007 103:112).

- **Likidite Oranları:** Bir işletmenin kısa vadeli borç ödeme gücü nü ölçmek ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığını belirleyebilmek için kullanılan oranlardır.
- **Cari Oran:** Dönen varlıkların kısa süreli borçlara bölünmesiyle elde edilmektedir. İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kapasitesini, net işletme sermayesinin yeterliliğini belirleyebilmek için kullanılan cari oran finansal performans analizlerinde en yaygın kullanılan oranlardan biridir.

- **Likidite Oranı (Asit Test Oranı):** Dönen varlıklardan stokların çıkarılmasıyla elde edilen değer in kısa süreli borçlara bölünmesiyle bulunur. Cari orana göre daha hassas bir ölçüm sağlamaktadır.
- **Faaliyet Oranları:** işletme faaliyetlerinin ne ölçüde verimli ve etkin kullanıldığını gösteren oranlardır.
- **Alacak Devir Hızı:** Kredili satışların ticari alacaklara bölünmesi ile hesaplanan alacak devir hızı, alacakların tahsil kabiliyetini ve likiditesini gösteren bir ölçüdür.
- **Toplam Varlık Devir Hızı:** Net satış tutarının aktif toplamına bölünmesiyle hesaplanan toplam varlık devir hızı, bir işletmede sermaye veya emek yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesidir.
- **Mali Yapı Oranları:** Firmanın dış kaynakları ve özkaynaklara ilişkin bilgi veren oranlardır.
- **Kaldıraç Oranı (Borçlar/Toplam Aktifler Oranı):** işletme aktiflerinin yüzde kaçının borçlarla finanse edileceğini göstermektedir. İşletmenin riski ve kredi değerliliği hakkında da bilgi vermektedir.
- **Karlılık Oranları**
- **Net Kâr Marjı (Net Kâr/Net Satışlar Oranı):**, işletme satışlarının vergi sonrası kârlılığını göstermektedir. Firmanın fiyatlama, maliyet yapısı ve üretim etkinliği hakkında bilgi verdiği için faaliyet performansının ölçülmesinde önemli bir göstergedir.
- **Özsermaye Kârlılık Oranı (Net Kâr/Özsermaye Oranı, ROE):** Firma sahipleri ya da ortaklarının koydukları sermayenin bir birimine isabet eden kar oranını göstermektedir.
- **Aktif Karlılık Oranı (Net Kâr/Aktif Toplamı, ROA):** Birim varlık başına işletmenin ne kadar kar elde ettiğini ve işletme varlıklarının ne ölçüde verimli kullanıldığını göstermektedir. Aynı sektörde faali yet gösteren farklı büyüklükteki işletmelerin kârlılık yönünden karşılaştırılmasına imkân vermektedir.

Yukarıda açıklana değişkenlerden farklı değişkenler kullanılabilir, fakat araştırmalarda finansal performansı ölçmek için genel olarak kullanılan değişkenler olarak yukarıdaki değişkenler karşımıza çıkmaktadır.

Finansal performans ölçüleri, işletme bazında performans kriterleridir, bu nedenle, işletmenin faaliyette bulunduğu endüstri bazında kriterler dikkate alınmamaktadır (Kaygusuz 2005: 83-84).

Yönetimin performans ölçümünden elde edilen bilgi “hedefimiz nedir?”, “arzuladığımız ve elde ettiğimiz sonuçlar nelerdir?”, “başarılı olduğumuzu nasıl anlarız?”, “bu başarıları nasıl elde ediyoruz?” ve “ürettiğimiz mal ve hizmetler paydaşlarımızı ne ölçüde tatmin etmektedir?” gibi soruların cevabını arayan yöneticilere, yapacakları değerlendirmelerde yardımcı olmaktadır (Sayıştay 2003: 9).

Literatürde performans ölçüleri Knight’in sınıflandırmasına göre işletmenin finansal performans ölçüleri dört ana başlıkta incelenir: (Knight, 1998, s.198-199)

1. Gelir tabanlı ölçüler
2. Nakit tabanlı ölçüler
3. Getiri tabanlı ölçüler
4. Değer tabanlı ölçüler

1. Gelir tabanlı ölçüler; Gelir tabanlı ölçü ise Hisse Başına Gelir(HBG)’dir. HBG ölçüsü de muhasebe yaklaşımının tüm eksikliklerini taşır. Stok prosedürlerini değiştirmek, üretim programlarını, faturalama uygulamalarını farklılaştırmak gibi muhasebe uygulamaları ile manipüle edilebilir. HBG gibi muhasebe temelli bir kâr ölçüsü faaliyet marjları, sermaye maliyeti ve rekabetçi avantaj periyodu gibi değerlerin asıl kaynaklarını yansıtmamaktadır ve hisse senedi değerleriyle ilişkisi zayıftır (Ehrbar 1998: 79).

2. Nakit tabanlı ölçüler; teorik olarak değerlerin en doğru ölçüsü işletmenin sağlayacağı nakit akışlarının iskonto edilmiş değerleri toplamıdır. Bu nedenle stratejik yatırımları değerlemek ve sermaye bütçelemesi gibi amaçlarla kullanılması gereken en doğru ölçü İNA’dır. O halde neden değerlerin en doğru göstergesi olan nakit akışları kullanılmayıp başka performans ölçülerine ihtiyaç duyulmaktadır sorusu akla gelebilir. Öncelikle İNA gibi yatırımın net bugünkü değerini bulmaya yönelik teknikler belli bir noktada yatırımın değerine ilişkin tek bir rakam bulmak için kullanılırlar. Dolayısıyla dönemsel performans ölçüsü olarak kullanılamazlar. Dönemsel nakit akışlarının dönemsel performans ölçüsü olarak kullanılamamasının nedeni ise nakit akışlarının da tıpkı kazançlar gibi muhasebe temelli olması nedeniyle muhasebe uygulamalarınca etkilenebilmeleridir. Herhangi bir yıla ait nakit akışı muhasebe uygulamaları ile bir başka yıla kaydırılabilir. Sonuçta tüm nakit akışlarının nihai değeri değişmese de, bu durum o dönemin performansı için yanıltıcı sonuçlara götürebilir. Nakit akışlarının muhasebe temelli olması bir eksiklik ise tıpkı gelir ölçüleri gibi sermaye maliyetini dönemsel olarak içermemesidir (Ertuğrul 2009: 24).

3. **Getiri tabanlı ölçüler;** Bu ölçüler gelir ya da nakit akışı yaratmak için kullanılan kaynakların getirisini ölçerek bu ölçülere yeni bir boyut ekler (Knight,1998, s.176). En çok kullanılan getiri ölçüleri arasında satışların getirisini, özsermayenin getirisini, varlıkların getirisini, yatırılan sermayenin getirisini gibi ölçüler sayılabilir. Bu ölçüler özünde etkin varlık ve sermaye kullanımını teşvik etmek için geliştirilmişlerdir. Bu amaçla kullanıldıklarında anlamlı sinyaller verebilirler. Ancak kesinlikle performansın kapsayıcı bir göstergesi olarak kullanılamazlar. Öncelikle bu ölçüler de muhasebe ölçülerine dayanmaları nedeniyle benzer zayıflıkları taşırlar. Bu ölçülerin gerek payında yer alan kazanç rakamı gerekse paydasında yer alan varlıklar, özsermaye gibi rakamlar muhasebe anomalileri ile tahrif edilebileceğinden güvenilir değillerdir. Örneğin varlıkların getirisini vergi sonrası borç maliyetini aştığı sürece işletme yönetimi özsermayenin kârlılığını sadece hisse senetlerini geri satın almak ve tahvil çıkarmak suretiyle arttırabilir. Bu şekilde arttırılan bir oran doğal olarak işletmenin performansındaki bir iyileşmeden kaynaklanmamaktadır (Ertuğrul 2009: 25).

4. **Değer tabanlı ölçüler;** Dördüncü grup performans ölçüleri olarak karşımıza çıkan değer ölçüleri, dönemsel ölçüler ya da işletmenin dönemler boyunca oluşan değerini belli bir zaman noktasında ifade eden ölçüler olabilir. Dönemsel değer ölçüleri arasında ekonomik kâr, ekonomik katma değer, hissedar katma değeri ve nakit katma değeri gibi ölçüler sayılabilir. Belli bir zaman noktasındaki değer ölçülerine örn piyasa değeri, net bugünkü değer ve piyasa katma değeri sayılabilir.(Ehrbar 1998: 194).

Finansal performansı değerlemede, performans ölçümünde, finansal raporlamada ve finansal analizde değişimi zorunlu kılan gelişmeler, (Hall ve Brummer 1999: 9)

i. Sermaye Piyasalarında Değişim:

- Sermaye piyasalarında artan küreselleşme ve hissedar değeri kavramına olan ilginin büyümesi,
- Kurumsal yatırımcılar yani fon yönetimi alanında meydana gelen konsolidasyon sonucu daha büyük miktarda fonların oluşması,
- Değer yaratmak amacıyla yatırımların vadelerinin uzaması ve bunun sonucu olarak yatırımcıların daha müdahaleci hale gelmeleri,

- Teknoloji kullanımının artması ve değerleme modellemelerinin karmaşıklaşması,
- Bilgiye daha kapsamlı ve daha hızlı erişim imkanlarının ortaya çıkması.

ii. İşletmelerin Dahili Yapılarındaki Değişim:

- Hissedar değerine yönelme ile hissedar değeri ölçüleri ve nakit akışlarına olan ilginin artması,
- Tüm örgütü kapsayan uygun bir değer anlayışının desteklenmesi için değer tabanlı yönetim sistemlerinin yerleşmesi,
- Dengeli Başarım Karnesi (Balanced Scorecard) gibi ölçülerin kullanımının, hissedar değeri yaratma amacına bağlı olarak artması.

iii. Geleneksel Raporlama Modelinin Yetersizliğinin Fark Edilmesi:

- Piyasa geleceğe bakarken geleneksel raporlamanın tamamen geçmişe odaklanması,
- Bilgilerin çok geç yayımlanması,
- Piyasaların, finansal raporlarda verilen bilgilerin çok daha fazlasını talep etmeye başlaması,
- Artan küreselleşmenin uluslararası yatırım toplumunun beklentileri doğrultusunda daha fazla açıklık ve şeffaflık gerektirmesi.

Konu hakkındaki akademik çalışmalar ile yeni ölçülerin de yolunu açtı (Hall ve Brummer 1999:3; Copeland vd. 2000:35-74).

- Hisse senedi fiyat performansı muhasebe kazancı değil nakit akışlarına bağlıdır.
- Ekonomik bir ölçü kullanıldığında kısa ve uzun dönemli stratejiler arasında denge kurmak kolaylaşmaktadır.
- Ekonomik bir ölçü kullanıldığında değer kaynakları daha iyi anlaşılmalıdır.
- Değerdeki değişim mevcut performanstan çok beklentilere bağlıdır.
- Piyasa muhasebe kazançlarının yapay niteliğini görmekte ve ekonomik sonuçlara odaklanmaktadır.
- Piyasa sadece kısa vadeyle ilgilenmemekte, uzun vadeli sonuca da önem vermektedir.

Finansal bilgiye dayalı geleneksel performans değerleme sistemleri genel olarak firmadaki tüm performansın sadece bir boyutunu kapsamaktadır. Finansal performans ölçümüne ilişkin son değerleme yaparsak eğer, Atkinson'a göre finansal bilgiye dayalı bu geleneksel performans değerleme sistemleri firmadaki performansın sadece bir boyutunu kapsamaktadır (Atkinson vd. 1997: 25-26).

Finansal performansın belirlenmesine yönelik olarak yönetim muhasebesi ve stratejik performans alanlarında çalışmalar yapan Kaplan ve Norton'a göre; finansal performansta yer alan etkenler, firmanın içinde bulunduğu sektöre, çevreye ve firmanın stratejisine özel etkenlerdir. Böylece gelir ve üretim artışı ile maliyetlerinin azaltılması, varlıklardan etkin fayda sağlanmasıyla birlikte risk yönetimi alanlarında finansal hedeflerin belirlenme ve seçimlerinde yardımcı bir şablon sunmaktadır (Kaplan ve Norton; 1996: 78).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM ve FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİ

Araştırmamızın bu kısmında genel hatları ile finansal performans ve kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik çalışmaların doğrultusunda her iki kavram arasındaki etkileşimler belirlenecek ve değerlendirmeler yapılacaktır. Finansal performansın

kurumsal yönetim ilkeleri ile 90'ların sonlarına doğru etkileşmeye başladığı ve konu ile ilgili yapılan araştırmalarda farklı amaçlar doğrultusunda farklı sonuçlara ulaşılabileceği muhakkaktır. Burada kurumsal yönetim ilkelerine uyum göstermeye çalışan şirket ve kurumların aynı zamanda finansal performans ölçütlerine göre değerlendirilmesi ve her iki değişimin birbirlerini nasıl etkilediği dönemseller gelişmelerin periyodik takip edilmesi ile analiz edilmiştir.

Finansal performansın, kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda çalışan yönetim ve icra kurullarının finansal performansa yaptıkları katkıların nasıl olduğu son dönemdeki gelişmeler ile daha da önem kazanmaya başlamıştır. Kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisindeki en önemli etkileşimin vekâlet sorunundan kaynaklandığı Jensen vd çalışmalarını doğrultusunda önceki bölümlerde açıklanmıştır. Finansal performans ve kurumsal yönetim ilkelerinin bir bütün halinde uygulanması sonucunda sadece vekâlet sorununa bağlı kalınmaması ve tüm değişimin analiz edilmesi gerekmektedir. Bu sorunun dünyada ve ülkemizdeki araştırmalara nasıl etki ettiği ise bu bölümde incelenmeye çalışılacaktır.

Kurumsal yönetimi ile şirket performansı arasındaki ilişki sade ve net olarak gözükmesi ve olumlu etki yapmasının beklenmektedir. Kurumsal yönetim ve finansal performans arasında ilişkinin net olarak belirlenebilmesi açısından netlik pek yoktur. Bunun temel sebebi ise kurumsal yönetimin nicel ve nitel ölçütlere bağlı olarak değişmesi ve birkaç değişken ile net olarak ifade edilememesidir (Işık-Saygılı, 2006: 163).

3.1. Kurumsal Yönetim Ve Finansal Performans İlişkisinin Temel Belirleyicileri

Kurumsal yönetimin temel ilkeleri ile birlikte finansal raporlama alanında yaşanan son yıllardaki benzeşime bağlı olarak yapılacak incelemelerde özellikle kurumsal yönetimin temel ilkeleri ön plana çıkmaktadır. Bu doğrultuda öncelikle kurumsal yönetim dört temel ilkesi ve finansal performans ilişkisi incelenecektir.

- Şeffaflık
- Hesap Verilebilirlik
- Adil Yönetim
- Sosyal Sorumluluk

Bu doğrultuda kurumsal yönetim ile finansal performansın hangi koşullarda nasıl etkileşim göstereceği belirlenecektir. Çalışmanın sonraki kısmında ise kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar araştırılacaktır.

Kurumsal yönetim, işletme performansının sürdürülebilirliğinin güvencesidir. Kurumsal yönetim, işletme yönetiminin ve denetiminin Şeffaf, hesap verebilir, adil, sorumlu ve güvenilir olmasını içerir. Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ile işletmelerin performanslarının sürekliliğinin sağlanması ve bu Şekilde finansal başarının sürdürülebilir değer oluşturmanın bir göstergesi olacaktır. Böylece, kurumsal yönetim aynı zamanda firma değerinin maksimum kılınmasını hedefleyen, başka bir ifade ile firmaya değer katmayı amaçlayan bir yönetim anlayışıdır (Aras 2006: 1-2).

Finansal performans ile kurumsal yönetim etkileşiminin yukarıda açıkladığımız doğrultuda analizinden sonra ise Dünya ve Türkiye uygulamaları dikkate alınarak oluşturmaya çalışacağımız modeller ile Türkiye içindeki kurumsal yönetim endeksine dahil olan Şirketler açısından analiz ve inceleme yapılacaktır.

3.1.1. Finansal Performans ve Şeffaflık

Kurumsal yönetim anlayışında Şeffaflık; işletmenin finansal performansı, yönetim ve hissedarlık yapısı hakkında yeterli, doğru ve kıyaslanabilir bilginin zamanlı bir Şekilde açıklanması olarak tanımlanmaktadır. Şeffaflık ticari sır niteliğindeki bilgiler dışında işletme ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir Şekilde kamu ile paylaşılması yaklaşımıdır.

3.1.2. Finansal Performans ve Hesap Verilebilirlik

Performans lm etkin hesap verilebilirliğin gerçekleştirilmesine yardımcı olmaktadır. Çünkü bir kurumun stratejik amaçları ve elde ettiği performans hedeflerinin ne ölçüde karşılandığı bu sayede anlaşılmaktadır. Bu açıdan performansın ölçülmesi, hesap verilebilirliğin sağlanması için uygun zemin oluşurmaktadır (Yenice 2006: 58).

Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ilkelerinin temeli büyük ölçüde finansal raporlama, finansal raporlamanın temeli ise muhasebe standartlarıdır. 2002'de McKinsey'in yürüttüğü

Yatırımcı Görüşleri Araştırması'nda yatırımcıların yeni pazarlardaki yatırım kararlarında en önemli ölçünün kamuyu aydınlatma ilkesi ve kullanılan muhasebe standartları olduğu belirtilmiştir (Ararat 2006: 5-6).

3.1.3. Finansal Performans ve Adil Yönetim

Finans politikaları üzerinde yöneticiler, hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasının 3 nedeni bulunmaktadır. İlk olarak hissedarlar yöneticilerden daha iyi şekilde riskleri dağıtabilmektedir. İkinci olarak borç düzeyi yöneticileri daha çok üretmek firmanın nakit akışını dış yatırımcılara ödemek için daha çok çalışmaya zorlamaktadır. Son olarak yöneticiler öz sermaye gücünü arttırmak için en iyi sermaye yapısı ile borcun sermayeye oranını arttırabilmektedir (Bhagat Bolton ve Romano 2010).

Vekâlet maliyetlerini düşürmeye yardımcı ve böylece daha iyi yönetim yoluyla kurumsal performansın arttırıcı iki temel mekanizma vardır (Fernando 2006).

- **Finansal bilgilendirme:** İşletmenin hesaplarını kontrol etmek üzere hissedarlar tarafından atanan bağımsız-kanuni denetçilerin rolüne bağlı olarak finansal veya finansal olmayan bilgilendirmeler kurumsallaşma için çok önemlidir.
- **Etkili ve bağımsız yönetim kurulu:** Hissedarlar tarafından sahiplenilen bir ana sermaye işletmesi, yönetime yardımcı olacak müdürleri atamaktadır. Müdürler hissedarların vekilleridir ve sadece onlara karşı sorumludur.

3.1.4. Finansal Performans ve Sosyal Sorumluluk

Bir işletmenin sosyal sorumluluğu ve finansal performansı arasında kanıtlanabilir, açık bir ilişkinin olduğu söylenememektedir. Sosyal performans ve finansal performans ilişkisinin ölçülebilmesinin güçlüğü nedeniyle böyle bir ilişkinin kurulamayacağı savunulmaktadır.

Griffin ve Mahon da sosyal performans ve firmanın finansal performansı arasında az da olsa pozitif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir. Sosyal performans ve finansal performans ilişkisi konusunda 3 farklı görüş ortaya çıkmaktadır. Bunlar: (Tuzcu 2004:130)

- Sosyal sorumluluğu yerine getiren şirketler finansal açıdan daha karlıdır.
- Şirketin sosyal performansı, şirketin finansal performansının öncüsü durumundadır. Bu anlayışa göre şirketin finansal açıdan başarıya ulaştığı durumlarda sosyal performans artış göstermektedir.
- Son olarak ise sosyal performans ve finansal performans arasında birbirini etkileyen bir ilişki vardır.

3.2 Kurumsal Yönetim Endeksi

Kurumsal yönetim uygulamalarının birçok değişkene bağlı olması ve bunun sürekli olarak izlenmesinin gerekliliği ile birlikte zorluluğu da ortadadır. Bu zorluğu aşmak ve paydaşlara sürekli bir bilgi verilebilmesi açısından periyodik raporlama ve değerlendirme yapılması gereklidir. Sermaye piyasalarında işlem gören ve kurumsal yönetimi uygulayan şirket ve kuruluşlar açısından ise bu daha da önem kazanmaktadır. Bu öneme istinaden ülkemiz açısından tüm gelişme, değerlendirme ve etkileşimlerin takip edilebileceği bir kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmuştur.

Kurumsal yönetim uygulamalarının dünya içindeki gelişiminde ölçümleme ve izleme aracı olarak oluşturulan indeksler ile kurumsal yönetimin finansal performans ile ilişkisini belirleyebilmek daha mümkün hale gelmiştir. Bu doğrultuda kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi belirlenirken kurumsal yönetim endeksini oluşturan değişkenlerin açıklanması ve endeksin zaman içindeki değişiminin izlenmesine yönelik kurallar belirlenmelidir (www.BIST.ogr.tr).

Türkiye'deki kurumsal yönetim alanındaki endeks (XKURY) çalışması ise BIST tarafından gerçekleştirilmiş ve 2007 yılında uygulanmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda ilgili devlet kurumlarınca yapılan çalışmalar kronojik olarak aşağıdaki gibi sıralanabilir.

İlk girişim SPK 2003'te yürürlüğe giren "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği"dir. Bu tebliğ 12 Temmuz 2007 tarihinde Seri: VIII No:51 sy tebliğ ile değiştirilmiştir. Tebliğ ile kurumsal ve kredi derecelendirme faaliyetleri düzenlenmiştir.

SPK, 2005'te kurumsal yönetim ilkelerinde değişiklik ve eklemeler yapılması ve ayrıca BIST Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmasına ilişkin OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Komitesi'nin yaptığı değişikliklerin ulusal sermaye piyasası kurallarına uygulanmasına yönelik karar almıştır. Kurumsal Yönetim endeksinin bireysel ve kurumsal, ulusal ve küresel yatırımcılara, hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim eğilimi hakkında bilgi veren yararlı bir gösterge olması hedeflenmiştir. Sonuç olarak ise, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) 31 Ağustos 2007 tarihinde faaliyete geçmiştir.

KYE, BIST'de işlem gören ve SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum için SPK tarafından yetkilendirilmiş bir derecelendirme kurumundan on üzerinden en az altı düzeyinde kurumsal yönetim derecelendirilmesine uygun görülen şirketlerin dahil olabilecekleri, fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacı ile oluşturulmuş bir endekstir. KYE hesaplanması için BIST Ulusal-100 endeksinin ilân edilen en son değeri olan 48.082,17 kabul edilerek, 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır

Kurumsal Yönetim derecelendirme notu, şirketlerin pay ve çıkar sahiplerine verdikleri önemin, kamuyu zamanında ve doğru aydınlatma faaliyetlerinin, yönetim kurulunun faaliyetlerinin genel kredibilitesi ve pay ve çıkar sahipleri ile ilişkiler hakkında bir görüştür. Şirketlerin kurumsal yönetim değerlemeleri, adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk olarak adlandırılan dört temel ilke çerçevesinde, çeşitli kriterler göz önünde bulundurularak yapılır. Kurumsal Yönetim'in bu dört temel ilkesi, performans ölçümü ve geliştirilmesi esasına dayalı olarak birbirleri ile ilişkilendirilebilmekte ve böylece, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken, toplumsal değerlerle de uyumlu olmaları beklenmektedir. Derecelendirme notunun, derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talebi üzerine verilmesi ve yıllık olarak yenilenmesi veya teyit edilmesi şarttır.

Tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu en az 6 olan ve BIST'de işlem gören şirketlerin hisse senetleri derecelendirme notunun Borsa'ya bildirildiği günü izleyen iş günü, endekse alınırlar. Endeks, endekse alınma kriterlerini sağlayan şirketlerin sayısının 5'e ulaşmasının ardından Borsa Günlük Bülteni'nde yapılan duyuruyu izleyen 7 günden sonra hesaplanmaya başlanır. Endekste bulunan şirket sayısı 2'ye düştüğü takdirde yapılacak duyurudan 2 ay sonra endeksin hesaplanmasına son verilir.

Temel işleyiş kuralları yukarıda açıklanan Kurumsal Yönetim Endeksi ile ilgili olarak, Endeksten Çıkarılma, birleşme ve devralma durumlarına yönelik özel uygulamalar ve endeksten çıkarılmış bir şirketin yeniden endekse alınması ile ilgili de bir takım düzenlemeler söz konusudur. Bu doğrultuda belirlenen kriterleri taşımayan şirketler, yönetmelik doğrultusunda KYE çıkarılabilir. Endeksten çıkarılmış bir şirketin hisse senetlerinin yeniden endekse alınması için ise, endeksten çıkarılmasına neden olan koşulun, endekse alınmayı sağlayacak şekilde değişmiş olması gerekmektedir.

3.2.1. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Hesaplama Yöntemi

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasında, hesaplamaya dahil olacak şirketlerin hisse senetlerinin tescil edilmiş en son fiyatları kullanılır. Hesaplama sırasında şirketlerin piyasa değerleri, eski veya yeni hisse senetlerinin ayrı ayrı dikkate alınmaları ile bulunur. Ancak piyasa değeri hesaplamasında, işlem sırası açılmayan “Yeni” hisse senetleri ve esas sermaye sisteminde yapılan sermaye artırımlarında, sermayenin tescil ve ilânına kadar Merkezî Kayıt Kuruluşu’nda (MKK)* oluşturulan geçici kaydî paylar için eski hisse senedinin fiyatı dikkate alınır. Şirketlerin piyasa değeri hesaplaması şu şekilde formüle edilir:

Piyasa Değeri = (Eski Hisse Senedi Sayısı x Eski Hisse Senedi Fiyatı) + (Yeni Hisse Senedi Sayısı x Yeni Hisse Senedi Fiyatı)

Endeks, kapsamında bulunan şirketlerin aynen saklamada bulunanlar hariç, MKK saklamasında bulunan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak hesaplanır. Endeksin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır:

$$\sum_t = \frac{\sum_{n=1}^n Fit * Nit Hit}{Bit}$$

Et = Endeksin t zamandaki değeri

n = Endekse dahil olan hisse (şirket) sayısı

Fit = “i”nci hisse senedinin t zamandaki fiyatı

Nit = “i”nci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı (=Ödenmiş veya Çıkarılmış sermaye)

Hit = “i”nci hisse senedinin t zamandaki aynen saklamada bulunanlar hariç MKK saklamasında bulunan miktarının sermayeye göre tam sayıya yuvarlanmış oranı

Bt = Bölennin (Düzeltilmiş baz piyasa değeri) t zamandaki değeri

Endekste Düzeltme: Endeks kapsamındaki hisse senetlerinin piyasa değerleri toplamında, hisse senetlerinin fiyatlarındaki hareketler dışında bir nedenle meydana gelen değişikliklerden dolayı düşüş veya yükselme olmasını engellemek amacıyla, endeks hesaplama formülünün paydasında (Bölen değerinde) düzeltme yapılarak endeksin devamlılığı (karşılaştırılabilirliği) sağlanır. Endeksin bölen değerinde düzeltme aşağıda gösterildiği şekilde yapılır:

$$E_T = \frac{PD_t}{B_t}$$

Et = “t” günü endeks kapanış değeri (değişiklik öncesi)

PDt = “t” günü endeks kapsamındaki hisselerin kapanış piyasa değeri

Bt = “t” günü bölen değeri

ΔPD = şirket faaliyetleri nedeni ile toplam piyasa değerinde meydana gelen değişiklik

Bt+1 = t+1 gününde kullanılacak bölen değeri

Et+1 = Değişiklik sonrası endeks değeri

Et = Et+1

$$\frac{PD_t}{B_t} = \frac{PD_{t+\Delta PD}}{B_{t+1}}$$

$$B_{t+1} = \left(1 + \frac{\Delta PD}{PD_t}\right) * B_t$$

Tüm sayılan özellikleri ve kuralları sonucu olarak, Türk Sermaye Piyasalarının en itibarlı şirketler grubunu oluşturan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi şirketlerinin, endeks şirketi

olmakla sağladıkları prestij ve bu prestijin getirilerinden başka, doğrudan elde ettikleri bir diğer hak da, kotta ya da kayıta kalma ücret indirimidir. Kotta/kayıta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibarı ile “BIST Kurumsal Yönetim Endeksi” kapsamında yer alan şirketlere “Kotta Kalma” veya “Kayıta Kalma” ücretlerinde %50 oranında indirim yapılmaktadır.

3.2.2. BIST Kurumsal Yönetim Endeks Değerlendirmesi

Kurumsal yönetim endeksinin ilk hesaplanması ve yayın tarihi ile 31.08.2007’den itibaren 48.082,17 değeridir. Bu hesaplamanın ardından ilerleyen yıllarda yapılan hesaplamalarda derecelendirme şirketlerinin raporları doğrultusunda endeks değerlerinde değişimler meydana gelmiştir. Kurumsal Yönetim derecelendirme ile şirketlerin hissedar haklarına verdikleri önem, kamuyu aydınlatma faaliyetleri, çıkar sahipleri ile ilişkileri ve yönetim kurullarının genel kredibilitesi için bir görüştür. Risklerin ölçümlerinin sonuçları ilgili tüm taraflar için bir risk yönetim aracı olarak, BIST Kurumsal Yönetim Derecelendirmesini oluşturur. Kurumsal derecelendirme notu SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde belirtilen Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Çıkar Sahipleri ve Yönetim Kurulu başlıkları için ayrı ayrı hesaplanır ve sırası ile %25, %35, %15 ve %25 ağırlıklarla elde edilen toplam “Genel Şirket Notu” olarak ortaya çıkar.

Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, şirketten gelen derecelendirilme talebi sonucu olarak başlatıldığından, derecelendirme yetkisine sahip şirket ile yapılan sözleşme ile süreç başlar. Süreç ile ön derecelendirme yapılır ve durum derecelendirilme talebinde bulunmuş olan şirkete bir rapor olarak sunulur. Bu rapor mutabakatın ardından, nihaî değerlendirme kamuya açıklanır. Gözetim ise, notun açıklanmasından sonra da devam eder. Bu derecelendirme sonucunda ortaya çıkan notların anlamı ise Tablo 3.1’de gösterilmiştir.

Tablo 3.1 Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamları

Notlar	Notlar
9 - 10	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur.Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Tüm kurumsal

	yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve çıkar sahiplerinin hakları en âdil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir, ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.
7 - 8	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve çıkar sahiplerinin hakları âdil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir, ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.
6	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, orta derecede oluşturulmuş ve işlemekte, ancak iyileştirmelere gerek vardır. Kurumsal yönetim risklerinin bir kısmı tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilmek hak edilmiş ve ulusal standartlara uyum sağlanmıştır ancak uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Pay sahipleri; çıkar sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir.
4 - 5	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgarî derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları var ama tam etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskler tespitli fakat iyi yönetilmemektedir. Pay sahipleri; çıkar sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir.
<4	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcut ve kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı değildir. Pay sahipleri; çıkar sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaaf vardır. Yatırımcı güveni zedelenebilir ve maddî zararlar oluşabilir.

Kaynak : www.BIST.org.tr, 10.12.2012

Tablo 3.2 Fiyat Endeksi Düzeltmeleri

FİYAT ENDEKSİ

Faaliyet Türü		Düzeltilme Zamanı
a	Nakit karşılığı sermaye artırımını i. Rüçhan hakkı kullanarak ii. Rüçhan hakkı kullanmayarak	Rüçhan hakkı başlama tarihi Satış işleminin bitiş tarihini izleyen gün
b	Endekse yeni hisse alınması	Alındığı gün
c	Endeksten hisse çıkarılması	Çıkarıldığı gün
d	Takasbank saklama oranının değişmesi	Dönemsel
e	Şirketlerin birleşmesi	Hisse dağıtım tarihi
f	Şirketin bölünmesi	Hisse dağıtım tarihi
GETİRİ ENDEKSİ		
Faaliyet Türü		Düzeltilme Zamanı
	Nakit karşılığı sermaye artırımını i. Rüçhan hakkı kullanarak ii. Rüçhan hakkı kullanmayarak	Rüçhan hakkı başlama tarihi Satış işleminin bitiş tarihini izleyen gün
	Endekse yeni hisse alınması	Alındığı gün
	Endeksten hisse çıkarılması	Çıkarıldığı gün
	Takasbank saklama oranının değişmesi	Dönemsel
	Şirketlerin birleşmesi	Hisse dağıtım tarihi
	Şirketin bölünmesi	Hisse dağıtım tarihi

3.2.3 Endeksten Çıkarılma

- a. Aşağıdaki şartlarda ilgili hisse senetleri Endeks'ten çıkarılır:
1. Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan Gözaltı Pazarına alınması,
 2. Yeni bildirilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 6'dan düşük olması,
 3. Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması,
 4. Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması,
 5. Derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona erdiğinin borsa'ya bildirimini,
 6. Derecelendirme kuruluşunun Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Derecelendirme
 7. Kuruluşları Listesi"nden çıkarıldığının borsa'ya bildirilmesi,
 8. Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığına borsa'ya bildirimini
- b. Yukarıdaki durumlardan en az birinin gerçekleşmesi halinde, ilgili hisse senetleri 2, 5, 6 ve 7. maddelere göre Borsa'ya bildirim yapıldığı günü takip eden ilk iş

günü, 1 ve 4. maddelere göre Borsa Yönetim Kurulu kararının alındığı tarihi takip eden ilk iş günü, 3. maddeye göre işlem sırasının kapalı kaldığı 6. iş günü Endeks kapsamından çıkarılır.

3.2.4 Kurumsal Yönetime Uyum Derecelendirilmesi

Kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesi şirketlerin yönetim uygulamalarının kalitesini sorgulayan ve paydaş haklarını gözetten bir bakış açısına sahip, derecelendirme faaliyeti olarak nitelendirmek mümkündür. Kurumsal yönetim uyum derecelendirilmesi niceliksel (quantitative) değil niteliksel (qualitative) esasların göz önünde tutulması ise kurumsal yönetim kavramının niteliksel olması, rakamlarla değil daha çok şirket uygulamaları ve politikalarıyla açıklanmasıdır. (Sandıkçioğlu, 2005; 14). Kurumsal yönetim uyum dereceleri şirketle çıkar ilişkisi içerisinde olan paydaş grupları tarafından yapılan analizlerde kullanılmaktadır. Paydaş gruplarının kurumsal yönetim derecelerini kullanım amaçları aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Sandıkçioğlu, 2005; 9).

a. Ortaklar;

- Yönetimin ortakların haklarını gözetme seviyesini tespit etmek için, (özellikle azınlık ortakların, yönetim tarafından kendilerine ve hâkim oraklara sağlanan hakları karşılaştırabilmeleri için)
- Bir şirketin şeffaflık düzeyini tespit etmek için,
- Yatırım kararlarında bir kriter olarak,

b. Kreditorler;

- Borç verme/kredi açma kararlarında bir kıstas olarak,
- Yönetimin finansal paydaş gruplarının haklarını gözetme seviyesini tespit etmek için,

c. Yönetim kurulu ve yöneticiler;

- Mevcut yönetim uygulamalarının nispi başarısını tespit etmek için,
- Kıyaslama(Benchmark) olarak,

d. Düzenleyici otoriteler ve borsalar;

- Piyasanın düzenlenmesinde yardımcı bir kıstas olarak,
- İyi yönetim ve şeffaflık uygulamalarını teşvik etmek için,
- Endekslere veya pazarlara katılım şartı olarak,

e. Hükümetler;

- Ülkelerindeki kurumsal yönetim uygulamalarını diğer ülkelerle karşılaştırmak, konuya ilişkin eksiklikleri gidermek suretiyle daha fazla yabancı yatırım çekmek için gereken altyapıyı hazırlamak.

3.2.5 Standard&Poor's (S&P)Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Yöntemi

S&P dünya genelinde ülkeler ve şirketler için finansal hizmetler veren ve 2000 yılından beri ayrı bir kurumsal yönetim birimine sahip bir şirkettir. S&P tarafından verilen kurumsal yönetim derecelendirme notu şirketlerin kurumsal yönetim uygulama ve politikalarının, hissedarların ve mali çıkar sağlayanların çıkarlarının ne kadar gözetildiğinin bir değerlendirmesidir. S&P tarafından uygulanan yöntem, uluslararası kodlar, kurumsal yönetim prensiplerinin bir sentezinden oluşmaktadır.

Tablo 3.3 S&P'un Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notları

Kurumsal Yönetim Notu 9–10 olanlar	Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları çok kuvvetlidir. Şirketin kurumsal yönetimin temel unsurlarına ilişkin çok az zayıf yönü mevcuttur.
Kurumsal Yönetim Notu 7–8 olanlar	Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları kuvvetlidir. Şirketin kurumsal yönetimin temel unsurlarının bir bölümüne ilişkin zayıflıkları mevcuttur.
Kurumsal Yönetim Notu 5–6 olanlar	Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları orta derecededir. Şirketin kurumsal yönetimin temel unsurlarının birçoğunda zayıflıklar mevcuttur.
Kurumsal Yönetim Notu 3–4 olanlar	Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları zayıftır. Şirketin kurumsal yönetimin temel unsurlarının birçoğunda belirgin zayıflıkları mevcuttur.
Kurumsal Yönetim Notu 1–2 olanlar	Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları çok zayıftır. Şirketin kurumsal yönetimin temel unsurlarının pek çoğunda belirgin zayıflıkları mevcuttur.

Kaynak: (Yıldırım 2006: 89)

S&P bir şirketin değerlendirmesini yaparken, eğer şirketi etkileyecek boyutta değilse, o ülkedeki hukuki ve düzenleyici alt yapı ile piyasa koşullarını dikkate almamaktadır. Dolayısıyla

ülkesine bakılmaksızın aynı yönetim uygulamalarına sahip şirketler benzer notları almaktadır (Standard&Poor's Governance Services 2002: 2).

3.2.6 DEMINOR Rating Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Yöntemi

Deminor Rating, daha çok kurumsal yatırımcılara yönelik olarak kurumsal yönetim derecelendirme ve finansal danışmanlık hizmetleri vermektedir. Böylece uluslararası karşılaştırmalar için büyük ve güvenilir olarak nitelendirilen şirketlerin kurumsal yönetim performansını açıklamaktadır (Deminor Rating 2001).

AB ülkeleri piyasasında yoğun çalışan Deminor Rating'in kullandığı kurumsal yönetim analizi dört ana kategoridir. Bunlar “ortakların hak ve yükümlülükleri”, “ele geçirme karşıtı önlemler”, “yönetim konusunda kamuyu aydınlatma” ve “yönetim kurulu yapısı”dır.

Bu dört ana kategorinin altında 300'den fazla farklı göstergeler yer alır. Bu şekilde Deminor Rating, şirketlere 0 ile 10 arası derecelendirme yapar ve 10 en yüksek 0 ise en düşük kurumsal yönetim uyum seviyesidir (Sandıkçioğlu 2005: 15).

3.2.7 ISS (Institutional Shareholder Services) Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Yöntemi

ISS 2002 yılında Kurumsal Yönetim Katsayısı adlı kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi sistemini faaliyete geçirmiştir. ISS'i seçilmiş endekslerde yer alan tüm şirketler için, şirketlerin kendi taleplerine gerek duymaksızın derecelendirme çalışması yapmasıdır (Sandıkçioğlu 2005: 16).

ABD piyasasında yoğunlaşan ISS, kurumsal yönetim analizi dört ana bölüm ve 63 kriterden oluşmaktadır. Bunlar yönetim kurulu, denetim, ele geçirme karşıtı önlemler ve yönetici ücret politikalarıdır. Derecelendirme sonucunda ise bir adet genel derece ile dört adet ana bölüm bazında derece verilmektedir. Derecelendirme esasında kullanılan ağırlıklar yönetim kurulu için %40, denetim için %10, ele geçirme karşıtı önlemler için %20, yönetici ücret politikaları için %30'dur. ISS tarafından derecelendirme yapılırken şirketlerin kamuya açık bilgileri esas alınmaktadır. ISS, şirketin dahil olduğu endeksteki firmalara karşı pozisyonu hakkında bir not verilmekte ve bu not ile şirketin dahil olduğu endeksteki diğer şirketlerin % kaçından daha iyi

olduğu belirtilmektedir. %100 en yüksek dereceyi, %1 ise en düşük dereceyi ifade etmektedir. Örnek olarak şirketin notunun 84 ise, endeksteeki şirketlerin %84'dünden daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olduğunu ifade etmektedir.

3.2.8 GMI (Governance Metrics International) Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Yöntemi

GMI 1600'den fazla çok uluslu şirketin değerlemesini yapan, merkezi ABD'de olan diğer bir bağımsız derecelendirme kuruluşudur. GMI, iç piyasalar ve küresel olmak üzere iki tür derece vermektedir. (Darman, 2005; 22) GMI, hem kamuya açıklanan hem de üst düzey yönetici ve yönetim kurulu üyeleriyle yapılan görüşmeler sonucunda ulaşılan özel bilgileri temel alarak bir kurumsal yönetim derecelendirme sistemi geliştirmiştir. GMI derecelendirme kriterleri yönetim kurulunun sorumluluğu, finansal şeffaflık, hissedar hakları, ücret politikaları, piyasa kontrolü, hissedar temeli ve şirket itibarından oluşan yedi kategoride, 600'ün üzerinde kriteri temel almaktadır.

GMI derecelendirmeye tabi tuttuğu şirketlere 1 ile 10 arasında bir not vermektedir GMI tarafından şirketler için toplam 14 adet derece üretilmektedir. Yapılan derecelerin tümü görecelidir. Her bir şirket için küresel bazda ve altı ana bölüm bazında GMI tarafından derecelendirilen tüm şirketlere göre derece verilmektedir. Ayrıca aynı analiz sadece şirketin içinde bulunduğu ülke için de yapılmakta ve şirketin faaliyet gösterdiği ülkedeki diğer şirketlere göre performansının değerlendirildiği bir adet dünya çapında, altı adet ana bölüm bazında derece verilmektedir (Sherman 2004: 5).

3.2.9 JCR Eurasia Rating Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uygulamaları

JCR ER- JCR Eurasia Rating tarafından uluslararası düzeyde sunulan kurumsal derecelendirme hizmetleri arasında BIS, FSF, IOSCO, IMF, OECD ve OECD'ye bağlı olan BIAC, TUAC vb uluslararası tüm yaklaşımlar ile Türkiye'de ise SPK, BDDK, BIST ve TÜSİAD'ın düzenlemelerini esas almıştır.

- a) S.P.K düzenlemeleri ve BIST KYE Derecelendirme yanında ayrıca,

- İyi Uygulamalar seviyesi (Best Practices Level),
- Görünüm (Outlook)
- Ana Segment Not Çentikleme (Notching of Corporate Governance Main Segments)
- Finansal Etkinlik (Financial Efficiency) gibi ilave uygulamaları da içeriğine dâhil etmiştir.

b) Halka açık olmayan ve Sermaye Piyasası Kurumu olarak kabul edilmeyen kuruluşlara yönelik Türkiye’de verilen kurumsal derecelendirme hizmetleri de yasal bir zorunluluk olmamakla birlikte JCR Eurasia Rating tarafından yine hem SPK hem de OECD kuralları dikkate alınarak yürütülmektedir.

JCR-ER Kurumsal Derecelendirme Notları

- Kurumsal Yönetim Genel Skor (Corporate Governance Overall Score-CGOS)
- “Pay sahipleri Skoru (Shareholder Score-SS)
- “Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Skoru (Public Disclosure and Transparency Score-PDTS)
- “Menfaat sahipleri Skoru (Stakeholders Score-SHS)
- “Yönetim Kurulu Skoru (Board Of Directors Score-BDS)

Ana segmentler ve bu ana segmentlerden ağırlıklandırılmış ortalama yoluyla hesaplanan CGOS için hesaplanan kurumsal derecelendirme notları 0-10 Aralığında olmaktadır. Bu Skorların her biri ve genel ağırlıklı ortalaması 6 puanın üzerinde ise derecelendirilen kuruluş “BIST Kurumsal Derecelendirme Endeksi”ne dâhil olmaya hak kazanmaktadır.

3.3. Kurum Yönetim ve Finansal Performans Uluslararası Çalışmalar

Kurumsal yönetim teorisi, kurumsal yönetim ile şirket performansı arasında pozitif ilişkinin bulunduğunu öne sürmektedir. Değişik ülkelerde yapılan pek çok ampirik çalışmalarla kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Yapılan çalışmalardan bir kısmı piyasa tabanlı verileri dikkate alırken diğer bir kısmı mali tabloları almıştır.

Yönetim kalitesi ve performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalara göre yönetim ve performans birbirinden bağımsız değildir. Bazı yönetim özellikleri teşvik edici ekonomik

modeller tarafından motive edilmektedir ve bu modeller performansı da etkilemektedir. (Bhagat Bolton ve Ramono 2010).

Bianco ve Casaova; İtalya’da mevcut uygulamalar ile kurumsal yönetim ve performans arası ilişkide mülkiyetin tabana yaygın olduğu kurumsal bir yapılaşmanın olmadığı durumlar için mülkiyet ve kontrol ikilisindeki denge piramit grupların kullanımı ile başarılabileceğini gözlemlemişlerdir. İtalyan Merkez Bankası veri tabanında yer alan ve en az 50 personeli bulunan 650 imalat işletmesinin, 1996 yılı kurumsal yönetim değişkenlerinin şirket performansına yaptığı etkiler ve 1992–1997 dönemi şirketlerin kontrol yapısı değişikliklerinin performansla ilişkilerini araştırmışlardır. Fakat şirket ele geçirme risklerinin algılanması şirketlerin genel performansında önemli sınırlamalar oluşturmaktadır. İyi ölçüm ve verilere dayalı olmasına karşın kurumsal yönetim ile performans arası doğrudan ilişkide yapılan testlerin sonucunda tatmin edici sonuçlar elde edilememiştir (1999).

Renneboog’a göre ise Brüksel borsasına kote şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında, şirketlerde ele geçirme tehdidine benzer dışsal bir kontrol olmamasına rağmen içsel ve dışsal kurumsal yönetim mekanizmaları arasında istatistiksel anlamlı bir ilişkinin mevcut olduğu gözlenmiştir. Üst düzey yönetici değişim hızı, hisse senedi getirileri ve muhasebe karı ile kötü performans arasında yüksek bir ilişki tespit edilmiştir. Şirket performanslarının göreceli olarak önemli derece düşüşler yaşaması halinde ise icracı olmayan ama yüksek hisse oranına sahip hakim ortaklar tarafından aktif kontrol yapıldığı gözlenmiştir. Belirli bir performans seviyesindeki şirketler için disiplin edici önlemler alınarak performans için ciddi etkileşimlerde bulunabilir. Şirketlerde düşük performans göstermesi halinde ise üst düzey yönetici değişimleri ise icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri, büyük hissedarlar ya da şirketi ele geçiren yeni hissedarlar gerçekleştirmektedir (2000).

Min ve Prather’a göre ise 240 tane Amerikan şirketince uluslararası ortak girişim içindeki hissedarların servetlerinin değişimi araştırılmıştır. Açıklanan bilgilerdeki bazı net olmayan sonuçların açıklanması istenmiştir. Uluslararası ortak girişimlerdeki ortalama pozitif hisse senetleri fiyatlarından kaynaklanan ve yüksek Tobin q değerleri ile düşük serbest nakit akımlarına sahip şirketlerde, kurumsal yönetim ve performans etkisinin daha yüksek olması gerektiği varsayılmıştır. Sonuç olarak; açıklama ya da duyuruların neden olacağı etkilerin şirketin özellikleri ile ilgili olduğu ve net olmayan açıklama etkileri ile açıklanabileceği kanaatine varmışlardır (2001).

Gompers, Ishii, Metrick'göre 1990'lı yıllarda 1500 şirket ve 24 değişkenli bir "Kurumsal Yönetim Endeksi" oluşturulmuş ve kurumsal yönetim derecesi düşük olan şirket hisselerinin yüksek derecedeki şirket hisse senetleri ile değiştirilmesi sonucunda ortalama % 8,5 kadar normalin üstü getiri elde etmişlerdir. Kurumsal yönetim düzeyi yüksek olan şirketlerin, daha yüksek şirket değeri, kar ve büyüme oranlarını elde ettikleri bunun yanı sıra daha az sermaye harcaması yaptıkları ve aynı zamanda daha az sayıda şirket satın aldıkları sonucuna ulaşmışlardır (2003).

Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki, Masuda'ya göre; Tokyo Borsasında 1985–1998 yılları arasındaki üretim işletmelerinin mülkiyet yapısı ile banka kredilerinin kurumsal yönetim uygulamalarındaki etkilerini araştırmışlardır. Sonuç olarak;

- 1990'lı ilk dönemlerine kadar alınan krediler ve şirket değeri arasında negatif ilişki bulunmuştur.
- Banka ile müşteri arasında hissedarlık ya da sahiplik ilişkisi var ise şirket değeri arasında negatif ilişki bulunmuştur.
- Tek yönlü iştirak ilişkisinde ise firma değeri arasında pozitif, çift yönlü iştirak ilişkisinde ise negatif ilişki bulunmuştur.
- Yönetmel sahiplik ile firma değerinde pozitif ilişki bulunmuştur.
- 1992 - 1998 arası dönem için ise içsel yönetim ile firma değeri arasında ilişki tespit edilememiştir (2003).

Boubakari, Cosset, Guerhami'ye göre, Asya'da 1980–1997 yılları arasında özelleştirilen 10 farklı ülkeden 50 şirketin özelleştirme sonrasındaki performansları ve mülkiyet yapılarındaki değişim araştırılmıştır. Özelleştirmenin şirketlerin karlılık, verimlilik ve üretkenliğine olumlu etki yaparak artışlar meydana getirdiği tespit edilmiştir. Şirket performanslarındaki artışın nedenleri kurumsal yönetim düzeyi ve ekonomik çevre olarak tespit edilmiştir (2003).

Gugler ve Yurtoğlu'na göre; temettü ödemelerinin açıklayıcılığı öne sürülmüş, büyük ve küçük hissedarlar arası çatışmayı ileri sürmüşlerdir. 1992–1998 yılları arasında Almanya'daki 736 adet farklı temettü açıklaması sonucunda, en büyük paya sahip hissedarların temettü oranını düşük tuttuğu, ikinci büyük paya sahip olan hissedarların ise bu oranı yükseltme eğiliminde oldukları tespit edilmiştir. Bu şekilde hissedar piramidi ve çapraz sahiplik yapıları ile ortaya çıkan bir pay - bir oy kuralında sapmaların, negatif servet ve düşük oranlı temettü dağıtımını ile

ilişkisi tespit edilmiştir. Lintner'in temettü belirleme modeline göre elde edilen sonuçlar önceki bulguları destekleyici niteliktedir. Araştırma sonucunda ise Avrupa Sermaye Piyasaları Reformu ile birlikte küçük yatırımcıların haklarının eskiye oranla göreceli olarak daha fazla korunduğu ve şeffaflığın giderek arttığı belirtilmiştir (2003).

Chung, Wright ve Kedia'ya göre; kurumsal yönetim yapısı ile sermaye ve AR-GE yatırımları üzerine etkileri incelenmiştir. Kurumsal yönetimi temsil ettiği düşünülen “analistler, yönetim kurulunun bileşimi ve kurumsal sahiplik yapısı” üç farklı değişken kullanılmış ve kurumsal yönetim yapısına göre şirket yatırımlarının piyasa değerlerinin değişimi incelenmiştir. Sonuçta şirketlerin sermaye ile ar-ge yatırımlarının piyasa değerlerine etkilerini izleyen analistler ve yönetim kurulunun bileşimi değişkeninin kritik öneme sahip olduğunu fakat kurumsal sahipliğin etkin olacak düzeyde bir öneme sahip olmadığını tespit etmişlerdir (2003).

Cheng ise kurumsal yönetim için yönetim kurulu ve şirket performansı arası ilişkiyi araştırmıştır. 1996–2004 dönemi Investor Responsibility Research Center'in 1252 şirket verileri incelenmiştir. Büyük yönetim kurulları olan şirketlerde düşük şirket performansları elde edildiği sonucuna ulaşmıştır. Buna göre yönetim kurulunun büyüklüğü ile aylık hisse senedi getirileri, aktif karlılığı Tobin q, büyüme ve Ar-Ge harcamaları arasında negatif ilişki gözlenmiştir. Büyük şirketlerde ortak uzlaşısı ya da karara ulaşmak fazla zaman alacağından büyük yönetim kurulu kararları oldukça az gerçekleşme şansı bulunmaktadır. Bu durumda şirket performanslarını olumsuz etkilenmektedir (2006).

Kurumsal yönetimin şeffaflık ilkesi ile şirket performansı arasında anlamlı ve önemli derecede bir etki gözlenmiştir. (Chiang, 2005: 95). Kurumsal yönetim ile şirket performansı arasında pozitif yönlü bir ilişki tespit edilmiştir. (Kim ve Yoon, 2007:1). Bu sonuçları destekleyen ve İspanya için yapılan başka bir çalışmada ise kurumsal yönetim uygulama seviyeleri yüksek olan şirketlerin performanslarının daha yüksek olduğu gözlenmiştir (Del Brio vd., 2006:25).

Kurumsal yönetimin firma performansına olumlu etkilerinden dolayı, endeksteki işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile şirket performansları arasındaki yüksek ve doğrusal ilişki mevcuttur. (Wei'an ve Yuejun 2007) Drobetz vd, Kurumsal yönetim kalitesiyle firma değeri arasında pozitif fakat kurumsal yönetim seviyesi ile beklenen hisse senedi getirileri arasında negatif korelasyonlu bir ilişki elde etmişlerdi (2003).

Araştırma değişkenleri ve varsayımlarını değişmesi ile araştırma sonuçlarının da değişebileceği metodoloji için temel bir varsayımdır. Buna istinaden kurumsal yönetim ile finansal performans arasındaki olumsuz ya da önemsiz derecede değişimlerde rastlamak mümkündür.

Yönetim kurulunun yapısına dair geliştirilen üç farklı teori ile şirket performansı arasındaki ilişkinin incelenmesi sonucunda her bir teorinin belli olayları açıklamakta daha iyi olduğu ve birbirlerine genel bir üstülük sağlamadıkları sonucuna ulaşılmıştır. (Nicholson ve Kie, 2007: 585). Bağımsız ve dışarıdan gelen yöneticilerin, gelire yönelik fazla katkı sağlamadıkları kurumsal yatırımcıların payının artmasında göreceli olarak gelirden düşüşlere neden oldukları gözlenmiştir (Park ve Shin 2004: 455).

Dwived vd. kurumsal yönetimin organizasyon ve yönetim kurulu ile ilgili kısımlarında farklı kurumsal yönetim faktörlerinin, şirket performansında avantajlı ve dezavantajlı bazı durumlara yol açtığı belirlenmiştir. Yönetim kurulu büyüklüğü ile firma değerinde zayıf pozitif bir ilişki, yabancı paydaşlık ile piyasa değerinde pozitif fakat yerli paydaşlık ile piyasa değerinde nötr bir ilişki, yöneticilerin ortaklığı ile firma değeri arasında ise negatif bir ilişkinin var olduğu sonucuna erişmişlerdir (2005). Diğer yandan ise mülkiyet yoğunlaşması ile performansın pozitif, yönetim kurulu kompozisyonu ile performans arasında nötr ve CEO yada yönetici ikiliği olarak da bilinen CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması ile performans arasında ise negatif bir ilişki gözlenmiştir (Ehikioya 2009: 231).

Klein vd ise, kurumsal yönetim ve firma performansı arasında net bir ilişki belirlenememesine rağmen firma büyüklüğü ve kaldıraç etkisi ile performans arasından negatif ilişki tespit edilmiştir. Büyüme düzeyi ile firma performansı arasında pozitif ilişki tespit etmiş fakat sahiplik türü ile performans ilişkisinde karma sahiplik yapısının performansı bazı durumlarda negatif etkilediği fakat bunun dışında ise güçlü bir ilişki tespit edememişlerdir. (2004)

Vekalet sorununa yönelik bir araştırmada ise, finans yönetimini temel amacı hisse değerini maksimize etmek olduğu için vekalet sorununa dayalı maliyet artmasına karşın faaliyet performansı arttığı için piyasa değerinde de artışlar meydana geleceği sonucuna ulaşılmıştır. (Taner ve Akkaya 2003: 1).

Wei'an vd göre, kurumsal yönetime uygun firma yapısı oluşması, firma kârlılığının, faaliyet etkinliğinin ve büyüme kabiliyetinin geliştirilmesi açısından önemli olduğunu tespit

etmişleridir. Hissedarların kontrol edilmesi, kurul idaresi, üst yönetim idaresi, asimetric bilgiyi önleyemeyen ve çıkar gruplarının idaresindeki denetleme komitesi; firmada bilimsel karar mekanizmasına sahip olup olunamadığı belirlenir. Bu durumlarla birlikte icra mekanizması firma değeri ve performansını direkt olarak etkileyecektir. Hissedarların idaresinin kontrolünün firma değeri ve performansı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisi söz konusu değildir (2007).

Bebzucuk'a göre, kurumsal yönetim uygulama seviyesi ile varlıklardan elde edilen getiriler ve Tobin q değeri arasında güçlü bir ilişki vardır. En büyük hissedar kontrolü ve nakit akım haklarının ayrılmasının şirket performansını direkt ve göreceli olarak ise negatif etkiyi oluşturduğunu ortaya koymuştur (2005).

Aşağıdaki tablodan da görebileceğimiz gibi kurumsal yönetim ve performans arasındaki ilişkiyi incelemeye yönelik çalışmalar; ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının uygulama farklılıklarına rağmen genelde pozitif bir sonuç ortaya koymuşlardır.

Tablo 3.4 Kurumsal Yönetim Performans İlişisine Yönelik Araştırmalar

Çalışmayı Yapan	Dönem	Şirket Sayısı	Yapıldığı Ülke	Kurumsal Yönetim Kriteri	Performans Kriteri	Yöntem	Kurumsal yönetim performans ilişkisi
Gompers, Ishii ve Metrick (2003)	1998–2002	1.500	ABD	Kurumsal Yönetim Endeksi	Defter Değeri/Piyasa Değeri-Firma Ölçeği Hisse Senedi Fiyatı-Tobin's Q-Temettü Getirisi-Karlılık-Piyasa Getirisi	Korelasyon Carhart Regrasyon Modeli	Pozitif
Hiraki, Inoue, Ito, Kuruki, Maksuda 2003	1985–1998	725–595	Japonya	Kurum İçi Hisse Sahipliği-Temel Finansör-Yönetici Hisse Sahipliği	Tobin's Q	Regrasyon	Pozitif
Ronneboog	1989–1994	186–165	Belçika	Yönetim Kurulu Kompozisyonu Sahiplik Kategorisine Göre Hisse Satın alımları - Sahiplik Yoğunlaşması	Düzeltilmiş Getiri-Vergi Sonrası Kârlılık Değişimi -ROE (Özsermaye Kârlılığı) ROA (Aktif Kârlılığı)- Temettü Değişimleri - ROE	Regrasyon	Pozitif
Boubakri, Cosset ve Guedhami (2003)	1980–1997	50	10 Farklı Ülke	Kurumsal Yönetim Endeksi	ROS(Satışların Kârlılığı) - ROA ROE- Satış Etkinliği Rasyosu- Net Kârlılık Etkinlik Rasyosu-Sermaye	Tek Değişkenli (Univariate) Ve Çok Değişkenli (Multivariat)	Pozitif

					Harcamalarının Satışlara Oranı- Sermaye Harcamalarının Toplam Varlıklara Oranı- Gerçek Satışlar	e) Analiz	
Bohren ve Odegaard (2003)	1989-1997	214	Norveç	Sahiplik Yoğunlaşması İçsel Sahiplik- Sahip Türleri - Yönetim Kurulu Yapısı	Tobin's Q ROA-ROS	Regresyon	Pozitif
Klapper ve Love (2003)	2000	374	14 farklı ülke	Kurumsal Yönetim Endeksi	Tobin's Q - ROA K	Korelasyon- Regresyon	Pozitif
Joh (2003)	1993-1997	5829	Kore	Sahiplik Hakları ve Kontrol Hakları Arasındaki Fark Wedge)	Olağan Kâr/Varlıklar - Net Kâr /Varlıklar	Regresyon	Pozitif
Hutchinson ve Gul (2003)	1998-1999	437	Avusturya	Yönetici Hisse Sahipliği/Halka Açık Toplam Hisse Senedi Sayısı- Yöneticilerin Atanması	ROE	Pearson Korelasyon u- Regresyon- Duyarlılık Analizi	Pozitif
Mitton (2002)	1997-1998	398	4 farklı ülke	Kamuyu Aydınlatma Kalitesi- Sahiplik Yoğunlaşması- Kurumsal Çeşitlilik	Hisse senedi getirisi	Regresyon	Pozitif
Coles, McWilliams ve Sen (2001)	1977-1988	144	ABD	Liderlik Yapısı- Yönetim Kurulu Yapısı- Yönetim Kurulu Sahiplik Yapısı- CEO Tazminatı- CEO Sahipliği	MVA©- EVA©	Pearson Korelasyon u- Regresyon-	MVA© için Pozitif EVA© ile Belirgin bir ilişki yoktur.

Kaynak: Gürbüz, O., Erginçan, Y., "Dünyada ve Türkiye'de Kurumsal Yönetim Düzeyinin ve Şirket Performanslarının Karşılaştırmalı Analizi", **Marmara Üniversitesi Geleneksel Finans Sempozyumu**, İstanbul, 2004. s.7'den aktaran Erol Taş, **Türkiye'de Kurumsal Yönetim ve Bankalar Üzerine Bir Uygulama**, Kırıkkale: Kırıkkale Üniversitesi SBE Yayınlanmamış Y. Lisans Tezi, 2007.

**Tablo 3.5 Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Araştırmaları
2009- 2011**

YIL	ARAŞTIRMA	ÖRNEKLER	METOD	DEĞİŞKEN	BAĞIMLI DEĞİŞKEN	KONTROL DEĞİŞKEN	SONUÇ
2011	Epps ve Cereola	500 şirket ABD (2002-2004)	Lineer Regresyon	Kurumsal Yatırımcı Hizmetler ISS , Kurumsal Yönetim Oranları CGQ	ROA, ROE	Defter Değer logaritması	Değişkenleri ile kurumsal performans arası istatistiksel ilişkiye rastanılmadı.
2010	Amran ve Ahmad	Malezya Şirketleri 730 Adet (2003-2007)	Panel Regresyon	Malezya kurumsal yönetim kodu, şirket hissedar yapısı, yönetim yapısı ve liderlik	Tobin Q, ROA, Faaliyet Nakit Akış	Borçlar, Varlıkların Logaritması	Kurumsal yönetim ile aile ve aile dışı yapı arasında pozitif ilişki var.
2009	Abdelkarim ve Alawneh	16 Filistin Firması (2003-2006)	Regresyon Analizi	Mülkiyet yoğunluğunun konsantrasyonu	Tobin Q	Satış, borçlar, net gelir ve nakit akış	Mülkiyet ile firma performansı arasında negatif ilişki var ama sonuç net değil
2007	Mehdi	24 Tunus Firması (2000-2005)	Panel Regresyon	Yönetim kurul büyüklüğü, yatırımcı çeşidi	Tobin Q karşıtı olarak Marjinal Q	Firma büyüklüğü ve firma riski	Şirket performansı ve kurumsal yönetimin güçlü ilişkisi var.
2008	Mashayekhi ve Bazaz	240 Tahran Firması (2005-2006)	Çoklu Regresyon Analiz	Yönetim kurul boyutu, bağımsızlığı ve kurumsal yatırımcı ve liderlik	EPS, ROA,ROE	Ölçek kaldıraç ve yıl	Kurul büyüklüğü negatif, dışarıdan yönetici pozitif, liderlik ilişkisi yok, kurumsal yatırımcı pozitif olmayan etki
2007	Faroque vd	723 Bangladeş Firması	OLS Regresyon Analizi	Kurul sahiplik yüzdesi	Yatırım rasyosu Pazar değeri	Yıl, borç, büyüklük, yatırım ve likidite rasyo	Kurumsal yönetim firma performansını destekliyor
2006	Gruszeynnis	37 Polonya Firması	Panel	Karlılık, likidite, aktiflik ve borç	Kurumsal	***	Kurumsal yönetim

	ki	(2002-2004)	Regresyon	rasyosu	yönetim oranı		seviyesine bağlı olarak değişkenlere etki yapıyor
2009	Abdullah ve Page	365 Firma 1999 – 004	Çok Değişkenli Analiz	Kurul bağımsızlık, büyüklük yönetici sayısı, büyük hissedar	Tobin Q, ROA, , Satışlar, toplam varlık	Büyüklik, endüstri kontrol	Sistemantik bir ilişki gözlenmemiştir .
2009	Brown ve Caylor	2363 Firma (2003)	OLS Regresyon Analizi	51 bağımsız kurumsal faktör	ROA, ROE	Defter değeri logaritması	10 değişken pozitif ve önemli etki
2009	Chaloub	54 Lübnan Bankası (2004-2006)	Lineer Regresyon	Sekiz kurumsal yönetim değişkeni	Büyüme karlılık ve müşteri memmuniyet endeksi	****	Beş faktör kademli yönetici seviyesinde etkileme yapıyor.

Kaynak ; A. Osman Gürbüz,Aslı Aybars,Özlem Kutlu, Corporate Governance and Financial Performance witha Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey; JAMAR; Vol. 8 · No. 2· 2010 p:21-38

Kurumsal yönetim ve firma performansları üzerine yukarıdaki iki tablonun haricinde araştırılan çalışmalar ise bir tablo olarak aşağıda belirtilmiştir.

Tablo 3.6 Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Araştırmaları Özet Tablo

YIL	ARAŞTIRMA	SONUÇ
2010	Bhagat Bolton ve Ramono,	Yönetim kalite ve performans birbirine bağımlı ve performansı teşvik edici modeller vardır.
1999	Bianco&Casavola,	Şirket ele geçirme ve performans arası sıkıntılar var. KRY ve performans arası ilişki net değildir.
2000	Ronneborg	Üst düzey yönetici değişimi ile kar arası negatif etki yapmaktadır.
2001	Min ve Prather	Kamu açıklamalarının kalitesi performansı etkilemektedir.
2003	Gompers, Ishii, Metrick'	KRY endeksi düşük şirket hisseleri %8,5 düşük getiri, sermaye ihtiyacı vardır.
2003	Hiraki vd	Banka kredileri ile KRY arasında negatif etkileşim vardır.
2003	Boubakari, Cosset, Guerhami	Mülkiyet ile KRY arasında pozitif ilişki var ve yükseltmektedir.
2003	Gugler ve Yurtoğlu	Küçük hissedar değerinde artma ve haklarda korumanın artmasıdır.
2003	Chung, Wright ve Kedia	Yönetim kurulu bileşimi etkisi performansta KRY den daha etkili olmasıdır.
2006	Cheng	Yönetim kurulu büyüklüğü ve performans değişkenleri arası negatif ilişki vardır.
2005	Chiang	Şeffaflık ve performans arası pozitif ve önemli ilişki vardır.
2005	Bebzuck	Yönetim kurul seviyesi pozitif fakat en büyük hissedar negatif etki yapmaktadır.

2007	Wei'an ve Yuejun	KRY yapı pozitif etki fakat hissedar idaresi ise negatif etki yapmaktadır.
2003	Taner ve Akkaya	Vekalet maliyeti ile performans arası pozitif ilişki vardır.
2009	Ehikioya	Yönetici ikiliği performansı negatif etkilemektedir.
2004	Park ve Shin,	Dışarıdan gelen yönetici ve performans arasında negatif ilişki vardır.
2007	Nicholson ve Kiel,	Teoriler genel olarak birbirlerine üstünlük sağlamamaktadırlar.

3.4 Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Türkiye'deki Çalışmalar

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin (TKYD) The Boston Consulting Group ortaklığı ile düzenlenen "Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası" başlıklı bu çalışma Türkiye'de faaliyet gösteren 1000 şirket üzerinde yapılmış ve SPK İlkelerine uyumluluk ve performans başlıkları altında iki ayrı değerlendirme yapılmıştır. Araştırmanın performans sonuçları ise şu şekilde özetlenmiştir: (www.tkyd.org.tr, 19.06.2012)

- Yönetim kurullarının rolü genel olarak açıkça belirlenmiş ve anlaşılmıştır. Ancak, üyeler strateji oluşturma işlevinin yanı sıra bu stratejilerin aktif olarak uygulanması rolünü de üstlenmektedir.
- Yönetim kurulu yetkinliği genel olarak yeterli görülse de, üyelerin belirlenmesi, seçimi ve atanmasına ilişkin yazılı kriterlerin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
- Katılımcılar yönetim kurulu prosedür, işlev ve yapılarının tatmin edici düzeyde olduğunu ve şirkete değer kattığını ancak bu işleyişin ana hissedar tutumlarına göre şekillendiğini ifade etmektedir.
- Yönetim kurulunun Öncelikli işlevlerinin stratejik karar alma. Bu kararların yürütülmesine Öncülük yapma ve birçok durumda da bizzat icra sorumluluğunu üstlenme olarak belirlenmiştir.
- Katılımcılar, "bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin" yeni gelişmekte olan bir eğilim olduğunu ifade etmekte ve bağımsız üyelerinin performansının kişiye bağlı olduğunu savunmaktadır.
- Türkiye'de yönetim kurullarının genel olarak yapıcı bir tutum içinde olduğu ve genel müdürle yönetim kurulu arasında uyumlu bir ilişkinin söz konusu olduğu ifade edilmektedir.
- Katılımcılar, Türk şirketlerinde yönetim kurullarının başarılı bir performans ortaya koyduğunu savunmaktadır. Ayrıca yönetim kurullarının -ana hissedar tarafından oluşturulması nedeniyle- tepe yönetim üzerinde yeterince güç sahibi olduğu ifade edilmektedir.

BIST şirketlerinin finansal performansları ve şeffaflık puanlarını değerlendirdiği çalışma sonuçlarına göre; yönetim kurulu ve idari yapı açısından iyi durumda olan şirketlerin hisse senetleri getirisinin ve karlılığının daha yüksek olduğu bulunmuştur. Bununla beraber uluslararası finansal raporlama standardı kullanan işletmeler daha şeffaf olarak değerlendirilmiştir (Aksu ve Köseadağ 2005: 18-19).

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki şirketlerin yönetim kurulu yapılarının işletme performansı arasındaki ilişkinin incelenmesini amaçlayan çalışma ile yönetim kurulunda icracı üye olan işletmelerin finansal performansları ile yönetim kurulunda icracı üye olmayan işletmelerin finansal performansları arasında anlamlı bir fark olmadığını tespit etmişlerdir. Bankalarda yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen bir başka çalışma sonuçlarına göre ise, banka yönetim kurulu üye sayısında meydana gelen artış, bankanın aktif kârlılığı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip iken, Tobin Q üzerinde olumlu etkiye etkiler göstermektedir. Diğer yandan ise yönetim kurulunda bağımsız üye bulunan işletmelerin varlık getiri oranları, yönetim kurulunda bağımsız üye bulunmayan işletmelerin varlık getiri oranlarından anlamlı şekilde daha düşüktür. Yönetim kurulunda bağımsız üye bulunan işletmelerin özkaynak getiri oranları, yönetim kurulunda bağımsız üye bulunmayan işletmelerin özkaynak getiri oranlarından anlamlı şekilde daha düşüktür. Diğer performans göstergeleri için ise anlamlı bir fark tespit edilememiştir (Şengür ve Püskül 2011).

Bankacılık sektöründeki 24 şirketin kurumsal yönetim ve finansal performanslarının incelendiği araştırmaya göre, 2007–2009 dönemlerinde kurumsal yönetim, sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik raporları ile aynı bankaların finansal performansları karşılaştırılmış ve elde edilen sonuçlara göre kurumsal yönetim uygulamasında başarılı bankaların özsermaye karlılık oranının iki kat yüksek olduğu ortaya çıkarılmıştır (Heves 2011).

Yıldırım'da “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri” başlıklı doktora çalışmasında hisse senetleri BIST Ulusal 100 endeksi “İmalat Sanayi Sektörü”nde işlem gören şirketlerin, 2002–2006 dönemindeki mülkiyet–kontrol yapılarının finansal performansa etkilerine ilişkin sonuçlarını analiz etmiştir. Çalışma sonucunda temel olarak şu bulgulara ulaşılmıştır: (2007)

- En büyük hissedarın pay oranı ile finansal performans göstergeleri arasında pozitif bir ilişki vardır ve bu durum hissedarların piyasa değerini yükseltme isteklerini göstermektedir.

- Halka açıklık oranı ile aktif karlılığı satışların karlılığı ve özsermayenin karlılığı gibi finansal performans göstergeleri arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

- Genel kurulda çoğunluk hisselerine sahip olmak önem kazanmaktadır. Genel kurula hâkimiyet oranında yine mülkiyet yoğunluğunun ağırlığı hissedilmektedir.

- Şirketlerde, mülkiyet ve kontrol yapısı değişkenlerinde en büyük hissedarın pay oranı, en büyük üç hissedarın pay oranı, toplam kontrol oranı, genel kurula katılım oranı ve hâkimiyet oranı değişkenlerinin muhasebe tabanlı aktif karlılığı, satışların karlılığı ve öz sermayenin karlılığı gibi finansal performans göstergeleri ile negatif ilişki içerisinde oldukları, piyasa tabanlı piyasa değeri ve Tobin q değeri ile pozitif ilişki içerisinde oldukları ortaya çıkmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN PANEL VERİ ANALİZİ VE GİRM İLE İNCELENMESİ

4.1 Çalışmanın Amacı

Kurumsal yönetim ile finansal performans kavramlarının irdelenmesinin yanı sıra kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisinin belirlenmesine yönelik çalışmaların incelenmesi doğrultusunda, her iki kavram arasındaki etkileşimlerin kantitatif ölçütler doğrultusunda değerlendirilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Böylelikle bu bölümde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanslar üzerindeki etkisi araştırılacaktır. Türkiye için yapılacak olan bu analizde, kurumsal yönetimin şirketlerin finansal performanslarına etkileri panel veri ekonometrisinde yer alan yöntemler aracılığıyla incelenecektir. Yerli ve yabancı literatürde yer alan çalışmaların aksine konunun farklı bir yaklaşım ile ele alındığı bu çalışmada öncelikle panel veri analizinden kısaca bahsedilecektir.

4.2 Panel Veri Analizi

Ekonometrik analizlerde kullanılan veriler birkaç farklı türden meydana gelmektedir. Bunların içerisinde, yatay kesit veri, zaman serisi verisi ve panel veri türleri uygulamalı çalışmalarda yaygın olarak kullanılmaktadır. Yatay kesit veri, bireylerden, hane halklarından, firmalardan, sektörlerden, şehirlerden, ülkelerden özetle zamanın belli bir noktasında elde edilen örneklerden oluşmaktadır. Zaman serisi verisi, bir ya da birden çok değişkenin bir zaman sürecinde elde edilen gözlemlerinden meydana gelmektedir. Panel veri türü ise, veri setindeki her bir yatay kesit biriminin zaman serisi gözlemlerinden oluşmaktadır (Wooldridge 2008: 12).

Panel verinin ekonometrik araştırmalarda kullanılmasının diğer veri türlerine göre önemli avantajları ve getirdiği bazı kısıtlamalar bulunmaktadır. Panel verinin hem zaman hem de yatay kesit boyutuna sahip olmasından dolayı gözlem sayısı ve serbestlik derecesi artmaktadır. Bu sayede, bağımsız değişkenler arasında oluşabilecek çoklu doğrusal bağlantının derecesi

azalacak ve ekonometrik tahminlerin etkinliği artacaktır (Tatoğlu 2012: 9). Zaman serisi verisi ve yatay kesit verisi birimlerin heterojenliğine izin vermez iken, panel veri birimlerin heterojenliğine izin vermektedir (Baltagi 2005: 6). Modele dahil edilmeyen değişkenlerden dolayı hata terimleri ile bağımsız değişkenler korelasyonlu olabilmekte ve parametreler sapmalı tahmin edilebilmektedir. Panel veri kullanılmasıyla bu tahmin sapması azaltılabilmektedir.

Panel veri analizi sahip olduğu avantajların yanı sıra bazı kısıtlamaları da beraberinde getirmektedir. Bu kısıtlamalardan en önemlilerinden biride verilerin toplanması ve düzeltilmesidir. Özellikle Türkiye’de, panel veri setinin oluşturulmasında problemler yaşanmaktadır (Tatoğlu 2012: 4). Genellikle, panel veri setinde birim boyutunda problem yaşanmazken zaman boyutu kısa olabilmektedir. Zaman boyutunun kısa olması doğrusal olmayan panel veri modellerinde ciddi problemler çıkartmaktadır.

Panel veri setinde her bir birim için tüm zaman boyutunda gözlemlerde eksiklik bulunmuyorsa dengeli panel, birimler için zaman boyutunda eksiklik bulunuyorsa dengesiz panel durumu söz konusu olmaktadır.

Panel veri modelleri, yatay kesit veri ve zaman serisi verisi kullanan ekonometrik modellerden farklı kurulmaktadır. Doğrusal panel veri modeli aşığıdaki eşitlikteki gibi ifade edilmektedir (Tatoğlu, 2012,s.37).

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} X_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (1)$$

ya da

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (2)$$

Burada, i alt indisi birey, hane halkı, firma, şehir, ülke gibi birimleri, t alt indisi ise gün, ay, yıl gibi zamanı göstermektedir.

(2) numaralı denklemde Y_{it} ; t zamanında i. birim için bağımlı değişkenin aldığı değeri; X_{kit} , k. bağımsız değişkenin t zamanında i. birim için aldığı değeri; β_{kit} , $K \times 1$ boyutlu parametre tahminlerinin vektörü; β_{0it} , sabit terimi; u_{it} , tüm zaman dönemlerinde ve tüm birimler için hata terimini ifade etmektedir.

Panel veri modelleri, parametrelerin birim ve/veya zamana göre değişip değişmemesini dikkate almasına göre aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir (Tatoğlu 2012: 37).

i. Klasik Model; Hem sabitin hem de eğim parametrelerinin birimlere ve zamana göre sabit olduğu modeller.

ii. Birim Etkiler Modeli; Sabit parametrenin birimlere göre değiştiği, eğim parametrelerinin sabit olduğu modeller.

iii. Birim ve Zaman Etkiler Modeli; Sabit parametresinin birimlere ve zaman göre değiştiği, eğim parametrelerinin sabit olduğu modeller.

iv. Tüm parametrelerin birimlere göre değiştiği, zamana göre sabit olduğu modeller.

v. Tüm parametrelerin hem birimlere hem de zaman göre değişken olduğu modeller.

Bu sınıflandırmaya bağlı olarak panel veri modelleri çeşitli şekillerde kurulmaktadır. Sabit parametresinin sadece birimlere ya da sadece zamana göre değişkenlik gösterdiği durumda tek yönlü modeller kurulurken, sabit katsayısının hem birimlere hem de zaman göre değiştiği durumda iki yönlü modeller kurulmaktadır. Tek yönlü ve iki yönlü panel veri modelleri, Klasik Model, Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modeli şeklinde modellenenmektedir.

Bunun yanı sıra panel veri modellerinde heterojenlik, hem sabit parametrede hem de eğim parametrelerinde davranışsal farklılıklara neden olabilmektedir. Bu durumda, panel veri modelinde yer alan tüm parametrelerin heterojen olduğu varsayılmaktadır. Böylelikle tüm parametrelerin birimlere göre değiştiği, zamana göre sabit olduğu modeller ile tüm parametrelerin hem birimlere hem de zaman göre değişken olduğu modellerden faydalanılmaktadır.

4.2.1 Klasik Model

Klasik modelde, hem sabit parametrenin hem de eğim parametrelerinin birimlere ve zamana göre sabit olduğu bir başka ifade ile tüm gözlemlerin homojen olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda panel veri modeli genel olarak,

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (3)$$

şeklinde kurulmaktadır.

4.2.2 Sabit Etkiler Modeli

Panel veri analizinde, her bir birimde gözlenemeyen birim etkiler ortaya çıkabilmektedir. Bu etkilere her bir yatay kesit gözlem için tahmin edilmesi gereken bir parametre olarak davranılıyorsa “sabit etkiler” söz konusu olmaktadır. Sabit etkiler modelinde, eğim parametreleri tüm yatay kesit birimler için aynı ($\beta_i = \beta$), sabit parametre birim etki içermesi sebebiyle birimden birime değişkenlik gösterecek şekilde kurulmaktadır. Yani, sabit terim her bir yatay kesit birim için farklı değerler alarak, birimler arası farklılıklar sabit terimdeki farklılıklarla ifade edilebilmektedir. Bundan dolayı sabit parametresi, tesadüfi olmayan sabit bir değişken gibi düşünülmektedir. Tek yönlü sabit etkiler modeli,

$$Y_{it} = \beta_0 + \mu_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (4)$$

şeklinde kurulmaktadır.

Benzer şekilde her bir birimde gözlenemeyen zaman etkisinin de modele eklenmesiyle iki yönlü sabit etkiler modeli aşağıdaki gibi elde edilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_0 + \mu_i + \lambda_t + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (5)$$

Sabit etkiler modelinde bağımsız değişkenlerin, hata terimi ile korelasyonsuz olduğu varsayımı yapılırken, birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilmektedir.

4.2.3 Tesadüfi Etkiler Modeli

Tesadüfi etkiler modelinde, birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun sıfır olduğu varsayılmaktadır. Bu etkiler, hata terimi gibi tesadüfi bir değişken olarak ele alınmaktadır. Tesadüfi etkiler modeli;

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + v_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (6)$$

Tesadüfi etkiler modelinde birim etki sabit olmayıp tesadüfi olduğundan hata payı içerisinde yer almaktadır. Bundan dolayı hata terimi;

$$v_{it} = u_{it} + \mu_i$$

şeklinde ifade edilmektedir; u_{it} hata terimini, μ_i tesadüfi birim etkiyi, birim farklılıklarını ve zamana göre birimler arasındaki değişmeyi göstermektedir (Tatoğlu, 2012,s.104). İki yönlü tesadüfi etkiler modelinde ise hata payı $v_{it} = u_{it} + \mu_i + \lambda_t$, şeklinde olmaktadır (λ_t zaman etkisini ifade etmektedir).

4.2.4 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli

İktisadi ilişkilerin analiz edilmesinde birimler arasında olan davranışsal farklılıkların ifade edilmesine ihtiyaç duyulabilmektedir. Bu noktada çeşitli varsayımların geçerli olduğu panel veri modellerinden yararlanılmaktadır. Bunlar tüm parametrelerin birimlere göre değiştiği, zamana göre sabit olduğu modeller ile tüm parametrelerin hem birimlere hem de zaman göre değişken olduğu modellerdir. Ancak tüm parametrelerin hem birimlere hem de zaman göre değişken olduğu modellerin tahminin gerçekleştirilemesinde ciddi problemler olmaktadır (Hsiao 2003, 156).

Tüm parametrelerin birimlere göre değiştiği, zamana göre sabit olduğu panel veri modellerinde ise hem sabit hem de eğim parametreleri heterojen olmaktadır. Bu modeller sabit ve eğim parametrelerinin sabit kabul edildiği, birimlerin birbirlerinden farklı davranışlar sergilemediği Klasik model ile sadece sabit parametredeki değişimler ile birimler arasındaki farklılığın modellendiği Sabit ve Tesadüfi Etkiler modellerinden farklı bir yapıdadır. Zellner (1962) tarafından literatüre kazandırılan Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli (GİRM) ile Klasik model, Sabit ve Tesadüfi etkiler modellerinden farklı olarak birimler arasında olan davranışsal farklılıklar hem sabit parametrenin hem de eğim parametrelerinin heterojen olmasıyla modellenmekte, böylelikle birimlerin kendine özgü özellikler hem sabit parametrenin hem de eğim parametrelerinin farklılaşmasıyla temsil edilmektedir.

(2) numaralı eşitlikte verilmiş olan genel panel veri modelinde parametrelerin birimlere göre değiştiği varsayıldığında,

$$Y_{it} = \sum_{k=1}^K \beta_{ki} X_{kit} + \epsilon_{it}, \quad i=1,2,\dots,N; t=1,2,\dots,T \quad (7)$$

modeli kurulmaktadır. Burada $X_{iit} \equiv 1$ alınmaktadır. Bu modelde yer alan parametrelerin zaman içerisinde sabit kaldığı ancak birimlere göre değişkenlik gösterdiği varsayılmaktadır (Hsiao 2003, 143). 7 numaralı eşitlikte verilen model tahmin edilmesi “Görünürde İlişkisiz Regresyon” ile olmaktadır (George G. Judge v.d., 1984, 539).

Görünürde ilişkisiz olan birimler arasındaki ilişkiyi dikkate alan bu modellerin tahmini çeşitli aşamaların neticesinde olmaktadır. Bu aşamalar,

i. Panel veriyi oluşturan her bir birim için ayrı ayrı zaman boyutundaki gözlemler kullanılarak EKK yöntemi ile modeller tahmin edilir:

(7) numaralı eşitlik her bir birim için,

$$Y_i = X_i \beta_i + \epsilon_i \quad (8)$$

şeklindedir. Burada, bağımlı değişken Y_i ve hata terimi ε_i , $T \times 1$ boyutunda vektörler olmak üzere bağımsız değişken matrisi X_i , $T \times K$ boyutunda, β_i parametre vektörü ise $K \times 1$ boyutundadır.

ii. Tahmin edilmiş regresyonlardan hareketle her bir birim için kalıntılar elde edilir:

$$\hat{\varepsilon}_i = Y_i - \hat{Y}_i$$

iii. Bu kalıntılar yardımıyla panel veri modeli içerisindeki hata yapısını temsil eden hata teriminin varyans-kovaryans yapısı oluşturulmaktadır:

$$E(\varepsilon^2) = \Omega = \begin{bmatrix} \sigma_{11}I & \sigma_{12}I & \cdots & \sigma_{1N}I \\ \sigma_{21}I & \sigma_{22}I & \cdots & \sigma_{2N}I \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_{N1}I & \sigma_{N2}I & \cdots & \sigma_{NN}I \end{bmatrix} = \Sigma \otimes I_T$$

iv. Bu yapı dikkate alınarak i. adımda olduğu gibi her bir birim için modeller tekrar tahmin edilmektedir (Baltagi 2011, 243):

Zellner (1962) kalıntı varyanslarını,

$$\hat{\sigma}_{ij} = \frac{\hat{\varepsilon}_i \hat{\varepsilon}_j}{T-K} \quad (9)$$

şeklinde tahmin edilir. $\hat{\Omega}^{-1} = \hat{\Sigma}^{-1} \otimes I_T$ olduğu için $\hat{\Sigma}^{-1}$ bu tahmin sürecinde yer almakta ve $\hat{\Omega}^{-1}$ matrisi yardımıyla

$$\hat{\beta}_{\text{GEKK}} = (X' \hat{\Omega}^{-1} X)^{-1} X' \hat{\Omega}^{-1} Y \quad (10)$$

parametre tahmini gerçekleştirilmektedir. Parametrelerin bu şekilde tahmin edilmesi “Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (GEKK)” olarak adlandırılmaktadır. Böylelikle tahmin sürecinde görünürde ilişkisiz olan hata terimlerinin varyans-kovaryans dikkate alınmaktadır.

Görünürde İlişkisiz Regresyon modelinin tahmin edilmesinden önce modelin geçerliliği Breusch-Pagan LM testi yardımıyla sınanmaktadır (Baltagi 2011, 246).

Korelasyon katsayıları,

$$r_{ij} = \frac{\hat{\sigma}_{ij}}{(\hat{\sigma}_{ii} \hat{\sigma}_{jj})^{1/2}} \quad (11)$$

şeklinde elde edilmekte iken test istatistiği,

$$LM = T \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^{i-1} r_{ij}^2 \quad (12)$$

şeklinindedir. Bu test $N(N-1)/2$ serbestlik derecesiyle χ^2 dağılımına uygunluk göstermektedir.

Bu test sayesinde birimler arasında korelasyon olup olmadığı ve varsa modelin kalıntı yapısının dikkate alınması gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır.

4.3 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Yaklaşımı ile Analitik Çözümleme

Yabancı literatürde kurumsal yönetimin önemini araştıran pek çok çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların birçoğu için kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin finansal performanslarına pozitif yönde etkisinin olduğu bulgusuna ulaştıkları görülmektedir. Konu ile ilgili yabancı literatürde pek çok çalışma yapılmasına karşın yerli literatürde kısıtlı düzeyde çalışma olması kurumsal yönetimin Türkiye için ne derece bir öneme sahip olduğunun sorgulanması gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Böylelikle bu çalışmada Türkiye’de faaliyet gösteren şirketler için kurumsal yönetimin finansal performansı nasıl etkilediği sorusu üzerinde durulacaktır. Bu nedenle çalışmada, kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa olan etkisi aşağıda belirtilmiş olan hipotezler çerçevesinde GİRM yaklaşımı (Zellner, 1962) ile analiz edilecektir:

H_0 : Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerinde etkisi bulunmamaktadır.

H₁: Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerinde etkisi bulunmaktadır.

Bu amaç doğrultusunda Türkiye için çıkarsama yapılacağı nedeniyle çalışma kapsamında, BIST'ye kote olan ve SPK'nın belirlediği denetim firmaları tarafından kurumsal yönetim puanları hesaplanan şirketler analize alınmıştır.

Analizde Vestel, Tofaş, Tüpraş, Otokar, Arçelik, Petkim, Turcas, Park Elk, Aygaz, şirketlerine ait veriler yer almaktadır. Araştırmaya finansal şirketler gibi çeşitli şirketler (bankalar ve GYO.'lar ve holdingler) dahil edilmemiştir. Özetle panel veri seti, XUSIN pay piyasası endeksinde yer alan ve BIST kurumsal yönetim puanı hesaplanan 9 şirketin 2000 – 2014 dönemi yıllık gözlemlerinden hareketle oluşturulmuştur. Panel veri setinin 9 şirket için 15 yıllık gözlemden oluşmasından dolayı dengeli panel veri durumu söz konusudur. Çalışma STATA-12 programında yapılmıştır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisinin inceleyebilmek amacıyla yapılan bu çalışmada finansal performans ölçüsü olarak ROA (Aktif Karlılık oranı) ve ROE (Özsermaye Karlılık oranı) seçilmiştir. Finansal performans ölçüsü olarak ROA ve ROE'nin seçilme nedeni bu ölçülerin işletme performansının değerlendirilmesinde en sık kullanılan ölçütler olmasının düşünülmesinin yanında, yapılan akademik çalışmalarda da en sık kullanılan performans ölçüleri olmasıdır (Topak, 2011, 122).

Çalışmada işletme performansı üzerinde etkili olduğu düşünülen bağımsız değişkenlerin belirlenmesinde ise bu çalışmanın konusunu oluşturan şirketlerin kurumsal yönetim puanının hesaplanması değişkeninin yanı sıra işletme büyüklüğü olarak Aktif Toplam, kısa vadeli borçların ödenebilme gücü açısından Cari Oran ve sermaye yapısı açısından da finansal Kaldıraç Oranı seçilmiştir.

Yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda 2 ayrı model üzerinden çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu 2 model için bağımlı değişkenler;

- Net Kar / Aktif Toplamı (ROA),
- Net Kar / Özsermaye (ROE),

iken çalışmaya dahil edilen bağımsız değişkenler ise;

- Aktif Toplamın Logaritması (LNAKTİF)
- Kaldıraç Oranı (KO)
- Cari Oran (CO)
- Kurumsal Yönetim Puanının hesaplanması (EO)

olarak belirlenmiştir.

Özetle bu çalışmada,

$$ROA_{it}=f(LNAKTİF_{it},KO_{it},CO_{it},EO_{it},u_{it}) \quad i=1,\dots,N \quad t=1,\dots,T \quad (13)$$

ve

$$ROE_{it}=f(LNAKTİF_{it},KO_{it},CO_{it},EO_{it},u_{it}) \quad i=1,\dots,N \quad t=1,\dots,T \quad (14)$$

fonksiyonel ilişkileri üzerinden analiz yapılacaktır. Kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen şirketler için bir gölge değişken üretilmiştir. Bu bağlamda EO gölge değişkeni, SPK tarafından görevlendirilen denetim firmaları tarafından hesaplanmakta olan kurumsal yönetim puanının hesaplanmasından hareketle veri setinde yer alan şirketler için ayrı ayrı oluşturulmuştur. Buna göre bir şirket için EO gölge değişkeni kurumsal yönetim puanının hesaplanmadığı yıllarda “0”, hesaplanmakta olduğu yıllarda ise “1” değerini almaktadır. Değişkenlere ilişkin toplam veri seti gene BIST veri yayınlarından elde edilmiştir. Bu veri setinde ikincil veri kaynağı da kurumsal yönetim puanları hesaplanmakta olan şirketlerin BIST için verilerindeki değişimleri de yayınlamak zorunda oldukları ve Kamuyu Aydınlatma Platformundaki (KAP) bilgileridir. Çalışmanın güvenilirliği açısından bakıldığında ise; bu bilgilerin hazırlanması ve verilerin güvenilirliği konusunda verilerin belirli kriterlerde toplanması ve sürekli gözetim altında bulunmasından dolayı sistematik ya da tesadüfi bir veri kaybı ya da yanlışlığın olmadığı kanaati ile elde edilen verilerin güvenilir olduğu kabul edilmiştir. Yukarıda açıklanan değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 4.1.’de yer almaktadır.

Tablo 4.1 Çalışmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Bazı Temel Tanımlayıcı İstatistikler

	ROA	ROE	LNAKTİF	KO	CO	EO
Ortalama	0.057972	0.120397	20.95226	0.492445	2.30158	0.438889
Medyan	0.058863	0.128347	21.1966	0.510897	1.458723	0
Maksimum	0.57811	2.103698	23.83085	1.271802	17.18372	1
Minimum	-0.571788	-1.262129	17.10994	0.020013	0.425438	0
Standart Sapma	0.09133	0.250261	1.45329	0.215358	2.623745	0.497636
Gözlem Sayısı	135	135	135	135	135	135

4.4 Panel Veri Analiz Sonuçları

Kısım 4.3.'de ele alınan hipotezlerin analiz edilebilmesi için (13) ve (14) numaralı eşitliklerde verilmiş olan fonksiyonların genel yapılarının belirlenmesi gerekmektedir. Burada kısım 4.2.'de anlatılan panel veri modellerinden hangisinin uygun olacağına karar verilmelidir. Neticesinde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanslar üzerindeki etkisinin analizi için kurulması gereken panel veri modellerinde, parametrelerin heterojen mi homojen mi kurulması gerekliliğinin test edilmesi gerekmektedir. Bunun için öncelikle GİRM kapsamında yapılmakta olan Breusch-Pagan LM testinden yararlanılmıştır. Sırasıyla (13) ve (14) numaralı fonksiyonlar için yapılan testlerin sonuçları aşağıda verilmiştir.

Tablo 4.2 Breusch-Pagan Bağımsızlık Testi Sonuçları

Test İstatistiği $\chi^2(36) = 54.186$, **Olasılık Değeri** = 0.0263

Test İstatistiği $\chi^2(36) = 53.057$, **Olasılık Değeri** = 0.0332

Bu sonuçlara göre her iki fonksiyon içinde birimlerin hata terimleri arasında korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Özetle Kısım 4.3.'de ele alınan hipotezlerin analizinde kurulması gereken modellerde şirketler için ayrı ayrı davranışsal farklılığın modellenmesi gerekmektedir. Bu durumda (13) ve (14) numaralı fonksiyonlarda birimler arası korelasyonun dikkate alınarak çözümlemenin yapıldığı GİRM'den kullanılması gerekliliği sonucuna ulaşılmıştır. Böylelikle (13) ve (14) numaralı fonksiyonların genel yapısı;

$$ROA_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} LNAKTİF_{it} + \beta_{2i} KO_{it} + \beta_{3i} CO_{it} + \beta_{4i} EO_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (15)$$

ve

$$ROE_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} LNAKTİF_{it} + \beta_{2i} KO_{it} + \beta_{3i} CO_{it} + \beta_{4i} EO_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N \quad t=1, \dots, T \quad (16)$$

şeklinde olmalıdır.

(15) numaralı eşitlikte verilen heterojen parametrelere sahip panel veri modelinin GİRM haline getirilerek GEKK yöntemi ile tahmin edilmesi neticesinde her bir şirket için ayrı ayrı bulgulara ulaşıldığı tahmin sonuçlarına ilişkin genel STATA çıktısı Tablo 4.3'de yer almaktadır.

Tablo 4.3 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Genel Sonuçlar (ROA)

Eşitlik	T	β	RMSE	R ²	χ^2	P
roa1	15	4	.0274694	0.5567	28.41	0.0000
roa2	15	4	.0211327	0.5692	23.50	0.0001
roa3	15	4	.0215162	0.5701	62.10	0.0000
roa4	15	4	.0343506	0.3399	11.72	0.0196
roa5	15	4	.0217558	0.4954	42.01	0.0000
roa6	15	4	.0432358	0.3305	9.94	0.0415
roa7	15	4	.1512384	0.5424	38.13	0.0000
roa8	15	4	.0651446	0.3868	30.87	0.0000
roa9	15	4	.0392011	0.1617	9.70	0.0458

Bu tabloda her bir şirket için ayrı ayrı elde edilen regresyon modellerinin GEKK tahminlerine ilişkin olarak,

i. Kalıntıların hata terimlerinin iyi bir tahmini olup olmadığının bir göstergesi olan Ortalama Hata Karesinin Karekökü (RMSE), (Greene, 2012, 88)

ii. Bağımlı değişkende meydana gelen değişimlerin ne kadarının bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişimler neticesinde olduğunu gösteren belirginlik katsayısı (R²), (Gujarati, 2006, 66).

iii. Modelin bütünsel anlamlılığını sınanabilmesi için kullanılmakta olan Wald test istatistiği ve test istatistiğine ait olasılık değeri yer almaktadır (Gujarati,2006, 84).

Tablo 4.3'de verilmiş olan sonuçlar incelendiğinde sırasıyla aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır,

i. Her bir şirket için elde edilen regresyon tahminlerinin genel anlamlılıklarına ilişkin,

H_0 : Model bütünsel olarak istatistiken anlamsızdır.

H_1 : Model bütünsel olarak istatistiken anlamlıdır.

şeklinde kurulacak olan hipotezlerin sınanabilmesinde kullanılacak Wald χ^2 test istatistikleri ve bu test istatistiklerine ait olasılık değerleri %95 güven düzeyinde analize konu olan şirketlere ilişkin kurulan modellerin hepsinin istatistiken anlamlı olduklarını göstermektedir. Buna göre BIST kurumsal yönetim puanı hesaplanan 9 şirketin 2000 – 2014 dönemi yıllık gözlemleri kullanılarak GİRM'nin GEKK yöntemiyle tahmin edilmesi ile finansal performans ölçüsü olarak ROA değişkeni için LNAKTİF, KO, CO ve EO değişkenlerinin belirleyici oldukları görülmektedir. Böylelikle (15) numaralı eşitlikte verilen modelin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Bunun yanı sıra bu şirketler için R^2 belirginlik katsayıları, bağımlı değişken ROA'da meydana gelen değişimlerin azımsanmayacak oranda bağımsız değişkenler LNAKTİF, KO, CO ve EO'da meydana gelen değişimlerden kaynaklandığını göstermektedir. Finansal oranlar ile yapılacak bir çalışmada düşük düzeyde R^2 belirginlik katsayıları görülebileceği göz önüne alındığında kurulan (15) numaralı eşitlikte verilen modelin GİRM ile çözümlenmesi ile ROA değişkenindeki değişimin kaynağının açıklaması noktasında LNAKTİF, KO, CO ve EO değişkenlerinin doyurucu sonuçlar verdiğini göstermektedir.

(16) numaralı eşitlikte verilen heterojen parametrelere sahip panel veri modelinin GİRM haline getirilerek GEKK yöntemi ile tahmin edilmesi neticesinde her bir şirket için ayrı ayrı bulgulara ulaşıldığı tahmin sonuçlarına ilişkin genel STATA çıktısı Tablo 4.4'de yer almaktadır.

Tablo 4.4 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Genel Sonuçlar (ROE)

Eşitlik	T	β	RMSE	R^2	χ^2	P
roe1	15	4	.1357262	0.4297	16.39	0.0025
roe2	15	4	.0596688	0.6546	34.73	0.0000
roe3	15	4	.0543186	0.2606	25.85	0.0000
roe4	15	4	.0343141	0.3413	11.34	0.0230
roe5	15	4	.0552407	0.3263	16.17	0.0028
roe6	15	4	.054173	0.3728	13.49	0.0091

roe7	15	4	.6967147	0.0479	8.09	0.0882
roe8	15	4	.0740131	0.7760	92.70	0.0000
roe9	15	4	.0674888	0.2571	9.91	0.0420

Bu tabloda her bir şirket için ayrı ayrı elde edilen regresyon modellerinin GEKK tahminlerine ilişkin olarak,

i. Kalıntıların hata terimlerinin iyi bir tahmini olup olmadığının bir göstergesi olan Ortalama Hata Karesinin Karekökü (RMSE), (Greene, 2012, 88)

ii. Bağımlı değişkende meydana gelen değişimlerin ne kadarının bağımsız değişkenlerde meydana gelen değişimler neticesinde olduğunu gösteren belirginlik katsayısı (R^2), (Gujarati,2006,66).

iii. Modelin bütünsel anlamlılığını sınanabilmesi için kullanılmakta olan Wald test istatistiği ve test istatistiğine ait olasılık değeri yer almaktadır (Gujarati, 2005, 84).

Tablo 4.4’de verilmiş olan sonuçlar incelendiğinde sırasıyla aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır;

Her bir şirket için elde edilen regresyon tahminlerinin genel anlamlılıklarına ilişkin,

H_0 : Model bütünsel olarak istatistiken anlamsızdır.

H_1 : Model bütünsel olarak istatistiken anlamlıdır.

şeklinde kurulacak olan hipotezlerin sınanabilmesinde kullanılacak Wald χ^2 test istatistikleri ve bu test istatistiklerine ait olasılık değerleri %95 güven düzeyinde analize konu olan şirketlere ilişkin kurulan modellerin hepsinin istatistiken anlamlı olduklarını göstermektedir. Buna göre BIST kurumsal yönetim puanı hesaplanan 9 şirketin 2000 – 2014 dönemi yıllık gözlemleri kullanılarak GİRM’nin GEKK yöntemiyle tahmin edilmesi ile finansal performans ölçüsü olarak ROE değişkeni için LNAKTİF, KO, CO ve EO değişkenlerinin belirleyici oldukları görülmektedir. Böylelikle (16) numaralı eşitlikte verilen modelin geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Bunun yanı sıra bu şirketler için R^2 belirginlik katsayıları, bağımlı değişken ROE’da meydana gelen değişimlerin azımsanmayacak oranda bağımsız değişkenler LNAKTİF, KO, CO

ve EO'da meydana gelen değişimlerden kaynaklandığını göstermektedir. Finansal oranlar ile yapılacak bir çalışmada düşük düzeyde R² belirginlik katsayıları görülebileceği göz önüne alındığında kurulan (16) numaralı eşitlikte verilen modelin GİRM ile çözümlenmesi ile ROA değişkenindeki değişimin kaynağının açıklaması noktasında LNAKTİF, KO, CO ve EO değişkenlerinin doyurucu sonuçlar verdiğini göstermektedir.

(15) numaralı eşitlikte verilen heterojen parametrelere sahip panel veri modelinin GİRM haline getirilerek GEKK yöntemi ile tahmin edilmesi neticesinde her bir şirket için ayrı ayrı bulgulara ulaşıldığı şirket bazında regresyon sonuçları STATA çıktısı Tablo 4.5'da yer almaktadır.

Tablo 4.5 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Şirketlere İlişkin Sonuçlar (ROA)

	Kats.	Std. Hata.	z	P> z	[95% Güven Aralığı]	

roa1						
lnaktif1	-.0119353	.0139349	-0.86	0.392	-.0392472	.0153766
co1	.0569966	.024222	2.35	0.019	.0095224	.1044708
ko1	-.1312432	.1663715	-0.79	0.430	-.4573254	.194839
eo1	-.0154226	.0159217	-0.97	0.333	-.0466286	.0157833
sabit	.3045945	.2611306	1.17	0.243	-.2072121	.8164011

roa2						
lnaktif2	-.0204941	.0116069	-1.77	0.077	-.0432431	.0022549
co2	.0091217	.0503716	0.18	0.856	-.0896049	.1078483
ko2	-.1601633	.1149095	-1.39	0.163	-.3853817	.0650551
eo2	.0874728	.0220001	3.98	0.000	.0443535	.1305922
_cons	.537886	.2685962	2.00	0.045	.0114472	1.064325

roa3						
lnaktif3	-.0162655	.0087721	-1.85	0.064	-.0334584	.0009275
co3	.1137424	.0283699	4.01	0.000	.0581384	.1693465
ko3	-.0283355	.0672175	-0.42	0.673	-.1600795	.1034084
eo3	.0376079	.0115319	3.26	0.001	.0150058	.06021
_cons	.3162693	.2278469	1.39	0.165	-.1303025	.7628411

roa4						
lnaktif4	-.043686	.01756	-2.49	0.013	-.0781029	-.0092691
co4	.1381059	.0464844	2.97	0.003	.0469981	.2292136
ko4	.2939018	.1591374	1.85	0.065	-.0180018	.6058054
eo4	.001483	.0349143	0.04	0.966	-.0669479	.0699138
_cons	.5824864	.3072057	1.90	0.058	-.0196257	1.184598

roa5							
lnaktif5		-.0228059	.0078517	-2.90	0.004	-.0381949	-.007417
co5		-.0251897	.0152273	-1.65	0.098	-.0550347	.0046554
ko5		-.2219439	.0791795	-2.80	0.005	-.3771328	-.066755
eo5		.03284	.0109126	3.01	0.003	.0114517	.0542284
_cons		.730473	.1613886	4.53	0.000	.4141572	1.046789

roa6							
lnaktif6		-.0268278	.0323146	-0.83	0.406	-.0901632	.0365076
co6		.0324638	.0179783	1.81	0.071	-.002773	.0677006
ko6		-.1051114	.2042038	-0.51	0.607	-.5053436	.2951207
eo6		.1049679	.0444543	2.36	0.018	.017839	.1920967
_cons		.4928172	.7036595	0.70	0.484	-.8863301	1.871964

roa7							
lnaktif7		-.0999236	.0828776	-1.21	0.228	-.2623607	.0625134
co7		.0162887	.0072416	2.25	0.024	.0020953	.030482
ko7		-.405499	.1334765	-3.04	0.002	-.6671081	-.14389
eo7		.0337662	.1019018	0.33	0.740	-.1659578	.2334901
_cons		2.100297	1.650995	1.27	0.203	-1.135594	5.336188

roa8							
lnaktif8		-.0203349	.0287842	-0.71	0.480	-.076751	.0360812
co8		-.0107352	.0041335	-2.60	0.009	-.0188367	-.0026337
ko8		.1461329	.1537398	0.95	0.342	-.1551915	.4474573
eo8		.1171532	.0405166	2.89	0.004	.0377421	.1965642
_cons		.5285735	.5746311	0.92	0.358	-.5976827	1.65483

roa9							
lnaktif9		-.0137272	.0120934	-1.14	0.256	-.0374299	.0099755
co9		.0337647	.0212449	1.59	0.112	-.0078746	.075404
ko9		-.1722328	.1271684	-1.35	0.176	-.4214782	.0770127
eo9		-.0326588	.0241742	-1.35	0.177	-.0800394	.0147218
_cons		.4116351	.2906629	1.42	0.157	-.1580536	.9813238

Bu tabloda her bir şirket için ayrı ayrı elde edilen regresyon modellerinin GEKK tahminlerine ilişkin olarak,

- i. Parametre tahminlerini gösteren katsayılar,
- ii. Bu katsayılara ilişkin standart hatalar,

iii. Katsayıların teker teker istatistiksel anlamlılığını sınanabilmesi için kullanılmakta olan z test istatistiği ve test istatistiğine ait olasılık değeri ($P > |z|$),

iv. Katsayılara ilişkin güven aralıkları yer almaktadır.

Tablo 4.5’de verilmiş olan sonuçlar incelendiğinde sırasıyla aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır.

Her bir şirket için elde edilen regresyon modelinin tahmininde katsayıların teker teker istatistiksel anlamlılığını ilişkin,

H_0 : Katsayı istatistiken anlamsızdır.

H_1 : Katsayı istatistiken anlamlıdır.

şeklinde kurulacak olan hipotezler doğrultusunda;

Tablo 4.5’da verilmiş olan sonuçlara göre EO değişkenine ilişkin katsayılar z istatistiklerine ilişkin olasılık değerleri incelendiğinde 2, 3, 5, 6 ve 8 numaralı şirketler için %95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bu şirketler sırasıyla Tofaş, Tüpraş, Arçelik, Petkim ve Park Elk şirketleridir. Bu şirketler için EO değişkenine ait katsayıların pozitif olduğu görülmektedir. BIST kurumsal yönetim puanı hesaplanan 9 şirketin 2000 – 2014 dönemi yıllık gözlemleri kullanılarak finansal performans ölçüsü olarak ROA değişkeninin ele alındığındığı (15) numaralı eşitlikte verilen heterojen panel veri modelinin GİRM haline getirilerek GEKK yöntemiyle tahmin edilmesi ile bu şirketler için kurumsal yönetim puanının hesaplanması ROA’yı pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç, çalışmanın temelinin teşkil eden kurumsal yönetimin finansal performansı pozitif etkileyecektir genel beklentisi ile paralellik göstermektedir.

Bunun yanı sıra, diğer değişkenler sabit tutulduğunda (ceteris paribus), 2000-2014 döneminde Tofaş için kurumsal yönetim puanının hesaplanması şirketin Aktif Karlılığını %8, Tüpraş için %3.76, Arçelik için %3.28, Petkim için %10.50 ve Park Elk için %11.72’i arttırmaktadır.

Özetle Tofaş, Tüpraş, Arçelik, Petkim ve Park Elk şirketleri için finansal performans ölçüsü olarak ROA değişkeni ele alındığında kurumsal yönetim puanının hesaplanmasıyla

birlikte şirketlerin Aktif Karlılıklarında meydana gelen artışların istatistiki olarak anlamlı olması ile Kısım 4.3.'de yer alan kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde etkisi yoktur H_0 temel hipotezinin reddedildiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bunun yanı sıra bu şirketler için iktisadi teoride beklenildiği şekilde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanslar üzerinde pozitif etkisinin olduğu anlaşılmaktadır.

(16) numaralı eşitlikte verilen heterojen parametrelere sahip panel veri modelinin GİRM haline getirilerek GEKK yöntemi ile tahmin edilmesi neticesinde her bir şirket için ayrı ayrı bulgulara ulaşıldığı şirket bazında regresyon sonuçları STATA çıktısı Tablo 4.6'de yer almaktadır.

Tablo 4.6 Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli Şirketlere İlişkin Sonuçlar (ROE)

	Kats.	Std. Hata.	z	P> z	[95% Güven Aralığı]	

roe1						
lnaktif1	-.0201948	.0690798	-0.29	0.770	-.1555887	.1151991
co1	.2831382	.107934	2.62	0.009	.0715915	.4946849
ko1	-.6516332	.8127857	-0.80	0.423	-2.244664	.9413976
eo1	-.0034725	.0763456	-0.05	0.964	-.1531071	.146162
_cons	.5879808	1.285909	0.46	0.647	-1.932354	3.108316

roe2						
lnaktif2	-.0461951	.0321638	-1.44	0.151	-.109235	.0168448
co2	.0255043	.136643	0.19	0.852	-.2423111	.2933196
ko2	-.327022	.3120688	-1.05	0.295	-.9386656	.2846216
eo2	.26268	.0610151	4.31	0.000	.1430926	.3822673
_cons	1.180984	.7364814	1.60	0.109	-.2624926	2.624461

roe3						
lnaktif3	-.0201039	.02373	-0.85	0.397	-.0666139	.0264061
co3	.3673673	.079775	4.61	0.000	.2110113	.5237233
ko3	.6492309	.1837063	3.53	0.000	.2891732	1.009289
eo3	.0881547	.034022	2.59	0.010	.0214729	.1548366
_cons	-.2085538	.6137927	-0.34	0.734	-1.411565	.9944577

roe4						
lnaktif4	-.0383133	.0179654	-2.13	0.033	-.0735247	-.0031018
co4	.1342804	.0470008	2.86	0.004	.0421606	.2264002

ko4		.2874342	.1633656	1.76	0.079	-.0327565	.6076249
eo4		-.0089964	.0359636	-0.25	0.802	-.0794836	.0614909
_cons		.4903719	.3130949	1.57	0.117	-.1232828	1.104027

roe5							
lnaktif5		-.006553	.0211964	-0.31	0.757	-.0480973	.0349913
co5		.0217306	.0427594	0.51	0.611	-.0620763	.1055375
ko5		-.6313938	.2176415	-2.90	0.004	-1.057963	-.2048243
eo5		.0246428	.0307184	0.80	0.422	-.0355641	.0848497
_cons		.6208428	.443765	1.40	0.162	-.2489205	1.490606

roe6							
lnaktif6		-.0402606	.0405797	-0.99	0.321	-.1197953	.039274
co6		.0393312	.0209422	1.88	0.060	-.0017147	.0803772
ko6		-.1552566	.2452284	-0.63	0.527	-.6358955	.3253824
eo6		.1513861	.0540922	2.80	0.005	.0453673	.2574049
_cons		.7641178	.8812139	0.87	0.386	-.9630298	2.491265

roe7							
lnaktif7		.5425699	.3821882	1.42	0.156	-.2065052	1.291645
co7		.0715942	.03141	2.28	0.023	.0100318	.1331566
ko7		1.350937	.5824128	2.32	0.020	.2094289	2.492445
eo7		-.5709858	.4891789	-1.17	0.243	-1.529759	.3877873
_cons		-11.39565	7.574161	-1.50	0.132	-26.24073	3.449433

roe8							
lnaktif8		-.0298719	.0359392	-0.83	0.406	-.1003113	.0405676
co8		-.0093122	.0054709	-1.70	0.089	-.0200349	.0014105
ko8		.7826457	.1996667	3.92	0.000	.3913062	1.173985
eo8		.1440001	.0514031	2.80	0.005	.0432518	.2447484
_cons		.6238221	.7189712	0.87	0.386	-.7853355	2.03298

roe9							
lnaktif9		-.0166694	.020787	-0.80	0.423	-.0574112	.0240725
co9		.0837864	.0362354	2.31	0.021	.0127663	.1548066
ko9		.1185849	.205066	0.58	0.563	-.283337	.5205068
eo9		-.0278913	.0418651	-0.67	0.505	-.1099454	.0541629
_cons		.356604	.4917015	0.73	0.468	-.6071132	1.320321

Bu tabloda her bir şirket için ayrı ayrı elde edilen regresyon modellerinin GEKK tahminlerine ilişkin olarak,

i. Parametre tahminlerini gösteren katsayılar,

- ii. Bu katsayılara ilişkin standart hatalar,
- iii. Katsayıların teker teker istatistiksel anlamlılığını sınanabilmesi için kullanılmakta olan z test istatistiği ve test istatistiğine ait olasılık değeri ($P > |z|$),
- iv. Katsayılara ilişkin güven aralıkları yer almaktadır.

Tablo 4.6'de verilmiş olan sonuçlar incelendiğinde sırasıyla aşağıdaki bulgulara ulaşılmıştır.

Her bir şirket için elde edilen regresyon modelinin tahmininde katsayıların teker teker istatistiksel anlamlılığını ilişkin,

H_0 : Katsayı istatistiken anlamsızdır.

H_1 : Katsayı istatistiken anlamlıdır.

şeklinde kurulacak olan hipotezler doğrultusunda;

Tablo 4.6'da verilmiş olan sonuçlara göre EO değişkenine ilişkin katsayılar z istatistiklerine ilişkin olasılık değerleri incelendiğinde 2, 3, 6 ve 8 numaralı şirketler için %95 güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Bu şirketler sırasıyla Tofaş, Tüpraş, Petkim ve Park Elk şirketleridir. Bu şirketler için EO değişkenine ait katsayıların pozitif olduğu görülmektedir. BIST kurumsal yönetim puanı hesaplanan 9 şirketin 2000 – 2014 dönemi yıllık gözlemleri kullanılarak finansal performans ölçüsü olarak ROE değişkeninin ele alındığı (16) numaralı eşitlikte verilen heterojen panel veri modelinin GİRM haline getirilerek GEKK yöntemiyle tahmin edilmesi ile bu şirketler için kurumsal yönetim puanının hesaplanması ROE'yi pozitif yönde etkilemektedir. Bu sonuç, çalışmanın temelini teşkil eden kurumsal yönetimin finansal performansı pozitif etkileyecektir genel beklentisi ile paralellik göstermektedir.

Bunun yanı sıra diğer değişkenler sabit tutulduğunda (ceteris paribus), 2000-2014 döneminde Tofaş için kurumsal yönetim puanının hesaplanması şirketin Özsermaye Karlılığını %26.27, Tüpraş için %8.81, Petkim için %15.14 ve Park Elk için %14.40'i arttırmaktadır.

Özetle Tofaş, Tüpraş, Petkim ve Park Elk şirketleri için finansal performans ölçüsü olarak ROE değişkeni ele alındığında kurumsal yönetim puanının hesaplanmasıyla birlikte

şirketlerin Özsermaye Karlılıklarında meydana gelen artışların istatistiki olarak anlamlı olması ile Kısım 4.3.'de yer alan kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde etkisi yoktur H_0 temel hipotezinin reddedildiği sonucuna ulaşılmaktadır. Bunun yanı sıra bu şirketler için iktisadi teoride beklenildiği şekilde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanslar üzerinde pozitif etkisinin olduğu anlaşılmaktadır.

4.5 Kurumsal Yönetimin Finansal Performanslar Üzerindeki Etkisinin Panel Veri ve GİRM Analizlerinin Sonuçları ve Değerlendirilmesi

Bu çalışmada kurumsal yönetimin Türkiye için ne derece bir öneme sahip olduğunun anlaşılabilmesi için kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu amaç doğrultusunda BIST'ye kote olan ve SPK'nın belirlediği denetim firmaları tarafından kurumsal yönetim puanları hesaplanan şirketler ele alınmıştır. 2000-2014 dönemini kapsayacak şekilde XUSIN pay piyasası endeksinde yer alan 9 şirketin finansal performanslarına ilişkin verilerden hareketle yapılan bu çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarını temsilen bir gölge değişken hazırlanmıştır. Bu gölge değişken, şirketlerin kurumsal olarak yönetildikleri durumu temsil edecek şekilde oluşturulmuştur. Bununla birlikte ekonometri yazınında yer edinmiş panel veri modelleri ve GİRM göz önüne alınarak bir değerlendirme yapılmıştır.

Analizde elde edilen genel sonuçlar ise şu şekildedir;

- Kurumsal yönetimin finansal performansa etkisinin sınanmasında Türkiye açısından bulgulara ulaşılabilmesi açısından oluşturulmuş panel veri seti için kullanılması gereken uygun panel veri modeline karar verilmiştir.
- Bu kapsamda Klasik Model, Sabit Etkiler Modeli ve Tesadüfi Etkiler Modelinde olduğu gibi homojen eğim parametrelerine sahip panel veri modellerinin aksine ve heterojen parametrelere sahip panel veri modeli kapsamında yer alan Görünürde İlişkisiz Regresyon Modelinin kullanılması gerektiği görülmektedir.

- İktisadi teörin Görünürde İlişkisiz Regresyon Modeli ile spesifikasyonu ile hem panel veri modeli çözümlenmesi yapılabilmış hem de şirket bazında sonuçlar elde edilmiştir.
- Bu şekilde kurumsal yönetimin finansal performansa olan etkisinin analizinde ilk defa heterojen panel veri modellerinden yararlanılmıştır.
- Böylelikle kurumsal yönetimin finansal performansa olan etkisi hem tüm şirketlere ait bilgilerden hareketle analiz edilmiş hem de bu etkinin şirketler üzerinde davranışsal farklılıklara neden olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.
- Breusch-Pagan LM testi sonucunda veri setinde yer alan şirketler arasında birimler arası korelasyon problemi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu Türkiye için kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanslar üzerindeki etkisinin ne olduğu olgusunun analizinde bu korelasyonun dikkate alınması gerekliliğini göstermektedir.
- Birbirleriyle ilişkisiz gibi gözükse bu şirketlerin aslında kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanslarına etkisinde birbirlerini etkiledikleri görülmektedir.
- GIRM çözümlenmesi ile bu etkiler hesaba katılabilmıştır.
- Kurumsal yönetim uygulamalarının şirket için başlamasıyla birlikte finansal performans ölçütleri olan Aktif Karlılık ve Özsermaye Karlılığında uygulamanın öncesi ve sonrası dikkate alındığında ciddi farklılıklara neden olduğu ve kurumsal yönetimin finansal performanslara pozitif yönde etkilemekete olduğu bulgularına ulaşılmıştır.
- Özellikle farklı iki finansal oran için benzer şirketlerden elde edilen paralel sonuçlar kurumsal yönetimin finansal performanslar açısından dikkatle üzerinde durulması gereken bir olgu olduğunu ortaya çıkarmıştır.

SONUÇ

Yönetim bilimi içerisinde sıklıkla kullanılmakta olan kavramlardan biri olan kurumsal yönetim, şirketlerin nasıl yönetileceği ve kontrol edileceği ile ilgili bir sistem olarak karşımıza çıkmaktadır. Çeşitli pek çok teori tarafından ele alınan kurumsal yönetimin, işletme yönetiminin ve denetiminin şeffaf, hesap verebilir, adil, sorumlu ve güvenilir olmasını içererek şekilde uluslararası alanda herkes için kabul görecektir bir yapıya sahip olabileceği kabul edilmektedir. Kurumsal yönetimin ortaya çıkış nedenleri ve gelişimi üzerinde yapılan çalışmalar, kurumsal yönetimin sermaye piyasalarında işlem gören şirketlerin ve devlet kökenli kurumların yönetim-mali durumlarının takip edilebilmesinde ve hesap verilebilirlik açısından daha iyi yönetişime kavuşmalarında katkısı olduğunu göstermektedir. Böylelikle kurumsal bir şirket yönetiminin şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adil yönetim ilkelerine sahip bir yapıda olması gerekliliği karşımıza çıkmaktadır.

Bunun yanı sıra işletmeler, kaçınılmaz bir olgu olarak karşımıza çıkmakta olan küreselleşmenin etkisiyle birer açık sistem halini alarak hızla değişen koşullar içinde faaliyetlerine devam etmek zorunda kalmaktadırlar. İşletmelerin krize sürüklenmesinde dış çevrede meydana gelen değişimlerin rolü olduğu kadar işletmelerin bu değişimlere uyum yeteneğinin zayıf olmasının da etkisi olduğu belirtilmektedir. Böylelikle kurumsal yönetim son yıllarda birçok işletme tarafından daha fazla takip edilmeye başlayan bir uygulama haline gelmekte olduğu ve özellikle günümüzün bir gerçeği olarak karşımıza çıkan küresel krizlerin negatif etkilerini en aza indirebilmek için kurumsal yönetim ilkelerinin daha etkin bir şekilde uygulandığı görülmektedir. Sonuç itibarıyla şirketler, kurumsal yönetim ilkelerini benimsemekte iken kurumsal yönetim uygulamalarının şirket üzerindeki etkilerini de değerlendirmektedirler.

Genel olarak kurumsal yönetim anlayışı içerisinde, şeffaflık, işletmenin finansal performansı, yönetim ve hissedarlık yapısı hakkında yeterli, doğru ve kıyaslanabilir bilginin zamanlı bir şekilde açıklanması olmak üzere çeşitli temel ilkeler ile tanımlanmakta olduğu belirtilmektedir. Kurumsal yönetimin şeffaflık ilkesi ile kamuoyunun doğru bir şekilde bilgilendirilmesi ve mevcut problemlerin daha önceden ortaya çıkarılması hedeflenmektedir. Bunun yanı sıra finansal performans ve hesap verebilirlik de büyük ölçüde finansal raporlamaya dayalı bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Finansal raporlamanın temelinde ise muhasebe standartlarının yer aldığı ve bu durumun yatırımcıların kararları üzerinde de büyük etkiye sahip olduğu vurgulanmaktadır. Adil yönetim de özellikle finansal bilgilendirme, etkili ve bağımsız yönetim kurulu uygulamaları ile finansal performans üzerinde etkili olduğu düşünülmektedir. Finansal performans ile bağlantılı son ilke sosyal performans ile ilgilidir. Bu konuda sosyal sorumluluğu yerine getiren şirketlerin finansal açıdan daha karlı olduğu, sosyal performansın şirketin finansal performansının öncüsü olduğu ve son olarak sosyal performans ve finansal performans arasında birbirini etkileyen bir ilişki olduğu kabul edilmektedir. Bu noktadan bakıldığında kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması, işletmelerin performanslarının sürekliliğinin sağlanmasına neden olmakta iken finansal başarının sürdürülebilir değer oluşturmasında önemli bir gösterge olacağı düşünülmektedir. Böylelikle, kurumsal yönetimin aynı zamanda firma değerinin maksimum kılınmasını hedefleyen, başka bir ifade ile firmaya değer katmayı amaçlayan bir yönetim anlayışı olduğuna inanılmaktadır.

Bu çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye’de yer alan şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisi panel veri analiz ile incelenmiştir. Analizde BIST’ye kote olan ve SPK’nın belirlediği denetim firmaları tarafından kurumsal yönetim puanları hesaplanan şirketler yer almaktadır. 2000-2014 dönemini kapsayacak şekilde XUSIN pay piyasası endeksinde yer alan 9 şirket ele alınmıştır. İşletme performansının değerlendirilmesinde finansal performans ölçüsü olarak en sık kullanılan ölçütler olan ve yapılan akademik çalışmalarda da en sık kullanılan performans ölçütleri ele alınmıştır. Bununla birlikte kurumsal yönetim uygulamalarını temsile edecek şekilde şirketlerin kurumsal olarak yönetildikleri durum için bir gölge değişken oluşturulmuştur. Panel veri analizi ve GIRM sonuçlarına bakıldığında, BIST’ye kote olmuş 9 firma için 2000-2014 döneminde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanslar üzerinde olumlu etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Özellikle farklı finansal oranlar için benzer şirketlerden elde edilen birbirlerini destekler nitelikte sonuçlar dikkat çekicidir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlık kazandığı 90’lı yıllardan itibaren yönetim ve performans arasındaki çalışmalarda da artış yaşanmıştır. Bu sayede firmaların

sahiplik yapısı değişkeni ve performansları yanı sıra yönetim kurullarının yapısı, firmanın dışı karşı açık olmasına kadar birçok belirleyicinin performans üzerinde ne şekilde etkili olduğu değerlendirilebilmiştir. Kurumsal yönetim ve performans arasındaki ilişkiyi incelemeye yönelik çalışmalara bakıldığında, birçoğu için kurumsal yönetim uygulamalarının uygulama farklılıklarına rağmen finansal performansı olumlu etkileyeceği görüşü savunulmaktadır. Türkiye’de yürütölen çalışmaların birçoğu da kurumsal yönetim finansal performans ilişkisinin pozitif yönlü olduğunu ortaya koymuştur. Bu çalışma için de panel veri analizinde elde edilen bulgular, literatürdeki yaygın kanının paralelinde kurumsal yönetimin işletmelerin finansal performansı üzerinde olumlu yönde etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Farklı finansal oranlar için benzer şirketlerden elde edilen birbirlerini destekler nitelikte sonuçlar göz önünde bulundurulduğunda, şirketler için kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performanslar üzerinde arzu edilen olumlu etkilerinin elde edilebilmesi, şirketler için kurumsal yönetim hususunda yapıcı politikaların uygulanmasıyla mümkün olabilecektir. Burada kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan işletmelerin üzerinde düşünmeleri gereken bir diğer hususta, bu uygulamalardan en yüksek verimliliği alabilmeleri için performans değerlendirmesine de önem vermek durumunda olmalarıdır. Bu sayede işletmelerin güçlü ve zayıf yanlarını düzenli bir şekilde izleyerek yatırımcılara güncel bilgi sunulabilecektir.

Panel veri analizinden elde edilen bir diğer sonuç ise kurumsal yönetim puanlarının bundan sonraki çalışmalar için önemli bir kaynak olarak kullanılabilir olmasıdır. 2007 yılından itibaren hesaplanmaya başlanan puanlama ile kurumsal yönetim uygulamalarının analiz edilebilmesinde önemli bilgiler sağlamaktadır. Kurumsal yönetim puanlaması ile ilgili önemli bir diğer husus ise; ilerleyen yıllarda puanlamaya dâhil olacak olan firmalarla beraber mevcut bulunan firmalar için, araştırmacılar, politika yapıcılar ve şirketler için daha kapsamlı bilgilerle çalışabilecek olmasıdır. Özellikle literatür paralelinde sonuçlar elde edilmesiyle ilerleyen yıllarda daha kapsamlı veriler ile benzer bir analizin yapılması gerekliliği sonucu doğmaktadır. Nihayetinde gelecek dönemlerde daha da önemli bilgiler içerecek olan kurumsal yönetim puanları, finans alanında araştırmacıların ve şirketlerin yararlanabileceği önemli bir gösterge olma özelliğine sahip olduğu görölmektedir. Önemli sonuçların elde edildiği panel veri analizi ile GİRM yaklaşımı parametrik modeller kapsamında yer almaktadır, ancak az sayıda gözlemin olduğu göz önüne alındığında ileride yapılacak çalışmalar için parametrik olmayan yöntemlerin kullanıldığı model yaklaşımlarından da faydalanılması gerekmektedir.

Bununla birlikte iktisadi teörinin değerlendirilmesinde kullanılan verinin sahip olduğu özelliklere uygun panel veri modelinin belirlenmesiyle finans alanında ilişkisiz gibi görünen şirketler için aslında ilişki içerisinde oldukları ve bu durumun dikkate alınması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu doğrultuda daha sonra gelecek çalışmalarda literatürde yer alan diğer çalışmalardan farklı olarak şirketlerin birbirlerinin kurumsal yönetim uygulamalarının hangi boyutta ve hangi kapsamda etkilediklerinin araştırılmasının dikkate değer olduğu düşünölmektedir.

Nihai bir değerlendirme ile günümüzde firma performansını artırıcı uygulamalar içerisinde değerlendirilmekte olan kurumsal yönetimin şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adil yönetim ilkelerine sahip bir yapıda olmasına paralel finansal denetimin etkili ve doğru bir şekilde yürütölmesi, kurumsal yönetimin faydalarının elde edilmesi açısından gereklilik arz ettiği düşünölmektedir. Özellikle küreselleşme olgusunun krizleri günümüzün bir gerçeği haline getirmesiyle, performans yönetiminin ne denli önemli olduğu da ortaya çıkmaktadır. Uygulama çalışması neticesinde, SPK tarafından görevlendirilen denetim firmaları tarafından hesaplanmakta olan BIST Kurumsal Yönetim Puanlaması yapılmakta olan şirketler analiz edildiğinde beklenildiği gibi kurumsal yönetimin finansal performans üzerinde pozitif etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Akal, Z. (1996). İşletmelerde Performans Ölçüm ve Denetimi: Çok Yönlü Performans Göstergeleri. Ankara: MPV Yayınları.
- Ararat, M. (2003). Kurumsal Yönetim ve Şeffaflık. 6. Muhasebe Denetimi Sempozyumu. 16–19 Nisan İstanbul: İSMMMO Yayını.
- Ataman, G. (2001). İşletme Yönetimi. Temel Kavramlar-Yeni Yaklaşımlar. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Baltagi B. H. (2005) Econometrics, John Wiley Sons 3rd Edition, West Sussex,

- Baltagi B. H. (2011) *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley Sons 4rd Edition, West Sussex,
- Baransel, A. (1979).*Çağdaş Yönetim Düşüncesinin Evrimi*. İstanbul: İşletme Fakültesi Yayınları.
- Barbaros, R. F. (2004) “Küreselleşme Sürecinde Devletin Rolü: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”. 2004 Türkiye İktisat Kongresi Tebliğ Sunuşları Kitapçığı, İzmir: DPT.
- Bhagat, S., Bolton, B., ve Ramono, R. (2010) “The Effect of Corporate Governance on Performance” içinde *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research and Practice*, H. Kent Baker ve Ronald Anderson (eds), New Jersey: John Wiley and Sons.
- Berk, Niyazi (2010). *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, 10. Baskı, İstanbul,
- Block, P. (1993), *Stewardship: Choosing Service Over Self-Interest*”, Barret-Koehler Publ, San Fransisco,.
- Calder, A. (2008). *Corporate Governance*. London: Kagan Page Limited,
- Clarke, T. (2007). *International Corporate Governance: A Comparative Analysis*. New York: Routledge.
- Chen, J, (2005); *Corporate Governance in China*, Routledge Curzon Publishing
- Colley, J. L., Doyle, J. L., Logan, G. W., Stettinius;(2005); *W. What Is Corporate Governance*, McGraw-Hill,
- Çolpan, A. M. (2006) "Kapitalizmin Evrimi ve Kurumsal Yönetim Teorileri"Kurumsal Şirket Yönetimi, SPK Yayınları, Ankara (s. 49-68)
- Copeland, T., Koller, T ve Murrin, J. (2000). *Valuation*, J.Wiley:ABD
- Cyert, R. M. March, J. G , (1963). *A Behavioral Theory of The Firm*, Prentice Hall,
- Çevik, H.H. vd (2008). *Kamu Kurumlarında Performans Yönetimi*. Ankara.
- Dağlı, H. (1998). “İşletme Yönetiminde Temsil İlişkisi ve Sorunları”, Anadolu Üniversitesi, İ.İ.B.F., VI.Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi, Eskişehir.
- Demirbaş, M. & Uyar, S. (2006) *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi*, Güncel Yayıncılık, İstanbul
- Delice, G.(2007). *Uluslararası Finansal Kuruluşlar ve Finansal İstikrar Sorunu*. Ankara: Nobel Yayınları.

- Dinçer, Ö. (1996) İşletme Bilimine Giriş. İstanbul: Beta Yayınları.
- Doğan, B. (2007). Örgüt Kültürü. İstanbul: Beta Yayınları.
- Düren, A. Zeynep. (2002). 2000’li Yıllarda Yönetim. 2. Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları.
- Ehrbar, A. (1998). EVA The Real Key To Create Value, John Wiley&Sons: ABD
- Efil, İ. (2006). İşletme Yönetimi, 8. Basım. İstanbul: Alfa Yayınları.
- Eren, Erol.(2007). Yönetim ve Organizasyon, İstanbul: Beta Yayınları.
- Ergincan Yakup ve Osman Gürbüz(2004), Şirket Değerlemesi Klasik ve Modern Yaklaşımlar, İstanbul: Literatür Yayıncılık,
- Ergun, Ü. (1998). Tekdüzen Muhasebe Sistemine Göre Finansal Tablolar. İzmir: Ege Üniversitesi Basımevi.
- Fernando, A. C. (2006). Corporate Governance: Principals, Policies and Practices. Delhi Darling Kindersley.
- Freeman, R. E.(1996) “Stakeholder Theory of The Modern Corporation”
- George G. Judge, William E. Griffiths, R. Carter Hill, Helmut Lütkepohl, Tsoung-Chao Lee (1984) “The Theory and Practice of Econometrics, 2nd Edition”, ISBN: 978-0-471-89530-5,Wiley.
- Green, S. (2005) Sarbanes Oxley and the Board of Directors, Techniques and Best Practices for Corporate Governance. John Wiley and Sons Inc.
- Greene, W. H. (2012) “Econometric Analysis, 7. basım A.B.D., Prentice Hall.
- Gücenme, Ü (2004). Muhasebe Denetimi. İstanbul: Alfa Aktüel Yayınları.
- Güredin, E. (1997). Denetim. Beta Basım Yayın Dağıtım, 7. Basım, İstanbul.
- Gürsoy Cudi Tuncer, (2007). Finansal Yönetim İlkeleri, Doğu Üniversitesi Yayınları, No:1,
- Gujarati, D. N.,(2006) “Basic Econometrics, 4. Basım A.B.D., McGraw –Hill.
- ISMMO. (2009). Uluslararası Denetim Standartları Kapsamında Bağımsız Denetim. İSMMO Yayınları.
- Helfert, E. A. (2003). Techniques of Financial Analysis”, McGRAW-HILL, New York.
- HSIAO, C. (2003). Analysis of Panel Data, 3rd Edition, Cambridge University Press, The Edinburgh Building, Cambridge, United Kingdom.
- Jerry A. Hausman, (1978).Specification Tests in Econometrics. Econometrica, Vol:46, No:6,

- Jones, G. R.(1998). Organizational Theory. 2nd Edition. USA: Longman Publishing.
- Kaplan, R. S. Ve Norton, D. P. (1996), Balanced Scorecard, İngilizceden Çeviren: Serra Egeli, Sistem Yayıncılık, İstanbul.
- Karacan, M. (2006). Küreselleşen Dünyamızda Yeni Şirket Gündemi: Kurumsal Yönetim. İstanbul: Türkiye Etik Değerler Merkezi Vakfı.
- Kaya, S., Aral. C. S. (2000). Performans Bilgisine Yönelik İyi Uygulama Prensipleri, Ankara: Sayıştay Yayınları.
- Knight, J. A. (1998). Value Based Management, ABD: McGraw Hill
- Koçel, T. (2001). İşletme Yöneticiliği. 8.Basım, İstanbul: Beta Yayınları.
- Koçel, T. (2007). İşletme Yöneticiliği. 11.Basım, İstanbul: Arıkan Yayınları
- Kutunis, R. Ö. (2003). Örgütlerde Davranış Bilimleri, Sakarya: Sakarya Kitabevi.
- Mallin, C. (2007). Corporate Governance. 2nd Edition, Oxford: Oxford University Press.
- Marshall, G.(1999). Sosyoloji Sözlüğü. Ankara. Bilim ve Sanat Yayınları.
- Daniel, M., Puffer, S. M., Shekshnia, V.(2004). Corporate Governance in Russia. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Menteş, A.(2009). Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi. İstanbul: Derin Yayınları.
- Mintzberg, H. And J. B. Quinn, (1996), The Strategy Process, Prentice-Hall, New Jersey,
- Monks, R. A. G., Minow. N.(2008). Corporate Governance. 4th Ed., Chichester: Wiley.
- OECD. (2006). Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study, OECD Publication
- OECD. (1998). Corporate Governance: Improving Competitiveness and Access to Capital and Global Markets. Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2004). OECD Principles for Corporate Governance. Paris: OECD Publication
- Otley, D. (2002). "Measuring Performance: The Accounting Perspective", in Business Performance Measurement: Theory and Practice. Cambridge: Cambridge University Press.
- Özkara, B., Özcan, K. (1998). "Kurumsal Diskurun Rasyonel Temelleri: Yeni Kurumsal Kuram Bağlamında Rasyonelite Tartışması". Osmangazi Üniversitesi, XVII. Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi. Eskişehir,
- Öztürk, İ. vd. (2011). Büyük Dönüşüm: Ekonomi, Şirketler, Girişimci. İstanbul: İTO

Yayımları.

- Peters, A., Stiftung, B. (2010). The Role of Governments in Promoting Corporate Responsibility and Private Sector Engagement in Development. New York: UN Global Contact.
- Şendoğlu, A. (2010). Kurumsal Yönetişim Işığında Bankalarda Fon Yönetimi. Konya: Gençlik Kitabevi Yayınları.
- Solomon, J., Solomon, A.(2004) Corporate Governance and Accountability, John Wiley & Sons,.
- Solomon, J. (2007). Corporate Governance and Accountability. Chichester: Wiley.
- SPK. (2005). Kurumsal Yönetim İlkeleri, İstanbul: SPK Yayını.
- Taner, B. G. C. Akkaya (2004), Sermaye Piyasası: Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler, İzmir, Birleşik Matbaacılık.
- Tatoğlu, F.Y. (2012) Panel Veri Ekonometrisi; Stata Uygulamalı; Beta Yayınları İstanbul.
- Tatoğlu, F.Y. (2012) İleri Panel Veri Analizi; Stata Uygulamalı; Beta Yayınları İstanbul.
- TKYD. (2006). Nedir Bu Kurumsal Yönetim, İstanbul: TKYD Yayını, Kurumsal Yönetim Serisi,
- Todd, A. (2010). “Corporate Governance: Best Practices” içinde Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research and Practice. H. Kent Baker ve Ronald Anderson (eds), New Jersey: John Wiley and Sons.
- Topak, M. Sabri. (2010), “Ekonomik Katma Değer ve Hisse Senedi Verimini Belirlemedeki Etkisi”, İstanbul, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, **Yayımlanmamış Doktora Tezi**,
- TÜSİAD. (2002). Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi. İstanbul: TÜSİAD Yayını.
- Tuzcu, A. (2004). Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: BIST–100 Örneği. Ankara.
- Uyargil, C. Vd (2008). İnsan Kaynakları Yönetimi. İstanbul: Beta Yayınları.

- Vural, B. A. (2005). Örgüt Kültürü. İstanbul: İletişim Yayınları.
- World Bank. (2003). Working Together: World Bank- Civil Society Relations. Washington: World Bank Publication.
- Wooldridge, J. (2008). Introductory Econometrics A Modern Approach, Hardcover, South Western Educational Publishing.
- Zellner, A. (1962), “An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias”, **Journal of the American Statistical Association**, Vol. 57, No. 298, 348- 368,

SÜRELİ YAYINLAR

- Abdioğlu, H. (2008). “İç Denetim alanında Mesleki Yetkinliklerin Güçlendirilmesi Arayışları ve İngiltere ve İrlanda İç Denetçiler Enstitüsünün Yetkinlik Tanımlamaları”. Sayıştay Dergisi, Sayı. 68.
- Acar, M. (2003). “Tarımsal İşletmelerde Finansal Performans Analizi”, Erciyes Üniversitesi İİBF Dergisi. Sayı. 20, Ocak-Haziran.
- Acar, A. B, Şahin. E. A.(2009). “Plan – Bütçe İlişkisi Açısından İç Denetim”, Maliye Dergisi. Sayı: 156, Ocak – Haziran.
- Acar, D. Mortaş, M. (2011). “İşletmelerin Hesap Verebilirlikleri ile Performans Oranları İlişkisi: BIST–30 Endeksinde Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Araştırma”, KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi, Cilt 13, Sayı 21.
- Akyay Uygur,(2009) “Çok Boyutlu Performans Değerlendirme Modeli Olarak Dengeli Başarı Göstergesi Uygulaması” Doğuş Üniversitesi Dergisi, C 10, Sayı 1, s. 150.
- Akyel, R. (2010). “Bağımsız Kamu Dış Denetimi (Yüksek Denetim) İle İç Denetim Arasında Koordinasyon”, Bütçe Dünyası Dergisi. Sayı 34,
- Altıntaş, H. (2006). “Bankacılık ve Finansal Krizleri Önlemede Şeffaflık ve Bilgi Düzeyinin Önemi”. SDÜ İİBF Dergisi. Cilt 11, Sayı 1.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., Reeb, D. M. (2003). “Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt”, Journal of Financial Economics, Vol. 68.
- Ang, J. S., Cole, R. A., Lin, J. W. (2000). “Agency Costs and Ownership Structure”,

Journal of Finance. Vol.55, No.1.

- Apan, A. (2008). “Yeni Kamu İşletimi ve Performans Yönetimi”. Türk İdare Dergisi. Sayı.460, Eylül.
- Apaydın, F.(2008). “Kurumsallaşmanın Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Performansına Etkileri”. ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi. Cilt. 4, Sayı. 7.
- Apaydın, F. (2009). “Kurumsal Teori ve İşletmelerin Kurumsallaşması”. Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi. Cilt 10, Sayı 1.
- Aras, Güler (2006), “Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir İşletme Performansı”
www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/G%C3%BCler%20Aras%20makale.pdf (ErişimTarihi: 10.11.2012).
- Arı, Mustafa (2008). “Kurumsal Yönetim Ve Finansal Tabloların Güvenilirliği” Eskişehir Üniversitesi İİBF Dergisi. 3; 2(2008): 43-68.
- Arslan, A.(2002). “Kamu Harcamalarında Verimlilik, Etkinlik ve Denetim”. Maliye Dergisi. Sayı: 40, Mayıs-Ağustos.
- Arsoy, A. P. (2008). “Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları”. AKÜ İİBF Dergisi. Cilt 10, Sayı 2.
- Aslan, B. (2010). “Bir Yönetim Fonksiyonu Olarak İç Denetim”. Sayıştay Dergisi. Nisan – Haziran , Sayı. 77.
- Aysan M. (2007). MuhasebeVe Kurumsal Yönetim. Muhasebe ve Finansman Dergisi (MUFAD), Sayı: 35, 17-23.
- Atkinson, A.A., Waterhouse, J.H. Ve Wells, R.B., (1997), A Stakeholder Approach To Strategic Performance Measurement, Sloan Management Review,38 S.25-38.
- Attas, D.(2004= “A Moral Stakeholder Theory of the Firm,” Ethics and Economics, cilt 2, Journal of Ethics and Economics and Zeitschrift fur Wirtschafts und Unternehmensethik, 5(3), s. 312-318
- Bayrakdaroğlu Ali; (2010) Mülkiyet Yapısı Ve Finansal Performans: BIST Örneği,Ekonomi Bilimleri Dergisi; Cilt 2, Sayı 2, 2010
- Bayri, O.(2006). Hesap Verebilirlik Ve Hesaplaşabilirlik (Accountability) Kavram Ve Kültürü İçinde Muhasebenin Rolü Ve Önemi. Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi (MÖDAV), Cilt:8, Sayı: 2, 125-140.
- Beattie, A. V.(2000). “The Future of Business Reporting: A Review Article”. Irish

Accounting Review, No 7/1.

- Bebzuc, Ricardo N. (2005), "Corporate Governance and Ownership: Measurement and Impact on Corporate Performance and Dividend Policies in Argentina", Latin American Research Network Working Paper, R-5/16, p. 1-59.
- Bhasa, M. P. (2004), Understanding the Corporate Governance Quadrilateral, Corporate Governance Journal, v.4, no.4, s.7-15,
- Bhagat Sanjai and Brian Bolton;(2008); Corporate governance and firm performance; Journal of Corporate Finance 14; 257–273
- Blair, M. M, (1995) Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance For The Twenty First Century, Brookings Institution Press,
- Bianco, M. & Casavola, P. (1999). "Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance", European Economic Review, Vol.43,
- Black S. Bernard, Jang, Hasung ve Kim, Woochan (2003), "Does Corporate Governance Effect Firm Value: Evidence From Korea", America Economic Association Annual Meeting, p.1-60.
- Black S. Bernard, Love, Inessa ve Rachinsky, Andrei (2006), "Corporate Governance Indices and Firms' Market Values: Times Series Evidence from Russia", Emerging Markets Review (7): 2006: 361-379.
- Boubakri, N., Cosset, J. C.& Guedhami, O. (2004) "Privatization, Corporate Governance and Economic Environment Firm-Level Evidence from Asia" Pasific-Basin Finance Journal, Vol.12, 65-90
- Cheng, S. (2006) "Board Size and The Variability of Corporate Performance" Journal of Financial Economics, s.1-26.
- Chiang H.(2005) An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance, The Journal of American Academy of Business, Cambridge, March
- Chung, K. H., Wright, P.,& Kedia, B. (2003) "Corporate Governance and Market Valuation of Capital and R&D Investments", Review of Financial Economics, Vol. 12, s.161-172
- Çonkar, K. Elitaş, C. Atar, G. (2011). "BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki

- (XKURY) Firmaların Finansal Performanslarının TOPSIS Yöntemi İle Ölçümü Ve Kurumsal Yönetim Notu İle Analizi”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, Cilt 61, Sayı 1: 81-115.)
- Cohen, G., Yagil, J. (2006). “A Multinational Study of Agency Costs Dividends”. International Research Journal of Finance and Economics, No.6.
- Coleman A Kyereboah, (2008); Corporate Governance And Firm Performance In Africa: A Dynamic Panel Data Analysis ; J.Stud.Econ.Econometrics, 32(2) P:1-24
- Crutchley, C. Marlin, E, Jensen, R. H, Jahera, J.S. ve Raymond, J. E. (1999). “Agency Problem and Simultaneity of Decision Making The Role of Institutional Ownership”. International Review of Financial Analysis. Vol.8, No.2, 1999.
- Dalğar Hüseyin, Sait PEKİN,(2011) ; Kurumsal Yönetim İle Finansal Tablo Manipülasyonu Arasındaki İlişki: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde Yer Alan Şirketlerde Bir Araştırma, İsmmmo Mali Çözüm Dergisi; Eylül Ekim S: 19-43
- Davidson, S., Brooks, R. (2004). “R&D, Agency Costs and Capital Structure: International Evidence”, Econometric Society, Vol.59.
- Del Brio Eshter vd;(2006) Corporate Governance and Diversification In A Scenario of Weak Shareholder Protection; Corporate Ownership & Control, 4: 25-36.
- Demsetz, H., Lehn, K. (1985). “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, The Journal of Political Economy. Vol. 93, No.6.
- Dess, Gregory G. ve Richard B. Robinson; (1984), “Measuring Organizational Performance in the Absence of Objective Measures: The Case of Privately-held Firm and Conglomerate Business Unit”. Strategic Management Journal. Vol.5, ss.265-273.
- Dinç, Engin Ve Abdioğlu Hasan (2009). “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı Ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: BIST-100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma” Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. 12; 21(2009): 157-184
- Donaldson, T., Preston, L. E.(1995) “The Stakeholder Theory of The

- Corporation: Concepts, Evidence and Implications”, *Academy Management Review*, v.20, sayı 1, s.65-91
- Doyrangöl, N. C.(2002). “İşletme Çevresindeki Olumsuz Gelişmeler Karşısında İç Denetimin Yeri ve Önemi”, *Mali Çözüm Dergisi*. Sayı. 60.
- Dönmez, D.(2011). “Girişimci Yönetim Biçimi ve Finansal Performans İlişkisi: Çanakkale Bölgesinde Faaliyet Gösteren Otel İşletmelerinde Bir Araştırma”. *İÜ İşletme Fakültesi Dergisi*. Cilt 40, Sayı 2.
- Drobetz Wolfgang, Schillhofer Andreas, Zimmermann Heinz (2003), “Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Germany”
<http://www.wvz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/05-03.pdf>
(Erişim Tarihi: 01.09.2012).
- Ehikioya, B. I.(2009) Corporate Governance Structure And Firm Performance In Developing Economies: Evidence From Nigeria, *Corporate Governance*, Vol.9, No.3
- Eisenhardt, K. (1989). “Agency Theory: An Assessment and Review”, *Academy of Management Review*, Vol.14, No.1.
- Elitaş, C., Ağca, V. (2006). “Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve”. *AKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 8, Sayı 2, Aralık 2006.
- Ertuğrul Murat;(2009) Finansal Performans Ölçümünde Dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* Cilt/Vol.9 –S:1 s:19–46
- Fama, E F. Jensen, M. C. (1983). “Agency Problems and Residual Claims”. *Journal of Law and Economics*. Vol. 26, No.2.
- Florackis; Chrisostomos; (2005); Internal Corporate Governance Mechanisms And Corporate Performance: Evidence For UK Firms; *Applied Financial Economics Letters*,211–216
- Freeman, R. E., Wicks, A. J., Parmar, B.(2004) “Stakeholder Theory and the “Corporate Objective” Revisited”, *Organization Science Journal*, v.15, sayı 3,s.364-369,
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003) "Corporate Governance and Equity

- Prices", *Quarterly Journal of Economics*, 108-155
- Grant, H. G.(2003), "The Evolution of Corporate Governance and Its Impact on Modern Corporate America", *Management Decision*, Cilt 41, Iss: 9, s.923 – 934,
- Greenwood, R. Hinnings, C. (1996). "Understanding Radical Organizational Change: Bringing together the Old and the New Institutionalism", *Academy of Management Review*, October.
- Gugler, K. & Yurtoğlu, B. B. (2003) "Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany", *European Economic Review*, Vol. 47, 731-758
- Gursoy, G. & Aydogan, K. (2002). Equity Ownership, Risk Taking And Performance: An Empirical Investigation İnturkish Listed Companies. *Emerging Markets Finance And Trade*, 38(6), 6-25.
- Güler, B. A. (2003). "Yönetişim: Tüm İktidar Sermayeye", *Praksis*, Sayı 9.
- Güney, Y., Özkan, A. (2005). "New Insights on the Importance of Agency Costs for Corporate Debt Maturity Decisions". *Applied Financial Economics Letters*, Vol.1.
- Gürbüz A. Osman, Aslı Aybars, Özlem Kutlu, (2010); *Corporate Governance And Financial Performance Witha Perspective On Institutional Ownership: Empirical Evidence From Turkey*; *JAMAR*; Vol. 8 · No.2 P:21-38
- Güzel, T. - Mersin, Z. (2007). *Bilgi Teknolojilerinin İşletmelerin Muhasebe Uygulamalarında Yarattığı Değişim. Muhasebe Ve Finansman Dergisi (MUFAD)*, Sayı: 35, 172-177.
- Hall, J.H. Ve Brummer, L.M., (1999). "The Relationship Between The Market Value Of A Company And Internal Performance Measurements", 6th Annual Conference, *Multinational Financesociety*, University Of Pretoria, Güney Afrika, Temmuz, 7-10.
- Haslindar Ibrahim, Fazilah Abdul Samad;(2011) ; *Corporate Governance Mechanisms And Performance Of Public-Listedfamily-Ownership İn Malaysia*; *Intemational Jomial Of Economics And Finance* Vol. 3, No. 1 ; February ; P:105-115
- Heibatollah Samia, Justinwangb, Haiyan Zhouc;(2011); *Corporate Governance And Operating Performance Of Chinese Listed Firms*; *Journal Of International Accounting, Auditing And Taxation* 20;106– 114

- Helvacı, M. A. (2002). "Performans Yönetimi Sürecinde Performans Değerlendirmenin Önemi". AÜ Eğitim Bilimleri Dergisi. Cilt 35, Sayı 1–2.
- Hiraki, T., Inoue, H., Ito, A., Kuroki, F., & Masuda, H. (2003) "Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998", Pasific-Basin Finance Journal, Vol. 11, s.239-265
- Isık, Y. & Saygılı, S.(206) "Kurumsal Şirket Yönetimi-Performans ilişkisi ve Gelisme Perspektifi", Kurumsal Şirket Yönetimi, SPK Yayınları Ankara, s:155-170.
- İşcan, Ö. F., Kaygın, E.(2009). "Kurumsal Yönetim Sürecinin Gelişimi Üzerine Bir Araştırma". AÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi. Cilt 13, Sayı 2.
- Işığışok, E. (2008). "Performans Ölçümü, Yönetimi ve İstatistiksel Analizi", İÜ İktisat Fakültesi Ekonometri ve İstatistik Dergisi. Sayı 7.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure". Journal of Financial Economics. V:3, N.4.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., Zorn, T. S. (1992). "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies". Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol.27, No.2.
- Karacaer, S. ve İbrahimoglu, N.(2003). " İşletme Yönetiminde Muhasebe Bilgi Sistemi, İç Kontrol, Verimlilik İlişkisi Ve Önemi." H.Ü.İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 21, Sayı 1, 211-228.
- Kaygusuz, S.Y,(2005), Yönetim Muhasebesinin Performans Yönetimi Fonksiyonunda Geldiği Son Nokta: Balanced Scorecard (Ölçüm Kartıteknigi), "İş, Güç" Endüstri İlişkileri Ve İnsan Kaynakları Dergisi, Cilt 7,Sayı 1, S. 82-100.
- Kısakürek, M.M ve Pekcan, A. (2005). "Muhasebenin Ürettiği Bilgiye Farklı Açılardan Bakışlar." C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt 6,Sayı 2, 107–125.
- Kim H.J. S.S. Yoon, (2007) ; Corporate Governance And Firm Performance In Korea, Malaysian Accounting Review, Volume 6 No. 2
- Klein, Peter, Shapiro, Daniel, Young, Jeff (2004), "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence", CIBC Centre for Corporate Governance and Risk Management Working Paper Series, 2006-1, p. 1-35.

- Kök, S. B. (2005) "Aile Şirketleri'nde Yeniden Yapılanma Eğilimi ve Kurumsallaşma İhtiyacı", 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongre Kitabı, TOBB Üniversitesi.Ankara, (s. 41-54)
- Küçükkancabaş, Selin; Ayşe Akyol ve Berk M. Ataman; (2006), "İlişki Pazarlaması Bileşenlerinin Şirket Performansı Üzerindeki Etkileri: İçecek Sektöründe Uygulamalı Bir Araştırma", MÜ SBE Öneri, 7(25), ss.131-139.
- Lavie, D. ve Miller, S.R, (2008). Alliance Portfolio Internationalization and Firm Performance, *Organization Science*, 19(4), July–August., 623–646
- Lawrence, T, Winn, Monika I, Jennings, D. (2001). "The Temporal Dynamics of Institutionalization". *The Academy of Management Review*, Vol. 26, No.4.
- McMahon, R. G. P. (2004). "Equity Agency Costs Amongst Manufacturing SME's", *Small Business Economics*, Vol.22, No 2.
- Mingjuntang; Lornen. Switsera,(2009) The impact of corporate governance on The Performance of u.S. Small-Cap firms the basic five-Equationis: *International Journal Of Business*, 14(4), P: 341-355
- Min, J. H. & Prather, L. J. (2001) "Tobin'q, Agency Conflicts, and Differential Wealth Effects of International Joint Ventures", *Global Finance Journal*, Vol.12, 267-283
- Nicholson G. J. and G. C. Kiel; (2007); Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance, *Corporate Governance*, Volume.15, Number.4,
- Okçu, Murat. (2007) "Yönetişim Tartışmalarına Katkı: Avrupa Birliği İçin Yönetişim Ne Anlama Geliyor?". *SDÜ İİBF Dergisi*. Cilt 12, Sayı 3,
- Özdemirci, F. Ve Cengiz, A.(2007). Kurumsal Bilgi Kaynakları Ve Bilgi Yönetimi, *Institutional Knowledge Sources And Knowledge Management*. *Türk Kütüphaneciliği*, 21:2,164-185.
- Özmutaf, Nezh Metin.(2007) "Örgütlerde Bireysel Performans Unsurları ve Çatışma". *CÜ İİBF Dergisi*. Cilt 8, Sayı 2,
- Öztürk, M. B., Demirgüneş, K. (2008). "Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye", *Selçuk Üniversitesi SBE Dergisi*, Sayı 19.
- Övünç, Güzin, (2004); "Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Çalışmaları Yatırımcıya Daha Çok Yansıtılmalı", *Analiz*, 30 Ekim

- Renneboog, L. (2000) "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange" *Journal of Banking & Finance*, Vol.12, s. 1959-1995.
- Park, Y. W. and Shin, H,(2004) Board Composition and Earnings Management in Canada, *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, Is.3,
- Pawlina, G. Renneboog, L. (2005). "Is Investment Cash Flow Sensivity Caused By Agency Cost Or Asymmetric Information? Evidence from U.K". *European Financial Management*. Vol.11, No.4.
- Saltoğlu Múge,(2005) "Uluslararası Finansal Raporlamannın Geleceğine Yón Veren Gelişmeler" , MÓDAV, Sayı 1
- Sónmez, A., Toksoy, A. (2011). "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Türkiye'deki Aile İşletmelerine Uygulanabilirliđi", *Maliye Finans Yazıları Dergisi*, Sayı 92,
- Stroh, L., Brett, J. (1996). "Agency Theory and Variable Pay Compansation Strategies", *Academy of Management Journal*, Vol.39, No.33.
- şimşek, Z. (1998). "Üç Perspektif Işığında Örgütsel Kuramın Bugünü ve Geleceği Üzerine Bir Değerlendirme". *Anadolu Üniversitesi, İİBF., VI.Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi*, Eskişehir.
- şengür E., Dilek ve S. Özbek Püskül.(2011) "BIST Kurumsal Yönetim Endekslerindeki şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı, İşletme Performansının Değerlendirilmesi". *Dumlupınar Üniversitesi SBE Dergisi*. Sayı 31,
- Sandıkçioğlu, A. (2005). "Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi" *SPK Yeterlilik Etüdü Ankara*
- Schoorman, D. And L. Donaldson, James Davis, (1997), " Towards Stewardship Theory", *The Academy of Management Rewiev*, Vol:22. No:1, p.21.
- Standard&Poor's Governance Services (2002) "Standard&Poor's Corporate Governance Scores",
- Toraman Cengiz, Abdioğlu Hasan;(2008); BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi; [Muhasebe ve Finansman Dergisi, c:40 :s: 96-109](#)
- Turunç, Ö., Çelik, M. (2010). "Çalışanların Algıladıkları Örgütsel Destek ve İş Stresinin

Örgütsel Özdeşleşme ve İş Performansına Etkisi”. Yönetim ve Ekonomi. Cilt. 17 Sayı 2.

Türkmen Sibel YILMAZ; Gülcan ÇAĞIL;(2012) ; BIST’ye Kote Bilişim Şirketlerinin Finansal Performanslarının Yöntemi İle Değerlendirilmesi Maliye Finans Yazıları Yıl: 26 Sayı: 95

Yeni TTK’nın Kılavuzu”,

[Http://Www.Tobb.Org.Tr/Lists/Mansetlistesi/Attachments/421/Turk%20ticaret%20kanunu%20sunumu.Pdf](http://www.tobb.org.tr/lists/mansetlistesi/attachments/421/turk%20ticaret%20kanunu%20sunumu.pdf), (01.06.2012)

Venkatraman, N. ve Vasudevan Ramanujam; (1986), “Measurement of Business Performance in Strategic Research: A Comprasion of Approaches”, Academy of Management Review,11 (4), ss.801-811.

Wei’an, Li, Yuejun, Tang (2007), “An Evaluation of Corporate Governance Evaluation, Governance Index (CGINK) and Performance: Evidence from Chinese Listed Companies in 03”, Frontiers of Business Research in China (1): 1-18

Yenice, E.(2006). “Kamu Kesiminde Performans Ölçümü ve Bütçe İlişkisi”. Sayıştay Dergisi, Sayı 61.

Zabihollah Rezaee, (2005). “Causes, Consequences, And Deterence Of Financial StatementFraud” Critical Perspectives On Accounting. 16 (2005): 277–298

Zajac, E. J., Westphal, J. D. (2004). “The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions”. American Sociological Review, Vol.69, No.3.

Xu, H. (2003). Critical Success Factors For Accounting Information Systems Data Quality,University Of Southern Quesland. s.1, [http://www.eprints.usq.edu.au/1526/ -26k](http://www.eprints.usq.edu.au/1526/-26k), 11.12.2012

DİĞER KAYNAKLAR

Commission of the European Communities. (2001). European Governance: A White Paper, Brussels, COM2001, 25.7.2001.

Kahveci, C. (2008). İç Denetimin Vekâlet Teorisindeki Yeri ve Önemi, Bir Bankada Yapılan Araştırma. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

- Kalkan, Adnan; (2005), “Kobilere Sağlanan Desteklerin Örgütsel Performansa Etkileri”, GYTE, SBF Doktora Tezi,
- Karayel, M. (2006). Türkiye’deki İşletmelerde Kurumsal Yönetişim Bilincinin Ölçülmesine İlişkin Batı Akdeniz Bölgesinde Bir Araştırma. Isparta: Süleyman Demirel Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,
- Karayel Mete; (2011); Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Dünü, Bugünü Ve Yarını: BİST 100 Şirketlerinde Kurumsal Yönetim Derecelendirme Çalışması; Süleyman Demirel Üniversitesi, İşletme Bölümü Doktora Tezi,
- Kurtuluş, N. (2012). “Yeni Türk Ticaret Kanunu ve Kurumsal Yönetim”, Yeni Türk Ticaret Kanunu Bülteni. Deloitte.
- SAYIŞTAY, (2003), Sayıştayın Performans Ölçümüne İlişkin Ön Araştırma Raporu, Eylül.
- Topçu, H. İ. (2005). Vergi Denetimi Beyandışı Ekonomi İlişkisi İstanbul Örneği. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi.
- Yıldırım, M. (2007). Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri. Dokuz Eylül Üniversitesi SBE Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Yıldız, S. (2010). Entelektüel Sermayenin İşletme Performansına Etkisi: Bankacılık Sektöründe Bir Araştırma, Marmara Üniversitesi SBE Doktora Tezi,
- Taş Erol,(2007); Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Bankalar Üzerine Bir Uygulama, Kırıkkale: Kırıkkale Üniversitesi SBE Yayınlanmamış Y. Lisans Tezi.

İNTERNET KAYNAKLARI

- Akarkarasu, N. (2000). “Halka Açık Şirketlerde İç Denetim ve Denetim Kurullarının Etkinleştirilmesi İçin Öneriler, Yeterlik Etüdü, S.P.K İstanbul, 18.08.2012 <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/arastirmaraporlari/kye/nakarkarasu.pdf> .
- Aksu, M., Köseadağ, A. (2005). “The Relationship Between Transparency & Disclosure and Firm Performance in the ISE: Do IFRS Adoption Make a Difference?”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=914238##, (01.03.2012)
- Demirel, D. (2005). “Kamusal Retorikte Moda Trend: Yeni Kamu Yönetimi”, Sayıştay

- Dergisi. Sayı 58, <http://www.sayistay.gov.tr/yayin/dergi/icerik/der58m6.pdf>.
[Erişim: 18.08.2012.](#)
- Doukas, J. A, Kim, C., Pantzalis, C. (2000). “Security Analysis, Agency Costs, and Company Characteristics”,
<http://ssrn.com/abstract=223512>,http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=223512, Erişim:18.08.2012.
- Heves, M. (2011). “Ekonomik Kriz Döneminde Bankacılık Sektöründe Kurumsal Yönetişim Uygulamalarının Finansal Performansa Etkisi”, 15. Finans Sempozyumu, İnönü Üniversitesi, Malatya, 12–15 Ekim 2011,
<http://www.finansbilimplatformu.com/ufs2011/tammetin/full/02.pdf>,
(29.02.2012)
- Index of Codes”,(2012); http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php, (04.02.2012)
- Maher, M., Anderson, T. “Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth”, <http://www.oecd.org/dataoecd/10/34/2090569.pdf>,
(11.03.2012)
- OECD Principles of Corporate Governance, 2004, <http://www.oecd.org>, 12.09.2012
- Russian Code of Corporate Conduct”,
http://www.ecgi.org/codes/documents/final_code_english.pdf, (20.02.2012)
- TBB, “Uluslararası Kuruluşların İyi Yönetime Yaklaşımları”,
http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/rapor.doc, (10.03.2012)
- Tunç, F.(2011). “Yeni Türk Ticaret Kanununda Kurumsallaşmayla İlgili Düzenlemeler”,
Kurumsallaşma ve Denetim Konferansı, 5–9 Ekim 2011,
<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/10/tr/FerruhTunc.pdf>,
(01.06.2012)
- Turnbull, S. (2003), “Corporate Governance: Its Scope Concern Therories”,
<http://.cop.kent.edu/lib/turnbull4.html>, 30.11.2012.
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası,
http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi_merkezi/kyd_yayinlari/bcgraporweb.pdf, (01.03.2012)

Ek A Çalışmaya İlişkin Veri Seti

id	t	ko	co	lnaktif	roa	roe	eo	id	Şirket
1	2000	0.617646	1.429515	20.09981	0.079145	0.206994	0	1	Vestel
1	2001	0.708582	1.386854	20.69232	0.056438	0.193667	0	2	Tofaş
1	2002	0.765024	2.023116	21.24885	0.043152	0.183643	0	3	Tüpraş
1	2003	0.722008	1.966178	21.38029	0.053959	0.194101	0	4	Otokar
1	2004	0.714195	1.422686	22.06412	0.022387	0.087312	0	5	Arçelik
1	2005	0.720651	1.28425	22.18984	0.019934	0.08187	0	6	Petkim
1	2006	0.731753	1.152001	22.27255	0.000629	0.002609	0	7	Turcas
1	2007	0.698565	1.188867	22.17576	0.007846	0.029209	1	8	Park Elk
1	2008	0.776002	0.986147	22.07707	-0.10318	-0.54452	1	9	Aygaz
1	2009	0.704278	1.12879	22.05725	0.026534	0.104958	1		
1	2010	0.714372	1.155363	22.10912	0.011775	0.047079	1		
1	2011	0.779461	1.044662	22.35888	-0.00577	-0.02989	1		
1	2012	0.727077	1.017248	22.31576	-0.02522	-0.09797	1		
1	2013	0.761356	0.955276	22.45258	-0.01658	-0.07404	1		
1	2014	0.812787	1.06359	22.71406	0.014222	0.078517	1		
2	2000	0.634189	1.209475	19.70842	0.074786	0.20444	0		
2	2001	0.726071	1.132435	20.54387	-0.00072	-0.00262	0		
2	2002	0.680438	1.089091	20.94016	-0.0156	-0.04883	0		
2	2003	0.542269	1.343033	21.32205	0.003962	0.008474	0		
2	2004	0.466673	1.62137	21.23294	0.020242	0.035915	0		
2	2005	0.462866	1.529198	21.38234	0.073381	0.136616	0		
2	2006	0.579138	1.328861	21.60655	0.033849	0.080428	0		
2	2007	0.634453	1.289418	21.87897	0.055354	0.151428	1		
2	2008	0.686482	1.099944	21.99601	0.049222	0.156999	1		
2	2009	0.674335	1.12991	22.19738	0.082513	0.253369	1		
2	2010	0.67717	1.35505	22.38797	0.072712	0.225233	1		
2	2011	0.716075	1.30155	22.56415	0.075239	0.264996	1		

2	2012	0.659333	1.451687	22.52384	0.073026	0.214363	1
2	2013	0.679698	1.321427	22.50299	0.073247	0.228681	1
2	2014	0.685418	1.129567	22.68678	0.080603	0.256222	1
3	2000	0.614434	1.45692	21.20525	0.150055	0.389182	0
3	2001	0.665146	1.306206	21.5051	0.086312	0.257761	0
3	2002	0.626936	1.288367	21.82462	0.057809	0.154958	0
3	2003	0.518499	1.557632	21.95885	0.12618	0.262055	0
3	2004	0.404514	1.794864	22.40281	0.122923	0.207654	0
3	2005	0.433886	1.742752	22.43812	0.122519	0.217891	0
3	2006	0.503524	1.385369	22.67292	0.117051	0.237587	0
3	2007	0.543583	1.314549	22.92955	0.143635	0.317243	1
3	2008	0.588243	1.074433	22.8793	0.05087	0.12488	1
3	2009	0.630301	1.079667	23.04794	0.079795	0.217498	1
3	2010	0.719705	1.049904	23.35645	0.053266	0.191651	1
3	2011	0.701473	1.080906	23.41505	0.084329	0.284789	1
3	2012	0.706294	1.131525	23.53555	0.088381	0.303582	1
3	2013	0.756922	0.939217	23.7744	0.056728	0.235431	1
3	2014	0.716739	0.816654	23.81124	0.067029	0.238783	1
4	2000	0.621259	0.870233	17.72441	0.137419	0.36283	0
4	2001	0.697475	0.739129	18.34824	0.096427	0.31874	0
4	2002	0.559185	0.87902	18.94126	-0.01343	-0.03047	0
4	2003	0.537732	1.211378	19.07039	0.048275	0.104431	0
4	2004	0.490993	1.516435	19.18409	0.096422	0.189431	0
4	2005	0.502758	1.515857	19.15466	0.044906	0.09031	0
4	2006	0.476988	1.557886	19.36844	0.160518	0.306911	0
4	2007	0.512302	1.459066	19.49295	0.128586	0.263658	0
4	2008	0.708781	0.965933	20.04571	0.068632	0.235673	1
4	2009	0.678198	1.257693	20.10333	0.062939	0.195582	1
4	2010	0.727044	1.188049	20.27014	0.032689	0.119759	1
4	2011	0.750367	0.978903	20.5662	0.064175	0.257076	1
4	2012	0.766988	1.282994	20.76001	0.075453	0.323814	1
4	2013	0.801295	1.192014	21.0419	0.070214	0.353357	1
4	2014	0.802253	1.058495	20.93478	0.058898	0.297843	1
5	2000	0.543966	1.794972	20.27203	0.099423	0.218017	0
5	2001	0.597657	2.296854	20.5901	0.024402	0.060651	0
5	2002	0.57401	2.060373	21.09877	0.129235	0.303376	0
5	2003	0.517154	1.836083	21.79927	0.058949	0.123869	0
5	2004	0.511016	1.72366	21.97324	0.084006	0.174042	0
5	2005	0.584287	1.729134	22.35979	0.050593	0.126547	0
5	2006	0.665017	1.461509	22.57613	0.050822	0.154088	0
5	2007	0.671243	1.342895	22.59918	0.021022	0.064798	0
5	2008	0.708253	1.478869	22.64894	0.000956	0.003383	0
5	2009	0.573106	1.307672	22.58372	0.078272	0.186298	1
5	2010	0.534574	2.027524	22.71412	0.075016	0.164369	1
5	2011	0.602986	1.709006	22.94223	0.058828	0.152608	1
5	2012	0.616037	1.709372	23.04841	0.053444	0.142292	1
5	2013	0.637299	1.872122	23.15784	0.05457	0.153266	1
5	2014	0.645123	1.912014	23.24056	0.051471	0.146472	1
6	2000	0.308658	2.239602	20.23051	-0.01715	-0.02481	0
6	2001	0.257607	2.770834	20.6051	0.003249	0.004377	0
6	2002	0.211921	2.205104	21.34476	0.001422	0.001804	0

6	2003	0.187278	2.483128	21.28469	-0.13998	-0.17223	0
6	2004	0.152155	4.049489	21.28499	0.035322	0.04166	0
6	2005	0.22298	1.945428	21.31208	-0.05469	-0.07039	0
6	2006	0.207127	2.203477	21.33246	0.031532	0.039769	0
6	2007	0.220348	2.13529	21.38262	0.034113	0.043754	0
6	2008	0.201202	1.764854	21.25289	-0.08906	-0.1115	0
6	2009	0.304249	1.509483	21.47147	0.053963	0.077561	1
6	2010	0.326423	1.621939	21.58864	0.054752	0.081285	1
6	2011	0.362558	1.58566	21.70577	0.038314	0.060106	1
6	2012	0.405464	1.41482	21.75266	0.008789	0.014784	1
6	2013	0.473906	1.401373	21.90058	0.015065	0.028636	1
6	2014	0.423677	1.55503	22.05517	0.002291	0.004071	1
7	2000	0.894486	0.823768	18.4717	-0.11718	-1.11059	0
7	2001	1.271802	0.425438	18.70476	-0.57179	2.103698	0
7	2002	1.071785	1.047567	18.72095	0.090602	-1.26213	0
7	2003	0.449154	1.149712	19.44576	0.140006	0.254165	0
7	2004	0.380647	1.245499	19.44773	0.069591	0.112361	0
7	2005	0.233936	2.094691	19.47332	0.162355	0.211934	0
7	2006	0.020013	16.09865	19.91488	0.57811	0.589917	0
7	2007	0.022845	13.65195	20.07518	0.205627	0.210434	0
7	2008	0.029405	12.32061	20.07123	0.086689	0.089315	0
7	2009	0.025109	8.528962	20.0638	0.053451	0.054829	0
7	2010	0.024241	6.18671	20.14561	0.100466	0.102963	1
7	2011	0.268385	10.52183	20.57258	0.113838	0.1556	1
7	2012	0.322424	5.583378	20.74551	0.06908	0.101953	1
7	2013	0.399831	2.13218	20.88666	0.02145	0.03574	1
7	2014	0.380457	4.021669	20.81642	-0.01346	-0.02173	1
8	2000	0.642931	1.113226	17.10994	0.20309	0.568771	0
8	2001	0.453722	1.810757	17.62333	0.248431	0.454771	0
8	2002	0.235889	4.085916	17.97752	0.239678	0.313669	0
8	2003	0.153355	6.168983	18.48049	0.074885	0.088449	0
8	2004	0.08206	17.18372	18.38398	-0.01449	-0.01578	0
8	2005	0.121627	5.255422	18.55022	0.083034	0.094532	0
8	2006	0.336715	2.483504	19.09289	0.161888	0.24407	0
8	2007	0.270508	2.995924	19.09448	0.09907	0.135806	0
8	2008	0.212627	4.027071	19.46359	0.263719	0.334935	0
8	2009	0.090345	9.164423	19.61993	0.058557	0.064372	0
8	2010	0.075177	11.58988	19.73011	0.100345	0.108502	1
8	2011	0.083963	8.689882	19.99781	0.208418	0.227521	1
8	2012	0.104917	9.202849	20.03664	0.213235	0.238229	1
8	2013	0.109516	7.429467	20.18573	0.118546	0.133126	1
8	2014	0.098662	7.794288	20.13134	0.036981	0.041028	1
9	2000	0.51073	1.514737	18.94124	0.140037	0.286217	0
9	2001	0.38196	2.036328	19.27846	0.111115	0.179786	0
9	2002	0.554925	1.01875	20.127	0.111169	0.249775	0
9	2003	0.350759	1.380775	20.92124	0.112586	0.178705	0
9	2004	0.375756	1.545779	21.00211	0.04629	0.076544	0
9	2005	0.400265	1.377323	21.18795	0.056737	0.097488	0
9	2006	0.436238	2.016286	21.75231	0.115673	0.218844	0
9	2007	0.346755	1.373212	21.55358	0.19286	0.312004	0
9	2008	0.402147	0.971266	21.62545	0.016978	0.029891	0

9	2009	0.325387	1.528589	21.68065	0.125352	0.190491	0
9	2010	0.281683	1.904808	21.75419	0.085659	0.121411	1
9	2011	0.205556	1.784067	21.721	0.139432	0.175545	1
9	2012	0.194746	1.562587	21.80719	0.103159	0.128136	1
9	2013	0.296311	1.299726	21.88276	0.064403	0.091546	1
9	2014	0.308605	0.998409	21.95063	0.063895	0.092441	1

Ek B Çalışmaya İlişkin Stata Çıktıları

Data Editor (Edit) - [Untitled]

File Edit View Data Tools

var10[1]

	id	t	ko	co	lnaktif	roa	roe	eo										
1	1	2000	.617646	1.42952	20.0998	.079145	.206994	0										
2	1	2001	.708582	1.38685	20.6923	.056438	.193667	0										
3	1	2002	.765024	2.02312	21.2489	.043152	.183643	0										
4	1	2003	.722008	1.96618	21.3803	.053959	.194101	0										
5	1	2004	.714195	1.42269	22.0641	.022387	.087312	0										
6	1	2005	.720651	1.28425	22.1898	.019934	.08187	0										
7	1	2006	.731753	1.152	22.2726	.000629	.002609	0										
8	1	2007	.698565	1.18887	22.1758	.007846	.029209	1										
9	1	2008	.776002	.986147	22.0771	-.103179	-.544519	1										
10	1	2009	.704278	1.12879	22.0572	.026534	.104958	1										
11	1	2010	.714372	1.15536	22.1091	.011775	.047079	1										
12	1	2011	.779461	1.04466	22.3589	-.005766	-.029893	1										
13	1	2012	.727077	1.01725	22.3158	-.025222	-.09797	1										
14	1	2013	.761356	.955276	22.4526	-.016585	-.074037	1										
15	1	2014	.812787	1.06359	22.7141	.014222	.078517	1										
16	2	2000	.634189	1.20948	19.7084	.074786	.20444	0										
17	2	2001	.726071	1.13243	20.5439	-.000717	-.002616	0										
18	2	2002	.680438	1.08909	20.9402	-.015604	-.04883	0										
19	2	2003	.542269	1.34303	21.322	.003962	.008474	0										
20	2	2004	.466673	1.62137	21.2329	.020242	.035915	0										
21	2	2005	.462866	1.5292	21.3823	.073381	.136616	0										
22	2	2006	.579138	1.32886	21.6066	.033849	.080428	0										
23	2	2007	.634453	1.28942	21.879	.055354	.151428	1										
24	2	2008	.686482	1.09994	21.996	.049222	.156999	1										
25	2	2009	.674335	1.12991	22.1974	.082513	.253369	1										
26	2	2010	.67717	1.35505	22.388	.072712	.225233	1										

Variables

Filter variables here

Variable	Label
<input checked="" type="checkbox"/> id	id
<input checked="" type="checkbox"/> t	t
<input checked="" type="checkbox"/> ko	
<input checked="" type="checkbox"/> co	
<input checked="" type="checkbox"/> lnaktif	
<input checked="" type="checkbox"/> roa	
<input checked="" type="checkbox"/> roe	
<input checked="" type="checkbox"/> eo	

Properties

Variables

Name	Label	Type	Format	Value Label	Notes

Data Editor (Edit) - [Untitled]

File Edit View Data Tools

var10[1]

	id	t	ko	co	lnaktif	roa	roe	eo										
31	3	2000	.614434	1.45692	21.2052	.150055	.389182	0										
32	3	2001	.665146	1.30621	21.5051	.086312	.257761	0										
33	3	2002	.626936	1.28837	21.8246	.057809	.154958	0										
34	3	2003	.518499	1.55763	21.9589	.12618	.262055	0										
35	3	2004	.404514	1.79486	22.4028	.122923	.207654	0										
36	3	2005	.433886	1.74275	22.4381	.122519	.217891	0										
37	3	2006	.503524	1.38537	22.6729	.117051	.237587	0										
38	3	2007	.543583	1.31455	22.9295	.143635	.317243	1										
39	3	2008	.588243	1.07443	22.8793	.05087	.12488	1										
40	3	2009	.630301	1.07967	23.0479	.079795	.217498	1										
41	3	2010	.719705	1.0499	23.3565	.053266	.191651	1										
42	3	2011	.701473	1.08091	23.4151	.084329	.284789	1										
43	3	2012	.706294	1.13153	23.5356	.088381	.303582	1										
44	3	2013	.756922	.939217	23.7744	.056728	.235431	1										
45	3	2014	.716739	.816654	23.8112	.067029	.238783	1										
46	4	2000	.621259	.870233	17.7244	.137419	.36283	0										
47	4	2001	.697475	.739129	18.3482	.096427	.31874	0										
48	4	2002	.559185	.87902	18.9413	-.013432	-.030471	0										
49	4	2003	.537732	1.21138	19.0704	.048275	.104431	0										
50	4	2004	.490993	1.51644	19.1841	.096422	.189431	0										
51	4	2005	.502758	1.51586	19.1547	.044906	.09031	0										
52	4	2006	.476988	1.55789	19.3684	.160518	.306911	0										
53	4	2007	.512302	1.45907	19.493	.128586	.263658	0										
54	4	2008	.708781	.965933	20.0457	.068632	.235673	1										
55	4	2009	.678198	1.25769	20.1033	.062939	.195582	1										
56	4	2010	.727044	1.18805	20.2701	.032689	.119759	1										
57	4	2011	.750367	.978903	20.5662	.064175	.257076	1										
58	4	2012	.766988	1.28299	20.76	.075453	.323814	1										
59	4	2013	.801295	1.19201	21.0419	.070214	.353357	1										
60	4	2014	.802253	1.0585	20.9348	.058898	.297843	1										
61	5	2000	.543966	1.79497	20.272	.099423	.218017	0										
62	5	2001	.597657	2.29685	20.5901	.024402	.060651	0										
63	5	2002	.57401	2.06037	21.0988	.129235	.303376	0										

Variables

Filter variables here

Variable	Label
<input checked="" type="checkbox"/>	id
<input checked="" type="checkbox"/>	t
<input checked="" type="checkbox"/>	ko
<input checked="" type="checkbox"/>	co
<input checked="" type="checkbox"/>	lnaktif
<input checked="" type="checkbox"/>	roa
<input checked="" type="checkbox"/>	roe
<input checked="" type="checkbox"/>	eo

Properties

Variables

Name	
Label	
Type	
Format	
Value Label	
Notes	

Data

Filename	
Label	
Notes	
Variables	8
Observations	135
Size	3.16K
Memory	64M

Data Editor (Edit) - [Untitled]

File Edit View Data Tools

var10[1]

	id	t	ko	co	lnaktif	roa	roe	eo										
91	7	2000	.894486	.823768	18.4717	-.117182	-1.11059	0										
92	7	2001	1.2718	.425438	18.7048	-.571788	2.1037	0										
93	7	2002	1.07178	1.04757	18.721	.090602	-1.26213	0										
94	7	2003	.449154	1.14971	19.4458	.140006	.254165	0										
95	7	2004	.380647	1.2455	19.4477	.069591	.112361	0										
96	7	2005	.233936	2.09469	19.4733	.162355	.211934	0										
97	7	2006	.020013	16.0986	19.9149	.57811	.589917	0										
98	7	2007	.022845	13.6519	20.0752	.205627	.210434	0										
99	7	2008	.029405	12.3206	20.0712	.086689	.089315	0										
100	7	2009	.025109	8.52896	20.0638	.053451	.054829	0										
101	7	2010	.024241	6.18671	20.1456	.100466	.102963	1										
102	7	2011	.268385	10.5218	20.5726	.113838	.1556	1										
103	7	2012	.322424	5.58338	20.7455	.06908	.101953	1										
104	7	2013	.399831	2.13218	20.8867	.02145	-.03574	1										
105	7	2014	.380457	4.02167	20.8164	-.013465	-.021734	1										
106	8	2000	.642931	1.11323	17.1099	.20309	.568771	0										
107	8	2001	.453722	1.81076	17.6233	.248431	.454771	0										
108	8	2002	.235889	4.08592	17.9775	.239678	.313669	0										
109	8	2003	.153355	6.16898	18.4805	.074885	.08845	0										
110	8	2004	.08206	17.1837	18.384	-.014488	-.015783	0										
111	8	2005	.121627	5.25542	18.5502	.083034	.094532	0										
112	8	2006	.336715	2.4835	19.0929	.161888	.24407	0										
113	8	2007	.270508	2.99592	19.0945	.09907	.135806	0										
114	8	2008	.212627	4.02707	19.4636	.263719	.334935	0										
115	8	2009	.090345	9.16442	19.6199	.058557	.064372	0										
116	8	2010	.075177	11.5899	19.7301	.100345	.108502	1										
117	8	2011	.083963	8.68988	19.9978	.208418	.227521	1										
118	8	2012	.104917	9.20285	20.0366	.213235	.238229	1										
119	8	2013	.109516	7.42947	20.1857	.118547	.133126	1										
120	8	2014	.098662	7.79429	20.1313	.036981	.041028	1										
121	9	2000	.51073	1.51474	18.9412	.140037	.286217	0										
122	9	2001	.38196	2.03633	19.2785	.111115	.179786	0										
123	9	2002	.554925	1.01875	20.127	.111169	.249775	0										

Variables

Filter variables here

Variable	Label
<input checked="" type="checkbox"/>	id
<input checked="" type="checkbox"/>	t
<input checked="" type="checkbox"/>	ko
<input checked="" type="checkbox"/>	co
<input checked="" type="checkbox"/>	lnaktif
<input checked="" type="checkbox"/>	roa
<input checked="" type="checkbox"/>	roe
<input checked="" type="checkbox"/>	eo

Properties

Variables

Name	
Label	
Type	
Format	
Value Label	
Notes	

Data

Filename	
Label	
Notes	
Variables	8
Observations	135
Size	3.16K
Memory	64M

Data Editor (Edit) - [Untitled]

File Edit View Data Tools

var10[1]

	id	t	ko	co	lnaktif	roa	roe	eo										
103	7	2012	.322424	5.58338	20.7455	.06908	.101953	1										
104	7	2013	.399831	2.13218	20.8867	.02145	.03574	1										
105	7	2014	.380457	4.02167	20.8164	-.013465	-.021734	1										
106	8	2000	.642931	1.11323	17.1099	.20309	.568771	0										
107	8	2001	.453722	1.81076	17.6233	.248431	.454771	0										
108	8	2002	.235889	4.08592	17.9775	.239678	.313669	0										
109	8	2003	.153355	6.16898	18.4805	.074885	.08845	0										
110	8	2004	.08206	17.1837	18.384	-.014488	-.015783	0										
111	8	2005	.121627	5.25542	18.5502	.083034	.094532	0										
112	8	2006	.336715	2.4835	19.0929	.161888	.24407	0										
113	8	2007	.270508	2.99592	19.0945	.09907	.135806	0										
114	8	2008	.212627	4.02707	19.4636	.263719	.334935	0										
115	8	2009	.090345	9.16442	19.6199	.058557	.064372	0										
116	8	2010	.075177	11.5899	19.7301	.100345	.108502	1										
117	8	2011	.083963	8.68988	19.9978	.208418	.227521	1										
118	8	2012	.104917	9.20285	20.0366	.213235	.238229	1										
119	8	2013	.109516	7.42947	20.1857	.118547	.133126	1										
120	8	2014	.098662	7.79429	20.1313	.036981	.041028	1										
121	9	2000	.51073	1.51474	18.9412	.140037	.286217	0										
122	9	2001	.38196	2.03633	19.2785	.111115	.179786	0										
123	9	2002	.554925	1.01875	20.127	.111169	.249775	0										
124	9	2003	.350759	1.38078	20.9212	.112586	.178705	0										
125	9	2004	.375756	1.54578	21.0021	.04629	.076544	0										
126	9	2005	.400265	1.37732	21.188	.056737	.097488	0										
127	9	2006	.436238	2.01629	21.7523	.115673	.218844	0										
128	9	2007	.346755	1.37321	21.5536	.19286	.312004	0										
129	9	2008	.402147	.971266	21.6255	.016978	.029891	0										
130	9	2009	.325387	1.52859	21.6807	.125352	.190491	0										
131	9	2010	.281683	1.90481	21.7542	.085659	.121411	1										
132	9	2011	.205556	1.78407	21.721	.139432	.175545	1										
133	9	2012	.194746	1.56259	21.8072	.103159	.128136	1										
134	9	2013	.296311	1.29973	21.8828	.064403	.091546	1										
135	9	2014	.308605	.998409	21.9506	.063895	.092441	1										

Ready

Vars: 8 Order: Dataset Obs: 135 Filter: Off Mode: Edit CAP | NI

Variables

Filter variables here

Variable	Label
<input checked="" type="checkbox"/>	id
<input checked="" type="checkbox"/>	t
<input checked="" type="checkbox"/>	ko
<input checked="" type="checkbox"/>	co
<input checked="" type="checkbox"/>	lnaktif
<input checked="" type="checkbox"/>	roa
<input checked="" type="checkbox"/>	roe
<input checked="" type="checkbox"/>	eo

Properties

Variables

Name	
Label	
Type	
Format	
Value Label	
Notes	

Data

Filename

Label	
-------	--

Notes

Variables	8
Observations	135
Size	3.16K
Memory	64M

Stata/SE 12.0 - [Results]

File Edit Data Graphics Statistics User Window Help

Review

```

# Command _rc
1 xtset id t
2 reshape wide roa roe lnakti...
3 sureg (roa1 lnaktif1 co1 ko...

```

Data long -> wide

```

Number of obs.      135 -> 15
Number of variables 8 -> 55
j variable (9 values) id -> (dropped)
xij variables:
      roa -> roa1 roa2 ... roa9
      roe -> roe1 roe2 ... roe9
      lnaktif -> lnaktif1 lnaktif2 ... lnaktif9
      co -> co1 co2 ... co9
      ko -> ko1 ko2 ... ko9
      eo -> eo1 eo2 ... eo9

```

```

. sureg ( roa1 lnaktif1 co1 ko1 eo1) ( roa2 lnaktif2 co2 ko2 eo2) ( roa3 lnaktif3 co3 ko3 eo3) ( roa4 lnaktif4 co4 ko4 eo4) ( roa5
> lnaktif5 co5 ko5 eo5) ( roa6 lnaktif6 co6 ko6 eo6) ( roa7 lnaktif7 co7 ko7 eo7) ( roa8 lnaktif8 co8 ko8 eo8) ( roa9 lnaktif9 co
> 9 ko9 eo9), corr

```

Seemingly unrelated regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	chi2	P
roa1	15	4	.0274694	0.5567	28.41	0.0000
roa2	15	4	.0211327	0.5692	23.50	0.0001
roa3	15	4	.0215162	0.5701	62.10	0.0000
roa4	15	4	.0343506	0.3399	11.72	0.0196
roa5	15	4	.0217558	0.4954	42.01	0.0000
roa6	15	4	.0432358	0.3305	9.94	0.0415
roa7	15	4	.1512384	0.5424	38.13	0.0000
roa8	15	4	.0651446	0.3868	30.87	0.0000
roa9	15	4	.0200011	0.5617	6.70	0.0150

Command

Variables

Variable	Label
t	t
ko1	1 ko
co1	1 co
lnaktif1	1 lnaktif
roa1	1 roa
roe1	1 roe
eo1	1 eo
ko2	2 ko
co2	2 co
lnaktif2	2 lnaktif
roa2	2 roa
roe2	2 roe
eo2	2 eo
ko3	3 ko
co3	3 co
lnaktif3	3 lnaktif
roa3	3 roa

Properties

Variables

Name

Label

Type

Format

Value Label

Notes

Data

Filename

Label

Notes

Variables 55

Observations 15

Size 2.80K

Memory 64M

D:\BACKUP\Desktop\Ekran 1\programlar\stata 12

CAP NUM

Stata/SE 12.0 - [Results]

File Edit Data Graphics Statistics User Window Help

Review

#	Command	_rc
1	xtset id t	
2	reshape wide roa roe lnakti...	
3	sureg (roa1 lnaktif1 co1 ko...	

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
roa1					
lnaktif1	-.0119353	.0139349	-0.86	0.392	-.0392472 .0153766
co1	.0569966	.024222	2.35	0.019	.0095224 .1044708
ko1	-.1312432	.1663715	-0.79	0.430	-.4573254 .194839
eo1	-.0154226	.0159217	-0.97	0.333	-.0466286 .0157833
_cons	.3045945	.2611306	1.17	0.243	-.2072121 .8164011
roa2					
lnaktif2	-.0204941	.0116069	-1.77	0.077	-.0432431 .0022549
co2	.0091217	.0503716	0.18	0.856	-.0896049 .1078483
ko2	-.1601633	.1149095	-1.39	0.163	-.3853817 .0650551
eo2	.0874728	.0220001	3.98	0.000	.0443535 .1305922
_cons	.537886	.2685962	2.00	0.045	.0114472 1.064325
roa3					
lnaktif3	-.0162655	.0087721	-1.85	0.064	-.0334584 .0009275
co3	.1137424	.0283699	4.01	0.000	.0581384 .1693465
ko3	-.0283355	.0672175	-0.42	0.673	-.1600795 .1034084
eo3	.0376079	.0115319	3.26	0.001	.0150058 .06021
_cons	.3162693	.2278469	1.39	0.165	-.1303025 .7628411
roa4					
lnaktif4	-.043686	.01756	-2.49	0.013	-.0781029 -.0092691
co4	.1381059	.0464844	2.97	0.003	.0469981 .2292136
ko4	.2939018	.1591374	1.85	0.065	-.0180018 .6058054
eo4	.001483	.0349143	0.04	0.966	-.0669479 .0699138
_cons	.5824864	.3072057	1.90	0.058	-.0196257 1.184598

Command

Variables

Variable	Label
t	t
ko1	1 ko
co1	1 co
lnaktif1	1 lnaktif
roa1	1 roa
roe1	1 roe
eo1	1 eo
ko2	2 ko
co2	2 co
lnaktif2	2 lnaktif
roa2	2 roa
roe2	2 roe
eo2	2 eo
ko3	3 ko
co3	3 co
lnaktif3	3 lnaktif
roa3	3 roa

Properties

Variables

Name	
Label	
Type	
Format	
Value Label	
Notes	

Data

Filename	
Label	
Notes	
Variables	55
Observations	15
Size	2.80K
Memory	64M

D:\BACKUP\Desktop\Ekran 1\programlar\stata 12

CAP NUM O

Stata/SE 12.0 - [Results]

File Edit Data Graphics Statistics User Window Help

Review

```

# Command _rc
1 xtset id t
2 reshape wide roa roe lnakti...
3 sureg (roa1 lnaktif1 co1 ko...

```

Variable	Label
t	t
ko1	1 ko
co1	1 co
lnaktif1	1 lnaktif
roa1	1 roa
roe1	1 roe
eo1	1 eo
ko2	2 ko
co2	2 co
lnaktif2	2 lnaktif
roa2	2 roa
roe2	2 roe
eo2	2 eo
ko3	3 ko
co3	3 co
lnaktif3	3 lnaktif
roa3	3 roa

Variable	Label	1	2	3	4	5	6
roa5							
lnaktif5		-.0228059	.0078517	-2.90	0.004	-.0381949	-.007417
co5		-.0251897	.0152273	-1.65	0.098	-.0550347	.0046554
ko5		-.2219439	.0791795	-2.80	0.005	-.3771328	-.066755
eo5		.03284	.0109126	3.01	0.003	.0114517	.0542284
_cons		.730473	.1613886	4.53	0.000	.4141572	1.046789
roa6							
lnaktif6		-.0268278	.0323146	-0.83	0.406	-.0901632	.0365076
co6		.0324638	.0179783	1.81	0.071	-.002773	.0677006
ko6		-.1051114	.2042038	-0.51	0.607	-.5053436	.2951207
eo6		.1049679	.0444543	2.36	0.018	.017839	.1920967
_cons		.4928172	.7036595	0.70	0.484	-.8863301	1.871964
roa7							
lnaktif7		-.0999236	.0828776	-1.21	0.228	-.2623607	.0625134
co7		.0162887	.0072416	2.25	0.024	.0020953	.030482
ko7		-.405499	.1334765	-3.04	0.002	-.6671081	-.14389
eo7		.0337662	.1019018	0.33	0.740	-.1659578	.2334901
_cons		2.100297	1.650995	1.27	0.203	-1.135594	5.336188
roa8							
lnaktif8		-.0203349	.0287842	-0.71	0.480	-.076751	.0360812
co8		-.0107352	.0041335	-2.60	0.009	-.0188367	-.0026337
ko8		.1461329	.1537398	0.95	0.342	-.1551915	.4474573
eo8		.1171532	.0405166	2.89	0.004	.0377421	.1965642
_cons		.5285735	.5746311	0.92	0.358	-.5976827	1.65483
roa9							
lnaktif9		-.0137272	.0120934	-1.14	0.256	-.0374299	.0099755

Command

Properties

- Variables
 - Name
 - Label
 - Type
 - Format
 - Value Label
 - Notes
- Data
 - Filename
 - Label
 - Notes
 - Variables: 55
 - Observations: 15
 - Size: 2.80K
 - Memory: 64M

D:\BACKUP\Desktop\Ekran 1\programlar\stata 12

CAP NUM O

Stata/SE 12.0 - [Results]

File Edit Data Graphics Statistics User Window Help

Review

#	Command	_rc
1	xtset id t	
2	reshape wide roa roe lnakti...	
3	sureg (roa1 lnaktif1 co1 ko...	

lnaktif8	-.0203349	.0287842	-0.71	0.480	-.076751	.0360812
co8	-.0107352	.0041335	-2.60	0.009	-.0188367	-.0026337
ko8	.1461329	.1537398	0.95	0.342	-.1551915	.4474573
eo8	.1171532	.0405166	2.89	0.004	-.0377421	.1965642
_cons	.5285735	.5746311	0.92	0.358	-.5976827	1.65483
roa9						
lnaktif9	-.0137272	.0120934	-1.14	0.256	-.0374299	.0099755
co9	.0337647	.0212449	1.59	0.112	-.0078746	.075404
ko9	-.1722328	.1271684	-1.35	0.176	-.4214782	.0770127
eo9	-.0326588	.0241742	-1.35	0.177	-.0800394	.0147218
_cons	.4116351	.2906629	1.42	0.157	-.1580536	.9813238

Correlation matrix of residuals:

	roa1	roa2	roa3	roa4	roa5	roa6	roa7	roa8	roa9
roa1	1.0000								
roa2	0.4717	1.0000							
roa3	0.4210	0.3940	1.0000						
roa4	-0.1254	0.0218	0.5698	1.0000					
roa5	0.0446	0.0951	-0.0751	-0.1086	1.0000				
roa6	0.1845	0.0782	0.1842	0.3431	0.3979	1.0000			
roa7	-0.0299	0.0461	0.1435	-0.0507	0.7694	0.0914	1.0000		
roa8	-0.5921	-0.3344	-0.5959	0.0361	0.0450	-0.0117	-0.0992	1.0000	
roa9	0.2855	-0.0144	0.6080	0.2990	0.2529	0.4144	0.2236	-0.2325	1.0000

Breusch-Pagan test of independence: $\chi^2(36) = 54.186, Pr = 0.0263$

Command

Variables

Variable	Label
t	t
ko1	1 ko
co1	1 co
lnaktif1	1 lnaktif
roa1	1 roa
roe1	1 roe
eo1	1 eo
ko2	2 ko
co2	2 co
lnaktif2	2 lnaktif
roa2	2 roa
roe2	2 roe
eo2	2 eo
ko3	3 ko
co3	3 co
lnaktif3	3 lnaktif
roa3	3 roa

Properties

Variables

Name

Label

Type

Format

Value Label

Notes

Data

Filename

Label

Notes

Variables 55

Observations 15

Size 2.80K

Memory 64M

D:\BACKUP\Desktop\Ekran 1\programlar\stata 12

CAP NUM 0

Stata 12.0 - [Results]

File Edit Data Graphics Statistics User Window Help

Review

```

1 xtset id t
2 reshape wide roa roe lnakti...
3 sureg (roa1 lnaktif1 co1 ko...
4 sureg (roe1 lnaktif1 co1 ko...

```

Breusch-Pagan test of independence: $\chi^2(36) = 54.186, Pr = 0.0263$

```

. sureg ( roe1 lnaktif1 co1 ko1 eo1 ) ( roe2 lnaktif2 co2 ko2 eo2 ) ( roe3 lnaktif3 co3 ko3 eo3 ) ( roa4 lnaktif4 co4 ko4 eo4 ) ( roe5
> lnaktif5 co5 ko5 eo5 ) ( roe6 lnaktif6 co6 ko6 eo6 ) ( roe7 lnaktif7 co7 ko7 eo7 ) ( roe8 lnaktif8 co8 ko8 eo8 ) ( roe9 lnaktif9 co
> 9 ko9 eo9 ), corr

```

Seemingly unrelated regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	chi2	P
roe1	15	4	.1357262	0.4297	16.39	0.0025
roe2	15	4	.0596688	0.6546	34.73	0.0000
roe3	15	4	.0543186	0.2606	25.85	0.0000
roa4	15	4	.0343141	0.3413	11.34	0.0230
roe5	15	4	.0552407	0.3263	16.17	0.0028
roe6	15	4	.054173	0.3728	13.49	0.0091
roe7	15	4	.6967147	0.0479	8.09	0.0882
roe8	15	4	.0740131	0.7760	92.70	0.0000
roe9	15	4	.0674888	0.2571	9.91	0.0420

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
roe1					
lnaktif1	-.0201948	.0690798	-0.29	0.770	-.1555887 .1151991
co1	.2831382	.107934	2.62	0.009	.0715915 .4946849
ko1	-.6516332	.8127857	-0.80	0.423	-2.244664 .9413976
eo1	-.0034725	.0763456	-0.05	0.964	-.1531071 .146162

Command

Variables

Variable	Label
t	t
ko1	1 ko
co1	1 co
lnaktif1	1 lnaktif
roa1	1 roa
roe1	1 roe
eo1	1 eo
ko2	2 ko
co2	2 co
lnaktif2	2 lnaktif
roa2	2 roa
roe2	2 roe
eo2	2 eo
ko3	3 ko
co3	3 co
lnaktif3	3 lnaktif
roa3	3 roa

Properties

Variables

Name	
Label	
Type	
Format	
Value Label	
Notes	

Data

Filename	
Label	
Notes	
Variables	55
Observations	15
Size	2.80K
Memory	64M

C:\Windows\System32

CAP NUM

Stata 12.0 - [Results]

File Edit Data Graphics Statistics User Window Help

Review

#	Command	_rc
1	xtset id t	
2	reshape wide roa roe lnakti...	
3	sureg (roa1 lnaktif1 co1 ko...	
4	sureg (roe1 lnaktif1 co1 ko...	

roe1							
lnaktif1	-.0201948	.0690798	-0.29	0.770	-.1555887	.1151991	
co1	.2831382	.107934	2.62	0.009	-.0715915	.4946849	
ko1	-.6516332	.8127857	-0.80	0.423	-2.244664	.9413976	
eo1	-.0034725	.0763456	-0.05	0.964	-.1531071	.146162	
_cons	.5879808	1.285909	0.46	0.647	-1.932354	3.108316	

roe2							
lnaktif2	-.0461951	.0321638	-1.44	0.151	-.109235	.0168448	
co2	.0255043	.136643	0.19	0.852	-.2423111	.2933196	
ko2	-.327022	.3120688	-1.05	0.295	-.9386656	.2846216	
eo2	.26268	.0610151	4.31	0.000	-.1430926	.3822673	
_cons	1.180984	.7364814	1.60	0.109	-.2624926	2.624461	

roe3							
lnaktif3	-.0201039	.02373	-0.85	0.397	-.0666139	.0264061	
co3	.3673673	.079775	4.61	0.000	.2110113	.5237233	
ko3	.6492309	.1837063	3.53	0.000	.2891732	1.009289	
eo3	.0881547	.034022	2.59	0.010	.0214729	.1548366	
_cons	-.2085538	.6137927	-0.34	0.734	-1.411565	.9944577	

roa4							
lnaktif4	-.0383133	.0179654	-2.13	0.033	-.0735247	-.0031018	
co4	.1342804	.0470008	2.86	0.004	-.0421606	.2264002	
ko4	.2874342	.1633656	1.76	0.079	-.0327565	.6076249	
eo4	-.0089964	.0359636	-0.25	0.802	-.0794836	.0614909	
_cons	.4903719	.3130949	1.57	0.117	-.1232828	1.104027	

roe5							
lnaktif5	-.00653	.001064	0.21	0.757	-.040033	.0210013	

Command

Variables

Variable	Label
t	t
ko1	1 ko
co1	1 co
lnaktif1	1 lnaktif
roa1	1 roa
roe1	1 roe
eo1	1 eo
ko2	2 ko
co2	2 co
lnaktif2	2 lnaktif
roa2	2 roa
roe2	2 roe
eo2	2 eo
ko3	3 ko
co3	3 co
lnaktif3	3 lnaktif
roa3	3 roa

Properties

Variables

Name	Label	Type	Format	Value Label	Notes

Data

Filename	Label	Notes	Variables	Observations	Size	Memory
			55	15	2.80K	64M

C:\Windows\System32

CAP NUM

Stata 12.0 - [Results]

File Edit Data Graphics Statistics User Window Help

Review

#	Command	_rc
1	xtset id t	
2	reshape wide roa roe lnakti...	
3	sureg (roa1 lnaktif1 co1 ko...	
4	sureg (roe1 lnaktif1 co1 ko...	

roe5							
lnaktif5	-.006553	.0211964	-0.31	0.757	-.0480973	.0349913	
co5	.0217306	.0427594	0.51	0.611	-.0620763	.1055375	
ko5	-.6313938	.2176415	-2.90	0.004	-1.057963	-.2048243	
eo5	.0246428	.0307184	0.80	0.422	-.0355641	.0848497	
_cons	.6208428	.443765	1.40	0.162	-.2489205	1.490606	

roe6							
lnaktif6	-.0402606	.0405797	-0.99	0.321	-.1197953	.039274	
co6	.0393312	.0209422	1.88	0.060	-.0017147	.0803772	
ko6	-.1552566	.2452284	-0.63	0.527	-.6358955	.3253824	
eo6	.1513861	.0540922	2.80	0.005	.0453673	.2574049	
_cons	.7641178	.8812139	0.87	0.386	-.9630298	2.491265	

roe7							
lnaktif7	.5425699	.3821882	1.42	0.156	-.2065052	1.291645	
co7	.0715942	.03141	2.28	0.023	.0100318	.1331566	
ko7	1.350937	.5824128	2.32	0.020	.2094289	2.492445	
eo7	-.5709858	.4891789	-1.17	0.243	-1.529759	.3877873	
_cons	-11.39565	7.574161	-1.50	0.132	-26.24073	3.449433	

roe8							
lnaktif8	-.0298719	.0359392	-0.83	0.406	-.1003113	.0405676	
co8	-.0093122	.0054709	-1.70	0.089	-.0200349	.0014105	
ko8	.7826457	.1996667	3.92	0.000	.3913062	1.173985	
eo8	.1440001	.0514031	2.80	0.005	.0432518	.2447484	
_cons	.6238221	.7189712	0.87	0.386	-.7853355	2.03298	

roe9							
lnaktif9	-.0166694	.020787	-0.80	0.423	-.0574112	.0240725	

Command

Variables

Variable	Label
t	t
ko1	1 ko
co1	1 co
lnaktif1	1 lnaktif
roa1	1 roa
roe1	1 roe
eo1	1 eo
ko2	2 ko
co2	2 co
lnaktif2	2 lnaktif
roa2	2 roa
roe2	2 roe
eo2	2 eo
ko3	3 ko
co3	3 co
lnaktif3	3 lnaktif
roa3	3 roa

Properties

Variables

Name	Label	Type	Format	Value Label	Notes

Data

Filename	Label	Notes	Variables	Observations	Size	Memory
			55	15	2.80K	64M

C:\Windows\System32

CAP NUM OVR

Stata 12.0 - [Results]

File Edit Data Graphics Statistics User Window Help

Review

#	Command	_rc
1	xtset id t	
2	reshape wide roa roe lnakti...	
3	sureg (roa1 lnaktif1 co1 ko...	
4	sureg (roe1 lnaktif1 co1 ko...	

roa9		
lnaktif8	-.0298719	.0359392
co8	-.0093122	.0054709
ko8	.7826457	.1996667
eo8	.1440001	.0514031
_cons	.6238221	.7189712

roe9		
lnaktif9	-.0166694	.020787
co9	.0837864	.0362354
ko9	.1185849	.205066
eo9	-.0278913	.0418651
_cons	.356604	.4917015

Correlation matrix of residuals:

	roe1	roe2	roe3	roa4	roe5	roe6	roe7	roe8	roe9
roe1	1.0000								
roe2	0.4399	1.0000							
roe3	0.3586	0.4625	1.0000						
roa4	-0.1437	0.0873	0.6068	1.0000					
roe5	0.1501	0.1452	0.0022	-0.0869	1.0000				
roe6	0.2457	-0.0171	0.1543	0.3448	0.4200	1.0000			
roe7	0.1844	-0.0924	-0.0771	-0.0014	-0.7060	-0.0701	1.0000		
roe8	-0.5191	-0.1853	-0.5272	-0.0377	-0.0686	-0.1279	-0.1095	1.0000	
roe9	0.2882	-0.0115	0.5675	0.2945	0.3054	0.4137	-0.4023	-0.2955	1.0000

Breusch-Pagan test of independence: $\chi^2(36) = 53.057, Pr = 0.0332$

Command

Variables

Variable	Label
t	t
ko1	1 ko
co1	1 co
lnaktif1	1 lnaktif
roa1	1 roa
roe1	1 roe
eo1	1 eo
ko2	2 ko
co2	2 co
lnaktif2	2 lnaktif
roa2	2 roa
roe2	2 roe
eo2	2 eo
ko3	3 ko
co3	3 co
lnaktif3	3 lnaktif
roa3	3 roa

Properties

Variables

Name	
Label	
Type	
Format	
Value Label	
Notes	

Data

Filename	
Label	
Notes	
Variables	55
Observations	15
Size	2.80K
Memory	64M

C:\Windows\System32 CAP NUM