

T.C
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

TÜRKİYE’DE ARACI KURUMLARDA
KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI:
DEĞERLENDİRME VE ÖNERİLER

Meriç Ayberk ÖZKAYA

2510160122

TEZ DANIŞMANI

Prof. Dr. Bengü VURAN

İSTANBUL – 2020

ÖZ

TÜRKİYE’DE ARACI KURUMLARDA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI: DEĞERLENDİRME VE ÖNERİLER

MERİÇ AYBERK ÖZKAYA

Kurumsal yönetim özellikle yaşanan büyük ölçekli şirket skandallarına cevap olarak ortaya çıkan ve son yıllarda hem sivil çevreler hem de kamu otoriteleri tarafından hızla benimsenen bir yönetim modeli olmaya başlamıştır. Başlangıçta bu skandalların yaşandığı ülkelerde düzenlenmeye başlayan bu kavram, başarısızlıkların Dünya ekonomilerine etkilerinin artması üzerine OECD gibi uluslararası kuruluşlar ve Türkiye dahil birçok ülke tarafından da zaman içinde daha fazla tartışılmaya başlanmıştır.

Son küresel finansal krizde en çok üzerinde durulan konulardan biri finansal aracılarda krizdeki rolleri olmuştur. Kriz sonrasında bu kurumların uygulamaları tartışılmış, kurumsal yönetim uygulamalarının bu kurumların hem yönetim hem de finansal performanslarını iyileştirici etkileri üzerine çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmanın amacı 2011-2018 yılları arasında Türkiye’de faaliyet gösteren 47 aracı kurumun yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı, CEO dualitesi ve sahiplik yapısı gibi kurumsal yönetim değişkenlerinin, firma performans ölçütleri olan aktif karlılığı (ROA), özsermaye karlılığı (ROE) ile brüt, net ve faaliyet kar marjları arasındaki ilişkileri panel veri analiziyle incelemektir.

Çalışma sonucunda kurumsal yönetim değişkenlerinden sadece sahiplik yapısı ile aracı kurum performansları arasında güçlü ilişkiler tespit edilirken, diğer değişkenler ile zayıf bağlantılar olsa da güçlü bir ilişkinin varlığına ulaşılamamıştır. Aracı kurumların çoğunun kurumsal yönetim gerekliliklerini uygulama zorunluluğu olmamasının bu sonuçta etkili olduğu düşünülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Türkiye’de Aracı Kurumlar, Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı, Kurumsal Yönetim Teorileri, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

CORPORATE GOVERNANCE IN BROKERAGE HOUSES IN TURKEY: REVIEW AND RECOMMENDATIONS

MERİÇ AYBERK ÖZKAYA

Corporate governance has become a management model that has emerged especially in response to large-scale corporate scandals and has been rapidly adopted by both civil circles and public authorities in recent years. This concept, which started to be applied in countries where scandals originally took place, after the increasing effects of failures on world economies, international organization such as the OECD and has begun to be discussed more over time by many countries including Turkey.

The roles of financial intermediaries have been one of the most discussed issues in the recent global financial crisis. After the crisis, the practices of these institutions were discussed, and studies were conducted on the effects of corporate governance practices to improve both their management and financial performance. The aim of this study was operating in Turkey between the years 2011-2018 47 brokerage firms to analyze the relations with the corporate governance criteria such as the size of the board of directors, the number of women on the board of directors, CEO duality and ownership structure, and the performance criteria such as return of assets (ROA), return on equity (ROE) and gross, net and operating profit margins with panel data analysis.

As a result of the study, only strong relationship between the ownership structure and brokerage performances were identified among the corporate governance variables, but the existence of a strong relationship could not be reached even though there were weak connections with the other variables. The fact that most brokerage houses do not have to implement corporate governance requirements is consider to be effective in this result.

Keywords: Corporate Governance, Brokerage Houses in Turkey, Corporate Governance and Firm Performance, Corporate Governance Theories, Panel Data Analysis

ÖNSÖZ

Bütün paydaşların haklarını göz önünde bulundurarak sorumluluk, şeffaflık, adillik ve hesap verilebilirlik olmak üzere dört temel ilke ışığında şirket sürdürülebilirliğine değer katmayı hedefleyen kurumsal yönetim kavramının sadece yönetim kalitesine değil firma performansı üzerine etkileri uzun süredir tartışılan bir konudur. Bu çalışma bazı kurumsal yönetim değişkenleri ile sermaye piyasalarının önemli ancak Türkiye’de ihmal edilen üyeleri aracı kurumların performansları arasındaki ilişkileri incelemeyi amaçlamaktadır. Bu çerçevede yapılan analiz, inceleme ve değerlendirmeler hakkında çok fazla çalışma olmayan aracı kurumlar hakkında güncel bilgiler sağlaması ve yeni yapılacak çalışmalara temel oluşturması açısından önemlidir. Çalışma sırasında aracı kurumlar hakkındaki bilgilerin halka açık işlem görmemelerinden kaynaklı olarak oldukça sınırlı olması bazı noktalarda çalışmanın kısıtlarını daraltan bir etmen olmuş, bilgilerin çoğu Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği’nin aydınlatıcı araştırmaları ile aracı kurum faaliyet ile finansal raporlarından ulaşılan verilerden elde edilmiştir.

Çalışmamın aşamalarında bana yardımcı olan, tecrübeleri ışığında doğru bir şekilde yönlendiren danışmanım Prof. Dr. Bengü Vuran’a, ekonometrik modelleme konusunda bilgilerini paylaşan M.Sait Bozik ve Alihan Serdengeçti ile maddi manevi desteklerini esirgemeyen sevgili aileme teşekkürü bir borç bilirim.

Meriç Ayberk Özkaya

İstanbul – Mart 2020

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	v
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMININ ÇERÇEVESİ

1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı ve Ortaya Çıkış Süreci	2
1.1.1. Kurumsal Yönetim Kavramının Doğuşu ve Tarihsel Gelişimi	5
1.1.2. Şirket Skandalları.....	6
1.1.2.1. Enron Skandalı	7
1.1.2.2. Worldcom Skandalı.....	10
1.1.2.3. Parmalat Skandalı.....	12
1.1.3. Küreselleşme ve Finansal Serbestleşme	15
1.1.4. Ekonomik Krizler	17
1.2. Kurumsal Yönetimin Dünyadaki Gelişimi	20
1.2.1. Cadbury Raporu	20
1.2.2. Greenbury Raporu	22
1.2.3. Hampel Raporu	24
1.2.4. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	25

1.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri	28
1.3.1. Şeffaflık	28
1.3.2. Adillik	29
1.3.3. Hesap Verilebilirlik	30
1.3.4. Sorumluluk	31
1.4. Kurumsal Yönetim Kavramını Oluşturan Teoriler	32
1.4.1. Vekalet Teorisi	33
1.4.2. Paydaş (Menfaat Sahipleri) Teorisi	35
1.4.3. Temsil Teorisi	36
1.4.4. Yönetimsel Hegemonya Teorisi	37
1.4.5. Kaynak Bağımlılığı Teorisi	38
1.4.6. Miyop Piyasa Teorisi.....	40
1.5. Kurumsal Yönetim Modelleri	41
1.5.1. Anglo Sakson Modeli	41
1.5.2. Kıta Avrupası Modeli	43

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ KURUMSAL YÖNETİM GELİŞMELERİ

2.1. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi	47
2.1.1. TÜSİAD Çalışmaları	48
2.1.2. SPK Düzenlemeleri	49
2.1.3. Türk Ticaret Kanunu Düzenlemeleri	58

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DEKİ ARACI KURUMLARIN TARİHİ, YAPILAN DÜZENLEMELER VE ARACI KURUMLARIN KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

3.1. Aracı Kurumlar	63
3.1.1. Aracı Kurum Faaliyetlerinin Gelişimi	63
3.1.2. Türkiye’deki Aracı Kurumların Gelişimi	68
3.1.2.1. Osmanlı Dönemi	68
3.1.2.2. Cumhuriyet Dönemi	69
3.1.3. Türkiye’deki Aracı Kurum Düzenlemeleri	73
3.1.3.1. Aracı Kurumların Faaliyet Esasları	74
3.1.3.2. Aracı Kurumların Yatırım Hizmetleri	75
3.1.4. Aracı Kurumlarda Yatırımcıyı Koruma Mekanizmaları	76
3.1.4.1. Mali Yapıyı Korumaya Yönelik Düzenlemeler	77
3.1.4.2. Aldatıcı ve Hileli İşlemleri Önlemeye Yönelik Düzenlemeler	79
3.1.4.3. Çıkar Çatışmalarını Önlemeye Yönelik Düzenlemeler	81
3.1.5. Aracı Kurumlar ve Kurumsal Yönetim	83
3.2. Türkiye’deki Aracı Kurumların Kurumsal Yönetim Uygulamaları	84
3.2.1. Türkiye’deki Aracı Kurumların Sahiplik Yapıları	84
3.2.2. Türkiye’deki Aracı Kurumların Yönetim Kurulu Yapıları	87
3.2.2.1. Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür (CEO) Ayrımı	88
3.2.2.2. Yönetim Kurulu Büyüklüğü	90
3.2.2.3. Yönetim Kurulunda Bulunan Bağımsız Üye Sayısı	92
3.2.2.4. Yönetim Kurulunda Bulunan Kadın Üye Sayısı	94

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİYE DAİR LİTERATÜR İNCELEMESİ.....	98
---	-----------

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DEKİ ARACI KURUMLARIN KURUMSAL YÖNETİM DEĞİŞKENLERİ VE FİRMA PERFORMANSLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

5.1. Çalışmanın Amacı	104
5.2. Çalışmanın Kısıtları ve Veri Toplama Yöntemleri	104
5.3. Çalışmanın Yöntemi	105
5.3.1. Panel Veri	105
5.3.1.1. Sabit Etki Modeli	107
5.3.1.2. Tesadüfi (Rassal) Etki Modeli.....	108
5.3.1.3. Klasik Model	108
5.3.1.4. Hausman Testi.....	110
5.3.1.5. Birimler Arası Korelasyon, Heterokedastisite ve Otokorelasyon Testleri.....	110
5.4. Çalışmanın Değişkenleri ve Tanımları	111
5.4.1. Kurumsal Yönetim Değişkenleri	112
5.4.2. Firma Performans Oranları	113
5.5. Ampirik Bulguların Değerlendirilmesi	113
5.5.1. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Aktif Karlılığı (ROA) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	116
5.5.2. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Özsermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	118

5.5.3. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Faaliyet Kar Marjı (OPM) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	121
5.5.4. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Net Kar Marjı (NPM) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	123
5.5.5. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Brüt Kar Marjı (GPM) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi	125
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	128
KAYNAKÇA	131
EKLER.....	157

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1	Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi	5
Tablo 2.1	Derecelendirme Faaliyeti İçin Yetkili Olan Kuruluşlar	51
Tablo 2.2	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun Kurumsal Yönetim İle İlgili Düzenlemeleri	59
Tablo 3.1	Yıllara Göre Aracı Kurum Sayısı (2001-2019)	72
Tablo 3.2	Yatırım Kuruluşlarının Verebilecekleri Yatırım Hizmetleri ve Yan Hizmetler	76
Tablo 5.1	Çalışma Değişkenleri ve Semboller	112
Tablo 5.2	Analize Dahil Edilen Değişkenler	114
Tablo 5.3	Çalışmanın Hipotezleri	115
Tablo 5.4	Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (ROA)	116
Tablo 5.5	Varsayım Testleri (ROA)	117
Tablo 5.6	Hausman Testi (ROA)	117
Tablo 5.7	Sabit Etkiler Modeli Sonuçları (ROA)	118
Tablo 5.8	Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (ROE)	119
Tablo 5.9	Varsayım Testleri (ROE)	119
Tablo 5.10	Hausman Testi (ROE)	119
Tablo 5.11	Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (ROE)	120
Tablo 5.12	Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (OPM)	121
Tablo 5.13	Varsayım Testleri (OPM)	121
Tablo 5.14	Hausman Testi (OPM)	122
Tablo 5.15	Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (OPM)	122
Tablo 5.16	Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (NPM)	123
Tablo 5.17	Varsayım Testleri (NPM)	124
Tablo 5.18	Hausman Testi (NPM)	124

Tablo 5.19	Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (NPM)	125
Tablo 5.20.	Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (GPM).....	126
Tablo 5.21	Varsayım Testi (GPM)	126
Tablo 5.22	Hausman Testi (GPM).....	126
Tablo 5.23	Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (GPM)	127



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1	Anglo Sakson Kurumsal Karar Alma Modeli	43
Şekil 1.2	Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modeli	44
Şekil 1.3	Japonya Kurumsal Yönetim Modeli.....	45
Şekil 3.1	Türkiye’deki Aracı Kurumların Sahiplik Yapıları	86
Şekil 3.2	Türkiye’deki Aracı Kurumların Yönetim Kurulu Büyüklükleri	91
Şekil 3.3	Türkiye’deki Aracı Kurumlarda Kadın Yönetim Kurulu Üye Sayısı	96

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	: Borsa İstanbul
CBI	: İngiliz Sanayi Konfederasyonu
CFI	: Kurumsal Finans Enstitüsü
EBRD	: Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası
FED	: Amerikan Merkez Bankası
İMF	: Uluslararası Para Fonu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SEC	: Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurumu
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TMUDESK	: Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TÜRMOB	: Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği
TÜSİAD	: Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği
YTM	: Yatırımcı Tazmin Merkezi

GİRİŞ

Kurumsal Yönetim yaşanan büyük şirket skandallarının ardından adeta kurtarıcı olarak görülen bir yönetim modeli olarak her kesimden kişi ve kuruluşun daha fazla ele aldığı bir konu olarak popülerlik kazanmıştır. Temel amacı kısa vadede şirket yönetimini düzenleyerek paydaşlarla ilişkilerde şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk çerçevesinde hareket edilmesini ifade eden bu kavram uzun vadede ise şirket sürdürülebilirliğini sağlamayı hedefleyen bir yönetim anlayışdır. Kurumsal yönetimi temel alan çalışmaların bazılarında ise bu yönetim modelinin büyük yönetsel faydalarıyla beraber firma performanslarını da geliştirdiğine dair sonuçlara ulaşılmıştır.

Başta İngiltere ve ABD’de olmak üzere yapılan kurumsal yönetim düzenlemelerine Türkiye de duyarsız kalmamış ve güçlü sermaye piyasalarına sahip olmak adına çeşitli düzenlemelere başvurmuştur. Bu noktada fon arz ve talep edenler arasında köprü görevi görmesinin yanında yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği risk yönetimi gibi birçok görev üstlenen ve sermaye piyasalarının önemli aktörlerinden biri olan aracı kurumların da sağlam ve güvenilir bir mali sistem için güçlü yönetim anlayışlarına sahip olması gerekmektedir. Bu yüzden bu kurumların kurumsal yönetim yaklaşımlarının incelenmesi ve kurumsal yönetim değişkenlerinin bu firmaların performanslarına etkisi olup olmadığının incelenmesi önem kazanmaktadır. Bu çalışma aşağıdaki sorulara cevap aramaktadır;

- 1- Kurumsal yönetim değişkenlerinden olan yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulundaki kadın üye sayısı, genel müdürün yönetim kurulunda görev alıp almaması ve firma sahipliği yapıları ile firma performans ölçütleri aktif karlılığı (ROA), özsermaye karlılığı (ROE) ve brüt, net ve faaliyet kar marjı oranları arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı
- 2- Çoğu halka açık olmayan bu kurumların genel kabul gören kurumsal yönetim uygulamalarını ne kadar benimsedikleri, halka açık olanların ise SPK’nın zorunlu ilkelerine uyum gösterip göstermediği

Çalışmada kullanılan veriler TSPB Raporlarından, kurumların finansal ve faaliyet raporlarından elde edilmiş ve analiz için Panel Veri yöntemi kullanılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMININ ÇERÇEVESİ

1.1. Kurumsal Yönetim Tanımı ve Ortaya Çıkış Süreci

Kurumsal yönetim kavramı özellikle küreselleşmenin hız kazandığı 80'li yıllardan itibaren önem kazanan, hem halka açık olan şirketler hem de diğer şirketler için hayati değer taşıyan bir yönetim biçimi olarak ortaya çıkmıştır. Küreselleşmenin hızlanmasıyla birlikte çokuluslu şirketlerin Dünya ülkeleri üzerindeki yatırımlarını arttırmaları, bu şirketlerde yaşanan yolsuzluk ve skandalların, yönetim sorunu yaşayan şirketin bulunduğu ülke ekonomisini ve tüm hissedarlarını etkiler hale gelmesi bu sıkıntıları giderecek yeni yönetim modellerinin ortaya çıkmasını sağlayacak zemini hazırlamıştır. Yaşanan skandalların ardından çoğu kamu otoritesinin bu konunun üzerinde önemle durması ve kurumsal yönetim uygulanmalarını yasalarla zorunlu hale getirmesiyle beraber bu kavram sivil otoriteler tarafından da ciddiyle tartışılan bir konu haline gelmiştir.

Ülkemizde kurumsal yönetim olarak kullanılmasına rağmen ülkemiz dışında kurumsal yönetişim olarak adlandırılan bu kavram yönetim (government) ve yönetişim (governance) arasındaki farkın ortaya konularak konunun daha açık hale getirilmesine ihtiyaç duymaktadır. Yüksel (2000: 145) bu anlam ayrımını şöyle yapmıştır. Buna göre yönetim kavramı hiyerarşik olan bürokratik yapının ağır olduğu bir anlayışı yansıtırken yönetişim, yönetimde rol oynayanlar arasındaki etkileşimi, katılımı, bürokratik yapı haricinde kalan hükümet dışındaki oyuncuların da yönetimde yer aldığı daha kapsayıcı bir kavramı tanımlar.

İngiltere'de Sir Adrian Cadbury'nin başkanlığında 1991 yılında oluşturulan komite tarafından "Kurumsal Yönetim'in Mali Yönü" adıyla hazırlanan ve daha sonra "Cadbury Raporu" olarak anılan rapor, kurumsal yönetimi ele alan ilk ciddi çalışmalardan biri olmuştur. Daha sonra bu rapordan hareketle halka açık şirketlerde

üst düzey yönetici kazançlarının detaylı olarak açıklanmasının teşvik edilmesini savunan Greenbury Raporu ve bu iki raporun tavsiyelerini gözden geçiren Hampel Raporu hazırlanmış, bu çalışmalar kurumsal yönetim kavramı üzerinde alınacak daha ciddi kararların temelini oluşturmuştur.

Şirket yolsuzluklarının ülkelerde yaşanan ekonomik krizleri tetiklemesi ve küreselleşmeyle birlikte birbirine daha fazla bağımlı hale gelen ülkelerin bu krizleri bulaşma etkisiyle diğer ülkelere taşınmalarıyla beraber ortaya çıkan zararların önlenmesi amacıyla daha ciddi kararlar alınması zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Önce Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development-OECD) aracılığıyla hazırlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri” ile tüm dünyada, “Sarbanes Oxley Yasası” ile de Amerika Birleşik Devletleri’nde kurumsal yönetim kavramına ciddiyetle dikkat çekilmeye başlanmıştır.

Kurumsal Yönetim kavramını ilk tanımlayan uluslararası kuruluşlardan ikisi ise Dünya Bankası ve OECD olmuştur. Dünya Bankası (International Finance Corporation, 1999: 11) kurumsal yönetimin tanımını; “*Kurumun finansal ve beşeri sermaye çekmesini, etkin bir şekilde çalışmasını ve böylece paydaşlarına ve toplumun çıkarına saygı göstererek uzun vadeli ekonomik değer üreterek kendini sürdürmesini sağlayan düzenleme ve uygun gönüllü özel sektör uygulamalarının karışımını ifade eder*” şeklinde yapmıştır. OECD (2004: 13) ise kurumsal yönetimi kısaca bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkiyi içeren sistem olarak tanıtmış, iyi bir kurumsal yönetimin, şirket yönetimine hedeflerine ulaşması için teşvikler sağlayarak, bu yolda verimli bir izlemeyi kolaylaştırması gerektiğini belirtmiştir.

Türkiye’de yaşanan gelişmelere kayıtsız kalmamış ilk olarak Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) bünyesinde Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu kurulmuştur. Çalışma grubu, 2002 yılında Kurumsal Yönetim-En İyi Uygulama Kodu’nu hazırlayarak Kurumsal Yönetim konusunda ilk çalışmayı gerçekleştirmişlerdir. 2003 yılında bu grup Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)’nin kurulmasını sağlayan esasları oluşturmuş ve bu konuda lider bir rol oynamışlardır. 2003 yılında OECD’nin hazırladığı ilkeleri temel alan Sermaye Piyasası Kurumu

(SPK) Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamış, OECD'nin bu konuda yaptığı değişiklikleri zaman kaybetmeden aldığı kararlarla aynen uygulamaya başlamıştır.

Türkiye'de kurumsal yönetimin ilk tanımını yapan kamu kuruluşlarının başında ise Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) gelmiştir. 2006 yılında Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmeliği'nin yayınlanmasıyla beraber kurumsal yönetim kavramının finansal sisteme entegrasi için önemli bir yol katedilmiştir. BDDK yönetmelikte ise kurumsal yönetim tanımını *“Banka üst yönetiminin bankayı, belirlenmiş hedefler, kanun, kanuna istinaden çıkarılan düzenlemeler ile ilgili diğer mevzuat, ana sözleşme ve banka içi düzenlemeler ile bankacılık etik kuralları doğrultusunda, tüm menfaat ve pay sahipleri tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruyacak biçimde yönetimi”* (Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik, 2006) şeklinde yapmıştır.

Akdoğan ve Boyacıoğlu'na göre (2010: 12) kurumsal yönetim, şirketin faaliyetleriyle alakalı düzenlemelerin ve yöntemlerin detaylıca açıklandığı ve pay sahiplerinin haklarının ve sorumluluklarının açık bir şekilde ortaya konulduğu sistemken, Aysan'a göre (2007: 18) kurumsal yönetim, şirket ortaklarının işletmenin yöneticilerine verdiği varlıkların verimli bir şekilde kullanılmasını ve yöneticilerin alınan sonuçlar ile beraber ortaklar ve topluma hesap vermesini hedefleyen sistemlerin bütünüdür.

Tuna (2013) ise kurumsal yönetim kavramı için dar ve geniş olmak üzere iki tanımlama yapmış, dar anlamda kurumsal yönetimi insanların bir amaç uğrunda kurduğu kurumların yönetimini düzenlemesi olarak tanımlarken, geniş anlamda ise şirketlerin piyasa ekonomisinin gereği olarak yöneticiler ve sermayedarlar arasındaki ilişkinin hukuki olarak düzenlenmesi olarak açıklamıştır.

Kurumsal yönetimin en geniş ve kapsayıcı tanımlarından birini de Alp ve Kılıç (2014: 37) yapmış bu kavram için önemli bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre kurumsal yönetim, uzun vadede şirket sürekliliğini sağlama ve sürdürülebilir değer yaratma amacı yönünde şirket faaliyetlerini sürdürürken, yönetim kurulu, hissedarlar ve paydaşlarla ilişkilerin, sorumlulukların kurumsal yönetimin temelleri olan şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkelerinin temel alınarak tasarlandığı,

denetim ve yönetim fonksiyonlarını ayrıldığı sadece hissedarların değil paydaşların haklarının da kollandığı iyi şirket yönetimidir.

Claessens ve Yurtoglu (2013: 3) literatürde yapılan kurumsal yönetim tanımlarını değişken ve iki kategoriye girme eğiliminde olarak tespit etmişlerdir. İlk tanım kategorisi, şirketlerin performans, verimlilik, büyüme, hissedarlar ve diğer paydaşlarına muamele gibi önlemlere ilişkin fiili davranışlarına odaklanıp, davranışsal kalıplarla ilgilenirken, ikinci set ise firmaların faaliyet gösterdiği yasal ve adli sistem, finansal ve emek piyasalarındaki kurallarla yani normatif çerçeveye ilgilidir. Özellikle tek bir ülke veya firma için yapılan çalışmalarda ilk tanım setinin, ülkeler veya şirketler arasında karşılaştırmalı olarak hazırlanan çalışmalarda ise ikinci tanım setinin kullanılması bu çerçevede daha mantıklı bulunmuştur.

1.1.1. Kurumsal Yönetim Kavramının Doğuşu ve Tarihsel Gelişimi

Kurumsal yönetim kavramı 80'lerde akademik çalışmalara giren bir kavram olsa da bu kavramı oluşturan temeller yüzyıllar öncesine kadar uzanmaktadır. International Finance Corporation (2010, aktaran Alp ve Kılıç, a.g.e., s.47-48) bu tarihsel gelişimi şöyle aktarmıştır (Tablo 1.1).

Tablo 1.1: Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi

Yıllar	Yaşanan Olay ve Gelişmeler
1600'ler	İngiltere ve Hollanda'da faaliyet gösteren East India şirketinin, sahiplik ile kontrolü birbirinden ayıran bir çeşit yönetim kurulu yapısını uygulamaya alması
1776	Adam Smith'in "Ulusların Refahı" adlı kitabında şirketlerin yönetiminin kontrol edilmesindeki zafiyetlere dikkat çekmesi
1844	İngiltere'de dünyadaki ilk anonim şirket kanununun yürürlüğe girmesi
1931	ABD'de Berle ve Means tarafından Modern Şirketler ve Özel Mülk isimli yeni ufuklar açan çalışmanın yayınlanması
1933-34	ABD'de sermaye piyasalarını ilk kez düzenleyen ve düzenleyici otorite SEC'e denetim yetkisi veren kanunun yürürlüğe girmesi
1968	Avrupa Birliği'nin ilk kez şirketler hukuku direktifini kabul etmesi
1987	ABD'de Tradeway Komisyonu (COSO) tarafından hileli finansal raporlama ile denetim komitesinin rol ve sorumlulukları konularında öneri getiren ve iç kontrol için bir çerçeve geliştiren raporun yayınlanması
1990-91	İngiltere'de Polly Peck, BCCI ve Maxwell adlı şirketlerin çöküşü

1992	İngiltere’de Cadbury Komitesi tarafından kurumsal yönetime ilişkin rapor düzenlenmesi ve ilk kurumsal yönetim kodunun yayımlanması
1993	İngiltere’de borsalarda işlem gören şirketlere “uygula veya uygulayamıyorsan açıkla” yaklaşımı çerçevesinde kurumsal yönetim uygulamalarını açıklama yükümlülüğü getirmesi
1994	Güney Afrika’da King Raporu’nun yayımlanması
1994-95	İngiltere’de iç kontrol ve finansal raporlama konusunda Rutteman, yöneticilere verilen ücretler konusunda Greenbury ve kurumsal yönetim konusunda Hampel Raporları’nın yayımlanması
1995	Fransa’da Vienot Raporu’nun yayımlanması
1996	Hollanda’da Peters Raporu’nun yayımlanması
1997-98	Çok sayıda ülkeyi etkileyen Asya Krizi
1999	OECD tarafından uluslararası düzeyde ilk Kurumsal Yönetim İlkelerinin yayımlanması
1999	İngiltere’de iç kontrol konusunda Turnbull kılavuzunun yayımlanması
2001	ABD’de borsada işlem gören en büyük yedinci şirket olan Enron şirketinin iflas etmesi
2001	Avrupa Birliği’nde Avrupa Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesi konusunda Lamfalussy Raporu’nun düzenlenmesi
2002	Almanya’da Alman Kurumsal Yönetim Kodu’nun yayımlanması
2002	ABD’de Enron ve diğer şirket skandallarına tepki olarak Sarbanes-Oxley Act adlı kanunun çıkarılması
2002	Avrupa Birliği’nde şirketler kanunu reformu konusunda Winter Raporu’nun yayımlanması
2003	İngiltere’de icracı olmayan yönetim kurulu üyelerine ilişkin Higgs Raporu’nun yayımlanması
2004	İtalya’da Parmalat skandalının ortaya çıkması
2004	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin güncellenmesi
2008	Global finansal krizin başlaması, Lehman Brothers’ın iflası, Madoff yolsuzluğu ve diğer şirket skandallarının ortaya çıkışı

Kaynak: IFC (2010, aktaran Alp ve Kılıç, 2014, 43-44)

Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasının ana sebepleri birkaç kategori altında toplanabilir. Yaşanan şirket skandalları ve hileli finansal raporlamalar, küreselleşmenin hız kazanması ve finansal serbestleşme ile çoğu kurumsal yönetim zafiyetinden kaynaklanan uluslararası finansal krizler kurumsal yönetim kavramının tanımlanması, tartışılması ve bu yeni nesil yönetim tarzı için uluslararası standartların getirilmesi için temel nedenlerden olmuşlardır.

1.1.2. Şirket Skandalları

90’lı yıllardan itibaren İngiltere’de başlayan daha sonra tüm dünyada birçok şirketin karıştığı ve uluslararası alanda ciddi sonuçlar doğuran krizler yaşanmış, başta

hileli finansal raporlamanın sebep olduğu bu krizler finansal sistemin merkezi Amerika Birleşik Devletleri'nde de ortaya çıkmaya başlayınca tüm dünyada etkisi hissedilen krizlere dönüşmüştür.

Yardımcıoğlu ve Ada (2013: 50-51) farklı kaynaklardan toplayarak oluşturdukları tabloda özellikle 2000 yılından itibaren yaşanan ve kurumsal yönetim reformlarının temellerinin atılmasını sağlayan muhasebe skandallarını ülke, sektör ve sebep bazında değerlendirmiş, son yılların en önemli şirket yolsuzluklarını ortaya koymuşlardır. Önce İngiltere'de Polly Pack ile başlayan, daha sonra ABD'de enerji sektörünün önde gelen şirketlerinden olan Enron, telefon şirketi Adelphia, telekomünikasyon sektörünün lideri Worldcom, büro donanımları üreticisi Xerox gibi birçok büyük dev şirket ile devam eden yolsuzluklar zinciri, ekonomik sistemin temellerini oluşturan bu ülkeleri ve bu ülkeyle sıkı ilişkileri bulunan ekonomileri zor duruma sokmuştur. Yolsuzlukların Avrupa ayağı ise İtalya'da Parmalat'la başlarken Hollanda'nın perakende devi Royal Ahold'la devam etmiş, Fransa'da ise dünyanın ikinci büyük medya kuruluşu Vivendi Universal'ın karıştığı usulsüzlük Dünya borsalarında çok düşük endeks seviyelerinin görülmesine neden olmuştur. Asya'ya da Çin ve Hindistan şirketlerinde yaşanan yolsuzluklarla bulaşan kriz dalgası, 2009 yılında Japon şirketlerine sıçramış, bu durum bölge ülkeleri için kurumsal yönetim adına daha da endişe verici gelişmelerin yaşanmasına neden olmuştur.

Bu şirket skandallarının kurumsal yönetim uygulamaları açısından en fazla ses getirenleri ise Enron ve Worldcom olmuştur. Hala ABD ve dünyadaki en büyük iflasların başında gelen bu iki şirket, ABD sermaye piyasalarında devrim yaratacak yeni kararlar alınmasının temel sebeplerini oluşturmuştur. Hem Avrupa Birliği (AB) ülkeleri hem de AB ülkeleri ile ticaret hacmi fazla olan ülkeler arasında, kurumsal yönetim ve bağımsız denetim kavramının gündeme gelmesini sağlayan en dikkat çekici skandal ise İtalyan gıda şirketi Parmalat'ta yapılan usulsüzlükler olmuştur.

1.1.2.1. Enron Skandalı

Kuruluşu olan 1980'den 2001 yılındaki iflasına kadar faaliyet alanı enerji, emtia ve hizmetleri olan Enron, kısa zamanda ABD ve dünyanın ileri gelen doğalgaz, haberleşme ve kâğıt endüstrisi şirketlerinden olmayı başarmıştır. Madura (2015

aktaran Lemus, 2014: 41-42) 2000 yılına kadar büyüme gelirleri bazında Enron'un ABD'deki en büyük yedinci şirket olduğunu belirtmiş, Ekim 2001'de ise şirketin finansal manipölasyonlarından habersiz yatırımcıların şirketin finansal zorluklar yaşamasını şaşkınlıkla karşıladığını belirtmiştir. Aralık 2001'de ise Enron, hem mali tablolarından hazırlanmasından hem de denetlemesinden sorumlu olan firma Arthur Andersen ile şirketin finansal tablolarında hileli muhasebe işlemleri yaparak, oynamalarda bulunduğunun anlaşılması üzerine iflasını açıklamış, bu iflas ABD ve tüm dünyada oldukça dikkat çekmiştir. Bu beklenmeyen iflas, kurumsal yönetim ve bağımsız denetim kavramları adına da önemli sonuçlar doğurmuş, ülke otoritelerinin bu kavramlar üzerine eğilmesine ve düzenlemeler yapmasına neden olmuştur.

Li'ye göre (2010: 38) muhasebe düzensizliklerinin 2001 yılının üçüncü çeyreğinde gösterilmesi dikkatleri denetleme firması Andersen'in üzerine çekerken, Gannon (2002: 805) asıl önemli unsurun muhasebe verilerinin geçerliliğini ve sunumunu güvence altına alması gereken görünüşte bağımsız olan bu muhasebe firmalarının hatalı olan tabloları onaylamış olması olduğunu belirtmiştir. Bu durum denetleme şirketlerinin karlı işlerini kaybetmemek adına manipölasyonlu işlemler yapmaya ne kadar meyilli olduğunu kanıtlayan bir olay olarak hafızalarda yer etmiştir. Ayrıca mali tabloların hazırlanmasıyla beraber denetleme görevinin aynı şirketlere verilmesinin doğurabileceği sakıncaları da gözler önüne sermiştir.

Ertikin (2017: 103) Enron'un faaliyet alanını farklı sektörlere kaydırarak bunun sonucunda Özel Amaçlı Girişimler (SPE¹) kurduğundan bahsetmiştir. Otlı ve Uğur (2006 aktaran Arı, 2009: 409) ise finansal tablolardaki kayıpları azaltarak karları arttırabilmek ve şirketin enerji sektörüne girerken kredibilitesini azaltabilecek borçlarının görünmemesi adına hisse senetlerini, nakit ve senet karşılığında bu özel amaçlı şirketlere transfer ettiğini vurgulamıştır. Böylece şirket zararlarının bilanço dışına çıkarılarak bu şirketlere aktarıldığının anlaşılması, şirketi iflasa götüren diğer bir etmen olmuştur.

Enron skandalının sadece muhasebe hilelerinden ibaret olmadığı zaman içinde anlaşılmış, şirketin politikacılara yaptığı bağışlarla tekel gücünü arttırdığını ve elde

¹ SPE: Special Purpose Entity

ettiği siyasi gücü finansal durumunu bilen bankalara karşı kullanarak kredi teminine devam ettiği tespit edilmiştir. Şirketin CEO ve yöneticilerinin yüksek maaşlı pozisyonlarını kaybetmemeleri adına hissedarlara şirketin durumunu yanıltıcı bir şekilde olumlu olarak yansıtması, yeni projelerle birlikte şirketin değerinden fazla bir şekilde fiyatlanmasına neden olmuştur. Gore ve Murthy'ye göre (2011: 26) Enron'un başarısızlığı büyük oranda yanlış muhasebe uygulamalarından kaynaklansa da ölçsüz kurum kültürü, CEO'dan gelen makul olmayan beklentiler, benzeri görülmemiş piyasa koşulları ve bunun gibi birçok faktör krizin temel nedenlerini oluşturmuştur.

Enron skandalı konusunda yapılan birçok akademik çalışmada olayın sorumluları hatalarıyla birlikte ele alınmıştır. C.Kandemir ve Ş.Kandemir (2012: 105-119) Enron olayının sacayakları başlığı altında bu sorumlulardan bahsetmiştir. Başta Enron yöneticileri olmak üzere yönetim kurulu üyeleri, görevini ihmal eden denetim komitesi, siyaset ve düzenleyici/denetleyici kamu kuruluşları, Enron'un hukuk müşaviri firması, müşterilerine tarafsız bilgi vermekle yükümlü olan ancak bu hisseleri pazarlamak için de çalışan çıkar çatışması içindeki yatırım bankaları ve finansal analistler, şirketi sürekli öven ve ödüllendiren medya, eğitim dünyası, şirketin sürekli büyümesini sorgulamadan hisse senedi yatırımı yapan toplum ve çalışanlar, son olarak da bağımsız denetim bu skandalın oluşmasının temel sorumluları olarak tespit edilmiştir.

Demircan (2007: 38-39)'a göre bu olay kamusal otorite, muhasebe mesleği ve yatırımcı açısından üç sonuç doğurmuştur. Kamusal otorite için çıkan sonuç denetim kavramını garanti altına almak ve denetçileri disipline etmek için bir üst kurul oluşturulması gerçeği ve denetim mesleğinin yeni kurallarla düzenlenmesi gereğidir. Muhasebe mesleği için çıkan sonuç, denetim ve danışmanlık çalışmalarını aynı anda yürüten kurumların çıkar çatışması yaşayabileceği ve denetimin esas unsurunun muhasebe için oluşturulan standartlar içinde kamu çıkarlarının korunduğunun ya da tersinin tespitinin yapılması gerektiği olmuştur. Yatırımcı yönünden çıkarılan sonuç ise emeklilik için yapılan yatırımların tek bir alternatif yerine çeşitlendirme yoluyla yapılması ve yatırım yapılan şirketlerin daha çok araştırılması gerekliliğidir. Süer'e göre (2003: 13) Enron skandalı, ülkeler arasında belirlenmiş olan muhasebe kurallarına uygun, finansal bilgiler, kapsamlı dipnotlar bulunduran, gerçekleri, riskleri

tam ve doğru olarak gösteren karşılaştırılabilir mali tabloların önemini göstermiş, kaliteli bilgiye ulaşımın nasıl olması gerektiği konusunda da yeni bir pencere açmıştır.

“Sonuçta, Enron’un benzeri görülmemiş mali etkinliği, gaz ve kamu hizmeti sektöründeki büyük şirket kuruluşlarının şirketin finansal tablolarını manipüle ettiğini göstermiştir. Ek olarak, 2002 Sarbanes-Oxley Yasası’nın uygulanması, halka açık şirketlerin finansal raporlama sistemlerinin uyumlaştırılmasına ve yeniden şekillendirilmesine yardımcı olmuştur” (Lemus, a.g.e., s.49.).

1.1.2.2. Worldcom Skandalı

ABD’de Enron’dan sonra yaşanan ikinci en büyük şirket yolsuzluğu telekomünikasyon devi Worldcom’un iflasıyla gerçekleşmiştir. Giroux’a göre (2008: 1226) Worldcom iflası zaman içinde Amerika tarihindeki en büyük başarısızlık olarak Enron’un yerini almıştır. Henüz Enron skandalının getirdiği sorunları aşmadan Worldcom’un iflasıyla sarsılan Amerika ekonomisi bu skandalla beraber zor günler geçirmiş, yatırımcıların güveni oldukça sarsılmıştır. Bu skandalın Enron’la benzer bir yönü ise denetleme şirketi Arthur Andersen’in Worldcom’un da denetlemesinden sorumlu olarak bu olayda da rol oynaması olmuştur. Worldcom, yaşanan krizden sonra 2001 ve 2002 mali tablolarını düzeltme yoluna gitmiş ve denetim şirketini değiştirmiştir.

Worldcom’un iflas sürecine götüren olaylar çok daha önceden başlamıştır. Özellikle 1995 yılından itibaren telekomünikasyon sektöründeki yatırımları ve şirket birleşmeleriyle sürekli büyüyen Worldcom, diğer bir telefon şirketi MCI ile yaptığı birleşmeyle beraber oldukça yüksek bir hisse değerine ulaşmıştır. Di Stefano’ya göre (2005, aktaran Wisner ve Brown, 2015:1)

1997’den kısa bir süre önce, köklü bir iletişim şirketi olan Worldcom MCI’yi satın aldığı anda, birleşme şirketinin karı endişe verici şekilde azalmaya başladı. Birleşme gerçekleşikten sonra bu etki nadir görülme de, Worldcom’un CEO’su Bernard (Bernie) Ebbers ortaya çıkan zararları kabul etmemeye karar verdi ve bunun yerine tüm ilgili taraflardan gizlemek için adımlar attı. Çabasıyla açıkları gizlemek için, Worldcom’un yöneticileri birkaç milyar doları finansal tablolarının gelir bölümüne taşıyarak rezervlerini değiştirmeye başladı. Ayrıca işletme giderlerini uzun vadeli sermaye yatırımları olarak yeniden sınıflandırmaya devam ettiler.

2002 yılında yapılan araştırmalarda yolsuzluğun boyutu ortaya çıkmaya başlamış, giderleri düşük gösterip sahte gelir kalemleri yaratan muhasebe bölümünün yaklaşık 4 milyar dolara yakın bir hileli işleme girişikleri gözler önüne serilmiştir. Elkins'e göre (2014: 7-8) Worldcom, 1998 ve 2000 yılları arasında yükümlülüklerini karşılamak için tutmak zorunda olduğu rezerv hesaplarını sürekli düşürmüştür. Bu hareketle gelirlerini 2.8 milyar dolar arttırsa da bu durumun Worldcom yatırımcılarını mutlu etmemesi üzerine şirket CFO'sunun Teksas ofisine işletme giderlerinin uzun vadeli yatırımlar olarak sınıflandırmasına yönelik mail attığı tespit edilmiş, bu hamleden dolayı da yaklaşık 3.85 milyar dolarlık gelir elde edilmiştir.

Sidak (2003) Worldcom skandalına farklı noktalardan yaklaşmış ve Amerikan Telekom Endüstrisinin bu skandala bağlı olarak çöküşüne dikkat çekmiştir. Öncelikle firmanın gelirini yüksek göstermesi borçlanma faizinin düşmesine neden olmuştur. Böylece şirket hem sektördeki diğer rakiplerine göre haksız bir güç elde etmiş hem de telekomünikasyon sektöründe maliyetli yatırımlara girebilmiştir. Borçlanma avantajının üzerine maliyetlerin düşük göstermesiyle beraber şirket ürünlerini olması gerekenden düşük fiyatlandırmış, sektördeki diğer rakiplerini de bunu yapmaya mecbur bıraktırmıştır. Ayrıca Worldcom'un maliyetleri düşük göstermesi hükümet ihalelerini de kolayca alabilmesini sağlamıştır. Böylece Amerikan telekom endüstrisinde makul olmayan genişlemeler yaşanmış, yanlış yatırımlar yapılmış, verimlilik düşmüş ve sahte pazar payları oluşmuştur.

Enron şokunu atlatamadan diğer bir kötü yönetim örneğinin getirdiği maliyetlerle savaşmak zorunda kalan ABD'de bu olayın önemli sonuçlar doğurması kaçınılmaz olmuştur. Kecskés'e göre (2016: 30) skandallar geliştikçe, medya baskısı, dolandırılan yatırımcıların ve halkın öfkesi nedeniyle, devlet müdahalesinin kaçınılmaz olduğu ve mevzuatta reformların gerekli olduğu ortaya çıkmıştır. Enron ve Worldcom iflaslarının en büyük sonuçlarının başında ise ABD'de deki şirketlerin finansal raporlamaları üzerindeki kontrollerin artması ve iyileştirilmesiyle birlikte etkin bir kurumsal yönetimi destekleyen Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası veya diğer adıyla Sarbanes-Oxley Yasası'nın 30 Temmuz 2002'de kabul edilmesi gelmiştir. *“Amerika Birleşik Devletleri Kongresi tarafından kabul edilen 2002 tarihli Sarbanes-Oxley Yasasının amacı, hissedarların,*

alacaklıların ve piyasada milyarlarca dolar kaybeden diğer yatırımcıların finansal güvenini yeniden sağlamaktır ... Ayrıca, 2002 Sarbanes-Oxley Kanunu, tüm şirketlerin finansal raporlarını değerlendirmenin önemini ifade etmiştir” (Lemus, a.g.e., s.42.). Yatırımcıların güvenini tekrar kazanmak adına çıkarılan bu kanun hala ABD sermaye piyasalarını düzenlemek için çıkarılan en önemli kanunlardan biri olarak kabul edilmektedir.

1.1.2.3. Parmalat Skandalı

Avrupa’nın Enron’u olarak lanse edilen Parmalat skandalı ise 2003 yılında yaşanmıştır. 1961 yılında Calisto Tanzi tarafından kurulan Parmalat, dünyanın en büyük süt üreticilerinden biri olmayı başarmış, başta gıda sektörü olmak üzere medya ve turizm sektörlerinde de hızla büyüyerek İtalya’nın en büyük gruplarından biri haline gelmiştir. Tran ve Jay’a göre (2004) Parmalat hakkındaki sorular şirketin Aralık 2003’te 150 milyon avroluk tahvil ödemesi yapmakta zorlandığı zaman başlamış, kasasında 3.95 milyar avro nakit para olması gereken firmanın yaşadığı sıkıntı İtalyan bankacıları şaşkınlığa uğratmıştır. Daha sonra yapılan araştırmalarda şirketin bu 4 milyar avroya yakın parayı Cayman Adaları’nda bulunan iştirak şirketi Boulet’e bağlı bir Bank of America hesabına aktardığı anlaşılsa da Bank of America böyle bir hesap olmadığını belirtmiştir. Şirket yaşanan usulsüzlüklerin anlaşılması üzerine iflas koruması talep etmiş ve şirket aleyhine kamu davaları açılmaya başlanmıştır.

Roberts, Swanson ve Dinneen (2004: 219) usulsüzlüklerin merkezinde olan şirketin denetçisi Grant Thornton’un Ocak 2004’te görevine son verilmesi üzerine yeni denetçinin ulaştığı sonuçlara değinmişlerdir. Yeni denetçiler şirketin toplam borcunun 18 milyar ABD Dolar olduğunu tespit etmişlerdir. Bu rakam şirket yöneticilerinin Eylül’de açıkladığı rakamın (2.3 Milyar Dolar) yaklaşık 8 katı olarak usulsüzlüklerin boyutunu göstermiştir. Ayrıca şirketin gelirlerini şişirerek raporladığı tespitlerden bir diğeri olmuş, 1990’dan beri 2002’ye kadar sürekli kar açıklaması yapılmasının da usulsüzlüklerin 10 yıldan fazlasını kapsadığına dair şüpheler oluşturmuştur.

Birçok kez akademik çalışmalara konu olan Parmalat skandalına sebep olan olaylar zinciri ele alındığında bazı akademisyenler İtalyan hukuk sistemi, şirket yapılanmalarındaki çarpıklıklar ve ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarındaki

zayıflıkları suçlarken bazı çalışmalar ise bu skandalın Enron ve Worldcom skandallarıyla benzer özellikleri olduğunu ele almışlardır. Buchanan ve Yang’a göre (2005: 28-29) Parmalat başarısızlığı, denetçiler ve finansal kurumlar konusunda ihtiyatlı davranmama, etkisiz yönetim kurulu, hızlı kazanımlar, ilişkili taraf işlemleri, sahte muhasebe uygulamaları bakımından ABD kurumsal skandallarıyla benzerlik göstermektedir ancak zayıf muhasebe standartları, sınırlı kurumsal yatırımcı varlığı ve yatırımcılara sağlanan düşük yasal korumaya sahip olmak gibi İtalyan kurumsal yönetim sistemi eksikliklerinin de bu olayda göz ardı edilmemesi gerekir.

Melis’e göre (2005) İtalyan Kurumsal Yönetim standartları çok iyi olmasa da Parmalat skandalında hata tamamen bu standartlara yüklenemez. Parmalat İtalyan Kurumsal yönetim standartlarının bazılarına uymakta başarısız olmuştur. İç ve dış denetleyicilerin izleyici rollerini gerektiği gibi yerine getirmemesi Parmalat skandalının Enron gibi Anglo-Sakson krizlerinden farklı olmadığını göstermiştir. Parmalat vakası bazı özellikleriyle İtalya’ya özgü bir vaka olarak görülebilse de kurumsal yönetim sorunlarının dünyadaki diğer firmalarla da karşılaştırılabilir olması nedeniyle ülkeye özgü bir vaka olarak kategorilenmesini gerektirmez.

Coffee (2005)’de bu skandalda İtalya’nın hukuksal yetersizliklerinin rolünden bahsetmiş ve denetim firmalarının rotasyonunu zorunlu kılan yasaya rağmen şirketin denetim firması olan Grant Thornton’un ana firmanın denetlemesinden ayrılrsa da iştiraklerinin denetlemesine devam edebildiğini vurgulamıştır. Ayrıca Kıta Avrupası’nda sık görülen konsantre mülkiyet yapısının (yönetimin tek bir aile ve az sayıda hissedarın elinde toplandığı yapı) iç denetçilerin, bu usulsüzlükleri farketse bile şirket sahiplerinin baskısı altında olmalarından ötürü durumu bağımsız dış denetçilere açıklayamayacak olmasının yanında azınlık haklarının korunmasını arttıracak yasal düzenlemelerin eksikliğinin de bu skandaldaki payından bahsetmiştir.

Skandaldan sorumlu olarak görülen diğer bir kesim ise bankalar olmuştur. Tıpkı Enron vakasındaki gibi şirketin durumunu bilen bankalar Parmalat bonolarını satmaya devam etmekten vazgeçmemişlerdir. Açılan davalarda bu durum da göz önünde tutulmuş bankalar ve bazı çalışanları çeşitli cezalar almışlardır.

Parmalat skandalı Avrupa’da kurumsal yönetim kavramının değerinin anlaşılması, bağımsız denetim ve muhasebe standartlarının geliştirilmesi adına önemli sonuçlar doğurmuştur. Amerika ve Avrupa’da yaşanan şirket skandalları üzerine, akademi dünyası, siyasi çevreler, sivil toplum kuruluşları ve ülkeler bu skandalların tekrar yaşanmaması adına kurumsal yönetim uygulamalarının daha katı bir şekilde uygulanması için kararlı bir tavır içine girmişlerdir. Şirket skandallarının nedenleri üzerinde yapılan çalışmalarla birlikte ülkeler, şirket ve kurumlar için rehber niteliğinde kurumsal yönetim kodları hazırlamış, kanunlar çıkarmış ya da ticaret kanunlarında Kurumsal Yönetim uygulamalarını arttıran değişiklikler gerçekleştirmişlerdir.

Bu skandallar yatırımcılarda telafi edilemez güven kayıpları oluşturmuş, skandalların yaşandığı ülke para birimlerinin yaşadığı değer kayıpları ciddi zararlara neden olmuştur. Ayrıca şirket iflasları binlerce kişinin işsiz kalmasına sebebiyet vermiş bu da skandalların sadece ekonomik değil sosyal boyutlarının da ele alınması gerektiğini ortaya koymuştur. ABD, İtalya ve birçok ülkede yaşanan bu skandalların ortak noktaları ise şirketlerin kötü yönetimi, yüksek yönetici maaşları, muhasebe hilelerini tespit etmelerine rağmen aldıkları yüksek ücretlerden dolayı sessiz kalmayı tercih eden bağımsız denetim ve danışmanlık kuruluşları olmuştur. Doğan’a göre (2009: 198) başta iş çevreleri, ABD ve Avrupa’da yaşanan bu skandal ve iflaslardan önemli dersler çıkarmışlardır. İş etiğine önem veren, faaliyet içinde bulunduğu toplumun çıkarlarına ve sorumluluklarına önem veren işletmelerin uzun vadede başarılarının olumlu yönde artacağı ortaya çıkmıştır.

Atmaca (2012: 202) yaşanan muhasebe skandallarının nedenlerinden bahsetmiştir. Buna göre bu nedenlerin başında işletmelerin zayıf iç kontrol sistemlerine sahip olması gelir. Bu tarz güçsüz iç kontrol sistemine sahip işletmelerde suistimallerin ve usulsüzlüklerin gerçekleşebilme ihtimali yüksektir. Bu durumların yaşanması ise işletmenin sürdürülebilirliğini engelleyecektir. Bunu önlemek için ise iç kontrol sistemlerinin gücü çok önemlidir. Göçen de (2010: 125) yaşanan skandalların iç kontrol sistemleri ve bağımsız denetimin önemini ortaya çıkardığına değinmiştir. Buna göre iç denetim ve bağımsız denetimin koordineli olarak uygulanması gerekir. İç kontrolde güvenilir raporlar hazırlanması, kaynakların etkin kullanıp kullanılmadığının tespiti ve mali tablonun düzenlemelere uygunluğu temel ilke iken,

bağımsız denetimde ise finansal tabloların standartlara, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygunluğunun kontrolü ve bu bilgilerin doğruluğunun tespiti adına yeterli denetim kanıtı sağlamak için uygun denetim tekniklerini kullanarak yapılacak denetimin değerlendirilmesi asıl unsurdur.

Yaşanan bu muhasebe skandalları göstermiştir ki dünya devi olan şirketler kurumsal yönetimin temel kurallarından birini ya da birkaçını ihmal ettiklerinde küreselleşmenin de etkisiyle sadece kendileri için değil diğer ülke ekonomileri için de tehdit oluşturmaktadırlar. Hızla küreselleşen piyasalarda rekabetçi olmanın sağladığı avantajların önemini kavrayan ülkeler ve şirketler yaşanan muhasebe skandallarından sonra gün geçtikçe kurumsal yönetim kavramına daha fazla önem vermeye başlamıştır. Çıkarılan kanun ve kurallarla kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini arttırmaya çalışan ülkeler sermaye piyasaları kurumlarını devreye sokarak bu kuralların uygulanmaması durumunda yaptırımları artırma yoluna gitmişlerdir.

1.1.3. Küreselleşme ve Finansal Serbestleşme

Bayar'a göre (2008: 25) küreselleşme en sade tanımıyla devletler, insan ve toplumların birbirleri ile ilişki ve etkilenme seviyesinin bağımlılık derecesinde sürekli artmasıdır. Durusoy'a göre (2000, aktaran Ural, 2003: 11) finansal liberalizasyon ise; hükümetlerin uluslararası alanda gerçekleşen finansal faaliyetleri kendi ülkelerine getirmek amacıyla, bankacılık sistemindeki kuralları gevşeterek, ekonomilerin sermaye akımlarına açılmasıdır.

“Dünya ekonomilerinin artan ekonomik entegrasyonunun en önemli sonuçlarından biri ülkelerdeki rekabetin gücünün artmasıdır. Şirketler yalnızca kendi ülkelerindeki diğer firmalarla değil, dünyanın dört bir yanındaki firmalarla rekabet etmek zorundadır” (Gugler, Mueller ve Yurtoğlu, 2004: 129). Bu yüzden firmalar maliyetlerini en aza indirebilecekleri yerlerde yatırım yapmak isterler. Sermayenin de en temel maliyetlerden biri olduğu kabul edildiğinde firmaların istediği sermayeyi karşılamak adına bankalar arası rekabet de oldukça artmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkeler ihtiyaçları olan sermaye girişini sağlamak adına bankacılık sektörünün önündeki engelleri kaldırmak için finansal liberalizasyon hamlelerini arttırmış hem bankalar, hem de firmalar için yatırım cazibesi kazanmaya başlamışlardır.

Diğer yandan firmalar kaynaklarını sadece bankalardan aldığı kredilerle sağlamazlar, daha az maliyetli olabilecek yeni yatırımcılarla da büyüme şansı bulurlar. Yatırımcıların haklarını daha fazla arayabildikleri, rasyonel hareketler bekledikleri şirketlere yatırım yapmak istedikleri düşünüldüğünde, yeni yatırımcılar kazanmak isteyen firmaların yeni yönetim biçimi arayışlarının ortaya çıkması anlaşılabilir bir durumdur. Memduhoğlu ve Yılmaz'a göre (aktaran Konak ve Kendirli, 2014: 114) küreselleşme ve artan rekabet, yönetim tarzlarında radikal değişimlere neden olmuştur. Amaçları kâr elde etmek olan işletmeler bu rekabette var olabilmek ve kaynak sağlayıp büyümek için yeni yatırımlara ihtiyaç duyarlar. Şirket birleşmeleri de işletmelerin bu ihtiyaçlarını karşılayarak avantaj sağlamalarına imkân verir. Bu nedenlerle firmaların sahiplikleriyle yönetimlerinin birbirinden ayrılması zorunlu hale gelmiş, şirket yönetimleri yatırımcıların kontrolünden bu işi profesyonel olarak yapan yöneticilere devredilmiştir.

Alp ve Kılıç'a göre (a.g.e.,s.52.) uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması kurumsal yönetimi iki yönden geliştirmiştir. Uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanması bu hareketleri sağlayan fon arz edenler ve fon talep edenler açısından ayrı ayrı sonuçlar doğurmuştur. Sınırların kalktığı bugünlerde fon arz edenler risk-getiri tercihlerine uygun olarak hem yurtiçi hem yurtdışı yatırımları serbestçe tercih edebilir hale gelmiştir. Bu yatırımcılar sermayelerinin karşılıklarını güven içinde almak için yatırım yapılan ülkelerde kurumsal yönetim ilkelerinin iyi olarak uygulanması şartını aramaya başlamış, istikrar ve belirlilik altında ortaklık haklarının daha çok korunduğu algısını edinmişlerdir. Bu yüzden kurumsal yönetim uygulamalarının iyi olduğu ülkelerde beklenen getirilerine ulaşma olasılıklarını daha yüksek görmeye başlamışlardır. Fon talep edenler ise sermayenin çekilmesi açısından uygun bir ortamın tesis edilmesinden sorumlu hale gelmişlerdir. Bu durum yoğun rekabet şartları altındaki ülke ve şirketler için kurumsal yönetim ilkelerini uygulamak adına daha çok çabalamaları gerekliliği sonucunu ortaya koymuştur.

Iskander ve Chamlou'ya göre (2000: 22) küreselleşme, kurumsal yönetim sistemlerinin çeşitliliğine rağmen fiili operasyon ve yönetim uygulamalarında bir yakınlaşma üretir. Piyasaların baskısı, şirketlerin yatırımcı risklerini azaltmak ve sermaye maliyetini düşürmek için kurumsal yönetim uygulamalarını uyumlu hale

getirmek için bir itici güç sağlar. Bu nedenle birçok model olsa da kurumsal yönetim için genel kabul görmüş kurallar ve bir çerçeve mevcuttur.

Blowfield ve Murray'a göre (2008, aktaran Sancar, 2013: 72) gelişen iletişim teknolojileri ve küreselleşme, şirketlerin her hamlesinin tüketiciler tarafından bilinmesini sağlamış, bu durum da şirketlere işlerini hızlı, şeffaf bir şekilde yapma ve daha fazla sorumlu davranma baskısını getirmiştir. Böylece şeffaf ve sorumlu davranma baskısı küreselleşmeyle beraber gelen rekabet ortamında yatırımcı tercihlerini etkileyecek temel faktörlerden biri olarak ortaya çıkmıştır. Kurumsal yönetim uygulamaları yönünden kendini geliştiremeyen ülke ve firmaların yarış dışı kalacakları piyasalarda var olabilmeleri adına bu uygulamaları daha iyi hale getirebilmek için daha fazla çabalamaları gerektiği ise tartışılmaz bir gerçek olarak ortaya çıkmıştır.

1.1.4. Ekonomik Krizler

Ekonomik krizler; Dünya tarihi boyunca devletler ve toplumların ekonomik temelli karşılaştıkları en büyük sorunlardan biri olarak göze çarpmaktadır. Tarih boyunca yaşanan ekonomik krizler devletler adına önemli sonuçlar doğurmuş, bu krizlerin özellikle küreselleşme ile birlikte başlayan yayılma etkisiyle beraber sadece krizin başladığı topraklarda değil, bu ülkelerle ekonomik bağları olan birçok ülke ve bu ülkelerin vatandaşlarına da olumsuz yansımaları olmuştur. Kriz en basit anlamıyla toplumları, kişileri olumsuz olarak etkileyebilecek ani durum ve tehlikelerdir. Ekonomik kriz ise ekonomi dinamiklerinde yaşanan ani değişimlere bağlı olarak gelişir.

Kibritçiöğlu'na göre (2001: 175) ekonomik kriz, hizmet, mal gibi üretim faktörleri ya da para, döviz piyasasındaki miktar ve fiyatlarda makul seviyedeki değişimin daha da ötesinde meydana gelen kuvvetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir. Ekonomik krizler ise çeşitleri bakımında finansal krizler ve reel sektör krizleri olarak ikiye ayrılırlar. Reel sektör krizleri mal, hizmet üretimi ve istihdam yaratmadaki ani daralmalarda oluşan krizler olarak adlandırılırken, finansal krizler ise finans sektörü içerisindeki mal varlıklarının ani değer kayıpları yaşaması olarak tarif edilir.

Finansal krizler tarihine bakıldığında ise yaşanan bu krizlerin en şiddetlilerinin 1929 yılında gerçekleşen Büyük Buhran ve yakın tarihin ülke ekonomileri açısından en olumsuz sonuçlarını doğuran 2008 Global Finansal Krizi olduğu söylenebilir. Özellikle 2008 Global Finansal Krizi başta büyük ekonomiler olmak üzere gelişmekte olan birçok ülkeyi de derinden sarsmıştır. Kurumsal yönetim eksikliklerinin en çok göze battığı krizlerin başında gelen 2008 Global Finansal Krizi şeffaflığı benimsemeyen şirketlerin ve denetimsizliğin hüküm sürdüğü finans sektörünün piyasalar açısından ne denli tehlikeli olabileceğini göstermiştir. Bu global kriz, oluşum nedenleri ve yıkıcı sonuçlarıyla finans tarihine birçok acı ders bırakırken, bu tür krizlere reçete olarak kurumsal yönetim kavramının daha fazla ön plana çıkmasına sebep olmuştur. Özellikle kurumsal yönetimin akademik literatürde ele alınmaya başladığı ilk zamanlar 1929 krizi sonrası olmuş kurumsal yönetime olan ilgi genellikle krizlere neden olan kurumsal yönetim başarısızlıklarının ardından artmıştır.

80'lerden bu yana küreselleşmenin getirdiği serbestleşme uygulamalarının tetiklediği denetimsizlik ve bu denetimsizlik sonucu finans sektörünün temel taşları olan bankaların kurumsal yönetimin en temel ilkelerinden biri olan şeffaflık ilkesinden uzak davranışları sonucu yükümlülüklerinde görülemeyen sorumluluklar altına girmesi krizlerin temel başlangıç noktalarından olmuştur. OECD'ye göre (2009: 12) bankalar kurumsal yönetim yönünden temelde şirketlerden farklı olmasa da banka başarısızlıkları ekonomi genelinde önemli sonuçlar doğurur. Örneğin itibari ve operasyonel riskler bankacılıkta şirketlere oranla daha dinamik ve değişken olabilir. Ayrıca bankaları kurumsal yönetim açısından farklılaştıran şey paydaşların daha önemli rolleri ve kurullara, hissedarlara ve yöneticilere yönelik teşvikleri değiştiren borç sınıflarına ilişkin devlet garantileridir.

2000'li yılların başından itibaren Enron, Parmalat gibi yaşanan şirket skandallarından sonra finans piyasalarında tekrar güveni tesis etmek adına uygulanan genişlemeci para politikaları, son yıllarda finans araçlarının risklerinin belirlenmesi alanında adını duyuran derecelendirme kuruluşlarının da iştahını kabartmış, denetimsizliği bankalar gibi fırsat bilen bu kuruluşlar şeffaflıktan uzak hatalı değerlendirmeleri sonucu karmaşık finansal ürünlere alması gerekenden daha yüksek notlar vererek yatırımcıları yanıltmışlardır.

Levent'e göre (2014: 4-7) ise bu krizden çıkarılacak kurumsal yönetim dersleri birkaç başlık altında incelenebilir. İlk olarak çıkarılan ders düzenleyici ve denetleyici kurumların eksikliklerini gidermeleri adına yeniden yapılanarak aynı skandallara, riskli olarak verilen kredilere izin vermemesi ve değerlendirmelerini daha şeffaf ve çıkar çatışmalarına engel olacak şekilde yapması gerekliliğidir. Diğer bir ders ise kurumsal yönetimdeki zayıflıkların aşırı risk alma eğilimini engelleyememesi olurken, şeffaflık konusundaki eksikliklerin ekonomiler üzerinde neden olabileceği tahribatlar da krizden öğrenilecek sonuçlardan biri olarak bahsedilmiştir. Ayrıca şirketlerin, yönetimlerinde yer alan yöneticilerin kendi çıkarları adına hareket etmelerinin ağır sonuçlarını tekrar yaşanmamaları adına kurumsal yönetim ilkelerini oluşturan hesap verilebilirlik, adillik ve sorumluluk kavramlarını özümsemeleri gerektiği, bahsedilen diğer bir kriz çıkarımı olmuştur.

Alp ve Kılıç'a göre (a.g.e., s.52.) krizler üç şekilde kurumsal yönetimin gelişmesine neden olmuştur.

İlk olarak, ülkeler bu krizlerden ders çıkararak doğrudan veya dolaylı olarak kurumsal yönetim anlayışının uygulanmasına yardımcı olan yasal düzenlemeler yapmaktadırlar. Pek çok ülkede, sermaye piyasasına ve şirketler hukukuna ilişkin temel yasaların çıkarılması bu dönemlere denk gelmektedir. İkinci olarak, şirketlerin mevcut ortakları ve kreditorleri, finansal kriz ortamında kendilerini daha çok korumaya muhtaç bulduklarından, şirketlerde kurumsal yönetim gibi bir yönetim ve denetim mekanizmasının varlığını aramaktadırlar. Üçüncüsü de, kurumsal yönetimin bizatihi kendisi, şirketlerin finansal krizlerden etkilenmemesinin yoludur. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketler, kurdukları sağlam yapı, paydaş dayanışması, riskin önceden teşhisine ve yönetimine yönelik sistemler sayesinde finansal krizlerden kaynaklanan şoklara daha dayanıklı olurlar.

Ekonomik krizler sadece ekonomik sonuçlar doğurmamış, ekonominin yanında sosyal hayatı da oldukça olumsuz etkilemiştir. İstihdam piyasası daraldığından işsiz kalan insanların yaşadığı bunalımla beraber devletlerin sosyal kısıntıları ülkeler için hayatı durma noktasına getirmiştir. Bu ağır ekonomik bunalımların tekrar aynı şiddette yaşanmaması adına ülkelerin ekonomi kurmaylarının, uluslararası şirket yönetimlerinin, düzenleyici ve denetleyici kurumların ülkelerin ve insanların refahı için yeni yönetim biçimleri ve sistemlerine ağırlık vermesi gerekmektedir. Kurumsal yönetim kavramı bu noktada yeni ekonomik sistemlerin temelinde olacak ana kavramlardan biri olarak akademik çevrenin de en çok ele aldığı konuların başında gelmeye başlamıştır.

1.2. Kurumsal Yönetimin Dünyadaki Gelişimi

Kurumsal yönetim kavramının varlığı yüzyıllara dayanırken akademik literatürdeki kullanımı 1930’lu yıllarda başlamış 70’lerde ise popülerlik kazanmıştır. Doğan’a göre (2007: 55) 70’li yıllarda yaşanan petrol krizi ve ABD’deki yolsuzluklar kurumsal yönetimi güncel hale getiren gelişmeler olmuştur. Price’a göre (2018) 1970’lerde Amerika, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) öncülüğünde kurumsal yönetim sorununu ele almış, 1976 yılında “kurumsal yönetim” terimi ilk kez resmi federal dergisinde kullanılmıştır. Bu dönemde New York Borsası (NYSE) şirketleri, SEC’in talebiyle ilk kez bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan denetim komiteleri kurmuş ve şirket dışından yöneticiler atamaya başlamışlardır. Ancak devlet olarak kurumsal yönetimin üzerinde sistemli olarak ilk kez duran ülke İngiltere olmuş, hazırladığı Cadbury, Greenbury, Hampel, Turnbull, Higgs ve Smith gibi raporlarla kurumsal yönetim standartlarının oluşmasına öncülük etmiştir. Yapılan bu çalışmalar ülkelerin kurumsal yönetim kodlarının oluşmasına büyük katkı sağlamış ayrıca OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin hazırlanmasına da dayanak oluşturmuştur. Bu çalışmada Cadbury, Greenbury, Hampel Raporu ve OECD Kurumsal Yönetim ilkeleri ele alınacaktır.

1.2.1. Cadbury Raporu

80’lerin sonunda İngiltere’de yaşanmaya başlayan şirket skandalları, kötü yönetim ve suistimallerin ardından ülkenin gündeminde tartışmalar yaratmış, bunun üzerine bu sorunların çözümlerine yönelik çalışmaların da başlamasına sebebiyet vermiştir. Taylor’a göre (2007: 1) Birleşik Krallık’taki finansal raporlama usulsüzlükleri Sir Adrian Cadbury’nin başkanlığını yaptığı akademisyen ve uygulayıcıların kullandığı isimle Cadbury Komitesi olarak bilinen Kurumsal Yönetim Komitesi’nin Finansal Yönleri’nin kurulmasına neden olmuştur. Uzun yıllar kendi aile şirketini başarıyla yönetmiş olması yanında, daha önce İngiltere Merkez Bankası’nda direktörlük yapması ve bazı büyük şirketlerin yönetim kurullarında bulunması ile şirketlerin usulsüzlükleri üzerinde sahip olduğu tecrübeler, Adrian Cadbury’nin böyle bir komitenin başkanlığı için en uygun isimlerden biri olduğu konusunda fikir birliği sağlanmasına neden olmuştur.

Komite 18 aylık çalışması sonrası 1 Aralık 1992’de The Financial Aspects of Corporate Governance yani kısaca “Cadbury Raporu” olarak bilinen çalışmayı yayınlamış ve kamuoyuna sunmuştur. The Financial Aspects of Corporate Governance (1992)’e yazdığı önsözde Cadbury, bu çalışmanın hazırlanmasında zorlu ekonomik iklimin ve BCCI, Maxwell şirketlerinde yaşanan usulsüzlüklerden sonra yönetici maaşları tartışmalarıyla güçlenen finansal raporlama ve hesap verimlilik standartlarının sorumlu olduğunu belirtmiş, yaşanan bu sorunların değişiklikler olması fikrini yansıttığını bunun da standartları yükseltmek için bir fırsat olduğunu vurgulamıştır.

Dedman (2002: 337) Cadbury başkanlığında oluşturulan komitenin, yönetim kurulu yapısı ve sorumlulukları yanında denetimin değeri ve etkinliğini arttırmak ile yönetim kurulu ve hissedarlar arasındaki ilişkiler gibi konuları ele aldığına değinmiştir. Blowfield ve Murray’a göre (2008 aktaran Sancar, a.g.e., 76.) rapor şirketler için bir davranma ilkeleri şeklindedir ve şirketlerin denetim, görevlendirme, ücret konularıyla ilgilenecek alt komiteler oluşturarak CEO ile Yönetim Kurulu Başkanı rollerinin ayrılması gerektiğini önermiştir.

Jordan’a göre (2012) 90 sayfalık raporun “kalbi” bu ayrımı öneren En İyi Uygulama Kodu bölümüdür. Bu bölüm ayrıca icracı olmayan bağımsız yöneticilerin kullanılmasını, bu yöneticilerin bağımsızlığının sağlanmasını ve yönetim kurulundaki denetim komitelerine atanmalarını önermiştir. Önerilen denetim komiteleri ve icracı olmayan yönetim kurulu üyesi atamaları fikri ise yeni olmamakla birlikte Cadbury Raporu, Newyork Menkul Kıymetler Borsası hükümlerini içeren, kökten yeni bir teklif sunmayan basit ve açık önermelere sahip bir şekilde hazırlanmıştır.

Short (1999) Cadbury Raporu’nun temel olarak bir yönetim kurulunun en az üç icracı olmayan yönetim kurulu üyesinden oluşması gerektiğini bunların da en az ikisinin bağımsız olması önerisini aktarmış ayrıca Cadbury Raporundaki En İyi Uygulama Kodu’nu uygulamanın zorunlu olmadığına vurgu yapmıştır. Rapor uygulamaları zorunlu olmasa da şirketler faaliyet raporlarında kurallara uygunluklarını belirten açıklamalar yapmaya zorunlu bırakılmışlardır. Bu açıklamaların

uyumsuzluğun nedenlerini ortaya koyarak tanımlayacak şekilde olması gerekliliği de belirtilmiştir.

Dedman (a.g.e.) çalışmasında bağımsız yönetici sayısı ve firma değeri arasında doğrudan bir ilişki bulamamıştır ve bunu da Cadbury Raporu'ndan önce iyi olarak yapılandırılmış yönetim kurullarına bağlamış, bu tür haberlerin hisse fiyatlarının basit ortalamasına etki etme ihtimalinin düşük olduğunu belirtmiştir. Ayrıca CEO ve yönetim kurulu başkanlıklarının ayrılmasının da piyasadan bir tepki göremediği sonucuna ulaşmış ancak raporun yönetim kurulunda iyileşmelere neden olduğu tespitinde bulunmuştur. Rapordan sonra muhasebe manipülasyonları azalmış, üst düzey yöneticilerin düşük performansa karşın disiplinli olma ihtimallerinin de yükseldiğine dair kanıtlara ulaşılmıştır.

Jordan'a göre (a.g.e.) Cadbury raporundan bu yana kurumsal yönetim tartışmaları küresel finansal krizin gölgesinde kalmış ancak bu durum nispeten azalmaya başlamıştır. Kurumsal yönetimin temeli olarak kabul edilebilecek olan Cadbury Raporu dönemin sorunlarına cesur bir şekilde yaklaşmış, açık ve anlaşılabilir öneriler sunmuş, gelecekte oluşabilecek sorunların önüne geçebilmek için bir projeksiyon sunmuştur. Bugün çoğu ülkenin kurumsal yönetim uygulamalarının referans olarak aldığı raporun önerileri, yaşanan krizler ışığında güncellenerek varlığını korumaya devam etmektedir.

1.2.2. Greenbury Raporu

İngiltere'de kurumsal yönetim çalışmalarının öncüsü olmayı başaran Cadbury Raporu yayınladıktan sonra eksiklikleri üzerine tartışmalar başlamıştır. Yönetim sistemlerinde bulunan güncel sorunlara karşı komite çalışmalarıyla çözüm üretmeye devam eden İngiltere, bu sistem ışığında yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinin belirlenmesi sorunu üzerine Greenbury Komitesi'ni oluşturmuştur. İngiltere'nin önde gelen iş organizasyonu olan İngiliz Sanayi Konfederasyonu (Confederation of British Industry-CBI) öncülüğünde, Marks&Spencer şirketinin başkanı Sir Richard Greenbury başkanlığında kurulan Greenbury Komitesi yani Yönetici Ücretlendirme Çalışma Grubu oluşturduğu Greenbury Raporu'nun ilk maddesini komitenin neden kurulduğuna ilişkin açıklamaya ayırmıştır. “*Yönetici Ücretlendirme Çalışma Grubu,*

Ocak 1995'te CBI'nin girişimi üzerine Birleşik Krallık'ta şirket yöneticilerinin ücret ve diğer ücretleriyle ilgili kamu ve hissedarların kaygılarına yanıt olarak kurulmuştur” (Greenbury Report, 1995: 8).

Ocak 1995'te toplanan Greenbury Komitesi çalışmaları sonucu oluşturduğu raporu aynı yılın Temmuz ayında sunmuştur. Ekleriyle beraber 58 sayfa olan rapor, toplam 8 bölümden oluşmuştur. Greenbury Report (1995) giriş bölümünde komite ve amaçları tanıtılmış, kamu ve hissedar kaygılarından bahsedilmiş, komite izleyeceği yolu ve izlenimlerini paylaşmıştır. Daha sonra En İyi Uygulama Kodu bölümünde yönetici maaşlarının belirlenmesi için hissedarlar dışında ve icracı olmayan yöneticilerden oluşan bir ücret komitesi kurulmasını önerilmiş, ücret komitesinin yıllık olarak rapor vermesi ve bu raporun içeriğinde bulunması gereken bilgiler paylaşılmıştır.

Raporda ücret komiteleri için ayrı bir bölüm açılmış ve bu komiteler hakkında daha detaylı öneriler getirilmiştir. Ücret komitelerinin ilk kaygısının icra direktörlerinin ücretlendirmesi olması gerektiğinden bahsedilmiş, ücret komitelerinin kurulmaması durumunda bu durumun nedenlerinin yıllık raporlarda açıklanması gerekliliğine değinilmiş, ayrıca komite bulunması gereken icracı olmayan üye sayısının 3 yıllık süre için asgari 3 kişi olması gerektiği belirtilmiştir. Daha sonra bilgilendirme bölümüne geçilmiş *“bilgilendirme konusunda, Greenbury Raporu yalnızca yönetici ücretlendirmeyeyle ilgili tüm hususlardaki bilgilerin tam olarak açıklanmasının, paydaşlara hesap verilebilirliği sağlamanın yanı sıra genel olarak kamuoyunu güvence altına alacağını da iddia etmiştir”* (Pillay, 2013: 1304).

Sözleşme politikası bölümünde ücret komitesinin, belirlenecek ücretlerle alakalı olarak dikkat etmesi gerekenler ve sınırlamalardan bahsedilmiş, daha sonraki bölümde önce yöneticilerin fesih ve tazminatları hakkındaki bildirim süreleri ve sözleşme bitmeden gerçekleşebilecek fesihlere karşı ödemeler hakkında yüksek ödemeler olmaması adına ücret komitelerine esneklik sağlayacak önerilerde bulunulmuştur. Son bölümde ise özelleştirilen kuruluşlardaki yöneticiler için büyük maaş artışlarının ve ödüllendirmelerin önlenmesi için performans kriterleri

belirlenmesi önerilmiş, ücret belirlerken yöneticileri elde tutmak ve motive etmek için gerekli olan şeylere dikkat edilmesi gerektiği söylenmiştir.

Jones ve Pollitt'e göre (2002: 33) Greenbury Komitesi oluşumunda medya ve halkın yer almaması, ayrıca tanınmış komite üyelerinin medya ile zayıf etkileşimi iş dünyasına sağladığı faydaların yanında çalışmanın eleştirilecek olan noktaları olarak görülmüştür ancak genel olarak Greenbury Raporu kurumsal yönetimin belli bir yönü olan yönetici ücretlendirmelerine yararlı öneriler sunmuş, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin pozisyonlarını güçlendirici çabalarıyla olumlu geri dönüşler almıştır.

1.2.3. Hampel Raporu

1995'te başkanlığını Ronnie Hampel'in üstlendiği Kurumsal Yönetim Komitesi'nin oluşturulmasıyla Hampel Raporu için çalışmalar başlamıştır. Doğan'a göre (2007: 63) komite, Greenbury ve Cadbury raporlarının çalışmalarını, karşılaştıkları sorunları ve tespitlerini kendilerine referans alarak bu bilgileri güncellemiş ve Hampel Raporu'nu oluşturmuşlardır. Committee on Corporate Governance: Final Report (1998) kısaca Hampel Raporu yedi bölümden oluşurken, ilk bölümde iyi kurumsal yönetimin önemine değinilmiş, Cadbury ve Greenbury Raporları'nın bulgularının tamamen desteklendiği, bu raporların ilgilenemediği konularla alakalı çalışıldığı vurgulanmıştır.

“Komite, daha önceki komitelerin tercih ettiği şekilde, daha kuralcı bir “Kod” yerine bir dizi “Kurumsal Yönetim İlkesi” geliştirmiştir” (Dedman, a.g.e., s.339). Bu ilkeleri ikinci bölümde ele alan rapor şirketlerin etkili bir kurul tarafından yönetilmesini, bu kurulun liderlik ve kontrol olmak üzere iki kilit rolü olduğuna vurgu yapılmıştır. Cadbury Raporu'nda değinilen yönetim kurulunun tek bir birey tarafından yönetilmemesi ve İcra Kurulu Başkanı (CEO) ve yönetim kurulu başkanlıklarının ayrılığı konusundan bahsedilmiş yönetim kurullarının icra müdürleri ve icracı olmayan yöneticilerle dengeli olarak oluşturulması, CEO ve yönetim kurulu başkanlığının aynı kişide toplanmaması gerekliliği belirtilmiştir. Ayrıca yönetim kuruluna seçilecek üyelerin ve bu üyelere ödenecek ücretlerin daha şeffaf süreçlere sahip olması gerektiğinden de bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde yönetim kurulları ele alınmış

sorumlulukları, yapısı, bileşimleri ve bu kurullara uygun kişilerin atanması ile ilgili öneriler sunulmuştur.

Raporun dördüncü bölümü yönetici ücretlendirmelerine ayrılırken beşinci bölümde hissedarların rolü başlığı altında şirketler ve yatırımcılar arası diyalogun geliştirilmesi adına yapılması gerekenler, yıllık genel kurul ve prosedürleri hakkında bilgilendirmeler yapılmıştır. Altıncı bölüm hesap verilebilirlik ve denetim konusunu ele almış bu başlık altında denetim komitesi, denetçilerin bağımsızlığı ve sorumlulukları ile beraber iç kontrol ve muhasebe standartları hakkında değerlendirmelerde bulunulmuş, son bölümde ise sonuçlar ve önerilere vurgu yapılmıştır.

Short'a göre (a.g.e.) Hampel Raporu'nu diğer raporlardan ayıran özelliklerinin başında iyi kurumsal yönetimin bir reçetelemeden ziyade prensiplere dayanması gerektiğini vurgulaması ve Cadbury Raporu'na göre kurumsal yönetimi daha geniş bir perspektiften tartışılır hale getirmesi gelir. Rapora getirilen en büyük eleştiriler ise raporun gönüllülük esasına dayanmasının yanında Webb, Back ve Mckinnon'a göre (2003) kurumsal yatırımcılara olan yanlış yaklaşımıdır. Barnard (1998) ise üç raporu birlikte değerlendirmiş, Cadbury, Greenbury ve Hampel komitelerinin, yönetim kurullarının işlev görmesine ve onların yönlendirilmesine yardımcı olacak uygulamaları belirlemesi, yatırımcılarla ve halkla faydalı iletişime yönlendirmeleri, şirket büyümesinin ve performansının teşvik edilmesindeki zorlu görevde en uygun rolü oynayacak şirket bileşenlerinin güçlendirilmesi konularına odaklanarak bu komitelerin etkileyici işler çıkardığını belirtmiştir.

1.2.4. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

“1990’ların sonlarında OECD, kurumsal yönetimdeki sorunlar ile 1997 ve 1998’deki Doğu Asya ve Rusya’daki finansal krizler arasındaki algılanan bağlantıya cevaben, kurumsal yönetimin özel sektör boyutunda çok daha yüksek bir profil rolü oynamaya başladı” (Porter ve Webb, 2007: 10). Bunun üzerine Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development-OECD), üyesi olan ülkelerin kamu ve özel sektör kuruluşlarına kurumsal yönetim uygulamaları için rehber olması ve bu kavramın ilkelerini ilan etmek amacıyla 27-28

Nisan tarihlerinde toplanmış, toplantı sonunda da bu ilkeleri yayınlayarak öncü bir çalışmaya imza atmıştır. Çalışmanın giriş kısmında OECD (1999) bu görevi kuruluş sözleşmesinin birinci maddesi olan en yüksek sürdürülebilir ekonomik büyümeyi sağlamak, mali istikrarı korurken, üye ülkelerin istihdam ve yaşam standardını arttırmak ve dünya ekonomisinin gelişimini sağlamak için tasarlanan politikaları teşvik eder maddesinden yola çıkarak aldığını belirtmiş, ayrıca bu çalışma için yardım aldığı komiteleri, sivil toplum kuruluşlarını ve Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (İMF) gibi uluslararası kuruluşları tanıtmıştır.

Genel Sekreter Donald J.Johnson ve Genel Sekreter Yardımcısı Joana R.Shelton çalışma için yazdıkları önsözde bu ilkelerin oluşturma nedenlerinden bahsetmişlerdir. (OECD, 1999: 5-7). İlk neden olarak özel sektörün ekonomik gelişme, istihdam yaratma ve bireylerin refahını artırma rolündeki artışla beraber özel sektöre duyulan güven artışının devamlılığı açısından kurumsal yönetim rejimlerini iyileştirme zorunluluğunun doğmasına vurgu yapan Johnson ve Shelton, Asya ülkelerinde yaşanan mali krizlerin şeffaflık ve hesap verilebilirlik kavramlarının yatırımcı güveni ve ekonomik performans açısından ne kadar önemli olduğunun anlaşılmasını diğer bir neden olarak göstermişlerdir. Ayrıca OECD İlkelerinin iyi bir kurumsal yönetim rejiminin unsurlarını geliştirmek için ilk devletlerarası girişim olduğuna vurgu yapan ikili, hükümetlerin bu ilkeler ışığında kanunlarını düzenlemeleri ve geliştirmeleri için bir ölçüt olarak kullanabileceğini belirtmiştir. Böylece OECD ilkeleri zaman içinde ülkelerin kendi yönelimlerine göre yaklaşımlar geliştirmelerini sağlayacak kurumsal yönetim kodları oluşturmaları için çerçeve sağlamıştır.

OECD Principles of Corporate Governance (1999) iki ana bölüme ayrılmış ilk bölümde kurumsal yönetim çerçevesinin pay sahiplerinin haklarını koruması, azınlık ve yabancı payları dâhil tüm pay sahiplerine adil davranılması, şirketin durumunu şeffaf şekilde yansıtması ve yönetim kurulunun sorumlulukları konusunda hesap verilebilirliğin sağlanması gerektiği vurgulanmıştır. İkinci bölüm ise ek açıklamalara ayrılmış, ilk bölümdeki maddeler daha geniş şekilde ele alınmıştır.

OECD İlkeleri, giriş bölümünde kurumsal yönetimin doğası gereği evrimsel olduğunu kabul etmiş, bu konudaki analizlere devam edilmesi ve değişen koşulların ışığında bu ilkelerin tekrar gözden geçirilip güncellenmesi gerektiğini vurgulamıştır. Demise'ye göre (2006) ABD'de yaşanan şirket skandalları kurumsal yönetim tartışmalarını ve çalışmalarını tetiklemiştir. Bunun üzerine OECD'de yaşanan gelişmelere kayıtsız kalmamış ve kurumsal yönetim ilkelerinin gözden geçirip değerlendirmek üzere OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubunu kurarak Mayıs 2004'te üç bölümden oluşan Kurumsal Yönetim: OECD Ülkeleri Araştırmasını (Corporate Governance: A Survey of OECD Countries) yayınlamıştır. Demise (a.g.e., s.116.) çalışmanın bölümlerinden bahsetmiş birinci bölüm yönetim düzenlemesini yeniden gözden geçirmeye hükümetleri zorlayan güçleri, ikinci bölüm politika zorluklarından kaynaklanan sorunları, üçüncü bölüm ise son gelişmeler ve ortaya çıkan sorunları ele almıştır.

OECD Ülkeleri Araştırması'ndan sonra aynı yıl içinde Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni de güncelleyen OECD, ilkeler üzerinde ilk revizeyi yaparak çalışmanın güncelliğini etkin bir şekilde sağlamaya çalışmıştır. Eylül 2015'te G-20 ülkelerinin Bakan ve Merkez Bankası Başkanları ile yapılan toplantıda ilkelere son şeklini veren OECD, G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamış ve ilkelere daha da açıklık getirmiştir. G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde (2015) dikkati çeken kısımlar vekil olarak davranan kurumsal yatırımcılara ayrı bir bölüm açılması, oy kullanmak için danışmanlık veren analist, aracı kurum ve son dönemde oldukça revaçta olan derecelendirme kuruluşlarının çıkar çatışmalarının açıklanarak en aza indirecek çabaların bulunması ve şirketlerin diğer ülkelerde halka açılırken adil fiyat oluşumu adına yeni ilkelerin ele alınması olmuştur.

Porter ve Webb'e göre (a.g.e) OECD'nin İlkeleri uluslararası finansal yönetim alanında önemli bir küresel etkiye sahip olmuş, son on yılın mali krizinden sonra dünya ekonomisinin sağlığı için çok önemli bir çalışma olarak kabul edilmiştir. Jesover ve Kirkpatrick'e göre (2005) bu ilkeler canlı bir belge olarak düşünülmelidir. OECD, gelişmeleri, yeni eğilimleri ve zorlukları belirleyip, gelecekteki çalışmaların önemli bir parçası olarak uluslararası diyaloga ev sahipliği yapmaya devam edecektir.

1.3. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim kavramının temelini oluşturan evrensel ve olmazsa olmaz temel kurallar kurumsal yönetim ilkeleri olarak adlandırılabilir. Bu ilkeler herkes tarafından kabul görmüş olan şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk adlı dört ilkedен oluşur. Bu ilkeler bir bütün olarak ilk defa OECD'nin 1999'da hazırladığı ve üye ülkeler tarafından kabul edilen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak sunulmuş ve 2004 yılında revize edilerek şirketler ve ülkeler için rehber olacak şekilde detaylı olarak açıklanmıştır.

1.3.1. Şeffaflık

“Finansal bilgi şeffaflığı, iyi yönetim uygulamalarının temel bir özelliğidir. Finansal bilgiler ve kurumsal yönetim, 1960'lı yıllardan bu yana araştırma konusu olmuştur, son zamanlarda araştırmacılar, kurumsal yönetim ve açıklama bilgileri arasındaki ilişkiyi incelemek için artan bir ilgi göstermiştir” (Girard ve Rakotonjanahary, 2006 aktaran Kachouri ve Jarboui, 2017: 550). Şeffaflık; şirketlerin aldığı idari ve mali her türlü kararlarından, ticari işlemlerinden etkilenen paydaşların, gerçekleri ve yaşanan süreçleri net, doğru, karşılaştırılabilir ve yorumlanabilir bir şekilde öğrenebilmelerini sağlayan prensiptir. Bu prensip ticari sırları ve henüz kamuya açıklanmayan bilgileri içermez. Kısaca şeffaflık paydaşların şirketlerden aldıkları bilgi kalitesidir.

“Bu ilke, yatırımcıların ve hissedarların, kurumun performansı (finansal ve faaliyet sonuçları) ile ilgili bilgileri, ayrıca şirket hedefleri ve yatırımlarını izlemek için öngörülebilecek önemli risk faktörleri hakkında bilgiye ihtiyaç duyduğunu kabul eder” (Borgia, 2005: 12). Bu ihtiyaç ise yatırımcıların, yatırımlarından elde edecekleri faydalarını maksimum yapabilme isteklerinin doğal bir sonucu olarak doğmuştur. Yatırımcılar yeni bir yatırım kararı alırken veya daha önce yaptıkları yatırım pozisyonlarını kapatmak için şeffaf ve zamanında ulaşacakları bilgiye muhtaçtır. Diğer yandan sadece yatırımcılar değil, şirket çalışanları şirket içindeki geleceklerini, kreditorler şirketin ödeyebilme kapasitesini, devlet organlarının ise şirketin yasalara uygun hareket edip etmediğini öğrenebilmeleri adına bu bilgileri talep ederler.

“Şeffaflığın önemi hem akademisyenler hem de piyasa düzenleyicileri tarafından geniş çapta kabul görmüştür, böylece finansal bilgilerin zamanında ve güvenilir bir şekilde açıklanması ve şirketlerin uyması gereken standartların yaratılması için zaman içinde sayısız kural ve düzenlemeler getirilmiştir” (Fung, 2014: 73). Özellikle Enron, Parmalat gibi şirket skandallarının şeffaflık eksikliğinden kaynaklanması ardından bu ilkenin önemi daha çok anlaşılmış, yatırımcıların güvenini tekrar kazanmak adına kamu otoriteleri ve şirketler şeffaflık sorununun üzerine daha fazla eğilmeye başlamışlardır. Özellikle muhasebe standartlarının da dünya çapında gelişmeye devam etmesi şeffaflık ilkesinin önümüzdeki yıllarda daha da başarılı olarak uygulanabilirliğini arttıracak olan gelişmelerden biridir. Gilson’a göre (2000: 12)

Sonuç olarak, şeffaflık, hem işletme performansı hem de mülkiyet açısından, etkili kurumsal yönetim için kritik öneme sahiptir. Önemli endüstriler ve özellikle ileri teknoloji endüstrileri, özsermaye finansmanını gerektirir. Etkili kurumsal yönetim ve şeffaflık zorunluluğu, tam olarak gelecek bin yılda büyümeyi şekillendirecek endüstrilerde ekonomik kalkınmanın şartıdır.

1.3.2. Adillik

“Adillik ilkesi, şirket yönetiminin bütün hak sahiplerine eşit davranmasının ifadesidir. Bu ilke, azınlık hissedarlar ve yabancı ortaklar da dahil olmak üzere hissedar haklarının korunmasını ve yapılan sözleşmelerin uygulanmasını ifade etmektedir” (www.tkyd.org.tr, t.y.). Adillik; kurumsal yönetim kavramı çerçevesinde şirketlerin tüm paydaşlarına eşit bir şekilde yaklaşarak, herhangi bir gruba ayrıcalık göstermeyeceği ve/veya ayrımcılık yapmayacağı, paydaşların çıkarları arasında bir denge politikası izleyeceğinin taahhütü olan ilkedir. Alp ve Kılıç (a.g.e. s.60.) adillik ilkesinin dört önemli ögesine değinmiştir. Bunlardan ilki şirketlerin konumlarını da göz önünde tutarak tüm paydaşlarına adil davranmalı, bunlar arasında ayırım yapmamalıdır. İkinci olarak şirketler aynı paydaş sınıfına dahil olan kişi ve kurumlara eşit davranmalıdır. Üçüncü olarak, içeriden bilgi sahibi olanların bu bilgileri kullanarak fırsat eşitliğini bozmaya çalışan hareketlerine izin verilmemesi gereklidir. Dördüncü olarak adillik ilkesi gereği yönetim kurulu ve üst düzey yöneticilerin şirketle olan çıkar çatışması durumlarını önceden beyan etmelidirler.

Ülkelerin büyük bir bölümü kurumsal yönetim ilkelerinden adillik kavramını güçlendirmek adına çeşitli kararlar almaktadırlar. Örneğin Türkiye’de yeni Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde *“adillik gereği, pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanmalarını yasaklamış, imtiyazlı paylara sınırlama getirmiştir”* (Tetik, 2013: 52). *“Çalışanlara sağlanan tüm haklarda adil davranılır, çalışanların bilgi, beceri ve görgülerini arttırmalarına yönelik eğitim programları gerçekleştirilir ve eğitim politikaları oluşturulur”* (Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, 2011: md.3.3.3.) kararıyla da SPK çalışanların hakları konusunda adil davranılması konusunu hukuki güvence altına almıştır.

Adillik kavramının şirketlerin ayrılmaz bir parçası olması, şirket yönetiminin paydaşlardan baskı görmesi ihtimalini düşürerek onların daha rahat karar alabilmelerini sağlayan da bir mekanizmadır. Bu yüzden şirketler aynı statüye sahip olan hissedarlarına farklı oy hakları vermekten sakınmalı, içerden bilgi sahibi olanların bu bilgilerle faydalar sağlayabilmesinin önüne geçebilmeli ve hissedarlarının aynı anda aynı bilgilere sahip olabilmesini sağlayacak sisteme sahip olmalıdır.

1.3.3. Hesap Verilebilirlik

“Kurumsal yönetim, bir kuruluş içindeki üretim, karar verme, kontrol vb. ile ilişkili yapı ve süreçlerle ilgilidir. Bir alt yönetim grubu olan hesap verilebilirlik, ortakların ve diğer paydaşların çıkarlarına uygun davranmalarını sağlamak için organizasyonel temsilcilerin izlenmesini, değerlendirilmesini ve kontrolünü içerir” (Keasey ve Wright, 1993: 291). Hesap vermek kısaca yapılan işin sorumluluğunu üstlenerek, yapılan davranışların sebebini açıklamak durumunda olmak ve bunu sorumlu olunan kişi veya grupların değerlendirmesine bırakmak olarak tanımlanabilir. Kurumsal yönetim içinde hesap verilebilirlik, yönetim kurulunun şirket ve hissedarlar adına aldığı kararlardan sorumlu olarak bu kararların sebebini açıklamak durumunda olmasıdır. Bu açıklama şirketin finansal durumunu, riskleri, potansiyel yatırım alanları dâhil birçok bilgiyi içerir.

Hissedarların, vekilleri konumundaki yönetim kurulunu izleyemedikleri durumda yaşanan ve kurumsal yönetimin oluşmasını sağlayan temel sorunlardan olan vekâlet probleminin önüne geçmek için önemli ilkelere biri olan hesap verilebilirlik,

özellikle şeffaflık ve sorumluluk ilkesiyle de sıkı bir ilişki içindedir. Çünkü yönetim kurulu ve hissedarlar arasında yaşanabilecek olası çatışmalar, şirketlerin şeffaf davranmaları ve kanunlara uyarak sorumluluk içinde faaliyetlerini sürdürüp, faaliyetlerinin sonuçlarını hesap verebilirlik dâhilinde doğru bir şekilde açıklayabilmeleriyle mümkün olabilir.

“Bilgi işleme kapasitesi, kurumsal karar alma bağlamında bilgi toplama, yorumlama ve sentezleme için bir sistemin geliştirilmesini gerektiren hesap verilebilirlik için kritik öneme sahiptir” (Luo, 2005a: 23). Bu sistemler şirket maliyetini arttıracak olsa da kurumsal yönetim ve hesap verilebilirliğin kalitesinin artmasının bu bilgileri toplamak için yapılan izleme maliyetlerini düşüreceği varsayılır.

Özellikle son yıllarda hesap verilebilirlik dâhilinde sadece finansal bilgiler verilmesinin yeterli olmadığı çoğu akademik çalışmada yer almıştır. Mosunova (2014: 117) modern pazarların genelde yöneticilerin toplumun çıkarını da dikkate almasına neden olduğunu, birleşik bir sorumluluk kavramının olmamasının hesap verilebilirlik kavramına çeşitli yaklaşımlar getirdiğini belirtmiştir. Kolk (2008) hesap verilebilirlik şeklinin yıllık raporlarda sürdürülebilirliği de kapsayacak şekilde genişlemesinin yanında çok sayıda izleyici kitlesine sahip olan şirketlerin sürdürülebilirlik raporlarını yıllık rapordan ayrı hazırlamayı tercih ettiğini ayrıca bu raporların kurumsal yönetimle bütünleşmesinin hesap verilebilirliği güçlendirdiğine vurgu yapmıştır.

Tıpkı şeffaflık gibi hesap verilebilirlik ilkesinin de Enron ve Parmalat gibi şirket skandallarının ardından önemi anlaşılmış ve daha sık tartışılmaya başlamıştır. Yaşanan bu skandallardan sonra genellikle *“her ne kadar dış düzenlemeler yönetişimi iyileştirmenin bir yolu olsa da, iyi yönetim ve hesap verilebilirlik için ana sorumluluk, şirket dışından ziyade şirket içinde olmalıdır* (Luo, 2005b: 2) fikri ağır basmış ve iç kontrol sistemlerinin kalitesine daha fazla önem vermeye başlanmıştır.

1.3.4. Sorumluluk

Hesap verilebilirlik şirket yöneticilerinin paydaşların çıkarlarına uygun davranıp davranmadığının izlenebilmesi ile alakalıyken sorumluluk ise yöneticilerin sadece paydaşların değil toplumun çıkarına ve yasalara uygun olarak hareket etmesi

olarak adlandırılabilir. Birçok akademik çalışmada kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) olarak ele alınan sorumluluk ilkesi son yıllarda araştırmalarda çokça ele alınan bir konu haline gelmiştir.

““Kurumsal sorumluluk”terimi, işletmeler ve toplumlar arasındaki karşılıklı bağımlı ilişkiyi geliştirmek için bu beklentilere cevap olarak işletmelerin yaptığı eylemleri ifade eder. Aslında hissedarlar, şirketlerinden, şirketin değerini en üst düzeye çıkarmakla tutarlı olarak toplumun taleplerini karşılamalarını bekler” (Witherell, 2002: 9). *“Kurumsal sosyal sorumluluk, bir şirketin genel iş uygulamaları, yürütme ücretleri, yürütme ücret düzeyleri, sağlık ve güvenlikle ilgili kurumsal uygulamalar, rüşvet politikası ve diğer uygulamalar gibi konuları içerir. Aynı zamanda sendikalara yönelik politikaları içerir”* (Sparkes, 2003).

Jamali'ye göre (2006 aktaran Jamali, Safieddine ve Rabbath, 2008: 443-444) işletmelerin nüfuzu ve büyüklükleri arttıkça küresel ekonomiye olan katkılarının yanında birden çok kesimi uzlaştırmak, aralarında denge sağlamak ve birçok paydaşın çıkarını yönetmesi gibi sorumluluklar beklenmektedir. Özellikle çokuluslu şirketlerin küreselleşmeyle beraber faaliyet gösterdikleri farklı ülkelerde güven kazanmak adına toplumların beklenti ve hassasiyetlerine yönelik hareketleri dikkat çekmektedir.

Şirketler ve toplumlar arasındaki ilişkiyi güçlendirmenin, şirketlerin yönetim uygulamalarını güçlendirmekle doğrudan alakalı olduğu anlayışıyla OECD de sorumluluk bilincini yerleştirmek adına yol gösterici bir rol oynamaya devam etmektedir.

1.4. Kurumsal Yönetim Kavramını Oluşturan Teoriler

Kurumsal yönetim sorunları ve bu sorunların çözümü için birçok teori ortaya atılmış aralarından birkaç tanesi genel kabul görmüş ve geçerliliği kabul edilmiştir. Ancak bu teoriler kurumsal yönetim kavramını tek başına açıklamaya yetmemiş bu durum kurumsal yönetimi açıklayan tek bir teorinin oluşmamasına neden olmuştur. Konunun karmaşıklığı yanında kurumsal yönetimin uygulanacağı şirketlerin sadece ekonomik değil birçok değeri ve sosyal durumu da etkilemeleri ayrıca her ülkenin yönetim sistemi farklılıkları ve bu sistemlerin çokluğu dolayısıyla bir değil birkaç teori birlikte kullanıldığında kurumsal yönetim kavramı daha net bir açıklama zeminine

oturmuştur. Bu çalışmada ise finansal bir sorun olan Vekalet Teorisi, daha çok sosyolojik bir bakış açısıyla yorumlanan Paydaş Teorisi ve Temsil Teorisi ile beraber son dönemin popüler kurumsal yönetim teorilerinden olan Kaynak Bağımlılığı, Miyop Piyasa ve Yönetimsel Hegemonya Teorileri de ele alınacaktır.

1.4.1. Vekalet Teorisi

Vekalet Teorisi; en eski ve en kabul gören kurumsal yönetim teorilerinden biri olup, Anglo Sakson kurumsal yönetim modellerinin de oluşmasını sağlayan temel teorilerden biridir. O'Hara ve Macey'e göre (2003, aktaran Tuna, a.g.e., s.8.) vekalet problemi asiller olarak işi yaptıran hissedarlarla, onların vekilleri olan yönetim kurulunun kontrol ve izleme konusunda gerekli gücü ve bilgisi olmadığında ortaya çıkabilir. Aren, Kayagil ve Aydemir'e göre (2014: 113) bu durumda özel bilgilere sahip olan hâkim hissedarlar, azınlık hissedarlar üzerinden haksız kazanç sağlayabilmektedir. Vekalet sorunu olarak adlandırılan bu durumun neden olduğu maliyetler şirket sürekliliğine zarar verirken, neden olduğu güvensizlik ortamı da piyasaların gelişmesini önler. Bu sorunun önüne geçebilmek için ise bazı kurumlar düzenlemeler yapmış, akademik camia da çeşitli önerilerde bulunmuş ve bu düzenlemeler ile önerilerin tümü "Kurumsal Yönetim" kavramını doğurmuştur.

Bu teoriye konu olan vekalet sorununa ilk değinen çalışma ise 1932 yılında Adolf Berle ve Gardiner Beans tarafından kaleme alınan "Modern Şirket ve Özel Mülkiyet" adlı kitaptır. Çalışkan ve İçke'ye göre (2009: 123) kitapta üstünde durulan en önemli konu şirketlerde sahiplik ve yönetimin ayrılmasıdır. Hissedarlar tasarruflarını gelir elde etmek amacıyla profesyonel çalışan olan yöneticilere teslim ederken, Berle ve Means hissedarların temsilcileri olan yöneticilerin kendi çıkarlarının hissedarlarınkinden farklılaşabileceğine, çoğunlukla da bunun gerçekleştiğine vurgu yapmışlardır.

Vekalet sorununu günümüz modern şirketlerine uyarlayan Michael C. Jensen ve William H. Meckling'in 1976'da yazdıkları "Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" adlı makaleyle vekalet teorisini daha da kapsamlı olarak ele almışlardır. 1983 yılında Michael C. Jensen vekalet teorisi üzerine çalışmalarını sürdürmüş ve Eugene F. Fama ile birlikte "Seperation of

Ownership and Control” adlı makaleyi kaleme alarak bu konudaki katkılarını sürdürmüştür. Güzeldere’ye göre (2014: 10) Jensen ve Meckling sahiplik yapısı teorisini geliştirmişler, ortaklık yapısı dağınık olan ve bu nedenle ayrılmış sahipliğe dayalı gelişmiş piyasalarda yaşanan çıkar çatışmasının hissedarlar ve yöneticiler arasında gerçekleştiğini belirtmişler ve vekalet probleminin firma sahiplerinin yetkilerini bir sözleşmeyle kendi çıkarları üzerinde ilerleyeceklerini varsaydıkları yöneticilere devretmesinin sebep olduğunu vurgulamışlardır.

Hamid’e göre (2011, aktaran Alp ve Kılıç, a.g.e., s.39-40) vekalet teorisi, sahiplik ve yönetim ayrılığının üç sorun yoluyla yönetimde başarısızlık ve şirket değerinin azalmasına yol açtığını ileri sürmektedir. İlk sorun yöneticilerin firma sahiplerinin çıkarlarını maksimum yapmadaki çabalarının sorgulanmasıyla ortaya çıkmaktadır. Yöneticiler kendilerine ait olmayan paraları harcarlarken kendi paralarından harcama yapıyorlarmış gibi özenli davranmamalarının bu soruna neden olacağı varsayılmıştır. İkinci sorun, yöneticilerin kendi çıkarlarını arttırmak adına şirketin sahip oldukları zenginlikleri kötü kullanma ihtimallerinden doğmaktadır. Üçüncü sorun ise tarafların birbirinden farklı olabilecek risk seçimleridir. Yöneticiler kendi çıkarları için riskli hareket edebilecek iken sahiplerin risk tercihini gözetmeyebilirler.

Dinçer de (2013:16) kurumsal yönetimin temel probleminin vekalet teorisine dayandığını belirtmiş, vekalet probleminin ortadan kaldırılması için ise işletme sahipleri ve yöneticiler arasında optimal bir bağın gerekli olduğunu, bunun da işletme kuralları, yönetici hakları ve kazanılacak gelirin çerçevelendirilmesini içeren “kontrat” ile mümkün olduğunu belirtmiştir.

Vekalet teorisi hakkında yapılan çalışmaların ortak sonucu olarak çıkabilecek birkaç çözüm önerisi üzerinde durulmuştur. Bunlardan bazıları şirketlerin hissedarlar haklarının gelişmesine olanak verecek çalışmalar yapması ve haklarının gasp edilmesinin önlenmeye çalışması, yöneticileri çalışmalarının sonucuna göre ödüllendirmesine imkân sağlayan sistemler geliştirmesi, yönetim kurulu üzerindeki denetimi arttırmaya yönelik hareketlerde bulunulması ayrıca yöneticileri kontrol altında tutmaya teşvik edecek disiplin mekanizmaları geliştirmesi şeklindedir.

1.4.2. Paydaş (Menfaat Sahipleri) Teorisi

Paydaş teorisi modeli R.Edward Freeman'ın 1984'te yazdığı "A Stakeholder Theory of The Modern Corporation: Kantian Capitalism" adlı esere dayanmaktadır. Freeman eserinde paydaşların kim olduğunu tanımlamış ve bu paydaş gruplarını tek tek açıklamıştır. Freeman'a göre (1984, aktaran Dinçer, a.g.e., s.18.) başarının kıstası yönetimin, işletmenin sahiplerini, işçilerini ve tedarikçilerini tatmin etmesidir. Jensen'e göre (2008 aktaran Güzeldere, a.g.e., s.16.) bu teori, şirketin içinde bulunan birden çok menfaat sahibinin çıkarlarını göz önünde bulunduran kurumsal yönetim alternatiflerini büyütme çabalarıdır. Teoriye göre, yöneticiler kararlarında bütün menfaat sahiplerinin faydalarını düşünerek hareket etmelidir aksi takdirde sadece pay sahipleri düşünülerek alınacak kararlarla başarı mümkün değildir.

Metcalf (1998 aktaran A.Özer ve N.Özer, 2014: 124) paydaş yaklaşımının savunduğu noktalara değinmiştir. Paydaş yaklaşımı, firmaların farklı paydaş şebekelerinin etkisine maruz kaldığını, başarılı olabilmelerinin bu paydaş beklentilerini karşılamakla alakalı olduğunu belirtir. Ayrıca işçi, müşteri, tedarikçi gibi geleneksel paydaşların yanında hükümet, medya ve toplum gibi payların da değerlendirilmesinin önemli olduğunu vurgulamıştır. Buna göre sürdürülebilir işletme yönetimi, işletmenin paydaşlarını doğru analiz ederek ve sorumluluklarını bilerek hareket etmesi ile sağlanabilir.

Reining ve Till (2009, aktaran Becan, 2011: 24) paydaş teorisinin paydaş beklentilerinin en iyi şekilde tatmin edilmesi ve yönetilmesi mecburiyetini vurgulayan bir teori olduğundan bahsederken, bu teorinin en önemli unsurunun şirket yöneticilerinin paydaşlarını doğru tanımlayarak en etkili paydaş yönetimini sağlaması gerektiğini belirtmişlerdir. Teorinin esas amacı kısaca; şirket hedeflerinin yalnızca şirket sahibi olan hissedarların faydalarını maksimum etmeye değil şirket paydaşlarının hatta devlet ve toplumun da faydasını maksimum etmeye yönelik olarak belirlenmesi, onların da refahının en az hissedarlar kadar düşünülmesidir. Bu teoriye göre şirketler yalnızca hissedarlar için değil bu şirketlerin başarısındaki pay sahipleri için de kaynak üreten bir yapıdır. Şirketler hedeflerini belirlerken paydaşlarını da göz

önüne almalılar, bunun için de kurumsal yönetim anlayışını benimsemeleri gerekmektedir.

Paydaş teorisine karşı farklı bakış açıları mevcut olmakla birlikte Dereköy (2015: 42-43) bu bakış açılarını şöyle açıklamıştır. Bazı araştırmacılar kuralcı bir bakış açısıyla işletmelerin sorumluluklarının olmasına vurgu yapmışlarken, araçsal bakış açısına sahip olanlar büyüme, karlılık gibi amaçların başarılması için paydaşların katkı sağlamalarının teşvik edilmesi gerektiğini savunmuşlardır. Son olarak tanımlayıcı bakış açısı ise işletmenin davranışlarını, özelliklerini tanımlama ve anlamlandırma yoluna gitmiş, işletmelerin paydaşları ile olan bağlantılarını geçmiş, bugün ve ileriye dönük bir bakış açısıyla açıklamaya çalışmıştır.

Teorinin eleştirilen birkaç yönünün başında ise hissedarlar ve sayılan birçok paydaş arasında nasıl bir denge yolu izlenebileceği sorunu gelmektedir. Herkesin kendi çıkarına hareket ettiği düşünüldüğünde arada bir denge sağlanabilmesinin ve buna öncülük yapabilecek bir öncünün bulunmasının oldukça zor olduğu görüşü ağır basmaktadır.

Çınarlı (2014) çalışmasında paydaş teorisine eleştirel bir değerlendirme getirmiş bu teorinin arka planda yer alan sosyo-ekonomik ortam etkilerinin göz ardı edilerek sadece yönetsel bakış açısının parametreleriyle değerlendirildiğini, paydaş teorisinin sorun teşkil edebilecek paydaşların ikna edilmesi ve sonuç olarak kuruluşun hedefleriyle uyumlu biçimde faaliyet gösterebilmesi için nasıl bir çevre oluşturulduğu analiz edilmiştir. Kuruluşların gerektiği zaman baskınlıklarını devam ettirebilmeleri adına ödünleşme yoluna giderek kendi çıkarlarını maksimize edip kurumsal sürdürülebilirliklerini sağlayabileceklerine değinmiştir.

1.4.3. Temsil Teorisi

Temsil teorisi, tıpkı vekalet teorisi gibi Jensen ve Meckling'in 1976'daki çalışmasının önemli konularından biri olmuş ve bu teori ilk defa bir çalışmada bu kadar geniş şekilde ele alınmıştır. Bu konu hakkındaki en kapsamlı çalışmalardan biri de 1997'de J.Davis tarafından yazılmış olan "Toward A Stewardship Theory Of Management" adlı makale olmuştur. Bu makalede Davis, önce vekalet teorisini

tanımlamış daha sonra Temsil teorisini açıklayarak yönetici ve şirket sahipleri arasındaki psikolojik, durumsal faktörleri ortaya koymuştur.

Jensen ve Mecling'e göre (1976, aktaran Erdoğan, 2016: 161) bu teori kapsamında işletme kararlarında etkisi olan gruplar firma sahipleri ve yöneticiler iken diğerleri azınlık ve hakim hissedar gruplarıdır. Bu teoride Donaldson ve Davis'e göre (1991, aktaran Gözen, 2018: 88) insan rasyonel bir varlık olarak kabul edilmiş bireysel çıkarları, ekonomik endişeleri ve düşük düzeydeki güvenlik ihtiyaçlarının aksine bireylerin daha üst düzey güdülerle hareket ettiği savunulmuştur.

Dinçer'e göre (a.g.e., s.17.) teoride yöneticilerin amacı stratejik ve büyüme amaçlarına ulaşmaktır. Bu yüzden kendi çıkarlarından çok organizasyonel amaçlar için çalışırlar, kendilerini organizasyonla özdeşleştirerek, değerlerine bağlı kalıp, uyumlu hareket ederler. Temsil teorisi, vekalet teorisinin aksine vekil yani temsilci olan yöneticilerle onlara bu vekillik yetkisini veren işletme sahiplerinin aslında amaçlarının birbiriyle ahenk içinde olduğu üzerine kuruludur. Davis, Schoorman ve Donaldson (1997) bu durumu yöneticilerin çalışma motivasyonunu sağlayan zihinsel ve toplumsal nedenlerle açıklamıştır. Davis vd.'e göre (a.g.e., s.25.)

Kuruluşun performansını başarılı bir şekilde geliştiren bir görevli genellikle çoğu grubu tatmin eder, çünkü çoğu paydaş grubunun örgütsel servetin artırılmasıyla ilgili çıkarı vardır. Bu nedenle organizasyon yanlısı yönetici bu organizasyonun performansını en üst düzeye çıkarmak için motive olur ve hissedarların rekabet çıkarları tatmin olur.

"Bu teoriye göre, doğru bir kurumsal yönetim yapısı, yöneticiyi şirket sahiplerinin amaçları doğrultusunda yönetme konusunda motive eden ve yönetici ile sahip arasındaki uyumu en etkin şekilde sağlayan yönetim anlayışıdır." (Hamid, 2011 aktaran Alp ve Kılıç, a.g.e. s.44.).

1.4.4. Yönetimsel Hegemonya Teorisi

Yönetsel Egemenlik Teorisi ilk olarak Myles L. Mace'nin 1971 yılında yazdığı "Directors: Myth and Reality" adlı kitabın konusu olmuş daha sonra bu teori Jay W. Lorsch ve Elizabeth MacIver'ın yazdığı "Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards" kitapla tekrar gündeme gelmiştir. Yönetimsel hegemonya teorisi kurumsal yönetimin ortaya çıkmasına sebep olan en temel

problemlerden biri olan üst yöneticinin yani CEO'nun yetkilerini kendi çıkarı için kötüye kullanmasını konu alır.

Humphry Hung “A typology of the theories of the roles of governing boards” adlı çalışmasında yönetim kurullarının neden destek rolleri harici bağımsız kararlar alamadıklarından nedenleriyle beraber bahsetmiştir (1998: 108).

Mace'ye göre, yönetim kurullarının profesyonel yöneticilerin kararlarını desteklemek için bir yönetim aracı olarak kullanılması yaygın bir uygulamadır. Yönetim kurullarının destek rolü hem nesnel hem de öznel faktörlerin bir sonucudur. Subjektif faktörler, yönetim kurullarının üç ana sebepten dolayı yönetimden bağımsız kararlar almada yer almayı reddettiğini göstermektedir. Birincisi, çoğu müdür yönetim tarafından atanır ve bu göreve atanmaları yönetim takdirine bağlıdır. İkincisi, yöneticiler organizasyona seçilerek dahil edilir. Üçüncüsü, uyumluluklarını teşvik eden bir müdürlükten fayda sağlamışlardır. Yönetimsel hegemonyaya yol açan nesnel faktörlere gelince, yönetim kurulları bağımsız kararlar almakla sınırlıdır, çünkü yönetim tarafından sağlanan bilgilere dayanmak zorundadırlar ve çoğu durumda, yöneticiler etkili kararlar almak için gerekli bilgilerin eksikliğine sahiptirler.

“Bu nedenle, bir yönetimsel hegemonya teorisininin bakış açısıyla yazılan literatür “kurumsal yönetim”in çağrışımsal anlamının, yönetim kurullarının profesyonel yöneticiye destek/destekleyici bir rol oynadığı düzenlemeye atıfta bulunduğunu belirtir” (L’Huillier, 2014: 308). Alp ve Kılıç (a.g.e., s.44-45) kısaca Yönetimsel Hegemonya Teorisi’nden bahsetmiş ve daha sonra bu problem için üretilen çözümler adına yapılan çalışmaların sonuçlarına değinmiştir.

Görüldüğü üzere, bu teori, ortakların menfaatlerini gözetmekle yükümlü olan yönetim kurulunun fiiliyatta yöneticilerin egemenliği altına girdiklerinden, işletme yönetiminde sınırlı bir etkiye sahip olduğunu bu sebeple bu görevlerini layıkıyla yerine getiremediklerini öne sürmektedir. Bu da, ortakların beklentilerinin göz ardı edilerek yöneticilerin kendi menfaatlerini düşündüğü, kontrol mekanizmasının bulunmadığı kurumsal yönetim zafiyetlerine neden olmaktadır. Bu problemlere çözüm olarak, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin yer alması, bazı faaliyetlerin veya işlerin bu üyelerin onayına tabi tutulması ve etkin ve verimli denetim modelleri geliştirilmesi kurumsal yönetim önerilerinde bulunmaktadır.

1.4.5. Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Kaynak bağımlılığı teorisi, ilk olarak yetmişli yılların sonunda H.Aldrich, Jeff Pfeffer ve G.R.Salancik’in ele aldıkları, yakın dönemde ise Amy J.Hillman’ın üzerinde detaylıca durduğu popüler kurumsal yönetim teorilerinden biridir. *“Teorinin temel önermesi, örgütsel ayakta kalmanın, kritik kaynakları dış çevreden tedarik etme yeteneğine dayanmasıdır. İhtiyaç duyulan kaynakların akışındaki belirsizliği azaltmak*

için kuruluşlar, bağımlılıklarını çeşitli taktiklerle yeniden yapılandırmaya çalışırlar.” (Casciarco ve Piskorski, 2005: 167). Bu konudaki çalışmalar ise şirketlerin önündeki kısıtlamaları arz kaynaklarının geliştirilmesi, işbirlikleri veya koalisyonların kurulması gibi tek ve çok taraflı taktikler olabileceğinden bahseder.

Bu teoriye göre şirketlerin hayatta kalabilmesi dış kaynaklara ve çevrelerle olan ilişkisine bağlıdır. *“Yönetim kurulları kuruluşun çevreyle ilgilenmesine, meşruiyetini arttırmasına ve verimlilik ve performans hedeflerine ulaşmasına yardımcı olduğundan, kuruluşun dış çevreyle kritik bir bağlantı veya organizasyonun önemli bir aracı olarak görülürler”* (Pfeffer, 1972 aktaran Hung a.g.e., s.104.). Kısacası bu dış ilişkileri kuracak şirket aracı yönetim kurullarıdır ancak yönetim kurullarının dikkat etmesi gereken noktalar vardır. *“Bu ağ veya birbirine bağlı müdürlük zinciri, dış kuruluştan sürekli destek alabilmek için bir miktar kontrol ve bilgi gizliliği alışverişinde bulundurmaya gerektirir”* (Pfeffer, 1972 aktaran L’Huillier, a.g.e., s.309.).

Şirketlerin performanslarını belirleyen dış kaynaklarla ilişkileri yöneten yönetim kurulu üyeleri seçiminin şirketin geleceği için ne kadar önemli olduğu bu teorinin diğer bir önemli konusudur. Amy J. Hillman 2005 yılında yaptığı çalışmada yönetim kurulunda eski siyasetçilerin bulunmasıyla daha iyi şirket performansı arasında pozitif bir ilişki ortaya koymuştur. *“Kaynak bağımlılığı teorisi, piyasaya dayalı performansla pozitif ilişki için çekici bir mantık sunar. Bu önemli bağımlılık ve belirsizlik kaynağına bağlantılar oluşturan firmalar belirsizliği azaltabilir ve kurulda bu tür bağlar olmayan firmalarla karşılaştırıldığında erişim, bilgi, meşruiyet veya kaynaklar elde edebilir”* (Hillman, 2005: 477). Bu yüzden bir firmanın varlığını sürdürebilmesi için en temel dış kaynaklardan biri olan devletle ilişkilerini sağlam tutabilmek adına eski politikacıları yönetim kurulunda barındırması önemli yönetim stratejilerinden biri haline gelmiştir.

Hillman, bu teori ışığında yaptığı diğer bir çalışmasında ise yönetim kurulundaki kadın üye sayısının artmasının neden tekdüze gerçekleşmediğini incelemiş ve kadınların yönetim kurulu üyeliklerine seçilmelerinin örgütsel belirleyicilerini araştırmıştır. Hillman, Shropshire ve Cannella’ya göre (2007: 948)

Teori, büyük firmaların meşruiyet için artan baskı altında olduğunu ve örnekte olduğu gibi büyük firmaların kurullarında kadın olma ihtimalinin fazla olduğunu göstermektedir. Ayrıca, kadın çalışanlara bağımlı olan sektörlerde faaliyet gösteren firmaların mevcut/potansiyel çalışanlarla olan bağlarından faydalanabileceğini ve sonuçların kadınların yönetim kurullarında temsil edilmesinin bu sektörlerde daha yüksek olduğunu kanıtlar.

Davis ve Cobb (2010: 24)'a göre talihsiz bir uyku dönemi ardından Kaynak Bağımlılığı Teorisi'ne olan ilgi artmaktadır. Çünkü küresel ilişkilerin durumu tıpkı Jeff Pfeffer'in teoriyi kavramsallaştırdığı döneme benzemektedir. Ekonomik krizler, siyasi liderlerden memnuniyetsizlik ve artan sosyal aktivizm hepsi güç ve bağımlılık konularını daha belirgin hale getirmektedir.

1.4.6. Miyop Piyasa Teorisi

Miyop piyasa terimi ilk defa 1960 yılında "Harvard Business Review" dergisi editörü Theodore Levitt tarafından bir pazarlama araştırması belgesinin başlığı olarak ortaya atılmış, 1980'de Hayes ve Abernathy'nin çalışmalarıyla geliştirilmiş, doksanlı yılların başında ise J.Charkham ve A.Sykes tarafından daha detaylı olarak tekrar ele alınmıştır.

"Bazen yöneticiler, uzun vadeli performans pahasına cari dönem sonuçlarına vurgu yapılmasına neden olacak teşviklerle karşı karşıya kalırlar. Miyopik ateşlemeler, gelişmiş uzun vadeli iş potansiyellerinin ortaya çıkması için mevcut dönem sonuçlarının şişirilmesine neden olur" (Hayes ve Abernathy, 1980; Laverty 1996 aktaran Mizik ve Jacobson, 2007: 361). Bu durum miyop piyasa teoreminin ele aldığı temel sorundur. *"Miyopik pazar modeline inananlar, kurumsal yönetimde yanlış olan şeyin, sistemin uzun vadeli değer ve rekabet gücünden ödün vererek, yönetimlerin kısa vadeli performans odaklanmalarını teşvik ettiğini belirtirler"* (Blair, 1995 aktaran Nwanji ve Howell, 2007: 17). Yani yöneticiler hissedarların çıkarlarını maksimum yapabilecek AR-GE gibi uzun vadeli yatırımlar yerine miyop bakış açısıyla finansal piyasaların arzu ettiği kısa vadeli hisse fiyatlarını arttıracak durumlara odaklanırlar. Keasey, Thompson ve Wright'a göre (1997 aktaran Letza, Kirkbride, Sun ve Smallman, 2008: 19)

Miyopik piyasa görüşü, kurumsal yönetim reformunun hissedar ve yöneticilerin uzun vadeli performans ufkunu paylaşmaya teşvik edildiği bir ortam sağlanması gerektiğini ileri sürer. Hissedarların sesi ve sadakati artarken, çıkış kolaylığı da azaltılabilir.

Reform için politika önerileri arasında, finansal kurumları uzun vadeli pozisyonlara kilitlemek için “ilişki yatırımı”nın teşvik edilmesi, devralma süreci ve kısa vadeli hissedarlar için oy kullanma haklarına getirilen kısıtlamalar ve çalışanlarla diğer grupların güçlendirilmesi yer almaktadır.

1.5. Kurumsal Yönetim Modelleri

Kurumsal yönetim modelleri küreselleşmeyle beraber gittikçe artan bir şekilde incelenmekte ve evrensel nitelikte olsalar bile kriz dönemlerinde yaşadıkları değişimlerle isimlerinden söz ettirmektedirler. Odaklandıkları alanlar, sahiplik ve hissedarlık yapıları, mülkiyet hakları, şirket uygulamaları, ülkelerin ekonomik durumları ve finansal gelişmişlikleri dâhil birçok kriterle birbirinden ayrılan bu modellerin en temel ayrımı Amerika Birleşik Devletleri’yle beraber İngiltere’nin başını çektiği Anglo Sakson Kurumsal Yönetim Modelleri, Almanya ve Japonya ile anılan Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim modelleri şeklinde yapılır. Japonya, uygulamalarındaki katı yaklaşımı ve birkaç farklı yönüyle bazı çalışmalarda ayrı bir model olarak alınabilmektedir ancak bu çalışmada Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modeli içinde değerlendirilecektir.

1.5.1. Anglo Sakson Modeli

“Anglo Sakson geleneğinde, şirket kavramı, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki güven ilişkisine dayanmaktadır. Pazar kapitalizmi kavramına dayanan Anglo Sakson sistemi, kişisel çıkarların ve âdemi merkezîyetçi pazarların kendi kendini düzenleyen, dengeli bir şekilde işleyebileceği inancına dayanır” (Cernat, 2004: 149). Bu yüzden Anglo Sakson modelinin temel geleneklerinden başında girişimcilerin devlet baskısı hissetmeden özgür kararlar alabilmeleri gelir. Devlet mekanizmaları, alınan kararlar ve oluşan rekabet eğer toplum zararına ve şikâyetlerine yol açıyorsa devreye girerler. Bu özgürlük ortamı ise her alanda büyük kapasiteye sahip olan bu ülkelerde yenilikçi ürünlerin, sistemlerin ortaya çıkmasını tetikler. Ancak 2008 krizinde olduğu gibi bu yeni ürünlerin içerikleri tam olarak anlaşılamadığında ise büyük sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Anglo Sakson modelinde devlet belirsizliklere müdahale edici bir hareket içinde bulunmaz bu yüzden yaşanabilecek krizlerde sosyal faturalar daha ağır yaşanabilmektedir. Becic’e göre (2011: 1361)

Anglo Sakson sistemi Anglo Sakson ülkeleri için tipiktir ve aynı zamanda hissedar sistemi olarak bilinir. Büyük ve likit borsalar, düşük sahiplik yoğunluğu, tek katmanlı yönetim kurulu² ve azınlık hissedarlar için nispeten yüksek koruma düzeyi ve kurumsal yatırımcıların baskın rolü Anglo Sakson kurumsal yönetim sisteminin temel özellikleridir.

Kurumsal yatırımcıların yani, tasarruf sahiplerinin birikimlerini değerlendiren büyük emeklilik ve yatırım fonlarının rollerinin bu sistemde fazla olması hissedar değerini ve yönetim kuruluyla olan ilişkilerde hissedarların gücünü az da olsa arttıran bir durumdur.

“İngiltere’de, aynı zamanda piyasa ekonomisinin sürdürülebilir ekonomik büyüme ile önemli ölçüde geliştiği Anglo Sakson ülkelerinde de, yüksek derecede sermaye ve hissedar yapısı görülmektedir” (Ungureanu, 2012: 627). Fazla sayıda hissedarın olması ise şirketleri az sayıda yatırımcının kontrolü altına girmekten korur. Bu kadar fazla hissedarın şirketle bağlantısının direkt bir şekilde olması ise zordur. Bu yüzden Anglo Sakson kurumsal yönetim modelinde hissedarla iletişim için kamuyu aydınlatma kanalı fazlaca kullanılır.

“Anglo Sakson yasal geleneğine sahip olan ülkeler, yönetim-hissedar ilişkisini vurgular ve bu nedenle hissedarın şirketteki dış hisselerini yönetim kurulu düzenlemeleriyle korumak için daha fazla politika kabul etme eğilimindedirler şeffaflık normları, üst yönetim teşvik sistemlerinin ve benzerlerinin uyumlaştırılması gibi” (Garcia-Castro, Arino, Rodriguez ve Ayuso, 2008: 275).

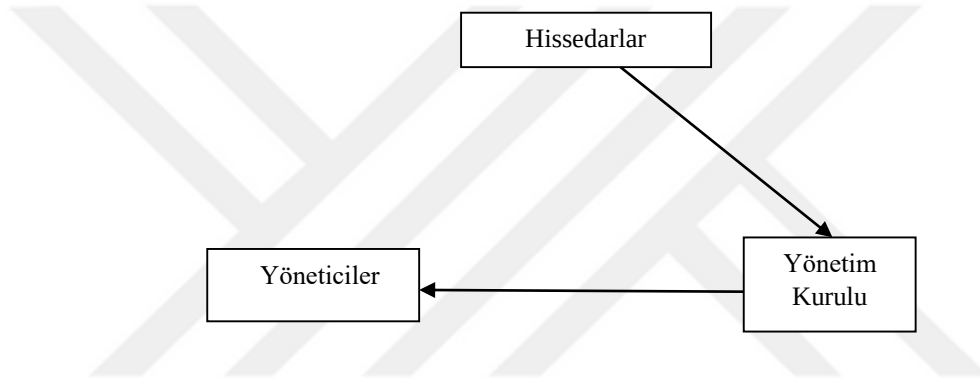
“Bu kurumsal yönetim sisteminin altında yatan inanç, piyasa sisteminin rekabet etmesinin ve çalışmasının şirketleri ve yöneticileri gerçek anlamda hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmeye zorlayacağı yönündedir” (Ariff ve Ratnatunga, 2008: 13). Ancak bu inanç reel ekonomide zaman zaman ciddi yaralar almıştır. Hissedarların, vekilleri olan yöneticiler üzerindeki kontrolü kaybettiği durumlarda ortaya çıkan sorunlar vekalet problemi olarak adlandırılmış ve bu durum piyasalara olan güveni derinden sarsmıştır. Bu güveni tekrar tesis edebilmek için

² Tek katmanlı yönetim kurulu: Bir şirketin hem yönetim hem de izleme fonksiyonlarının tek bir şirket organı tarafından yönetildiği, denetim kurullarının yönetim kurulundan ayrı ve bağımsız olmadığı Anglo Sakson sistemidir.

yapılan öneriler ve düzenlemeler sonucu kurumsal yönetim anlayışı bu sistem içinde doğmuştur.

Cernat (a.g.e., s.153.) Şekil 1.1’de Anglo Sakson kurumsal yönetim modelinde emek faktörünün stratejik yönetim kararlarına katılımına izin verilmediği durumu göstermiştir. Ancak Amerika’nın en iyi firmalarının karar verme tarafında, çalışanların katılımı programları aracılığıyla daha önce hiç olmadığı kadar takım kararı verilebildiğini belirtmiştir.

Şekil 1.1: Anglo Sakson Kurumsal Karar Alma Modeli



Kaynak: Lucian, Cernat. The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?, **Journal of European Public Policy**, January, 2004, 153.

Lazonick’e göre (2007 aktaran Clarke, 2009: 16) Anglo Sakson modelleri eşitsizliğe izin vermiş, tekrarlayan ciddi piyasa döngüleri ve finansal krizlere maruz kalmış, evrensel uygulanabilirlik için hala sorgulamaya açık bir model olarak tanımlamıştır. Ayrıca 2008 mali krizinin piyasaya dayalı yönetim sisteminin gelecek için rasyonel ve verimli olduğu inancını yıkabileceğini belirtmiştir.

1.5.2. Kıta Avrupası Modeli

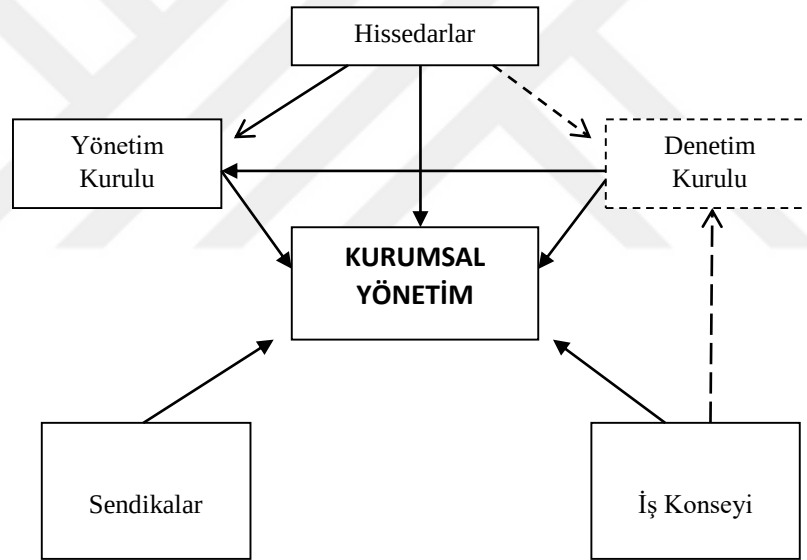
Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modeli çoğu otorite tarafından Almanya’nın kurumsal yönetim uygulamalarının baz alındığı, diğer Avrupa ülkelerinin (Fransa,İtalya,İspanya gibi) ve Japonya’nın bazı farklılıklarla Almanya’dan ayrıldıkları uygulamaları da kapsayan kurumsal yönetim modelidir. “*Kıta Avrupası ülkelerinin çoğunda, iki katmanlı bir yönetim kurulu sistemi (yani, Avusturya, Almanya, Hollanda) veya tek katmanlı kurulu izlemek için yönetici komitelerinin*

bulunduğu üniter ve tek katmanlı bir yapıya sahiptir (yani, İtalya, İspanya, Portekiz)” (Lessambo, 2014: 114). Maassen’e göre (2002: 15)

Almanya, Finlandiya ve Hollanda gibi Kıta Avrupası ülkeleri iki katmanlı yönetim modelinin çeşitlerini benimsemiştir. Bu modelde, yönetimin yürütme işlevini izleme işlevinden ayırmak için ek bir organizasyon katmanı tasarlanmıştır. Denetim kurulu (üst katman) tamamen emeği, hükümeti ve/veya kurumsal yatırımcıları temsil edebilecek, icracı olmayan denetim direktörlerinden oluşur. Yönetim Kurulu (alt katman) genellikle genel müdürlerden oluşur.

Cernat (a.g.e., s.154.) bu ilişkiyi şematik olarak Şekil 1.2’de göstermiştir. “*Kıta Avrupası Kurumsal yönetim modeli, birden fazla kanalla hissedar-yönetici vekalet sorunuyla başa çıkılmasını ve içerden denetleme yapılmasını sağlar.*”

Şekil 1.2: Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Modeli



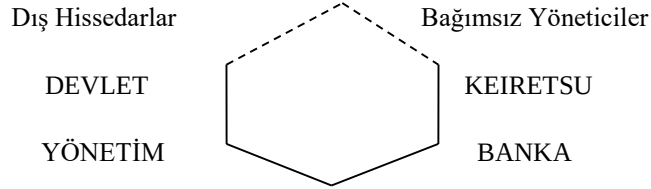
Kaynak: Lucian, Cernat. The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?, **Journal of European Public Policy**, January, 2004, 154.

Bu kurumsal yönetim modelinin temel yaklaşımı şirketlerin, sadece sahiplerinin faydalarına değil işçiler, devlet dâhil bütün paydaşlarının yararlarına yönelik hareket etmeleri adına var oldukları düşüncesidir. Anglo Sakson sisteminin bireyci yaklaşımının aksine bu modelde şirketler sosyal sorumluluklarını da düşünürler. Kısaca bu modelde bireysellikten ziyade paydaş çıkarlarının da düşünüldüğü, bireylerin ve şirketlerin karşılıklı bir güven anlayışı içinde olduğu

varsayımı söz konusudur. Bu güven bozucu hareketlere ise Kurumsal Yönetim anlayışıyla karşı çıkılmaya çalışılır.

Japon kültürünün ana öğretilerinden olan uzlaş ve güven kavramları, şirket ve kurumsal yönetim sistemlerinin de bu kavramlar üzerine kurulması sonucunu doğurmuştur. Japonya, Avrupa ülkeleriyle benzer uygulamalara sahip olsa da ana bir sermayedar banka ile Keiretsu adı verilen şirket ağlarının da dahil olduğu birbirini tamamlayan bir yönetim modeline sahiptir (Şekil 1.3). “Neredeyse tüm Japon şirketlerinin bir ana banka ile yakın bir ilişkisi vardır. Banka, kurumsal müşterisine kredilerin yanı sıra tahvil ihracı, hisse ihracı, uzlaştırma hesapları ve danışmanlık hizmetleri ile ilgili hizmetleri de sunmaktadır. Ana banka genellikle şirkette büyük hissedardır” (EWMI/PFS Program, 2005: 6). Keiretsu içindeki şirketler ana banka etrafında bir ağ oluştururken birbirlerinin hisselerine de sahiptir. Ayrıca bu sistemde şirketler, aynı ağda bulunmalarından dolayı ticaretlerini bu ağ üzerinden yapmayı, yapmasalar dahi birbirleriyle olan ilişkilerinde Kıta Avrupası modellerinin ruhuna uygun bir şekilde karşılıklı güven içinde yaklaşmaya teşvik edilirler.

Şekil 1.3: Japonya Kurumsal Yönetim Modeli



Kaynak: EWMI/PFS Program / Lectures on Corporate Governance - Three Models of Corporate Governance – December 2005

EWMI/PFS Program’a göre (a.g.e., s.7.) “dört bağlantıya sahip şeklin tabanı dört kilit aktör bağlantısının çıkarını temsil eder: Devlet, yönetim, banka ve keiretsu. Üstteki açık çizgiler ise bağlı olmayan hissedarların ve dış yöneticilerin bağlantısız çıkarlarını temsil etmektedir. Çünkü bunlar önemsiz bir rol oynamaktadır.”

“Kıta Avrupası ülkelerinde daha az şirket halka açık olarak işlem görmektedir. Daha fazla şirket özel olduğu için şirketin yönetimi ve hissedarları arasında güçlü (kişisel) bir ilişki vardır. Çoğu durumda bu iki işlev ayrılmaz” (Ariff ve Ratnatunga, a.g.e., s.32.). Anglo sakson modelinin azınlık hissedarlar için sağladığı korumacı

tutuma yukarıda değinilmişti. “*Buna karşılık, Kıta Avrupası’nın kontrole dayalı sistemlerinin düşük yatırımcı koruma seviyeleri, daha az ve daha az likit hisse piyasaları, daha konsantre mülkiyeti ve (kurucu) aileler ile karakterize olduğu düşünülmektedir*” (Barca ve Becht, 2000 aktaran Thomsen, 2003: 34).

Japon sisteminde olduğu gibi diğer Avrupa ülkelerinde de bankalar bu kurumsal yönetim modelinde önemli bir roledir. Şirketler, kontrolü sağlamak için ellerindeki hisseleri kullanan bankalar, kurumsal yatırımcılar ve kurucu ailelerin ellerinde yoğunlaşırlar. Bu durum yoğunlaşmayı sağlayan gruplar arasında nakit akışlarının aktarılabilmesini sağlar. Anglo Sakson sistemindeki katı rekabet koruması yasalarının Avrupa’da bulunmaması dolayısıyla ortaklıklar birbirlerinin hisselerine sahip olabilirler.

Shleifer ve Vishny’e göre (1997) bu modelde şirketlerin bankalar ve aileler gibi büyük yatırımcılara sahip olması azınlık yatırımcılarının korunamama endişesiyle yatırım yapmasını engeller. Bu nedenle Avrupa ülkelerinin çoğunda nispeten küçük kamu hisseleri bulunur. Japonya’da ise aynı sisteme sahip olunmasına rağmen gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip olunmasının sebebi ise kurumların içindeki teşviklerin baskınlığı ve zımni sözleşmeler olarak açıklanabilir.

Anglo Sakson modelinde devletin piyasa müdahalesinin az olması girişimcilerin rahat karar alabilecekleri bir ortam sağlarken, girişimcilerin kolayca borçlanabilecekleri likit ve büyük bir piyasaya sahip olunması ise yenilikçi fikir ve iş alanlarını destekler. Bu modelde ise sermaye piyasalarının gelişmiş olmaması ve bankaların büyük şirketler kadar küçük şirketlerle kaliteli ve uzun süreli işbirlikleri kuramamaları girişimcileri zorlayan bir durumdur. Diğer yandan bu sistemde şirketlerin büyük hissedarlara sahip olması ve bu hissedarların yöneticiler üzerindeki gücü Avrupa ülkelerinde kurumsal yönetim sorunlarını getirmiştir. Suder ve Payte’ye göre (2007: 84)

Kurumsal yönetim uygulamalarındaki iyileşmeler Avrupa’nın rekabet gücünü ve hisse senedi piyasalarının çekiciliğini arttırabilir. Etik sorumluluk ve güçlü iç kontroller Parmalat tarzı skandallara karşı savunmadır. Bilgi yönetimi ve Avrupa ölçeğinde transfer yoluyla başarılı bir yakınsama, fikir ekonomisini ve kurumsal meşruiyeti artırma potansiyeline sahiptir.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ KURUMSAL YÖNETİM GELİŞMELERİ

2.1. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Kavramının Gelişimi

Daha önce değinildiği gibi ülke ve kurumlarda kurumsal yönetim kavramı üzerindeki gelişmeler genellikle yaşanan büyük ölçekli krizlerden sonra başlamışlardır. Doğan (2007) bu noktada Türkiye’deki kurumsal yönetim çalışmalarının özellikle 2001 krizinden sonra artmasına vurgu yapmış, kurumsal yönetim yolunda Türkiye’deki ilk çalışmaların doksanlı yılların ortalarında ülkedeki muhasebe standartlarının, uluslararası kurallara uyumunu sağlayabilmek amacıyla Türkiye Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Odaları Birliği (TÜRMOB) tarafından kurulan Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (TMUDESK)’nin yaptığı çalışmalarla başladığını belirtmiştir.

Kurumsal yönetim kavramı hakkında yapılan ilk dikkate değer çalışma ise 2002 yılının sonunda TUSİAD tarafından hazırlanan “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı çalışma olmuştur. Özel sektör üyelerinin dünyadaki rekabet güçlerini arttırabilmek için yönetim kurulu yapılanmalarının nasıl olması gerektiğini inceleyen ve rehber vazifesi gören bu çalışmadan sonra SPK, OECD tarafından ilan edilen bu kavramın prensiplerini göz önüne alarak Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni açıklamış, halka açık şirketler adına ilk ciddi çalışmayı hazırlamıştır. Sermaye piyasalarının öncüsü bankaların da bu gelişmelerden geri kalmaması amacıyla BDDK da çalışmalarını hızlandırmış 19.10.2005 tarihinde yayınlanan Bankacılık Kanunu’nda bankalar için kurumsal yönetim uygulamalarını düzenlemiştir. Türk ticari hayatına yön veren ve 1957 yılından beri yürürlükte olan 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun ihtiyaçlara göre yeniden düzenlenerek 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) olarak değiştirilmesiyle beraber kurumsal yönetim kavramı yeniden gündeme gelmiş, bu kavramla ilgili

düzenlemelerde bulunularak kurumsal yönetimin gelişimine önemli katkılar sağlanmıştır.

2.1.1. TÜSİAD Çalışmaları

Türkiye’de iş dünyasının önde gelen sivil toplum kuruluşlarından biri olan TÜSİAD, Türk şirketlerinin dönemin ülke ekonomisi koşullarına daha iyi uyum sağlayabilmeleri, uluslararası ticarete rekabet avantajları elde edebilmeleri ve bu şirketlerin yönetim yaklaşımlarında onları daha ileriye taşıyacak prensiplerin belirlenebilmesi adına Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu’nu kurmuştur. Bu grubun hazırlıkları sonucunda “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı çalışmanın hazırlanmasına öncülük eden TÜSİAD, Kurumsal Yönetim kavramına ilk eğilen kuruluşlardan biri olarak önemli bir rol oynamıştır.

Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi (2002) önsözünde kurumsal yönetimin dar ve geniş tanımları yapılırken, kurumsal yönetimin yerleşmesi ve doğru bir şekilde uygulanabilmesi için en önemli görevin yönetim kurullarına düşmesinden dolayı bu yapının oluşumu, bağımsızlığı ve gündemlerinin neler olması gerektiğinin ele alındığı belirtilmiştir. Çalışmanın genelinde yönetim kurulunun sorumlulukları ve yapısı üzerinde durulurken, kurul üyelerinin sayısı, seçim kriterleri, görev süreleri, ödüllendirme koşulları tespit edilmiş, yönetim kurulunda oluşturulacak komiteler, bu komitelerin amaçları ve görevleri detaylıca tanıtılmıştır.

Kurumsal yönetim için rehber olan bu çalışmadan sonra, bu kavramın yaşadığı gelişmeleri takip etmeye devam eden kuruluş, 2010 yılında “Yönetim Kurulları İçin Kurumsal Yönetim Prensipleri” adlı çalışmayı hazırlamış ve 2002’den beri yaşanan gelişmeleri inceleyerek, düzenlediği seminerle kamuoyunun bilgisine sunmuştur. Bu çalışmanın rehberliğinde ve güncel gelişmeler ışığında, SPK’nın Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni 2005’ten sonra bir kez daha revize etmesi için görüşlerini bildiren kuruluş, bu faaliyetlerinin yanında üniversite işbirlikleri içine girerek kurumsal yönetim

forumları kurmuş, bu kavramın tanıtımı ve gelişimi için seminerler düzenleyerek bu konuda her dönem öncü bir rol oynamıştır.

2.1.2. SPK Düzenlemeleri

TUSİAD'ın öncü çalışmalarının ardından “Kurumsal Yönetim” kavramına eğilen Türkiye sermaye piyasalarının en önemli temsilcilerinin başında gelen Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) olmuştur. Sermaye piyasalarındaki güven ortamının tesisinden sorumlu, tasarruf sahiplerinin haklarının koruma yükümlülüğünün yanı sıra ülkedeki tasarrufların menkul kıymete dönüşmesi hedefinde en önemli rollerden birine sahip olan kurum, kurumsal yönetim konusunda da kavramın ortaya çıktığı ilk dönemlerden bu yana oldukça titiz davranmış, bu kavramın kurallarını uluslararası kararlar ışığında ve ihtiyaç dahilinde güncelleyerek belirlemiş ve uygulanmasına özen göstermiştir.

SPK'nın kurumsal yönetim adına attığı ilk adım Kurumsal Yönetim İlkeleri (2003)'ni yayınlamak olmuş, OECD'nin 2005 yılında yaptığı değişiklikleri, ekleme ve düzeltmeleri de kapsayacak şekilde tekrar düzenlenen bu ilkeler Türkiye'de kurumsal yönetimin kılavuzu sayılabilecek bir niteliğe kavuşmuştur. Çalışmanın giriş bölümünde (2003: 4) ilkelerin anonim şirketler için hazırlandığı belirtilse de kamu ve özel sektöründe de uygulama alanı olduğu vurgulanmış, bahsedilen ilkelere uyumun isteğe bağlı olduğu ve bu prensiplerin “uygula, uygulamıyorsan açıkla” kapsamında değerlendirildiği belirtilmiştir. Ancak prensiplerin uygulanmıyorsa neden uygulanmadığına dair açıklamanın ve bu durumun sebep olabileceği çıkar çatışmalarının şirketin yıllık finansal raporlarında bahsedilmesi gerektiği de ayrıca kararlaştırılmıştır.

Kurumsal yönetim ilkelerini pay sahipleri, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık olarak dört ana bölüme ayıran SPK, bu bölüm başlıkları altında alt başlıklar açarak ilkelerin içeriklerini detaylandırmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde pay sahiplerinin hakları tanımlanmış, pay sahipliği haklarının kolaylaştırılması, eşit işlem ilkesi ve payların devri hususuna değinilmiştir. İkinci bölüm ise kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konularına ayrılmış, kamuyu aydınlatmanın esasları ile beraber bu amaç için oluşturulması gereken bilgilendirme

politikasından bahsedilmiştir. Daha sonra şirket paydaşları ve yöneticileri arasındaki ilişkilerin kamuya açıklanması gereken yönleri ortaya konulmuş, mali tablo, raporlar, bağımsız denetim ve ticari sır kavramlarına değinilmiş, sermaye piyasalarında insider trading³ olarak tanımlanan içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda da gerekli önlemlerin alınması ve şirketin değerinin etkileyecek bilgilere sahip kişilerin kamuya duyurulması konusu ele alınmıştır. Bu bölümde son olarak kamuya açıklanması gereken olaylar teker teker tanımlanmış ve menfaat sahipleri bölümüne geçilmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerinin üçüncü bölümü ise menfaat sahiplerine ayrılmıştır. *“Bu bölümde genel olarak menfaat sahiplerine yönelik temel şirket politikası üzerinde durulmuş, menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi ve şirket sermayesinin korunmasına özen gösterilmesi vurgulanmış, menfaat sahiplerinin yeterli düzeyde bilgilendirilmeleri ve şirketin menfaat sahipleri ile ilişkileri konularında tavsiyelerde bulunulmuştur”* (Sermaye Piyasası Kurulu, 2003: 32).

Çalışmanın son bölümü ise tamamen yönetim kurullarını ele almıştır. Yönetim kurullarının esas fonksiyonları ile oluşturulması, seçimi, görev ve sorumlulukları yanında yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakların sınırları da bu bölümde belirlenmiştir. Bu bölümün en önemli noktalarından birisi de yönetim kurulu içinde oluşturulması gereken komitelerin sayısı ve yapısının belirlenmesi olmuştur. Şirketlerin ihtiyaçları ölçüsünde yeterli sayıda komite kurmasını öneren SPK, finansal ve operasyonel faaliyetler için denetimden sorumlu komite, şirketlerin kurumsal yönetim faaliyetlerini iyileştirmek, bu ilkelere uyumun takip edilmesi ve geliştirilmesi amacıyla kurumsal yönetim komitesinin kurulması tavsiyesinde bulunmuştur. Son olarak da yöneticilerin görev sorumlulukları, kimlerin yöneticilik faaliyetlerini yerine getirip getiremeyeceği ve yöneticilerin görevlerini yerine getirirlerken göz önünde bulundurmaları gereken durum ve politikalar belirtilerek çalışma sonlandırmıştır.

³ Insider Trading, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 106. maddesinde bilgi suistimali adıyla; doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççıları hakkında ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri veren veya verdiği emri değiştiren veya iptal eden ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin eden kişiler olarak tanımlanmıştır.

Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin ilan edilmesine paralel olarak “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” çıkaran SPK dünyadaki gelişmelere bağlı olarak derecelendirme faaliyetlerinin çerçevesini belirlemiş ve kapsamını kredi derecelendirmesiyle sınırlı tutmayarak kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesini de içerecek şekilde genişletmiştir. Bugün faaliyette bulunan derecelendirme kuruluşları ise Tablo 2.1’de gösterilmiştir

Tablo 2.1: Derecelendirme Faaliyeti İçin Yetkili Olan Kuruluşlar

KREDİ DERECELENDİRME	KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRME
DRC Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi	DRC Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi
JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi	JCR Avrasya Derecelendirme Anonim Şirketi
National Investor Services Derecelendirme A.Ş	National Investor Services Derecelendirme A.Ş
Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri Anonim Şirketi	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri Anonim Şirketi
Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi
İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri Anonim Şirketi	

Kaynak: SPK

Kurumsal yönetim ilkelerinin yayınlanmasının ardından SPK, uygulama uygulamıyorsa açıkla yaklaşımına uygun olarak 2005 yılından geçerli olmak üzere şirketlere yıllık faaliyet raporlarında veya internet sitelerinde Kurumsal Yönetim Uyum Raporu yayınlama zorunluluğu getirmiştir. Bunun yanında dönemin en büyük adımlarından biri de o yıllarda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası olarak faaliyet gösteren bugün ise Borsa İstanbul (BİST) olarak adlandırılan ve çalışmanın geri kalanında da bu isimle anılacak olan borsada Kurumsal Yönetim Endeksi'nin geliştirilmesi olmuştur.

Kurumsal Yönetim Endeksi, “Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Gelişen İşletmeler Pazarı’nda işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az

7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur” (www.borsaistanbul.com.tr, t.y). Dağlı, Eyüpoğlu ve Ayaydın’a göre ise (2010) İMKB bu hamleyle esas olarak SPK’nın yayınladığı kurumsal yönetim ilkelerinin borsada işlem gören şirketler tarafından uygulanmasını desteklemek, kurumsal yönetim uygulamalarının iyileştirilmesine katkıda bulunmak, tasarruf sahiplerinin yatırım yapacakları şirketlerin bu ilkelere uyumunu daha kolay anlayacak şekilde bilgilenmesi ve sermaye piyasalarının daha fazla gelişmesini hedeflenmiştir.

Çıkardığı Seri: IV, No: 41 sayılı Tebliğ ile payları borsada işlem gören şirketlerin pay sahipleriyle ilişkilerini yürütmesi için pay sahipleri birimi kurulmasını kararlaştıran SPK, mevzuattan kaynaklanan sorumluluklar ve kurumsal yönetim uygulamalarında koordinasyon sağlaması için lisanslı bir personel istihdamını da zorunlu tutmuştur.

SPK’nın kurumsal yönetim düzenlemeleri üzerine yapılan çoğu çalışma bu düzenlemeleri 654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) öncesi ve sonrasındaki düzenlemeler olarak ikiye ayırmıştır. Aksoy (2013) 654 sayılı KHK yayınlana kadar ki süreçte “Kurul İlke Kararı” ile yasal bağlayıcılığı olmadan yapılan düzenlemelerin bu kararnameyle beraber Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına alındığını belirtmiştir. Alp ve Kılıç (a.g.e) ise bu durumun “uygula uygulamıyorsan açıkla” prensibinin yerine kurumsal yönetim ilkelerine kısmen ya da bazı durumlarda tamamen uyum zorunluluğu getirme, bu tedbirlere uyulmaması durumunda şirketlere cezai müeyyide uygulanması yolunun açılması ve kanunlarla ilk kez kurumsal yönetim ilkeleri üzerindeki tasarrufun SPK’ya devredilmesinin sağlandığını belirterek bu düzenlemenin böylece temelde üç önemli yenilik getirdiğinin altını çizmiştir.

6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nun 2012 yılının sonunda ilan edilmesiyle beraber Kurumsal Yönetim uygulamaları için daha kapsamlı olarak ele alınan yeni bir dönem başlamıştır. Hem kanunda hem de özellikle 2014 yılında Kurumsal Yönetim Tebliği’nin yenilenmesiyle beraber ihtiyaçlara daha hızlı cevap verebilen dinamik bir kurumsal yönetim anlayışı modeli hâkim olmaya başlamıştır. Zengin ve Yılmaz’a göre (2017) bu düzenlemelerle beraber Türkiye, Anglo Sakson ve

Kıta Avrupası kurumsal yönetim modellerinin karması olan bir yapıyı benimsemiştir. Belli başlı ilkelerde uyum zorunluluğu aranmaya başlanırken, bu zorunluluğa sahip olmayanlarda “uygula uygulamıyorsan açıkla” yaklaşımı sürmektedir.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (2012) kurumsal yönetim kavramına 17, 36 ve 73. maddeler esas olmak üzere birkaç maddede değinmiştir. Dayan (2014) önceki yasada sadece görev ve yetkiler bölümünde ele alınan kavramın yeni yasada Halka Açık Ortaklık bölümünde Kurumsal Yönetim İlkeleri adında ayrı bir başlık altında ele alınmasına dikkat çekmiştir. Bahsedilen bölümü ele alan 17.maddede genel olarak kurumsal yönetim ilkeleri, kurumsal yönetim uyum raporları ve bağımsız yönetim kurulu üyeleri hakkında Kurul’a verilen yetkilerden bahsedilmiş, Kurul’un eşit şartlardaki şirketlere eşit kural uygulanması ilkesiyle yaklaşacağı vurgusu yapılmıştır.

17.maddenin diğer fıkralarında ise Kurul’a kurumsal yönetim ilkelerini resen olarak uygulayabileceği yetkilerden bahsedilmesinin yanı sıra ilişkili taraf işlemleri⁴ de kurumsal yönetim çerçevesinde düzenlenmiştir. Bu düzenleme çerçevesinde halka açık şirketlerin SPK’nın belirlediği nitelikteki işlemlerdeki ilişkili taraf işlemlerinde yapılacak işlemin esasını belirleyen bir yönetim kurulu kararı zorunlu hale getirilmiş ve bu kararların yürürlüğe konulabilmesi bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunun onayına bağlanmıştır. Onayın alınamaması halinde izlenecek yol da detaylı olarak belirlenmiştir. 17. maddenin son iki fıkrasında ise halka açık ortaklıkların kurumsal yönetimden kaynaklı yükümlülüklerini Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK)’nun sağladığı elektronik ortamda yerine getirebilecekleri ve halka açık bankalar adına bu maddenin getirdiği yükümlülükler için BDDK’nın görüşünün alınacağı karara bağlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 36 ve 73 maddeleri ise 17.maddenin birinci ve ikinci fıkralarından kaynaklanan kurumsal yönetim yükümlülüklerini sadece halka açık ortaklıklarla sınırlı tutmayarak sermaye piyasası kurumu, borsalar, piyasa

⁴ İlişkili Taraf, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından “İlişkili Taraf Açıklamalarına İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 24) Hakkında Tebliğ’de şöyle tanımlanmıştır. İlişkili Taraf; finansal tablolarını hazırlayan işletmeyle (bu standartta “raporlayan işletme” olarak kullanılacaktır) ilişkili olan kişi ve işletmedir.

işleticileri ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerini kapsayacak şekilde genişletilmesi amacıyla konulmuştur.

Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 128 maddenin (k) bendi ise halka açık ortaklıkların yönetim kurulu üyelerinin tamamının ya da bir kısmının görev sresinin dolması veya üyeliklerin boşalması dolayısıyla yönetim kurullarının yeter sayısıyla toplanmaması veya boşalan yerlere 30 gün içinde yönetim kurulu üyelerini seçmek için genel kurulun toplanamaması veya seçilememesi durumunda Kurul'a yeni üyeler seçilene kadar yeter sayısını sağlayacak yönetim kurulu üyelerini bağımsızlık koşulu sağlaması şartıyla resen atayabilme yetkisi vermiştir. Ayrıca bu maddeye göre Kurul resen atama sonucunda geri kalan boş yelikler için boş ye sayısının 3 katı kadar bağımsız aday göstermesini halka açık ortaklığın ortaklarından talep edebileceği belirtilmiştir. Olağan genel kurulunu kanuni süre içerisinde üst üste iki kez yapmayan ve bu fıkra hükümlerinden dolayı yönetim kurulu üyelerini Kurul'un atadığı halka açık ortaklıklarda genel kurul yetkilerinin Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM) tarafından kullanılabilmesi de bu maddeyle karara bağlanmıştır

Kağıtcıoğlu (2016) alışmasında bu maddeyi detaylı bir şekilde ele almış halka açık ortaklıkların yönetimdeki anlaşmazlıkları veya bu ortaklıklarda karmaşık bir yapının bulunması durumunda yatırımcılar ve kamu yararının korunması amacıyla bir kamu gücü müdahalesi olarak yorumlamıştır. Ancak hem resen atanan üyelerin nitelikleri hem de YTM'nin genel kurul yetkilerini kullanmasını gerektirebilecek durumların ortaklığın işleyişine karşı uygun olmayabileceğini belirtmiş, bu durumunzel girişimzgrlğn daralttığına ve devletin cezalandırırken bu durumun sağladığı kamu yararı ile bireyin hak vezgrlkleri arasındaki dengeyi sağlama görevi olarakzetlenebilecek olanlllk ilkesine aykırı olduğuna vurgu yapmıştır.

SPK 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilan edilmesinden sonra kanunun 17.maddesine dayanarak Kurumsal Yönetim Tebliği'ni 2014 yılında yeniden düzenleyerek yayınlamıştır. Kurtay (2014) yeni yayınlanan tebliğin 2012 yılındaki tebliğden farklarına ve uygulaması zorunlu olan uygulamalara birkaç başlık altında detaylı bir şekilde değinmiştir. Çalışmada ilk olarak TTK ve Sermaye Piyasası Kanunu'nun verdiği yetkilerin kullanılmadığından bahsedilmiş, ilkelerin uygulanma

zorunluluğunun BİST’de Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Kurumsal Ürünler Pazarı’nda işlem gören ortaklıklar ile sınırlandırılmış olduğu belirtilmiştir. Ancak Kurul’a istediğinde bilanço, sermaye büyüklüğü, faaliyet gösterilen sektör gibi faktörleri göz önüne alarak payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar ve payları borsada işlem görmeyen bankalara da BDDK’nın uygun görüşüyle yükümlülükler getirme hakkı tanınmıştır. Buna göre tebliğ ekindeki ilkelere uyum zorunluluğunun belirlenmesi için SPK, piyasa değeri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri ortalamasına göre şirketleri birinci grup, ikinci grup ve üçüncü grup olmak üzere üçe ayırmış buna göre daha hafif ya da ağır uyum zorunlulukları uygulama yolunu seçmiştir.

Kurtay (A.e) çalışmasında uygulaması zorunlu ilkelerin pay sahipleri ve yönetim kuruluyla alakalı bölümde yoğunlaştığının belirtilmesinin yanı sıra zorunluluk getirilen en önemli konulardan birisinin ise yönetim kurulunda kurulması zorunlu olan komitelerin olduğu vurgulanmıştır. Söz konusu tebliğde yönetim kurullarında kurulması gereken komiteler şöyle tanımlanmıştır. *“Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı bir biçimde yerine getirmesini teminen “Denetimden Sorumlu Komite” (bankalar hariç), “Riskin Erken Saptanması Komitesi” (bankalar hariç), “Kurumsal Yönetim Komitesi”, “Aday Gösterme Komitesi, Ücret Komitesi” (bankalar hariç) oluşturulur”* (II-17.1 Kurumsal Yönetim Tebliği Madde 4.5.1, 2014).

Tebliğde Pay Sahipleri bölümü altında düzenlenen ilk konulardan biri ise Genel Kurul olmuş, önceki tebliğe göre uygulaması zorunlu olanlar arasına genel kurul toplantısında uyulacak bazı hususlar alınmıştır. Ayrıca bu düzenlemede genel kurul toplantılarından en az üç hafta önce pay sahiplerinin incelemesi için gerekli belge ve imtiyazlı pay varsa bu pay imtiyazlarının niteliği hakkındaki bilgilerin açıklanması karara bağlanmıştır. Yönetim kurulu yapısında da bazı düzenlemelere gidilmiş özellikle bağımsız yönetim kurulu üyelerinin nitelikleri daha somut hale getirilmeye çalışılmıştır.

Önemli nitelikteki işlemler ve ilişkili taraf işlemleri de önemli düzenlemelerin yapıldığı diğer konular olmuşlardır. Kurtay (a.g.e) önemli nitelikteki işlemlerle alakalı

düzenlemelerin yönetim kurullarında karar birlikteliği sağlanamadığında yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla bir tür kamuyu aydınlatma çabası olarak değerlendirmiştir. İlişkili taraf işlemlerinde ise dikkati çeken gelişme artık sadece ortaklığın değil, ortaklığın bağlı ortaklarının da ilişkili taraf işlemlerinin bu tebliğ kapsamına dâhil edilmesi olmuştur. Alp ve Kılıç (a.g.e. s.121) bu kararlar beraber iki ilişkili taraflar ile alakalı hususun yeniden gözden geçirilmesi konusuna değinmişlerdir. Çalışmada bu hükmün kanundaki hükümle ters düştüğü belirtilmiş, kanunda yalnızca halka açık ortaklıklara getirilen yükümlülüğün bu tebliğle bağlı ortaklıklara da gönderme yapmasıyla halka açık olmayan ortaklıkları da kapsayacak şekilde genişlemesi şartlara uyulmaması durumunda gelişecek yükümlülüklerin ağırlığı düşünüldüğünde uygun görülmemiştir. Eleştirilen diğer bir husus ise hem ilişkili taraf işlemlerinin hem de ilişkili olup olmadığına bakmaksızın tüm taraflarla yapılan işlemler için iki ayrı düzenleme yapılması olmuştur. Bu durumun tartışmalara neden olabileceğine ve uygulamada karmaşıklık yaratabileceğine ayrıca vurgu yapılmıştır.

Yürürlükten kaldırılan tebliğde Pay Sahipleri ile İlişkiler olarak bilinen birimin Yatırımcı İlişkileri olarak değiştirilmesi ise tebliğin diğer bir yeni yaklaşımı olmuştur. Altan (2014) bugün sermaye piyasalarındaki fiyatlanmanın kaliteli bilgi paylaşımının ve şeffaflığa göre şekillendiğine dikkat çekmiş, şirketlerin her kesimle sürekli temas halinde olmalarının önemini belirterek bu gelişmenin değerine değinmiştir. Ayrıca Yatırımcı İlişkileri'nin görev tanımına kurumsal yönetimin eklenmesinin yanında ek olarak Yatırımcı İlişkileri yöneticisinin Kurumsal Yönetim Komitesi'ne üye olma zorunluluğunun getirilmesini de bu konudaki diğer olumlu gelişme olarak yorumlamıştır.

Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve Kurumsal Yönetim Tebliği'nin yeniden düzenlenip yayınlanması ardından sermaye piyasalarındaki kurumsal yönetim temelli dönüşüm için öncülük görevine devam eden SPK, son yıllarda kurumsal yönetimin daha etkin bir şekilde uygulanması, raporlanması ve bu alandaki gözlem kalitesinin arttırmak adına çalışmalarına devam etmektedir. Bu amaçla Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD⁵) ile işbirliğine giden kurum “Kurumsal Yönetim İlkelerinin

⁵ European Bank for Reconstruction and Development

Uygulanmasında Sermaye Piyasası Kurulu'na Destek" projesi ile kurumsal yönetim raporlama çerçevesinin belirlenmesi, geliştirilmesi ve standartlarının ortaya konulması amacıyla Mart 2019'da Kurumsal Yönetim Raporlama Rehberi'ni yayınlamıştır. Bu rehberi yayınlamadan önce 2019/2 sayılı SPK Bülteni'nde uyum raporlarının Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) aracılığıyla Kurumsal Yönetim Uyum Raporu (URF) ve Kurumsal Yönetim Bilgi Formu (KYBF) şablonlarını kullanarak yayınlanması için karar alan SPK, rehberin amacını ise Kurumsal Yönetim Raporlama Rehberi'nde (2019: 4) şöyle tanımlanmıştır

Bu rehberin temel amacı, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin, İlkeler'in uygulanmasına, uyum durumuna ve İlkeler'den ayrılma nedenlerine ilişkin eksiksiz, güvenilir ve anlaşılır bilginin sağlanmasına yardımcı olmaktır. Rehber aynı zamanda yatırımcılara ve diğer menfaat sahiplerine şirketteki temel kurumsal yönetim yapısı ve süreçleri hakkında bilgi veren yıllık faaliyet raporunun kurumsal yönetim ilkelerine uyum beyanı konusunda da yol göstermektedir.

SPK'nın bu rehberde en dikkati çeken düzenlemeleri ise gönüllü ilkelere uyum durumu için URF, mevcut kurumsal yönetim uygulamaları hakkında bilgilendirme için KYBF olarak iki ayrı şablon belirleyerek bu şablonların ayrıca faaliyet raporlarında yer verilip verilmemesini şirketlerin takdirine bırakması olmuştur. Raporlama çerçevesinin neden değiştiğine yönelik SPK, önceki formatta birden çok kurumsal yönetim konusunun tek bir soru altında ele alınmasından dolayı şirketlerin uyum durumlarını açık bir şekilde ortaya koyamamalarını varsa uyumsuzluğun tek bir konudan mı yoksa aynı sorunun kapsamı içine giren bütün konulardan mı kaynaklandığına yönelik ayrımın da yapılamaması konularına işaret etmiştir.

Rehberde kurumsal yönetim uyum raporlamalarının yönetim kurulu sorumluluğunda olduğunu belirten SPK, raporlama dönemi, sıklığı ve duyurular hakkında da gereken bilgilendirmeyi yapmış, URF ve KYBF şablonları hakkındaki detayları bölümler halinde kapsamlı bir şekilde anlatmıştır. Son bölümü ise şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında kurumsal yönetim standartlarını nasıl uyguladıklarını anlatacakları kurumsal yönetim anlatı bölümüne ayıran rehber bu bölümün yatırımcıları bilgilendirme adına önemli olduğunu vurgulamış, URF ve KYBF'nin bir tamamlayıcısı olarak şirketlerin tercihiyle göre bu bölümü detaylandırılabilceğine değinmiştir.

Genel olarak bakıldığında kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışından bugüne bu yönetim kültürünün Türkiye’de yerleşmesi adına önemli görevler üstlenen SPK, bu kavram hakkındaki mevcut gereksinimleri sürekli göz önünde tutarak gereken adımları atmaktan çekinmemiş, kendisini sürekli geliştiren yapısıyla sermaye piyasalarının öncü gücü olmuştur. Varlığıyla kurumsal yönetim kavramının Türkiye’deki geleceği adına ümit veren kurum, sermaye piyasalarındaki güvenin tesisi için en önemli araçlardan biri olan bu kavramın bir kültür olarak iş yaşamına yerleşmesi için çabalayan en önemli kurumlardan biri olarak çalışmaya devam etmektedir.

2.1.3. Türk Ticaret Kanunu Düzenlemeleri

1957’den beri Türkiye’deki gerçek ve tüzel yapılar arasındaki ticari ilişkileri düzenleyen temel kanunlardan biri olan 6267 sayılı Türk Ticaret Kanunu, Türk ekonomisinin işleyişinde önemli bir kurallar bütünü olarak uzun yıllar hizmet vermiştir. Ancak küreselleşen Dünya ticaretinin dinamizmini yakalamaktan ve Türkiye’nin ekonomik dönüşümünün gereksinimlerini gün geçtikçe karşılamaktan uzaklaşan kanunun zaman içinde değiştirilmesi gündeme gelmiştir. Türkiye ekonomisini daha güçlü temellere oturtmak ve bu temelleri sağlam sermaye piyasalarıyla desteklemek hedefi doğrultusunda yeni Sermaye Piyasası Kanunu yanında Türk Ticaret Kanunu da yenilenmiş ve 01.07.2011 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun değişme nedenlerine değinen danışmanlık şirketi Ernst & Young (2012: 8) kanunun yetersizliklerinin yanında küreselleşmeyle gelen serbest ticaretin, pratik ve yeni düzenle uyumlu bir yasa gerektirdiğine işaret etmiştir. Ayrıca Türkiye’nin AB uyum süreci nedeniyle ticari yaşamı kolaylaştırıcı adımlar atmak durumunda olmasının dışında uluslararası ticaret ve sermaye piyasalarına uyum sağlamak için güncel ve şeffaf finansal raporlamaları içeren bir ticaret kanununa sahip olunması gerektiğini de değişimin başka bir nedeni olarak vurgulamıştır.

6102 sayılı Yeni TTK muhasebe, denetim uygulamaları, birleşme, devralma, çeşitli haklar, ortaklık ilişkileri, yönetim kurulları gibi birçok konuyu ele almış olmasına rağmen kurumsal yönetim çerçevesinin çizilmesi açısından da oldukça önemli bir kanun olarak dikkat çekmektedir. Sadece 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nda değil yeni TTK'da da ele alınan kurumsal yönetim kavramı, bu yönetim şeklini yerleştirecek düzenlemeleri de bünyesinde barındırmaktadır. Bu çalışmada sadece 6102 sayılı yeni yasanın kurumsal yönetim ile ilgili maddeleri ele alınacaktır.

Yeni TTK'nın kurumsal yönetim düzenlemeleri Tablo 2.2'de gösterilmiştir. Türk Ticaret Kanunu (2011) başta olmak üzere Çıtak ve Selvi (2013), Kalkan (2012), Arkun (2011), Karasu (2013), Alp ve Kılıç (a.g.e) gibi birçok çalışmadan derlenen düzenlemeler açıklamalarıyla birlikte tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.2: 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun Kurumsal Yönetim ile İlgili Düzenlemeleri

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim ile ilgili olan Maddeler	Madde Konusu	Açıklama
195,199,202,378,1529	Kurumsal Yönetim • Kurumsal Yönetim İlkeleri • Şirketler Topluluğu • Riskin erken saptanması ve yönetimi	Yeni TTK'da kurumsal yönetim ilkeleri ayrı bir başlık altında ele alınmış Halka Açık Ortaklıklar için bu ilkelerle ilgili esasların SPK tarafından belirleneceği belirtilmiştir. Kamu kurum ve kuruluşlarının ise SPK'nın iznini almak şartıyla kendi alanlarında düzenlemeler yapabileceği karara bağlanmıştır. Yeni TTK'da önemli görülen düzenlemelerden biri de şirket topluluğu kavramının oluşturulması olmuş, bu düzenlemeyle birlikte önceki yasanın önüne geçemediği bağlı şirketin hakim şirket tarafından suistimal edilmesi konusunun engellenmesi amaçlanmıştır. Ayrıca payları borsada işlem gören ortaklıklara varlıklarını tehlikeye sokacak risklerin tespiti için bir Komite kurma yükümlülüğü de getirilmiştir.

357,358,425,429,479,1527	Pay Sahipleri - Elektronik ortamda kurullar - Oyda imtiyazlı paylar - Genel Kurula katılma - Kurumsal Temsilci - Eşit İşlem İlkesi - Pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağı	TTK'da en önemli düzenlemelerin gerçekleştiği alanlardan biri pay sahiplerinin haklarının genişletilmesi olmuştur. Oy kullanımlarındaki imtiyazlı paylar sınırlandırılmış, pay sahiplerinin genel kurullara elektronik ortamda katılma ve oy kullanma kolaylığı getirilmiş, pay sahiplerinin genel kurulda temsilcilerini kolaylaştıracak temsilcilik tanımları yapılmıştır. Eşit işlem ilkesi ise bütün pay sahiplerinin eşit koşullarda eşit işleme tabi tutulmasını kapsar. Kurumsal yönetimdeki önemli kavramlardan olan eşitliğin kanunda tanımlanması kurumsal yönetim adına iyi bir gelişme olarak kabul edilmiştir. Ayrıca pay sahiplerinin şirkete karşı borçlanma yasasına devam edilmesine rağmen bazı istisnalar getirilmiştir.
359,360,361,367,553,557	Yönetim Kurulu - Üye sayısı ve nitelikleri - Belirli grupların yönetim kurulunda temsil edilmesi - Sigorta - Kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve tasfiye memurlarının sorumluluğu - Yönetimin devri	Kanundaki yönetim kurulu düzenlemeleri profesyonel yönetim anlayışını yerleştirmeyi hedeflemiştir. YK üyelerinin pay sahibi olma zorunluluğu kalkmış, tüzel kişiliklere yönetim kurulu üyesi olma hakkı verilmiş, azınlıklara yönetim kurulunda temsil edilebilmenin yolu açılmıştır. Ayrıca YK üyelerinin kusurlarından kaynaklanan hatalar için şirket sermayesinin % 25'inden fazla bir bedelle yapılan sigortanın duyurulma şartları belirtilmiştir. YK üyelerinin sorumlulukları hakkında kapsamlı ayarlamalar yapılmış, herhangi bir ihlal durumunda YK üyelerinin kusurları ölçüsünde sorumlulukları kabul edilmiştir. Yeni yasayla yönetimin devri de mümkün kılınmış böylece yönetim kurulunun yürütme yetkisi sahibi olanlar ve olmayanlar olarak ayrılabilmesi sağlanmıştır.
349,351,514,515,1524	Şeffaflık ve Hesap Verme - İnternet sitesi - Kurucular beyanı - İşlem denetçisi raporu - Dürüst Resim İlkesi	Kurucular beyanı şeffaflığın artırılması adına şirket kurucuları tarafından şirket sermayesinin, kuruculara verilen hakların açık, gerçeğe uygun bir şekilde beyanını esas alırken, işlem denetçisi raporu bu beyana ve birçok kuruluş şartına ilişkin bir usulsüzlüğün olup olmadığının tespitinin yapıldığı rapor olarak yeni TTK'da getirilen yükümlülükler olmuştur. Şeffaflık adına yeni TTK'nın en büyük yeniliklerden diğeri ise sermaye şirketlerine internet sitesi kurma zorunluluğu getirilmesi olmuştur. Kanunun gerektirdiği ilanlar, genel kurul toplantıları ile ilgili konular, pay sahiplerinin ihtiyaç duyduğu bilgilendirmeler ve çağrılarının yanısıra bilgi almak için gelen sorular ve bunların cevaplanması için bu siteyi kullanmaları belirtilmiştir.

54,399,438,439,486,531	Azınlık Hakları ve Menfaat Sahipleri • Seçim, görevden alma ve sözleşmenin feshi • Özel Denetim İsteme Hakkı • Pay Senedi Bastırılması • Haklı sebeplerle fesih • Haksız rekabet	6102 sayılı kanunda önceki düzenlemedeki azınlık haklarına yenileri eklenmiştir. Yasayla, belirlenmiş orandaki azınlık pay sahipleri haklı sebeplerin varlığında denetçiyi değiştirme ve yenisini seçme hakkını elde etmiş bunun yanında belirlenen durumlarda mahkemeden özel denetçi atanmasını talep edebilme hakkına da kavuşmuştur. Ayrıca istendiğinde pay senedi bastırılması, haklı sebeplerin olduğu durumda ise şirketin feshini talep hakkı kazanmışlardır. Kanunda haksız rekabet konusu da düzenlenmiş rakiplerin arasında ya da tedarikçiler ve müşteriler gibi menfaat sahipleri arasındaki aykırı hareketlerin yasak olduğu bu hareketlerden zarar gören diğer menfaat sahiplerinin dava açabilme hakkının mahkemelerce güvence altında olduğu belirtilmiştir.
397,398,399,400,554	Denetim • Konu ve Kapsam • Denetçi Olabilecekler • Denetimcilerin Sorumluluğu	Denetim, hesap verilebilirliğin tam anlamıyla sağlanabilmesi açısından Yeni TTK'nın en çok önem verdiği konulardan biri olmuştur. Anılan maddelerde tabloların gerçekçi olup olmadığının tespiti, olmadığı durumda bunun sebeplerinin açıklanması, kimlerin denetçi olabileceği, bunların şartları ve denetimcilerin sorumlulukları detaylıca ortaya konmuştur. Bağımsız denetimin ise kapsamı sınırlandırılmıştır.

Kaynaklar: Kalkan, 2012; Arkun, 2011; Çıtak ve Selvi, 2013; Karasu, 2013, Alp ve Kılıç, 2014

6102 sayılı yeni TTK yürürlüğe girdiği andan itibaren iş dünyası, sivil toplum kuruluşları ve akademik kesim tarafından olumlu ve olumsuz eleştirilere maruz kalmıştır. Yapılan eleştirilerden en çok dikkati çeken ve tartışılan konu ise TTK'nın getirdiği yükümlülükleri hayata geçirmenin maliyetleri olmuştur. Kalkan (a.g.e) özellikle Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ)'in yeni yasaya uyumda sadece bağımsız denetim, web sitesi zorunluluğu gibi temel maliyetler haricinde şirkete borçlanma yasağı, cezaların artması gibi örtük maliyetlerle de karşılaştıklarına dikkat çekmiştir. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) öncülüğünde bu şikayetlerin aktarılması ve yapılan çalışmalar sonucu 6335 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun (2012) yürürlüğe girmiştir. Kanunla birlikte özellikle denetim maliyetlerinin azaltılması amacıyla işlem denetimi kaldırılmış, web sitesi

kurma zorunluluğu bağımsız denetim yaptırmak durumunda olan şirketlerle sınırlandırılmış, pay sahiplerinin şirkete borçlanma yasağı esnetilmiştir. Ayrıca yükümlülüklerle uyulmaması durumunda kanunda belirtilen cezalarda önemli indirimler ve hafifletmeler yapılmıştır.

Yalçın (2013) da web sitesi kullanım zorunluluğunun kurumsal yönetim çerçevesinde menfaat sahiplerinin ihtiyaçlarını karşılamasını ele almış, 6335 sayılı kanunun ve TTK'nın bu konudaki düzenlemelerinin menfaat sahiplerinin ihtiyaçlarını karşılayamayacak bir düzeyde olduğu sonucuna ulaşmıştır. Ayrıca internet sitelerinin kapsamının kanundan çıkartılarak Bakanlar Kurulu'na, site içerikleri hakkındaki düzenlemelerin de Gümrük Ticaret Bakanlığı'na devrinin tartışılması önerisinde bulunmuştur.

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu bazı eleştiriler almasına rağmen kurumsal yönetim düzenlemeleri açısından çoğu çalışmada olumlu geri dönüşler almıştır. Arkun (a.g.e) yeni TTK'nın özellikle anonim şirketler için yeni bir dönem açacağını, bu dönemde de kurumsal yönetim kavramının önemini ve uygulanmasını arttıracığını belirtmiştir. Ayrıca getirilen TTK düzenlemelerinin kurumsal yönetim anlayışıyla uyumlu olduğu vurgusunu yapmış, hak kullanımlarının kolaylaşması, sorumluluk çerçevelerinin daha kesin bir şekilde çizilmesi, tarafsız bir denetim ve hesap verilebilirliğin sağlanması yönünden de artacak güven ortamının sürdürülebilir büyümenin önünü açacağını belirtmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DEKİ ARACI KURUMLARIN TARİHİ, YAPILAN DÜZENLEMELER VE ARACI KURUMLARIN KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

3.1. Aracı Kurumlar

Aracı, üreticiyle tüketici arasında bağlantı kurarak bundan kazanç sağlayan kişi ya da kurum olarak tanımlanabilir. Bu bağlantının kurulduğu yerlerin de piyasa olarak adlandırıldığı düşünüldüğünde, sermaye piyasaları bütün ekonomi kitaplarında da klasik bir şekilde tanımlandığı gibi en basit tabirle fon sahibi kişilerin birikimlerini belli bir getiri karşılığı, ihraç ettikleri borç senetleri karşılığında fon talep edenlere aktardığı yerler olarak ifade edilir. Aracı kurumlar ise kısaca fon arz ve talep edenlerin karşılaştığı sermaye piyasalarında finansal varlıkların el değiştirilmesini kolaylaştırarak ve çeşitli avantajlar sağlayarak gelir elde eden kurumlar olarak adlandırılabilir. Palazzo ve Rethel (2008) sermaye piyasalarının geleneksel olarak sermaye dağılımının etkin bir aracı olduğunu ancak mükemmellikten uzak yapılarından dolayı sermaye tahsisinin etkinliği arttırmak amacıyla işlem veya bilgi maliyetini düşüren, likidite yaratan finansal araçlara ihtiyaç duyduğuna değinmişlerdir. Aracı kurumlar da bu noktada ortaya çıkmış, sermaye piyasalarının oluştuğu tarihlerden bu yana önemli bir görev üstlenmişlerdir.

3.1.1. Aracı Kurum Faaliyetlerinin Gelişimi

Aracılık faaliyetleri çok eski zamandan beri ekonomik yaşam içinde var olan yapılardır. Chavis (2017) borsa aracı kurumlarının tarihine değinen makalesinde bu kuruluşların yaklaşık bin yıldır finans sektörüne yerleştiğinden bahsetmiş ve ilk aracı kurum sisteminin kuruluşunu 11.yy da Fransızların bankacılık komisyonu adına tarımsal borçları düzenlemeye ve ticaretlerini yapmaya başlamasına dayandırmıştır. Çalışmada 1300’lerde Amsterdam ve Flanders gibi dönemin büyük şehirlerinde emtia

yatırımcıların toplantı yapacakları evlerin kurulmaya başlandığına değinilmiş kısa zaman sonra Venedik komisyoncuları olarak adlandırılan insanların devletlerin menkul kıymetlerinin ticareti için aracılık yaptığından bahsedilmiştir.

Aracı kurumlar ve sermaye piyasaları için dönüm noktası ise birçok akademik çalışmaya da konu olan Dutch East India Şirketi'nin kurulması ve 1602 yılında halka arz edilmesi olmuştur. Hem borsaya ilk kote olan hem de çokuluslu olarak anılabilecek ilk firma olma özelliği taşıyan şirketin halka arzıyla beraber sermaye piyasaları aktivitelerinde ciddi bir hareketlenme olmuştur. Petram (2011: 36) özellikle 1630-1640 yılları arasında şirket hisselerinin ikincil piyasalardaki⁶ alım satım faaliyetlerinin artmasının yatırımcıların bu dönemde piyasaları daha çok finansal amaçla kullandıklarını gösteren bir gelişme olarak değerlendirmiştir. Yatırımcıların şirketi ve faaliyetlerini desteklemek adına uzun vadeli bir pozisyon almak yerine kısa vadeli karlara yönelmeleri piyasa faaliyetlerini hızlandırarak aracılık hizmetlerinin önemini arttıran önemli bir faktör olmuştur.

Aracı kurumların atılım yaptığı diğer bir dönem de 1800'ler olmuştur. Chavis (a.g.e) ilk aracı kurumların bu tarihlerde Londra Kahve Evleri'nde kurulduğunu belirtmiş, Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın 1802'de kuruluşuyla birlikte de düzenlemelerini ve üyelik sistemlerini oluşturdıklarına değinmiştir. Daha sonra bu sistemin Amerika Birleşik Devletleri'nde örnek alınmasıyla birlikte değişim bu bölgeye de taşınmış kıtada bulunan bugünkü modern aracı kurum şirketlerinin kuruluşlarına zemin oluşturmuştur.

1900'lerde ise aracı kurumların faaliyet alanı genişlemeye başlamıştır. Özellikle para otoritelerinin belirlediği kriterlere göre yetkilendirdiği aracı kurumlar piyasa yapıcılığı görevini üstlenmiş bu sayede piyasalarda likidite artmaya başlamış, işlem maliyetleri düşmüştür. Kennon (2019) hisse senedi alım satımını kolaylaştıran ve hızlandıran piyasa yapıcılığı sistemine değinmiştir. Bu sistem sayesinde yatırımcılar işlem gününün her saniyesinde alım ya da satım yönünde emir

⁶ İkincil Piyasalar TCMB terimler sözlüğünde “Kıymetlerin ilk ihraçları sonrası işlem gördükleri piyasaları ifade eder” şeklinde tanımlanmıştır. Birincil piyasalar ise ilk ihraçların gerçekleştiği piyasalardır. İkincil piyasalarda sermaye araçları yatırımcılar arasında el değiştirirken, birincil piyasalarda ihraççılar ve yatırımcılar arasında değişir.

verdiklerinde karşı tarafta bir alıcı veya satıcı olmasa da emirlerini piyasa yapıcı banka veya aracı kurumların varlığıyla gerçekleştirebilme şansı bulmuşlar böylece alıcı ve satıcıların eşleşmesi kolaylaşmış, hızlanmış ve işlem hacimleri artmıştır. Aracı kurumlar ise ikincil piyasalarda aralıksız işlem yapma ve kotasyon verme şartıyla alım-satım yönünde fiyat avantajları ve bazı haklar elde etmişlerdir.

Aracı kurumların piyasa yapıcılığı faaliyetlerinin olumlu tarafları yanında diğer alanlarda hareket etmesinden kaynaklanan çıkar odaklı olumsuzlukları da beraberinde getirmiştir. Poser (1988: 96) çalışmasında kurumsal aracılık, portföy yönetimi, halka arz hizmetleri, birleşme ve devralmalarda tavsiye veren, piyasa veya kendi nam ve hesabına işlem yapabilen bir finansal holdingin karşılaşılabileceği olumsuzluklara değinmiştir. Bu olumsuzluklardan bazıları şöyledir;

- Piyasa yapıcı, aracılık departmanına menkul kıymetleri perakende ve kurumsal müşterilere tavsiye etmesi için baskı kurabilir.
- Piyasa yapıcısına piyasa yapıcısının pozisyonu bulunan menkul kıymetleri tavsiye etmek için perakende aracı kurumuna veya portföy yönetim departmanına baskı yapmak cazip gelebilir.
- Aracılık departmanı müşteriyle anlaşmaya vardığında, müşteri tarafından piyasa sürülen bölümden firmaya uygun olmayan bir fiyata sipariş edilen menkul kıymetleri satın almak cazip gelebilir.
- Aracılık departmanı daha büyük ve daha değerli bir müşteriye daha önce bilgiye veya tavsiyelere daha erken erişim sağlayarak veya siparişlerini daha iyi fiyatlara yürüterek tercih edebilir.
- Yatırım danışmanı, tavsiyesiyle piyasa fiyatını etkileyip menkul kıymeti satmak amacıyla müşterilere tavsiye etmeden kendi namına menkul kıymet satın alabilir.

Poser'e göre (A.e.) bu olumsuzlukları yaşayan finansal kurumların temel problemleri müşterilerine borçlu olduğu yasal görevler ile piyasaların ekonomik ihtiyaçları arasındaki gerilimi başka bir deyişle verimlilik ve adalet arasındaki sorunu çözmektir. Bu sorunların çözümü için ise finansal piyasalarda Dünya'nın en uzun

savunma duvarı Çin Seddi’den ilham alınarak “Chinese Wall” adı verilen etik temelli önlemlerin alınması gündeme gelmiştir.

Corporate Finance Institute (CFI)’ye göre (t.y.) Çin Duvarı kısaca “*çıkartışmalarını önlemek için maddi, kamuya açık olmayan bilgileri olan veya olmayanlar arasında kurulan sanal bir bilgi engeli*” olarak tanımlanabilir. Metafor olarak kullanılan duvar sembolünün arkasında ise yasal ihlallere yol açabilecek içsel bilgi paylaşımlarının önlenmesi yatmaktadır. Çin Duvarı özünde hem halka arza aracılık hizmeti veren hem de hisselere değer biçme görevi olan analistleri aynı anda bünyesinde barındıran finansal araçlar için şirketin önemli bilgilerinin elde edilmesinden kaynaklanan içsel bilgilerin bu iki departman arasındaki paylaşımının önlenmesi için etik bir engel oluşturma sürecidir. Ancak bazı çalışmalar Çin Duvarı yaklaşımının yetersiz yanları olduğu görüşünde birleşirler. Avci, Schipani ve Seyhun (2018) çalışmalarında bu noktalara değinmişlerdir. Şirketlerin ticari hacimleri ve hızları arttıkça ihlal tespitlerinin zorlaşması ve Çin Duvarı uygulamasının maliyeti bu olumsuz görüşlerin temelini oluşturmuş, Çin Duvarı’nın ek önlemlere ihtiyaç duyduğu, esasen dürüstlük ve piyasanın tam açıklamaya kavuşmasının bu duvarlardan daha etkili olabileceği öne sürülmüştür.

ABD’yi sarsan ve derin bir ekonomik bunalıma sürükleyen krizin nedenlerinden biri olarak görülen çıkartışmaları, krizden sonra otoritelerin bu konu üzerine eğilmelerine neden olmuş, 1933 yılında çıkarılan Glass-Steagall Yasası ile birlikte bankaların menkul kıymet aracı kurumlarına sahip olmaları yasaklanmıştır. Yasanın çıkarılmasının asıl amacı kısaca ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin birbirinden ayrılması olmuştur. Böylece bankaların devlet garantili mevduatlarla riskli yatırımlara girmesinin önüne geçilmeye çalışılmıştır.

Hummel ve Gibson (2010) seksenlerde yaşanan finansal entegrasyonla birlikte şirketlerin yasayı aşmak konusunda kendilerini geliştirdiklerini, doksanların sonunda ise Glass-Steagall Yasası’nın neredeyse geçersiz hale geldiğini ve 1999 tarihinde çıkarılan Gramm-Leach Bliley Yasası’yla da büyük bir kısmının yürürlükten kaldırıldığını belirtmiştir. Yeni yasayla birlikte bankalar tam entegrasyon sürecine girerek ticari bankacılık ve yatırım bankacılığı faaliyetlerini tekrar birleştirmiş, banka

holding şirketlerine dönüşmeye başlamışlardır. Bunun sonucunda kaldıraç ve borçlanma ile ilgili katı düzenlemelere tabi olsalar da FED'in indirim penceresinden borç alma imtiyazına kavuşmuşlar ve açık pozisyonları için daha fazla kurtarılma güvencesine sahip olmuşlardır. Birleşmeler zaman içinde önemli çıkar çatışmalarına neden olmuş, bu durum SEC'in Çin Duvarı'nı kurmasını zorunlu hale getirirse de 2008 küresel finansal krizinin yaşanmasına engel olamamıştır.

Avcı vd. (a.g.e) 2008'deki mali krizin Çin Duvarı'nın yetersizliğini gösterdiğini ve Glass-Steagall'ın getirdiği çıkar çatışması korumalarının yerini alamadığına vurgu yapmışlardır. Küresel krizin ardından Glass-Steagall Yasası'nın eski haline getirilmesi çabaları sonuçsuz kalmış ancak bankalara daha sıkı düzenlemeler ve hareket kısıtlamaları getiren Dodd-Frank Yasası ve bankaların özel sermaye fonlarıyla ilişkilerini sınırlayan Volcker Kuralı yürürlüğe girmiştir. Ancak yapılan bu son düzenlemeler de bankaların piyasa yapıcılığı faaliyetlerini kısıtladığı, bu yüzden likidite sıkışıklıklarına neden olduğu gerekçesiyle halen tartışılmaya devam etmektedir.

Kısaca aracı kurumlar 11.yy'dan itibaren ortaya çıkmaya başlamış, 1602 yılından itibaren ilk finansal arz ile birlikte önemlerini arttırmış, 19.yy başında ise örgütlenerek finansal sisteme entegre olmuşlardır. Aracı kurumların İngiltere ve Amerika'da kurulmasıyla diğer ülkelerdeki aracı kurum düzenlemeleri de uzun zamandır bu ülkelerdeki gelişmelerden etkilenmişlerdir. 1900'lü yıllarda piyasa yapıcılığı göreviyle birlikte aracı kurumlar sadece alıcı ve satıcıyı karşı karşıya getiren kurumlar olmasının yanında firmaların fiyat bilgilerine önceden erişme şansına da sahip olmuşlar bu da çıkar çatışmaları sorunlarıyla karşı karşıya gelmelerine neden olmuştur. Bu çıkar çatışmalarını önlemek için "Çin Duvarı" adıyla etik kurallar devreye sokulmuş ancak finansal sistemin entegrasyonu ile beraber yaşanan skandallarla bu kurallar bazı konularda uygulaması zorunlu hale gelmişlerdir. Zaman içinde Çin Duvarı dahil bazı kısıtlayıcı düzenlemelerin ekonomik faaliyetleri azalttığına yönelik baskıların artması nedeniyle hafifletilmesi 2008 Global Finansal Krizi'nin ortaya çıkış nedenlerinden biri olarak göze çarpmış, düzenlemelerin tekrar yürürlüğe girmesi gündeme gelmiştir. Richardson, Smith ve Walter'a göre (2017)

büyük ve karmaşık finansal sistem araçlarının varlığının nedenlerinden birini de piyasa disiplini ve etkin kurumsal yönetim başarısızlıkları oluşturmuştur. Böylece krizle beraber bu kurumların ve piyasaların kurumsal yönetim uygulamaları da gözden geçirilmeye başlanmıştır.

3.1.2. Türkiye’deki Aracı Kurumların Gelişimi

Türkiye’de sermaye piyasalarının gelişimi çoğu akademik çalışmada Osmanlı ve Cumhuriyet Dönemi gelişmeleri olarak zamansal bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Aracılık faaliyetlerinin de piyasalarla uyumlu olarak geliştiği göz önüne alındığında bu faaliyetlerin tarihsel gelişimi için de böyle bir ayrıma gidilebilir.

3.1.2.1. Osmanlı Dönemi

Aracılık kavramının ortaya çıkışının Osmanlı Dönemi’nde 19 yy’a kadar dayandığı görülmektedir. Beşirli (2009) 19.yy’a kadar olan süreci ele almış 17.yy ortalarından 19.yy’a gelene kadar yaşanan mali bozulma ve ıslahat girişimlerinin başarısız olması sonucu ekonomik yapının iyice zayıfladığına vurgu yapmıştır. Bu zaman diliminde bozulan mali yapının finansmanını dış borçla kapamak istemeyen Osmanlı Devleti, o dönem “Galata Bankerleri” olarak adlandırılan ve sarraflardan oluşan çevreden borçlanmaya başlamıştır. Gün geçtikçe güçlenen bu bankerler yabancı tüccarlarla beraber ekonomik yapının önemli bir parçası haline gelmişlerdir.

19.yy başında Sanayi Devrimi ve getirdiklerinin gerisinde kalan Osmanlı Devleti sanayileşmeyi başaran devletlerin pazar hedefi haline gelmiştir. Biber (2009) Sanayi Devrimi’nden sonraki süreçte Osmanlı Devleti’nin sanayi kapitalizmine eklenme sürecini ele almış, bu dönemde çeşitli imtiyazlar elde eden sanayi devletlerinin ülke ekonomisinde söz sahibi olmaya başladığını belirtmiş ve bu ülkelerin baskıları yanında Kırım Savaşı’nın da finansmanı için Osmanlı’nın ilk dış borcunu almaya mecbur kaldığı vurgusunu yapmıştır. Yeşildağ (2013: 81) bu dış borçlanmanın Osmanlı’daki tahvil piyasasının oluşmasında ilk adım olarak nitelendirmiş, yabancı ortaklı tahvillerinin Osmanlı’da pazarlandığını buna da Galata bankerlerinin aracılık yaptığına değinmiştir.

Köse (2001) Osmanlı'daki ilk borsa kurma faaliyetlerinin nedenlerinden bahsetmiş Galata Bankerleri'nin satımında aracılık yaptığı dış borç tahvillerinin ile birlikte azınlıkların ve sarrafların Batı'daki anonim şirketlerin tahvil ve hisselerinin alım satımını hızlandırması, bunların yanında Avrupa'da kurulan borsaların hızlı bir biçimde gelişmesini bu hareketlerin temel nedenleri arasında göstermiştir. Önce Galata bankerlerinin kendi aralarında kurduğu borsanın ardından 1866 yılında ilk resmi borsa olan Dersaadet Tahvilat Borsası açılmış ve aracılar simsarlar adıyla ilk kez bir borsa düzenlemesiyle faaliyet göstermeye başlamışlardır.

3.1.2.2. Cumhuriyet Dönemi

19.yy sonlarında yaşanan kriz ve ilan edilen monitoryumla birlikte Birinci Dünya Savaşı'nın yaşanması borsa faaliyetlerini sona erdiren gelişmeler olmuş Cumhuriyetin ilanı ile birlikte sermaye piyasaları için yeni bir dönem başlamıştır. 1922 yılında çıkarılan tüzükle borsanın bugünkü esasları düzenmiş ancak Cumhuriyet dönemi düzenlemelerinin en önemlisi 1929 yılında 1447 sayılı Menkul Değerler ve Kambiyo Borsaları Kanunu'nun yayınlanarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulması olmuştur.

Arık (2010: 47-60) 1923-1929 arasında olan bu dönemi geçiş dönemi olarak adlandırmış, özel sektör ve mülkiyetin sınırlı olduğunu, bu dönemde Cumhuriyet yapılandırılması ve yabancı şirketlerin ulusallaştırılmalarıyla ilgili işlemler yapıldığını anlatmış, 1929-1960 yılları arasındaki korumacı politikalara değinmiştir. Savaştan sonraki dönemde halkın küçük tasarruflarının ulusal bankalar aracılığıyla yatırıma dönüşmesi sağlanmaya çalışılmış, özel girişim sınırlı kalmış, kalkınma hamleleri devlet eliyle yapılmıştır. İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ise özel sektör yatırımları gelişmeye başlamış, gelirler arttıkça tasarrufların yatırımlara nasıl dönüşeceği tartışma haline gelmeye başlamıştır.

60'lı yıllarda sermaye piyasaları tasarruf ve hürriyet bonolarının piyasaya sürülmesi ile canlanmış bu bonoların ikincil piyasaları oluşmuştur. Yeşildağ (a.g.e) 1970'lerde bankerlerin finansal aracı olarak tekrar güç kazandığına vurgu yapmıştır. Bu dönemde bankaların mevduatlara verebilecekleri faiz sınırlarının üzerinde

gerçekleşen enflasyon yüzünden hiçbir düzenlemeye tabi olmayan bankerler tekrar güç kazanmış daha yüksek faiz verme vaadiyle mevduat toplamışlardır. Böylece sermaye piyasalarındaki eğilim mevduat toplama üzerine olmuş bu da modern anlamda aracı kurumların ortaya çıkmasını geciktirmiştir.

24 Ocak 1980 kararları ile bankalar üzerindeki faiz kısıtlamalarının serbest bırakılması bankalarla rekabet edemeyen bankerlerin batmasına neden olmuş bu dönem uzun bir süre ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiş bu olay bankerler krizi olarak adlandırılmıştır. Coşkun (2012: 70) bankerler krizine sermaye piyasası yönünden yaklaşmış bu kriz sonucunda finansal aracılıktan kaynaklanan riskler için gerekli takiplerin yapılmadığını ve tasarruf sahiplerinin korunmasına yeterli önemin verilmediğinin görüldüğüne vurgu yapmıştır. Ayrıca finansal serbestleşmenin gerekli kurumlar tarafından disiplinli bir şekilde yönlendirilememesi de bu krizin ele alınması gereken diğer noktasını oluşturmuştur. Bu noktada krizden sonra uzun zamandır üzerinde çalışılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 1981 yılında çıkarılmış yatırımcıların hak ve yükümlüklerini korumak adına düzenleyici ve denetleyici ilk kurul olan Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Ancak kurul ilk yıllarında etkin bir şekilde harekete geçememiş, 1985 yılında Borsa tekrar açılana kadar özellikle banker tasfiyeleri ve düzenlemeleriyle ilgilenmiştir. Bankerlerin yerini alacak sağlam yapıyı kurmak ve düzenlemek için Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar Tebliği'ni yayınlayan SPK, aracı kurumların dikkat etmeleri ve uygulamaları gereken kuralları belirleyerek bu kurumların yasal çerçevelerini çizmiştir.

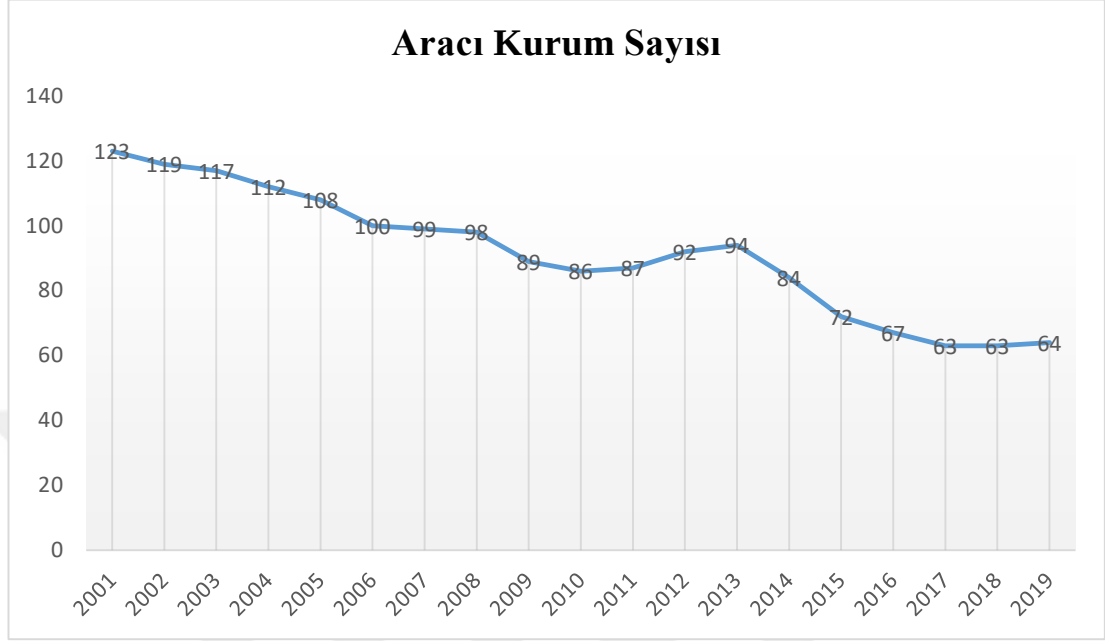
Aracı kurumların gelişimi adına atılan en büyük adımlardan biri de 1996 yılında bankaların hisse senedi işlemleri yapabilmesi için bir aracı kurum kurmaları ya da var olan bir aracı kurumu devralma zorunluluğunun getirilmesi olmuştur. Böylece banka aracı kurumları kurulmuş, bankalar hem bankacılık hem sermaye faaliyetleri için iki ayrı kanuna (Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu) tabi olmaktan çıkmış faaliyetlerini birbirinden ayrı yapılarda sürdürmeye başlamışlardır.

Saraçoğlu (1997, aktaran Oktayer, 2009: 79) Türkiye'de aracı kurumların ortaya çıkış sürecinden bahsetmiştir. Kanunun yürürlüğe girmesiyle birlikte aracı kurumların sayısı artmaya başlamış, varlığa dayalı menkul kıymetler, banka ve

finansman bonoları gibi yeni finansal araçlar ile kurumsal çeşitlilik ve yatırım yapılabilecek sermaye piyasası ürünlerinde artış yaşanmıştır. Ancak 1986'dan itibaren artan aracı kurum sayısı 1994 kriziyle birlikte düşüş yaşamıştır. Özellikle Türkiye'nin yaşadığı kriz dönemlerinin aracı kurumlar üzerine önemli yansımaları olmuştur.

Gümüş (2006) 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizlerinin aracılık sektörüne olan etkilerini incelemiştir. 1994 yılında yaşanan krizde kapanan aracı kurum sayısı 13 iken 2001-2002 arasında yaşanan krizlerden sonra bu sayı 9 olmuştur. Özellikle 1994 yılındaki krizden sonra müşteri mağduriyetlerinin giderilememesi yanında SPK'nın mevzuatındaki eksikler ve aracı kurumların tasfiye süreçlerinin uzaması yatırımcı güvenini sarsmıştır. 2001-2002 arasındaki krizlerin aracı kurumlar açısından sonuçları ise farklı olmuştur. 1998'de SPK'nın aracı kurumların mali yapılarını güçlendirmek için sermaye yeterliliklerini belirlemesi, aynı yıl menkul kıymetlerin müşteri isimlerine kaydı için Takas ve Saklama AŞ'yi görevlendirmesi ve yapılan düzenlemeler aracı kurumların ve sermaye piyasalarının krize daha güçlü girmesini sağlamış krizden sonraki ilk 1 yıl içinde hiçbir aracı kurum kapanmamıştır. Ancak reel sektörde yaşanan olumsuz gelişmeler en sonunda sermaye piyasalarına yansımış bazı aracı kurumlar kapanma ya da birleşme yoluna gitmişlerdir. Sonuç olarak çalışma krizlerin aracı kurumları pazarda etkin olmaya zorladığını gösterirken uzun süreli krizlerin rekabeti ve daralmayı getirerek pazarı yok ettiğini ortaya koymuştur (Tablo 3.1).

Tablo 3.1: Yıllara Göre Aracı Kurum Sayısı (2001-2019)



Kaynak: TSPB Türkiye Sermaye Piyasası Yıllık Raporları

2001 yılından itibaren güçlü ekonomiye geçiş çabaları sonucu sermaye piyasaları adına önemli kararlar alınmış aracı kurumlar da bu düzenlenen kurumlar arasında yer almıştır. Aracılık faaliyetlerinin gelişmesi, haksız rekabetin önüne geçilmesi, üyelerinin arasındaki dayanışmanın artması için 2001/1914 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile SPK'nın yetkili kıldığı aracı kurumların üye olacağı Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB) kurulmuş ve çalışma esasları düzenlenmiştir. Ayrıca aracı kurumların tedrici tasfiye usulleri belirlenmiş ve aracı kurum genel müdürlerine tecrübe ve SPK Lisans Belgesi'ne sahip olma zorunluluğu getirilmiştir. 2003 yılında ise kurumsal yönetim ilkelerinin yayınlamasıyla beraber düzenlenen ilk konulardan bir tanesi aracı kurumların kamuyu aydınlatma esasları olmuştur.

2012 yılında 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun çıkmasıyla beraber sermaye piyasaları ve aracılık faaliyetlerinde önemli gelişmeler yaşanmış, kanuna dayanarak İMKB'nin daha güçlü bir altyapıyla Borsa İstanbul'a dönüşmesi ise güvenilir, şeffaf, rekabetçi bir platform oluşturulması Türkiye'nin bölgesel bir finans merkezi hedefi adına oldukça önemli bir hareket olmuştur. 2015 yılında ise asgari öz

sermaye şartlarının güncellenmesi aracı kurumlar için son yıllardaki diğer bir önemli gelişme olmuş daha sağlam temeli olan aracı kurumların ticari hayatına güçlü bir şekilde devam etmesi, devam edemeyenlerin faaliyetlerine son vermesi hedeflenmiştir. Bugün ise aracı kurumların yatırım bankacılığına yöneltilip yöneltilmemesi konusu tartışılmakta ve bu yönde çeşitli görüşler dile getirilmeye devam etmektedir.

3.1.3. Türkiye’deki Aracı Kurum Düzenlemeleri

Türkiye’de aracı kurumlar özellikle 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenmeye başlamıştır. Kanun metninde “*Aracı kuruluşlar: Aracı kurumlar ile bankaları ifade eder.*” (2499 sayılı SerPK, 1981) şeklinde tanımlanmış, aracı kurumların kuruluşları için Kurulca aranacak kriterler belirlemiştir. Buna göre bir aracı kurumun kuruldan kuruluş izni alabilmesi için (2499 sayılı SerPK m.33);

- a) Anonim ortaklık şeklinde kurulmaları
- b) Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması
- c) Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması
- d) Sermayelerinin Kurulca belirlenen miktardan az olmaması
- e) Esas sözleşmelerinin bu kanun hükümlerine uyumlu olması gerekir.

2008 yılında bu şartlara Türk Ceza Kanunları’na uyum amacıyla yapılan değişiklikle aracı kurum kurucularının müflis olmaması ve özellikle yüz kızzartıcı suçlar olarak kabul edilen hırsızlık, dolandırıcılık suçlarının yanında devlet güvenliğine karşı olan suçlar, bilişim suçları ve vergi kaçırma suçları dâhil olmak üzere bu suçlardan mahkûm olmaması şartı getirilmiştir. Bu hükümler 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda da aynen kabul edilmiştir.

1996 yılında bankalar ve aracı kurum faaliyetlerinin ayrılmasından sonra 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile aracı kuruluşlar yeni bir tanımlamayla “Yatırım Kuruluşları” adı altında ele almıştır. Yatırım kuruluşlarının kuruluş şartlarında ise yukarıdaki maddelere ek olarak kurucuların belirlenen şartlara haiz olması gerekliliği, ortaklık yapısının ise şeffaf ve açık olması gerektiği belirtilmiştir. Bununla beraber 6362 sayılı kanunun 36’dan 46’ya kadar olan maddelerinde yatırım

kuruluşlarının kurucularına ilişkin şartlar detaylandırılmış, bu kuruluşların faaliyette bulunması için gerekli koşullar belirtilmiş, aracı kuruluşların verebilecekleri veremeyecekleri hizmetler tanıtılmış, kanunun bu maddelerine dayanarak “Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ” ve “Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

3.1.3.1. Aracı Kurumların Faaliyet Esasları

Aracı kurumların faaliyetleri ve kuruluş şartları kurulun III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği ile belirlenmiş yukarıdaki kuruluş şartlarına ek olarak faaliyete geçmek için genel şartlar şöyle sayılmıştır. (III-39.1 sayılı Tebliğ m.9)

- a) Kuruluş şartlarının kaybedilmemiş olması
- b) Asgari kuruluş sermayesinin nakden ve tamamen ödenmiş olması
- c) Tercih edilen hizmetler ve faaliyetlere göre Kurulun sermaye yeterliliği düzenlemelerinde öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesi
- d) 10 uncu maddede sayılan şartları haiz bir organizasyon yapısının oluşturulmuş olması
- e) Çalışacak personele ilişkin olarak 13 üncü maddedeki şartların sağlanması
- f) Genel müdür ve yardımcılara ilişkin olarak 14 üncü maddedeki şartların sağlanması
- g) Faaliyetlerin sağlıklı şekilde yürütülmesini teminen gerekli bilgi işlem altyapısının oluşturulmuş olması
- h) Aracı kurum nezdinde bulunan varlıklara ilişkin sigorta dâhil olmak üzere gerekli güvenlik önlemlerinin alınmış olması
- i) Varsa mevzuatta öngörülen teminatların tesis edilmiş olması

Kuruluş izni ve faaliyet geçme şartlarının açıklanması yanında tebliğde çıkar çatışmalarının önlenmesi için gereken şartlar sayılmış, yatırım kuruluşlarının bu çıkar çatışmalarının önüne geçmesi için çıkar çatışmaları politikası oluşturması gerekliliğine değinilmiştir. Tebliğde düzenlenen önemli konulardan biri de aracı kurum personel,

genel müdür ve yönetim kurulu üyelerinin taşımaları gereken şartların belirlenmesi olmuş, aracı kurumların bulundurmaları gereken personeller tanıtılmış ve uymaları gereken ilkeler sıralanmıştır. Tebliğde yatırım kuruluşlarının faaliyetleri süresince uymaları gereken ilke ve esaslar da belirtilmiştir (No: III-39.1 sayılı Tebliğ m.24). Buna göre yatırım kuruluşları;

- a) Faaliyetlerini müşteriyle imzalanan çerçeve sözleşmede belirtilen esaslar, müşteri emrini en iyi şekilde gerçekteşirme yükümlülüğü ile zen ve sadakat borcu çerçevesinde yürütmeleri
- b) Faaliyetlerinin yürütülmesi sırasında basiretli bir tacir gibi davranmaları, işin gerektirdiği mesleki dikkat ve özeni göstermeleri, bu kapsamda gerekli önlemleri almaları
- c) Faaliyetlerini sürdürmeleri için sahip oldukları kaynakları etkin bir biçimde kullanmaları
- d) Müşterileriyle olan ilişkilerinde kaydi sistem ve yatırımcıyı korumaya ilişkin diğer düzenlemeler ile müşteriyi ilgilendiren tüm konularda yeterli bilgilendirme ve şeffaflığı sağlamaları gerekir.

Tebliğde değinilen konulardan biri de aracı kurumların yükümlülükleri olmuştur. Yatırım kuruluşları çerçeve sözleşme imzalama yükümlülüğünün yanında bu sözleşmeyi imzalamadan önce mşteriyeye genel risklerle ilgili bildirim getirilmiş diğer yükümlülükler tebliğin yedinci bölümünde detaylıca ele alınmıştır. Geri kalan bölümlerde ise aracı kurumların merkez dışı örgütlenmeleri, dışardan hizmet alımları, faaliyet izni iptalleri, haklarında alınan tedbirler ve teminatlar gibi esaslar düzenlenmiştir.

3.1.3.2. Aracı Kurumların Yatırım Hizmetleri

Aracı kurumların verebilecekleri hizmetler III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile düzenlenmiştir. Yürürlükten kaldırılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda olduğu gibi sermaye piyasası faaliyetlerini araç bazlı sınıflandırma yerine faaliyet bazlı bir sınıflandırmaya

gidilmiş, istenen koşulları sağlayan kuruluşların verebilecekleri yan hizmetler de belirtilmiştir (Tablo 3.2).

Tablo 3.2: Yatırım Kuruluşlarının Verebilecekleri Yatırım Hizmetleri ve Yan Hizmetler

Yatırım Kuruluşlarının verebilecekleri yatırım hizmetleri	Yatırım Kuruluşlarının verebilecekleri yan hizmetler
a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi b) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi c) Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alım ve satımı d) Bireysel portföy yöneticiliği e) Yatırım danışmanlığı f) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunularak satışa aracılık edilmesi g) Sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunmaksızın satışa aracılık edilmesi h) Çok taraflı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer teşkilatlanmış pazar yerlerinin işletilmesi i) Sermaye piyasası araçlarının müşteri namına saklanması ve yönetimi j) Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması	a) Sermaye piyasalarıyla ilgili danışmanlık hizmetlerinin sunulması b) Yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç verilmesi ve döviz hizmetleri sunulması c) Sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılması veya genel tavsiyede bulunulması d) Aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetlerin sunulması e) Borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunulması f) Servet yönetimi ve finansal planlama yapılması g) Kurulca belirlenecek diğer hizmet ve faaliyetlerde bulunulması

Kaynak: III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

3.1.4. Aracı Kurumlarda Yatırımcıyı Koruma Mekanizmaları

Sermaye piyasalarında yatırımcı koruması düzenlemeleri uzun zamandır gelişen bir yapıdadır. Özellikle son yüzyılda yaşanan hem yerel hem küresel krizler yatırımcıların piyasalara olan güvenini oldukça sarsmış, otoriteleri bu konuda kararlar almaya zorlamıştır. Birincil ve ikincil piyasadaki işlemlere aracılık yapan aracı

kurumların da bu bağlamda yatırımcının güvenlerini korumaları için bir takım düzenlemelere gidilmiş, aracı kurumlardan kaynaklanan başarısızlıkların önüne geçme çabaları hızlanmıştır. Çakın (2010: 4) Türkiye’de yatırımcı koruması adına yapılan aracı kurum düzenlemelerini üç ana kategori altında incelemiştir. Bu önlemlerden ilki mali yapıların daha güçlü hale getirilmesi için yapılan düzenlemelerdir.

3.1.4.1 Mali Yapıyı Korumaya Yönelik Düzenlemeler

Aracı kurumların güçlü mali yapılara sahip olabilmesi adına yapılan düzenlemelerin başında 1998 yılında çıkarılan Seri:V No:34 Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermayelerine İlişkin Esaslar Tebliği gelmiştir. Güncel ihtiyaçlar ışığında değişiklikler yapılarak bugüne kadar gelen tebliğde yeni Sermaye Piyasası Kanunu’yla birlikte üç gruba ayrılan aracı kurumların bulundurmaları gereken sermaye tutarları verecekleri hizmetlerin riskiyle orantılı olarak belirlenmiştir. Aracı kurumların birincil piyasada verdiği hizmetlerin başında gelen halka arza aracılık hizmetinde aracılık yüklenimi görevini alan aracı kurumun en yüksek sermayeye sahip olma zorunluluğu alınan risklere oranla tutulması gereken sermayenin yükseltilmesi çabasına örnek olarak görülmektedir.

Aracı kurumların mali yapılarının bozulmasından kaynaklı yatırımcıların mağduriyet yaşamaması adına yapılan önemli uygulamalardan ikisi de Yatırımcıların Tazmini ile Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik’in düzenlenmesiyle 2015 yılında Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM)’nin kurulması olmuştur. Buna göre (www.ytm.gov.tr, t.y)

Yatırımcı Tazmin Merkezi yatırım kuruluşlarının, yatırım hizmet ve faaliyetlerinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getirememeleri halinde, Sermaye Piyasası Kurulunca 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde alınan tazmin kararını yerine getirmek amacıyla kurulmuş olan kamu tüzel kişiliğini haiz kuruluştur.

Kısaca YTM, yatırım danışmanlığı, fiyat oynaklığından doğan zararlar ve Sermaye Piyasası Kanunu’nun 106 ve 107. maddelerinde tanımlanan bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçlarından mahkûm olan yatırımcılar hariç hak sahiplerinin her sene belirlenen değerlendirme oranında artan bir şekilde azami yüz bin Türk lirasına

kadar olan yükümlölüklerin yerine gelmemesinden kaynaklanan zararlarını telafi etmeyi taahhüt ederek yatırımcılara önemli bir güven kaynağı oluşturmaktadır.

Aracı kurumların mali sıkıntılarına karşı yatırımcıları korumak için önemli diğler bir uygulama kamuyu aydınlatma yaklaşımıdır. Bayram (2002: 6) kamuyu aydınlatma ve öncesindeki yaygın olan yaklaşımlardan liyakat yaklaşımını karşılaştırmıştır. Buna göre liyakat yaklaşımında kamu kuruluşları riskli yatırıma neden olacak enstrümanların piyasaya çıkmasını önleyerek yatırımcıyı korumayı amaçlarken, kamuyu aydınlatma yaklaşımı ise yatırımcının girdiği riski anlayabileceği düzeyde bilgilendirilmesi amaçlanır. Böylece liyakat yaklaşımında kamu kuruluşu riskli yatırımı engellemeye çalışırken kamuyu aydınlatma yaklaşımında yatırımcıya halka arzla ve halka arza edilen şirketle ilgili tam ve doğru bilgi vererek yatırım kararını kendisine bırakır.

SPK aracı kurumların kamuyu aydınlatma esaslarını Seri:V, No: 77 Aracı Kuruluşların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliğ ile düzenlemiştir. Tebliğde aracı kurumların kamuyu aydınlatma formunun düzenlenmesi, yayınlanması ve aracı kurumların kamuyu aydınlatmadaki sorumluluklarına değinilmiş, aracı kurumların kamuyu aydınlatma çerçevesi çizilmiştir. Kamuyu aydınlatma konusundaki diğler bir düzenleme ise Sermaye Piyasası Kanunu'nda ele alınan izahname hazırlama yükümlölüğüdür. (SerPK md.4). İzahname kısaca ihraççının mevcut ise garantörün finansal durumunu, faaliyetlerini, ihraç edilen sermaye piyasası aracının özelliklerini, risklerini yatırımcının değerdendirme yapabilmesini kolaylaştırması için tam ve doğru şekilde düzenlediği belgedir. SPK bu belgenin düzenlenmesiyle yatırımcının yatırım kararı alırken en doğru şekilde bilgilenmesini, yanıltıcı hareketlerin önüne geçerek yatırımcıyı korumayı amaçlamış, izahnamenin yanıltıcı veya eksik olarak hazırlanarak zarara yol açılması durumunda ihraççıyı, zararın ihraççıdan tazmin edilememesi durumunda halka arz edenler, ihraca aracılık eden aracı kurum, garantör ve ihraççı yönetim kurulu üyelerinin sorumlulukları ölçüsünde sorumlu kabul etmiştir.

3.1.4.2. Aldatıcı ve Hileli İşlemleri Önlemeye Yönelik Düzenlemeler

Yatırımcıları ve piyasayı korumaya, dolandırıcılık bazlı hareketleri önlemeye yönelik düzenlemeler SPK'nın diğer bir düzenleme grubunu oluşturur. Aracı kurumlar için bu düzenlemelerin başında "Müşteriyi Tanıma Kuralı" gelmektedir. 5549 sayılı Suç Gelirlerinin Aklanmasının Önlenmesi Hakkında Kanun ile müşteri kimlik bilgilerini almak zorunda olan aracı kurumlar sadece mali suçlardan dolayı değil halka arz faaliyetlerinde de müşterisi ve amaçları hakkında bireysel yatırımcıyı koruma adına bu kural ile beraber hareket eder. Yatırımcılara oranla müşterisini tanımak adına daha fazla bilgi sahibi olan aracı kurumlar özen borcu çerçevesinde halka arzda yaşanacak usulsüzlükleri engellemek adına müşterilerini daha iyi tanıyacakları sisteme ve dikkate sahip olmalıdır.

Sermaye piyasalarındaki dolandırıcılık suçuna ilişkin en önemli düzenleme SerPK'da bilgi suistimali (insider trading) ve piyasa dolandırıcılığı suçlarını ve cezalarını tanımlamak olmuştur. Buna göre bilgi suistimali kısaca sermaye piyasası araçlarının değerini ya da yatırımcı kararını etkileyebilecek kamuya açıklanmamış bilgilere dayanarak menfaat temin etmek olarak tanımlanırken, piyasa dolandırıcılığı sermaye piyasası araçlarının fiyat hareketlerine yönelik yanlış izlenim uyandırmak için işlem yapmak ya da yanlış bilgi verip, söylenti çıkarmak olarak belirtilmiştir (SerPK md 106-107). Sermaye piyasasında işlenen suçlar kapsamında hapis cezasını içeren suçlardan olan bu hareketler SPK'nın dolandırıcılık suçlarının önüne geçmeye ilişkin verdiği önemi gösteren maddeler olarak da göze çarpmaktadır. Bunun haricinde SPK, aracı kurumların da hileli işlemleri önlemek adına dikkat etmeleri gereken bazı hususları internet sitesinde belirtmiştir. Telefonla alınan emirlere ilişkin ses kayıtlarının ve ilgili emir formlarının düzenli olarak tutulması, müşterinin mali durumu, tecrübesiyle yapamayacakları işlemler hakkında şüpheli işlem bildirimi yapılması, dolandırıcı olduğundan şüphelenilen kişiler hakkında Kurula bildirim yapılması bu hususlardan birkaçıdır (www.spk.gov.tr).

Aracı kurumlardaki hileli işlemlerin engellenmesini içeren diğer bir sistem ise iç denetim ve kontrol sistemidir. "İç kontrol sistemleri uzun zamandır yüksek kaliteli finansal raporlama oluşturmak için bir mekanizma olarak savunulmakta ve firmalar

bunları gönüllü olarak bu amaçla kullanmaktadır” (Altamuro ve Beatty, 2010:58). 1987 yılında ABD’de Tradeway Komisyonu (COSO) hileli finansal raporlamanın önüne geçmek adına iç kontrolün çerçevesini çizerek tanımlamıştır. Buna göre “COSO, iç kontrolü “işletmenin yönetim kurulu, yönetimi ve diğer personeli tarafından gerçekleştirilen, operasyonlar, raporlama ve uyum ile ilgili hedeflere ulaşılması konusunda makul güvence sağlamak için hazırlanmış bir süreç” olarak tanımlamaktadır” (Schandl ve Foster, 2019:7). SPK da aracı kurumları içeren yatırım kuruluşlarının faaliyette bulunabilmesi için, yatırımcıların haklarını göz önünde tutan varsa şikâyetlerini yatırımcı yararını gözetecek şekilde sonuçlandıracak bir iç kontrol birimi ve sistemlerini kurmakla yükümlü tutmuştur (SerPK md.45/5). Buna bağlı düzenlemeler ise Seri:V, No: 68 sayılı Aracı Kurumlarda Uygulanacak İç Denetim Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği ile belirlenmiştir. Tebliğe göre “Aracı kurumlar, bünyelerinde faaliyetlerinin kapsam ve yapısıyla uyumlu, değişen koşullara cevap verebilecek nitelik, yeterlilik ve etkinlikte iç denetim sistemlerini kurmak, idame ettirmek ve geliştirmek zorundadırlar” (Seri: V, No: 68 Sayılı Tebliğ md.4).

Tebliğde iç denetim sistemi, iç kontrol sistemiyle 12.maddede düzenlenen teftiş sistemini içine alan sistem olarak tanımlanmıştır. Tebliğde teftiş sistemi; aracı kurumun günlük faaliyetleri haricinde mevzuata, kendi politikalarına uygunluğunun denetimi yanında iç kontrol sisteminin işleyişini de kapsayan, bu alanlarla ilgili değerlendirmenin yapılabilmesini sağlayan denetim süreci olarak tanımlanmış, aracı kurumların teftiş birimi oluşturmaları ve yeterince müfettiş istihdam etmeleri ise zorunlu tutulmuştur. İç kontrol sistemi ise aracı kurumların işleyişlerini mevzuata uygun gerçekleştirmesi, hesap ve kayıtların düzgün ve güvenilir şekilde tutulmasını hile ve usulsüzlüklerin engellenmesi ve tespiti için uygulanan planları da içeren esas ve usuller olarak tanımlanmıştır. Bunların yanında tebliğin 21.maddesinde aracı kurumların istekleri halinde iç kontrol birimi oluşturabilecekleri karara bağlanmıştır. Özbilgin (2010) aracı kurumların iç kontrol sistemi ve bununla ilgili düzenlemeleri incelemiş, tebliğde yer alan iç kontrol sistemi anlayışının uluslararası iç kontrol sistemi ile uyumlu olmadığını, iç denetim yerine iç kontrolün kapsayıcı olması alt sistemleri içeren bir bütün olarak algılanması gerektiğine değinmiştir.

3.1.4.3. Çıkar Çatışmalarını Önlemeye Yönelik Düzenlemeler

Aracı kurumlar hem kendi nam ve hesabına hem de müşterisi namına kendi adına müşteri hesabına yapabildikleri işlemler ve verdikleri hizmetlerin çeşitliliğine bağlı olarak yatırımcılarla çeşitli çıkar çatışmaları çatışmalarına girebilmektedir. Mehran ve Stulz (2007: 270) finansal kurumların müşterilerine hangi finansal ürünün daha uygun olduğuna dair daha iyi bilgi sahip olduğuna değinmiş, çıkar çatışmalarının müşterilerin kendilerine verilen tavsiyelerin kalitesini belirlemekte yaşadıkları zorluklardan kaynaklandığını belirtmişlerdir. Usca (2007) aracı kurumların uygulamada karşılaştıkları çıkar çatışmalarını ele almıştır. Bu çatışmalar şu başlıklar altında yazılabilirler.

- a) Aracı kurumların ya da yetkilinin pozisyon sahibi olduğu araçtaki tavsiyelerinden kaynaklanan çatışmalar
- b) Aracı kurumların temel gelirlerinin komisyon geliri olmasından ötürü müşterilerini alım-satım yapmaya yönlendirmeleri ve bu yüzden girdikleri çıkar çatışmaları
- c) Aracı kurumların birçok hizmeti bir arada vermeleri (danışmanlık-halka arza aracılık) ve buna bağlı olarak ortaya çıkabilecek insider trading sorunları
- d) Piyasa yapıcılığı görevinden doğan çıkar çatışmaları
- e) İhraççıların aracı kurumlara yaptıkları baskılardan kaynaklanan çatışmalar
- f) Aracı kurum çalışanlarının ücret, çıkar ve primlerinin aracı kurum faaliyetlerine bağlı olarak belirlenmesinden doğan çatışmalar
- g) Yatırımcıların eksikliklerinden kaynaklanan çatışmalar
- h) Aracı kurumların tavsiyelerinin doğruluğu ve etkinliği hakkında gerekli takibi yapmaması

Aracı kurumların yaşadıkları çıkar çatışmalarını önlemek adına başta ABD olmak üzere birçok ülke otoritesi kendi düzenlemelerini yayınlamışlardır. SPK da aracı kurumların girebilecekleri çıkar çatışmaları ile ilgili düzenlemelerin çoğunu III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ ile düzenlemiş ve aracı kurumların çıkar çatışması politikası oluşturmalarını zorunlu tutmuştur. Bu düzenlemeyle birlikte aracı kurumlar hizmetlerini sunarken çıkar

çatışmalarını önleyecek organizasyonu kurmak, bu organizasyonun büyüklüğünü verecekleri hizmete bağlı olarak belirlemek, çıkar çatışmalarının önüne geçilemeyeceği durumda bununla alakalı bir prosedüre sahip olmak ve müşteriye bilgilendirmek yükümlülüğü altına girmişlerdir (III-39.1 Sayılı Tebliğ md. 11-12).

Çıkar çatışmalarının önüne geçilmesi adına diğer bir adım aynı tebliğde aracı kurum personellerinin uymaları gereken ilkelerin belirlenmesi olmuştur (III-39.1 Sayılı Tebliğ md. 20-23). Buna göre aracı kurumların belirlenen görevi yürütecek personelin yeterliliğini gözetmesi “Mesleki Yeterlilik İlkesi” personelin imzalanan çerçeve sözleşme kapsamında ayrıntılara önem vermesi, dikkat ve gayretli tutumu “Mesleki Özen ve Titizlik İlkesi” personelin çıkar çatışmalarının dışında kalmaya çalışarak tarafsız şekilde mesleki görevlerini yerine getirmeye çalışması “Dürüstlük İlkesi” aracı kurum personelinin verdikleri hizmet gereği öğrenilen müşteri sırlarını açıklamamak, kendi veya başkalarının lehine kullanmaması ise “Sır Saklama İlkesi” olarak tanımlanmış, aracı kurum personelinin çıkar çatışmaları için uymaları gereken kuralların sınırları çizilmiştir.

Çakın (a.g.e) yatırımcıları çıkar çatışmalarından korumak için aracı kurumların mali durumlarından ziyade müşteri ile aralarında kurulan ilişkiye uygun davranışları belirleyen kurallar dizisi olan iş yapış kurallarına ve bu kuralların ABD ve AB ülkelerindeki düzenlemelerine değinmiştir. Bu ülkelerdeki düzenlemelerle SPK düzenlemeleri karşılaştırıldığında SPK kararlarının diğer ülke uygulamalarına yaklaşması dikkati çekmektedir. Bunlardan biri müşterilerin sınıflandırması ve uygunluk testi uygulanması konusudur. III-39.1 sayılı tebliğde alacağı risklerin farkında olup olmama durumuna göre yatırımcıları profesyonel müşteri ve genel müşteri diye ayıran SPK, genel müşterilerin aracı kurumun verdiği hizmete veya ürüne uygun olup olmadığının tespiti içinde uygunluk testi yapmakla yükümlü kılmıştır. Böylece uzman olan ya da yeterince bilgi sahibi olmayan yatırımcılar ayrılmış, müşterilere seçtikleri yatırım aracının kendileri için uygun olup olmadığının tespiti konusunda lehlerinde bir yardım mekanizması oluşturulmuştur.

Yatırımcıların çıkar çatışmalarından korunması için III-37.1 sayılı tebliğde de bazı düzenlemelere gidilmiştir. Tebliğin 30.maddesinde aracı kurumlara müşteri

emirlerini en iyi şekilde gerçekleştirme yükümlülüğü getirilmiş, 40.maddede ise aracı kurumların müşterilerine verecekleri hizmetle müşterin mali durumu, tecrübesi gibi kıstasların uyumlu olup olmadığının tespiti için yerindelik testi uygulaması zorunlu tutulmuştur. Bu tebliğdeki en önemli düzenlemelerden biri de finansal ilişki ve çıkar çatışmalarının açıklanması esaslarının belirlenmesi olmuştur. Aracı kurumlar danışmanlık hizmeti sunarken objektifliklerini etkileyen veya etkilemesi ihtimali olan ilişkileri, durumları, çıkarlarını ya da ihraççıyla olan çıkar çatışmalarını açıklamak yükümlülüğünde bırakılmışlar, bu durum akademik çalışmalarda müşteri lehine çıkar çatışmalarından korunmak adına önemli diğer bir uygulama olarak kabul edilmiştir.

3.1.5. Aracı Kurumlar ve Kurumsal Yönetim

Aracı kurumlar ortaya çıktıkları günden bu yana sermaye piyasalarının önemli bir unsuru olarak faaliyet göstermişlerdir. Sağladıkları avantajlarla sermaye piyasalarının asli görevi olan fon arz eden ve fon talep edenlerin bir araya gelmesi konusunda oldukça önemli bir rol üstlenen bu kurumlar, halka arza aracılık ve ikincil piyasalarda aracılık yapmanın yanında zaman içinde yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği gibi faaliyetlerde de bulunmaya başlamışlardır. Görevlerinin çeşitlenmesiyle beraber bazı problemler yaşamaya başlayan bu kurumlar, mali, ahlaki birtakım risklerle karşılaşmaya başlamışlardır. Amaçları her ticari işletme gibi kar elde etmek olan bu finansal kurumlar özellikle rekabetin artmaya başladığı dönemlerde ahlaki sıkıntılar yaşamaya başlamışlar, bu durum da finansal otoritelerin çeşitli önlemler almasına yol açmıştır.

Birçok ülke bu amaçla çeşitli önlemler alsa da özellikle Dünya genelinde yaşanan şirket skandalları, ABD’de yaşanan ve etkileri tüm Dünya’ya yayılan küresel finansal krizdeki aracı kurum rolleri bu kurumların daha çok denetim ve gözetim altında tutulması ve yeni önlemlerin alınması gerçeğini ortaya koymuş, bu noktada kurumsal yönetim karşılaşılan olumsuz uygulamaların önüne geçilmesi adına finansal kurumlar için daha çok tartışılmaya başlanmıştır.

Beltratti (2005: 383) özellikle finans sektörünün modern ekonomik sistemlerin merkezinde olan, çok sayıda iş ilişkisinin ortasında bulunan küresel bir endüstri olarak

sorumlu davranışın kesişim noktasında bulunduğuna değinmiştir. Aras (2018: 7) bu noktada finansal kuruluşların önemli güvence işlevine sahip hem dahili hem harici monitör görevi gördüğüne değinmiş, finansal araçların çokluğu ve finans sektöründe faaliyetler arası konsolidasyon nedeniyle çıkar çatışmalarının olabileceğine bu yüzden finansal kuruluşlarda iyi bir kurumsal yönetim uygulaması gerekliliğine vurgu yapmıştır.

Tüm bunların ışığında güçlü aracılık sektörünün sağlıklı işleyen bir ekonomik sistemin önemli bir parçası olduğu ve bu sektörün güvene dayalı bir sektör olduğu düşünüldüğünde kurumsal yönetim uygulamaları bu kurumlar için vazgeçilmez uygulamalardır. Finansal sistem ve bu sisteme dâhil oyuncuların yaşadıkları istikrarsızlıklar ve istenmeyen davranışların tespiti ile bunların önüne geçilmesi adına en önemli araçlardan biri olarak kabul gören bu yeni nesil yönetim modellerinin finansal araçlar için de uygulanması sistemin sürdürülebilirliği için olmazsa olmaz adımlardan biri olarak dikkat çekmektedir.

3.2. Türkiye’deki Aracı Kurumların Kurumsal Yönetim Uygulamaları

2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz özellikle ABD’de finansal araçların girmiş oldukları karmaşık ilişkileri gözler önüne sermiş, sadece ABD’de değil diğer ülkelerde de bu kurum uygulamalarına karşı ciddi önlemler ve düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır. Yapılan dış düzenlemelerin yanısıra bu kurumların zararlı hareketlerinin önlenmesi adına kurumsal yönetim kavramı gün geçtikçe öne çıkmaya başlayan önleyici temel mekanizmalardan biri olarak dikkat çekmeye başlamıştır. Türkiye’de ise aracı kurumların bu kavram uygulamalarına yaklaşımları ve mevcut durumları ile ilgili araştırmalar oldukça yetersiz kalmakta bu konu hakkındaki güncel durumlarının incelenmesini gerekli kılmaktadır.

3.2.1. Türkiye’deki Aracı Kurumların Sahiplik Yapıları

Sahiplik yapısı kısaca şirket sermayesinin kim ya da kimler tarafından sağlandığının tespitidir. Bu tespitin içinde hissedarların özellikleri, şirket kontrolüne ne kadar dâhil oldukları, yönetimle olan bağları da yer almaktadır. Sahiplik yapısı niteliklerine bakıldığında ise sahiplik kompozisyonunun birçok sahiplik türü içerdiği

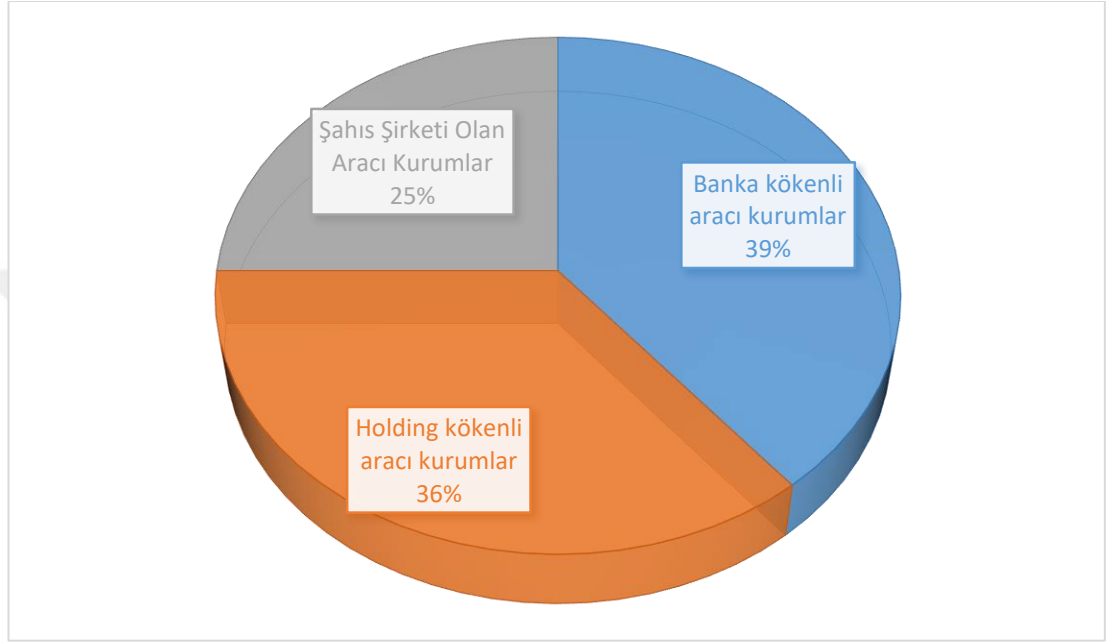
görülmektedir. Sahiplik türleri bir şirketin paylarının halka açık işlem görüp görmemesi yanında kamu sahipliği, aile sahipliği, yabancı, yerli ve kurumsal yatırımcıların sahipliği gibi birçok tanımlamaya sahip olabilir. Ege ve Topaloğlu (2017) geniş anlamda ortaklık yapısının hissedarlarla yönetimlerin ilişkisi, buna ek olarak hissedarların yönetim kontrolüne sahip olup olmaması olarak algılanabileceğine değinmiş, sahiplik ve kontrolün bir kişinin elinde toplanabileceği gibi kontrol ve sahipliğin ayrılmasını içeren şirketlerin de bulunduğunu belirtmiştir. Kontrol ve sahipliğinin ayrıldığı noktada yöneticilerin özensiz davranışlarından dolayı ortaya çıkan sorunlar ise kurumsal yönetimi doğuran olayların başlangıcı olmuştur. Yılgör ve Yücel'e göre (2012: 42) sahiplik yapısı hissedar, yönetici, azınlık ve çoğunluk hissedarları arasında temsil maliyeti oluşturmaktan dolayı kurumsal yönetim için oldukça önem taşır.

Sahiplik yapısının kurumsal yönetim açısından diğer bir önemi sahiplik yapısında bir yoğunlaşmanın olup olmadığı konusudur. Şirket hisse senetlerinin belli kişilerde bulunması ve bu kişilerin diğer ortaklardan daha yüksek bir hisse oranına sahip olması bu şirketlerin yoğunlaşmış bir mülkiyet yapısına sahip olduğunu gösterir. Madhani (2016) bir şirketin mülkiyetinin yoğunlaştıkça büyük hissedarların yönetimin izlenmesinde önemli rol oynayacağını belirtmiş, kurumsal yönetimin dış yapılardan ziyade iç yapılara dayandığını belirtmiştir. Dağınık mülkiyet yapısında ise izleme maliyetlerinin tümünü üstlenen hissedarların kontrolü daha zayıftır ve dış piyasa kontrolleri, yöneticileri kontrol altında tutan birincil güçlerdir.

Kandemir (2019) ABD ve İngiltere'de görülen dağınık mülkiyet yapısında şirket yönetiminin profesyonellere devredildiği ve küçük hissedarların sadece yatırımlarının getirisiyle ilgilendiği, sermaye yoğun şirketlerde ise hakim hissedarın yönetimi yakın kontrol altında tuttuğu bu durumun kurumsal yönetimin temel problemlerinden olan sahip vekil arasındaki çatışmaları hafifletebileceğine değinmiştir. Türkiye'deki şirketlerin sahiplik yapıları incelendiğinde ise birçoğunun yoğunlaşmış mülkiyet yapısına sahip aile şirketleri olduğu görülmektedir. Türkiye'de faaliyet gösteren aracı kurumların da benzer sermaye yapısına sahip olduğu görülmekte bu kurumların sermaye yapılarının incelenmesi, kurumsal yönetim

uygulamalarının başında kimin olduğu ve kurumsal yaklaşımlarının nasıl olduğu adına önemli bilgiler vermektedir (Şekil 3.1).

Şekil 3.1: Türkiye’deki Aracı Kurumların Sahiplik Yapıları



Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) – Aracı Kurumların Faaliyet Raporları

Türkiye’deki aracı kurumların sermaye yapıları incelendiğinde kurumlar kısaca banka kökenli, şahıs şirketleri ile aile ve yatırım holdingleri olarak ayrılabilirler. Türkiye’deki 64 aracı kurumun 25’i banka kökenli aracı kurumlar olarak faaliyet göstermektedir. Geriye kalan 39 aracı kurumun 23’ü de çoğu aile kökenli şirketler olmak üzere holding şirketlerinden oluşurken, tek bir şahsın kurucusu olduğu aracı kurum sayısı ise 16’dır. Sermaye yapılarında halka açık paylar barındıran aracı kurumlar incelendiğinde ise bu sayının 5 olduğu, en yüksek halka açıklık payının ise % 48.96 olduğu görülmektedir. Banka kökenli aracı kurumların varlığı hala önemli boyutta olsa da genel olarak aile şirketlerinin de ağırlıkta olduğu sektörde bu durumun bazı nedenleri bulunmaktadır. Coşkun (2010: 42-43) aracı kurumlarda aile şirketlerine dayalı yapının nedenlerine değinmiştir. Bu noktalar ise şöyle maddeleştirilebilir;

- Büyüme şanslarının her zaman dengeli olmadığı sektörde güvenlik güdüsünün ön plana çıkması

- Sektörde güvenilir ve kalifiye eleman yetersizliği
- Sektörün karlılığındaki düşüklük ve kanunların yeterince yardımcı olmaması dolayısıyla birleşme ve devralmaların sınırlı olması
- Kaynaklara ulaşımın zorluğu

Bu sebeplerin yanında Türkiye’de hala sermaye piyasalarının istenen şekilde gelişmemesinin hem halka arz noktasında hem de halka arz ve alım-satım faaliyetlerine aracılık yapan bu kurumların da gelişmesine engel olmaktadır. Son yıllardaki aracı kurum sahipliği trendine bakıldığında özellikle 2015’de yapılan asgari sermaye düzenlemelerinin yerli yatırımcıları faaliyetlerini sonlandırmaya ya da birleşmeye zorladığı görülmüştür. Yakın zamanda aracı kurum faaliyetlerinin daha sağlam temellerde yapılması adına kuralların sıkılaştırılacağı ve yatırım bankacılığı faaliyetine dönüşmeleri için teşvikler oluşacağı tahmin edilmektedir.

3.2.2. Türkiye’deki Aracı Kurumların Yönetim Kurulu Yapıları

Yönetim kurulları kurumsal yönetim uygulamalarının kalbi konumundadır. Özellikle kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkış sebeplerinden olan şirket skandalları, bütün çevrelerin bu skandallarda payı olan yönetim kurulu eksikliklerine dikkat çekmesine neden olmuştur. Kurumsal yönetim çerçevesinde şirket sahipleri ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının önlenmesi, denetleme ve yönetimdeki fırsatçı yaklaşımların önüne geçilmesi adına yönetim kurulu büyük bir rol üstlenir. Görev tanımı gereği şirketlerin gözlem, idari ve temsili dâhil birçok görevi üstlenen bu yapının büyüklüğü, kompozisyonu, kimlerden oluştuğu, görev ayrımlarının yapılıp yapılmadığı kurumsal yönetim uygulamalarının varlığı açısından oldukça önem taşımaktadır. Kula (2006) da pay sahiplerinin oluşturduğu yönetim kurulu yapısının doğru bir şekilde belirlenmesinin önemine değinmiş, kurumsal yönetim varlığının kurul yapısının yanında yönetim kurulundaki üye sayısı, yönetim kurulu başkanı ve CEO’nun görev ayrımının yapılıp yapılmadığı, kurul üyelerinin bağımsız olup olmamasına bağlı olarak yorumlandığına değinmiştir. Bu noktada Türkiye’deki aracı kurumların yönetim kurullarının incelenmesi kurumsal yönetim yaklaşımlarının anlaşılabilmesi adına gerekli bir yaklaşımdır.

3.2.2.1. Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür (CEO) Ayrımı

Tarihsel olarak bakıldığında uzun yıllardır yönetim kurulu başkanı ve genel müdürlük pozisyonu aynı kişilerde toplanma eğilimi göstermiştir ancak bu güçlü pozisyonun zaman içinde kötüye kullanılmaya başlaması ve bunun getirdiği büyük zararlar kurumsal yönetim ışığında bu rollerin ayrılması gerekliliğine yönelik görüşlerin oluşmaya başlamasına neden olmuştur. İlk kez Cadbury Raporu'nda bahsedilen bu ayırım raporda şöyle ele alınmıştır (1992);

Başkanın rolünün önemi ve özel doğası göz önüne alındığında, ilke olarak, icra başkanından ayrı olmalıdır. İki rol bir kişide birleştirilirse, önemli bir güç konsantrasyonunu temsil eder. Bu nedenle, bir şirketin başında, hiç kimse bireylerin kararsız yetkilere sahip olmayacağı şekilde, güç ve otorite dengesini sağlayacak açık bir şekilde kabul edilmiş sorumlulukların bölünmemesi gerektiğini öneriyoruz.

Cadbury Raporu (1992) ayırım önerisinin yanında başkan ve genel müdürlerin de görev sınırlarını çizmiş, CEO tam zamanlı olarak operasyonel faaliyetler ve şirket performansından sorumlu tutulmuş, yönetim kurulu başkanlarının sorumlulukları ise yarı zamanlı, bağımsız bir pozisyon olarak günlük performanstan uzak icra direktörlerinin performanslarını izlemek ve değerlendirmek olarak belirlenmiştir. Cadbury Raporu'ndan sonra birçok akademik çalışmanın konusu olan başkan ve genel müdür ayrımı OECD'nin yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde de ele alınmış *“Üniter kurul sistemlerinde, İcra Kurulu Başkanı ve Başkan'ın rollerinin ayrılması, genellikle uygun bir güç dengesi sağlama, hesap verebilirliği artırma ve kurulun bağımsız karar verme kapasitesini artırma yöntemi olarak önerilmektedir”* (1999: 42) şeklinde maddeleştirilmiştir.

Kurumsal yönetim teorileri ise bu görev ayırımına farklı yönlerden yaklaşmışlardır. Syriopoulos ve Tsatsaronis (2012) kurumsal yönetimin temel teorileri olan Vekalet ve Temsil Teorisi'nin bu konudaki yaklaşımlarını ele almıştır. Vekâlet teorisi; CEO dualitesinin⁷ firma performansı üzerine olumsuz etkileri üzerinde durmuş, aynı kişi tarafından yürütülen bu görevlerin CEO performansının izlenmesini engelleyeceğini, yönetim kurulu kararlarının hissedarların menfaatlerine aykırı bir

⁷ CEO Dualitesi; bazı akademik çalışmalarda yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlüğün aynı kişide toplandığı durumu bazılarında ise yönetim kurulu üyesinin genel müdürlük görevini de yürüttüğünü anlatan teknik ifadedir.

şekilde manipüle edilebileceğini bu yüzden bu görevlerin aynı kişide toplanmaması gerekliliğini savunmuştur. Temsil teorisi ise bu düşüncenin aksine CEO dualitesinin somut bir liderlik sunduğunu daha hızlı karar verme, komut zincirinin birleşmesi ve entegrasyonu sebebiyle kurumsal finansal performans için daha olumlu bir yönetim uygulaması olduğunu iddia eder.

Şirket skandallarındaki CEO rolleri ve Cadbury Raporu'ndan sonra yönetim kurulu başkanı ve genel müdür görevlerinin ayırımına yönelik İngiltere başta olmak üzere bir eğilim oluşmuş, kurumsal yönetim teorilerinin bu konudaki yaklaşım farklılıkları da akademisyenleri bu alanda çalışmalar yapmaya yönlendirmiştir. Carty ve Weiss (2012) da yöneticilerin şirketler üzerindeki rollerini tekrar gündeme taşıyan 2008 küresel krizinde banka başarısızlıkları ve CEO dualitesi arasında bir ilişki olmadığını tespit etmiştir. Moscu (2013) ise Bükreş Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 62 şirketi analiz etmiş bu görev ayırımının yapılmamasının şirketlerin finansal performansına pozitif veya negatif bir etki yapmadığı sonucuna varmış ancak bu iki görevi bünyesinde bulunduran Başkan/CEO'nun şirket özkaynaklarına sahip olmasının şirket performansını olumsuz olarak etkileyeceğini belirtmiştir. Türkiye'de yapılan çalışmalara bakıldığında ise Işık (2017) 2007-2013 yılları arasında 30 Türk ticari bankası üzerinde yaptığı araştırmada yönetim kurulu üye sayısının arttıkça CEO dualitesinin Türk bankacılık sistemi üzerindeki olumlu etkisinin azaldığı sonucuna ulaşmıştır.

Aracı kurumların yönetim kurulu başkanları ve genel müdürlerinin yapısı incelendiğinde mevcut 64 aracı kurumun % 92'sinin yönetim kurulu başkanı ve genel müdür pozisyonları için ayrı kişilere yetki verdikleri görülmektedir. Sadece 5 aracı kurum iki pozisyon için aynı kişiyi görevlendirirken, bu kurumların dördünün dar yetkili birinin ise kısmi yetkili aracı kurum belgesine sahip olduğu tespit edilmiştir. Yönetim kurulu ve CEO ayırımını yapan aracı kurumların sahiplik yapısına dikkat edildiğinde özellikle aile holdinglerinin yönetim kurulu başkanı ve genel müdürlerin aynı soyada sahip olduğu dikkat çekmekte bu da bağımsızlık sorunlarını aklı getirmektedir. Genel müdür görevlendirmelerinde genellikle dışarıdan birine yetki verilmesi yerine yönetim kurulu üyelerinden CEO seçiminin yaygın olduğu sektörde,

şirket öz sermayesinin çoğunluğuna sahip yönetim kurulu başkanlarının varlığı da azımsanmayacak şekilde fazla sayıdadır. Kurumsal yönetim çerçevesinde ana görevi şirket operasyonlarını yürüten CEO'yu izlemek olan yönetim kurulu başkanının genel müdürlük görevini çoğunlukla üstlenmemesi bu kurumlar için önemlidir ancak genel müdür-başkan arasındaki akrabalık ilişkilerinin varlığı özellikle aile holdingi kökenli aracı kurumlar da keskin bir görev ayrımını yapıp yapamadığı konusunda şüphe uyandırmaktadır.

3.2.2.2. Yönetim Kurulu Büyüklüğü

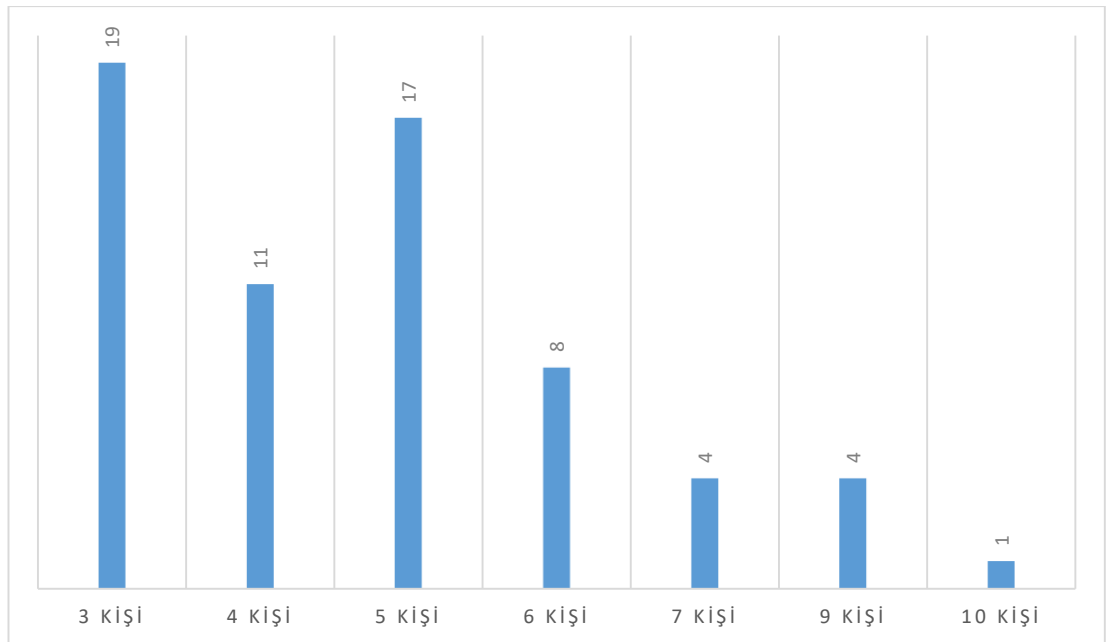
Yönetim kurulu büyüklüğü akademik çalışmalarda uzun yıllardır tartışılan konularından biri olarak dikkati çekmektedir. Özellikle kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşmasıyla birlikte tekrar gündeme gelen yönetim kurulunun kaç kişiden oluşması gerektiği konusu genellikle ülke uygulamaları, şirket büyüklüğü, şirket paylarının halka açık olarak işlem görüp görmemesi, faaliyet alanı ve çeşitli sebeplere bağlı olarak farklı görüşler içerir. Türkiye'de ise firmaların yönetim kurulu üye sayısı TTK ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenmiştir. TTK'nın 359.maddesinde anonim şirketlerin minimum bir kişiden oluşan yönetim kurulu oluşturulabileceği karara bağlanmışken, SPK'nın yayınladığı 17.1 Sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nde yönetim kurulunun beşten az olamayacağı belirtilmiştir. Halka açık şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarından kaynaklanan komite oluşturma zorunlulukları yanında, şirketlerin hem hızlı karar alma mekanizması oluşturmaları hem de yeterli çalışma yapabilmeleri adına minimum olarak bu sayıyı belirleyen SPK, şirketlerin esasen beşten az olmayacak şekilde etkin olarak çalışmalarını sağlayacak kadar yönetim kurulu üyesine sahip olmaları gerektiğini vurgulamıştır.

Şirketlerin yönetim kurulu büyüklüğünün şirketler üzerine etkilerine ilişkin birçok akademik çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların çoğu yönetim kurullarının az mı yoksa çok sayıda kişiden mi oluşması gerektiği üzerine tartışmalara sebep olmuştur. Kalsie ve Shrivastav (2016); Larmou ve Vafeas (2010) yönetim kurulu büyüklüğü ve firma performansı arasında pozitif ilişki bulan çalışmalardan birkaçıdır. Bu pozitif ilişkinin bazı şartlara bağlı olduğuna ulaşan çalışmalar da mevcuttur. Alvarez, Anson ve Mendez (1998) kurul büyüklüğünün belli bir noktaya kadar firma performansını

arttırdığı bir noktadan sonra ise azaltmaya başladığını belirtmiş, Malik, Wan, Ahmad, Naseem ve Rehman (2014) ise bu pozitif ilişkinin gelişen ülkelerde değil gelişmekte olan ülkelerde geçerli olacağı sonucuna ulaşmışlardır. Yermack (1996) büyük firmaların, Bennedsen, Kongsted ve Nielsen (2008) ise orta büyüklükteki firmaların yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasında negatif bir ilişkinin varlığına ulaşmışlardır. Bu sonuca ulaşan çalışmaların ortak iddiası ise çoğunlukla büyüyen yönetim kurullarının iletişiminin zayıflayacağı ve karar alma süreçlerinin zorlaşacağı savı olmuştur.

Türkiye’de faaliyet gösteren aracı kurumların yönetim büyüklükleri incelendiğinde yaklaşık yarısına yakınının SPK’nın halka açık ortaklıklar için belirlediği asgari sayıdan daha az bir sayıda yönetim kurulu oluşumuna gittiği görülmektedir (Şekil 3.2). 3 kişiden oluşan yönetim kuruluna sahip 19 aracı kurumun yapısı incelendiğinde ise bu kurumların yarısının dar ya da kısmi yetkili aracı kurumlar olduğu dikkat çekmektedir. Yapabilecekleri işlemler, dar ve kısmi yetkili aracı kurumlara göre daha fazla olan geniş yetkili aracı kurumların % 65’i ise beş ve beşten fazla yönetim kurulu üyesine sahiptir.

Şekil 3.2: Türkiye’deki Aracı Kurumların Yönetim Kurulu Büyüklükleri



Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) - Aracı Kurum İnternet Siteleri

Aracı kurumların yönetim kurulu büyüklüklerinde dikkati çeken diğer bir konu banka sermayeli aracı kurumların diğerlerine oranla daha çok sayıda yönetim kurulu üyesi bulundurmalarıdır. 22 banka kökenli aracı kurum ortalama 6,5 yönetim kurulu üyesi bulundururken bu alanda diğer aracı kurumlara göre oldukça üstün durumdadırlar. Kısaca şirket hedeflerine ulaşabilmek adına en zor görevlerden birine sahip yönetim kurulu pozisyonunun doğru sayıda oluşturulması şirketlerin hem idari hem de kurumsal yönetim performansları açısından oldukça önemlidir. Aracı kurumların yönetim büyüklüklerinin yetki derecelerine göre uygun olarak oluşturulduğu söylenebilir olsa da özellikle tüm geniş yetkili aracı kurumların SPK'nın asgari yönetim kurulu üye sayısına ulaşabilmek için gayret içinde olmaları sektörün kurul bağımsızlığını arttırmak ve yapısının iyileşmesini sağlama konusunda ilerleme kaydetmesi adına önemli bir adım olacaktır.

3.2.2.3. Yönetim Kurulunda Bulunan Bağımsız Üye Sayısı

Bağımsız yönetim kurulu üyeliği kurumsal yönetim kavramı içindeki önemli unsurlardan biri konumundadır. Bağımsız yönetim kurulu üyeliği temelde şirketle bir ilişkisi olmayan sadece hissedarlar menfaatine hareket edeceği düşünülen bir yönetim kurulu üyesinin görevlendirilmesine dayanır. Gordon (2007) bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin gelişimine değinmiştir. 1970'lerde yönetim kurulunu izleme görevinde bulunacak bir yönetici olarak ele alınan bu yapı, 1990'larda kurumsal yatırımcılarla yöneticiler arasındaki çatışmaya bir çözüm olarak yeniden ortaya atılmış özellikle 2000'li yıllarda yaşanan Enron ve Worldcom gibi şirket skandallarından sonra yönetim kurulunu izleme, performansını değerlendirmesinin yanında kurulun bağımsızlığını güçlendirmek için de böyle bir üyenin gerekli olduğu inancını güçlendirmiştir.

Cadbury Raporu (1992) ve OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığının önemine değinen çalışmaların başında gelmektedir. OECD (1999) bağımsız yönetim kurulu üyelerinin kurul karar alma süreçlerinde önemli ölçüde katkıda bulunabileceğine değinmiş, yöneticilerin ücretler ve ödüllendirmelerin belirlenmesi, denetim fonksiyonu, yönetim çıkarları gibi alanların dışında performans değerlendirmesine de objektif bir bakış sunabileceklerini

belirtmiş, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, yönetim kurullarının oluşmasında önemli rolü olan aday gösterme komitelerinde görev almalarının da iyi bir uygulama olacağından bahsetmiştir. Beasley (1996) ise çalışmasında dışardan görevlendirilen bağımsız bir direktörün mali tablo dolandırıcılıklarının önüne geçilmesinde yönetim kurullarının izleme etkinliklerini arttırdığı sonucuna varmıştır. Baysinger ve Butler (1985) kurumsal yönetim reformlarının yönetim kurulu kompozisyonuna dayandığını ve bu reformların yönetimi izleme ve performansını bağımsız şekilde değerlendirme yeteneğine sahip kurullar tarafından başarılabilmesine değinmiş, bütün şartların eşit olduğu durumda bağımsız kurulları olan firmaların daha iyi performans göstereceğini belirtmiştir.

Bağımsız yönetim kurulu üye varlığının şirket performansı üzerine etkileri konusunda ise çalışmalar ve bazı tartışmalar mevcuttur. Gordon'a göre (a.g.e, s.1468) *“ampirik kurumsal yönetim literatüründeki belirgin bulmacalardan biri, bağımsız direktörlerin varlığı ile firmanın ekonomik performansı arasındaki korelasyon eksikliğidir”*. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket performansı üzerine beklenenin aksine olumsuz etkileri olduğuna dair Rashid, (2018); Shukeri, Shin ve Shaari (2012) gibi çalışmalar mevcuttur. Ararat, Aksu ve Cetin (2010) ise Türkiye’de BİST 100 şirketleri üzerine yaptıkları çalışmada bağımsız kurul üyelerinin izleme etkisi üzerinde olumlu etkilerine ulaşılar da performans üzerinde olumsuz etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak genel olarak bakıldığında bağımsız yönetim kurulu üyesi varlığının yönetim kurulu faaliyetlerinin hissedarlar yararına tarafsız olarak izlenmesi adına oldukça önemli olduğu, firma performansı ile alakalı negatif ilişki varlığının ise ülke uygulamaları, optimal bağımsız üye sayısına ulaşılmaması ya da bağımsız üye olarak görevlendirilen kişilerin özünde yeterince bağımsız olmadıklarından kaynaklı olduğu düşünülmektedir.

SPK bağımsız yönetim kurulu üyeliğini kurumsal yönetim tebliğinde düzenlemiş *“İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri içerisinde, görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın yapabilme niteliğine sahip bağımsız üyeler bulunur”* (17.1 Sayılı Tebliğ md.4.3.3) ifadesiyle halka açık işlem gören şirketler için bağımsız yönetim kurulu üyesi bulundurulmasını zorunlu hale getirmiştir. Aynı tebliğde

bağımsız yönetim üye sayısının toplam sayının üçte birinden az olamayacağına hükmeden SPK, bağımsız üye sayısının her halükarda ikiden az olamayacağını karara bağlamış, bağımsız yönetim kurulu seçimindeki üyelik ölçütlerini de bu tebliğde detaylandırmıştır.

Faaliyette bulunan 64 aracı kurumun sadece 5 tanesi halka açık olarak işlem gördüğünden bağımsız yönetim kurulu üyesi bulundurma zorunluluğunda olan aracı kurum sayısı oldukça azdır. Payları halka açık olarak işlem gören aracı kurumlardan bir tanesi ise Gelişen İşletme Pazarında olmasından dolayı bu kuraldan muaftır. Geri kalan dört aracı kurumun KAP'ta yer alan yönetim kurulu yapıları incelendiğinde bağımsız üye sayısının toplam 7 olduğu görülmektedir. 59 aracı kurum ise Türkiye'de faaliyet gösteren çoğu halka açık olmayan şirket gibi yönetim kurullarında bağımsız üye bulundurmamaktadır. Bu durumun temel nedeninin başında bağımsız üye bulundurmanın maliyetinin geldiği tahmin edilmektedir. Ancak aracı kurumların çoğunun güçlü öz sermayelere sahip banka kökenli aracı kurumlar olduğu düşünüldüğünde bu kurumların öncü bir davranışta bulunarak zaman içinde bağımsız üyeler görevlendirmeye başlamalarının sektörün kurumsal yönetim farkındalığı açısından oldukça önemli bir gelişme olacağı açık bir gerçektir.

3.2.2.4. Yönetim Kurulunda Bulunan Kadın Üye Sayısı

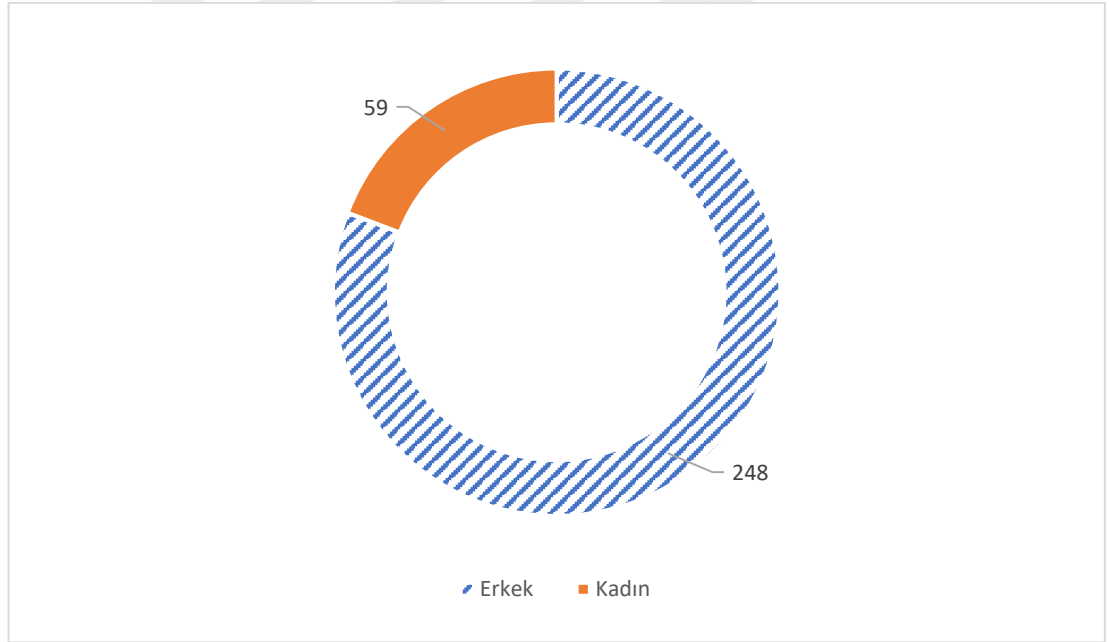
Yönetim kurulundaki kadın üye sayısı kurumsal yönetim göstergelerinden biri olarak kabul görmektedir. 2015 yılında yayınlanan G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin Yönetim Kurulunun Sorumlulukları bölümü altında yönetim kurullarının performans değerlendirmesi ve üyelerinin yetkinliklerini göz önünde bulundurarak doğru bir bileşime sahip olup olmadıkları konusunda düzenli olarak değerlendirmede bulunmaları gerektiği belirtilmiştir. Bunun nedenlerine grup düşüncesine engel olmak, yönetim kurulundaki değerlendirmelere farklı bakış açıları sağlamak olarak kısaca değinen çalışma "*Ülkeler, yönetim kurulu ve üst yönetimdeki cinsiyet çeşitliliğini arttıracak ihtiyari hedefler, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, yönetim kurulu kotaları ve özel girişimler gibi ölçütleri değerlendirmeyi isteyebilir*" (G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005:61) şeklinde cinsiyet eşitliğinin artırılması adına öneride bulunmuştur.

OECD Corporate Governance Factbook (2019: 131) yönetim kurullarının rehberlik sağlayabilme yeteneklerinin doğru oluşturulmuş bir altyapı yanında doğru yetkinliklere sahip üyelerin kompozisyonuna bağlı olduğuna ve yönetim kurulu tartışmalarına farklı düşünceler getirmenin önemine değinmiş, ülkelerin yargı yetkilerinin daha çok açıklama koşulları, zorunlu kotalar ya da gönüllü hedeflerle kadınların kurumsal kurullara ve yönetim kurullarına katılımına teşvik adına önlemler aldığını belirtmiştir. Gönüllü hedefler yönünde karar alan ülkelerden olan Türkiye de bu kural 17.1 Sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nde düzenlenmiştir. Buna göre *“Şirket, yönetim kurulunda kadın üye oranı için % 25'ten az olmamak kaydıyla bir hedef oran ve hedef zaman belirler ve bu hedeflere ulaşmak için politika oluşturur. Yönetim kurulu bu hedeflere ulaşma hususunda sağlanan ilerlemeyi yıllık olarak değerlendirir”* (17.1 Sayılı Tebliğ md.4.3.9.).

OECD'nin öngördüğü gibi yönetim kurulu çeşitliliği ve kadın yönetim kurulu üyesi bulundurma firmaların performansı üzerine olumlu etkileri bazı akademik çalışmaların konusu olmuştur. Carter, Simkins ve Simpson (2003) halka açık Fortune 1000 şirketi arasında yaptığı çalışmada yönetim kurulunda kadın ve azınlık varlığıyla firma değeri arasında pozitif ilişkiler bulmuştur. Erhardt, Werbel ve Shrader (2003) benzer bir çalışmada kadın ve azınlık üyelerin kurullardaki dezavantajlı durumlarının onları terfi alabilmek adına daha iyi performans göstermeye teşvik edebileceğini, aynı ırktan aynı cinsiyet ve yaş grubundan insanların birbirlerine karşı daha az eleştirel olabileceğini belirtmiş, yönetim kurulu çeşitliliğinin finansal performansı arttırdığı sonucuna ulaşmışlardır. Taşkın ve Mandacı (2017) 2008-2012 yılları arasında BİST 100 endeksinde bulunan şirketlerde kadın yönetim kurulu üyesi yüzdesinin ve bağımsız yönetim kurulu üyelerindeki kadın yüzdesinin firmaların performansı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada kadın üye sayısının firmaların muhasebe karlılığından çok değer anlamında katkı sağladığı, kadın üye sayısı ile muhasebe performansı arasındaki negatif yönlü ilişkinin kadın üyelerin aile bireylerinden olduğundan dolayı ortaya çıkmış olabileceği ve liyakat yaklaşımının ise bu sorunun çözümü olarak gündeme alınması gerekliliğine değinmişlerdir.

2020 itibariyle Türkiye’de faaliyet gösteren 64 aracı kurumun yönetim kurulu üyelerindeki kadın sayısı incelenmiştir (Şekil 3.3). Aracı kurumlarda bulunan 307 yönetim kurulu üyesinden sadece 59’u kadınlardan oluşurken yönetim kurulu başkanı olan kadın sayısı ise sadece 6’dır. Genel müdürlük pozisyonundaki kadın istihdamına bakınca hem yönetim kurulu üyesi hem de genel müdür olan kadın sayısı 7 iken yönetim kurulu dışından genel müdür olarak görevlendiren kadın sayısı 3 olmuştur. Kadın yönetim kurulu üyesi sayısındaki aracı kurum dağılımında ise dar yetkili aracı kurumların en çok kadın yönetim kurulu üyesi bulunduran kurumlar olduğu görülürken, kısmi ve geniş yetkili aracı kurumlarda bu oran sırasıyla % 17 ve % 18 olmuştur.

Şekil 3.3: Türkiye’deki Aracı Kurumlarda Kadın Yönetim Kurulu Üyesi Sayısı



Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)

7th Annual Woman on Board Turkey (Ararat, Alkan ve Aytekin, 2019) raporu BİST ve BİST 100 şirketlerinde görev alan kadın yönetim kurulu üyeleriyle ilgili verileri düzenlemiştir. Buna göre 2019 yılında BİST 100 şirketlerinde yönetim kurulundaki kadın sayısı oranı % 13.8 iken tüm BİST şirketleri için bu oran % 15.9 olmuştur. Rapor sektör bazında kadın yönetim kurulu üye sayılarını da incelemiş, finans kurumlarının üretim sektörüyle birlikte en çok kadın yöneticiyi barındıran

sektör olduğu vurgusunu yapmıştır (% 17.1). Bu bilgiyle paralel olarak karşılaştırıldığında aracı kurumlarda bu oranın % 19'u aşması olumlu bir gelişme olarak görülebilir ancak yönetim kurulundaki kadın üyelerin çoğunun akrabalık ilişkisinin bulunduğunun görülmesi finans profesyoneli iş kadınlarının aracı kurum yönetimlerinde daha fazla yer bulmaları gerektiğini göstermektedir.

Diğer sektörlerde olduğu gibi aracı kurumlarda da farklı yönetim kompozisyonları sağlamak için kadın yönetim kurulu üyesi sayılarını arttırmaları kurumsal yönetim uygulamalarını da arttırmak adına olumlu bir gelişme olacaktır. Aracı kurumlarda görev yapan kadın yönetim kurulu üyelerinin çoğunun diğer bazı yönetim kurulu üyeleriyle aynı soyadı taşıması Taşkın ve Mandacı'nın (a.g.e) dikkat çektiği husus olan liyakat yaklaşımının bu kurumlarda da esas alınması gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu konuda dikkati çeken diğer bir husus daha çeşitli işlemler yapabilme yetkisine sahip kısmi ve geniş yetkili aracı kurumların daha az riskli işlemlerde bulunabilen dar yetkili aracı kurumlar kadar kadın üye bulundurmamalarıdır. Özellikle çeşitli sermaye piyasası hizmetlerini verebilen geniş yetkili aracı kurumların bu konuda daha istekli olması önem taşımaktadır. Diğer yandan SPK'nın % 25 olarak gösterdiği hedef orana uyma zorunluluğu olmasa da aracı kurumların yönetim kalitelerini arttırabilmeleri adına bu oranı dikkate alarak yapılanmaları hem kurumların hem de sektörün kalitesi adına olumlu bir gelişme olacaktır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA PERFORMANSI ARASINDAKİ İLİŞKİYE DAİR LİTERATÜR İNCELENMESİ

Kurumsal yönetim değişkenlerinin firma performansı ve firma değeri üzerine etkileri birçok çalışmanın konusu olmuştur. Bazı kurumsal yönetim değişkenlerinin kullanılarak firma performanslarının analiz edildiği bu çalışmalar literatüre önemli katkılar sağlamıştır. Bu çalışmalar birçok kurumsal yönetim değişkenini kullanarak çoğunlukla panel veri, TOPSİS gibi analiz yöntemlerini kullanmışlardır. Bu kurumsal yönetim değişkenlerinin içeriğine bakıldığında ise yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulunda bulunan bağımsız üye sayısı, yönetim kurulu çeşitliliği (kadın ve yabancı üye sayıları), yönetim kurulu toplantı sayıları gibi değişkenler büyük oranda kullanılmıştır. Kurumsal yönetimin önemli bir göstergesi olan CEO dualitesinin bazı çalışmalarda yönetim kurulu başkanı ve genel müdürlük görevlerinin ayrılmasını temsil ettiği bazılarında ise yönetim kurulu üyesinin aynı zamanda CEO görevini sürdürdüğü durumlar için kullanılmış bu durumun firma performanslarıyla aralarındaki ilişki ve bu ilişkinin yönü ölçülmeye çalışılmıştır.

Bhagat ve Bolton (2008) kurumsal yönetimin önemli konularından olan CEO-Başkan ayrımının ve yönetim kurulu hisse senedi sahipliğinin işletme performansı ile anlamlı ve pozitif ilişkili olduğunu tespit etmiş, hisse senedi sahibi yönetim kurulu üyelerinin önemli kararların etkili bir şekilde gözetimini sağlamak konusunda teşvik edileceğine inanıldığına vurgu yapmıştır.

Kajola (2008) 2000-2006 yılları arasında Nijerya’da faaliyet gösteren 20 firma üzerinde yaptığı çalışmada yönetim kurulu büyüklüğüyle firma performansı (vergi sonrası kar/öz sermaye) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmış, aynı güçlü ilişkinin yöneticilerin icracı statüsüyle firma performansı arasında da var olduğunu belirtmiştir. Coleman-Kyereboah (2008) Afrika şirketlerinin kurumsal

yönetim uygulamalarının şirket performanslarına etkilerini daha iyi anlamak adına Gana, Güney Afrika, Nijerya ve Kenya gibi ülkelerde faaliyet gösteren toplam 103 firmanın 1997-2001 yılları arasındaki faaliyetlerini analiz ederek geniş bir perspektif sağlamıştır. Çalışmaya göre büyük ve bağımsız kurullar firma değerini artırırken, CEO ve yönetim kurulu başkanlığının birleştirilmesi performansı olumsuz etkileyen faktörlerden olmuştur. Denetim komitelerinin etkilerini de içeren çalışma komite büyüklüğünün ve toplantı sıklığının performans ölçümleri üzerinde olumlu etkide bulunan kurumsal yönetim değişkeni olduğunu ortaya koymuştur.

Yasser, Entebang ve Mansor (2011) ise 2008-2009 yıllarında faaliyet gösteren 30 adet Pakistan firmasının kurul büyüklüğü, kurul yapısı, CEO-Başkan ayrımı ve denetim komitesi gibi dört önemli kurumsal yönetim mekanizmasının özsermaye karlılığı ve kar marjı olmak üzere iki firma performans ölçütü üzerindeki etkilerini incelemiştir. CEO-Başkan ayrımı haricinde geriye kalan üç yönetim mekanizmasıyla, iki finansal performans ölçütünün arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulan çalışmada CEO ve Başkan ayrımıyla bu ölçütler arasında ise anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Malik ve Makhdoom (2016) ise kurumsal yönetim uygulamaları ve finansal performans arasındaki ilişkiyi ABD ve ABD dışı firmaları bünyesinde barındıran Fortune Global 500 şirketleri üzerinde incelemişler, böylece analize coğrafi farklılıkların etkisini de katmayı hedeflemişlerdir. Kurumsal yönetim ve firma performansı arasında güçlü bir pozitif ilişki bulan çalışma, daha küçük yönetim kurullarının daha iyi performans gösterdiğini belirtmiş, CEO tazminatının ve yönetim kurulu toplantı sıklığının performans ile ters yönlü bir ilişkisinin olduğunu vurgulamıştır.

Vo ve Phan (2013) Vietnam'da halka açık 77 şirketin bazı kurumsal yönetim değişkenlerinin firma performansı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmada ise yönetim kurulu büyüklüğü, kadın yönetim kurulu üyesi varlığı, CEO dualitesi, yönetim kurulu üyelerinin eğitim düzeyi, kurulun çalışma deneyimi, bağımsız dış üyelerin varlığı, kurulun tazminatı ve mülkiyeti ile blok hissedarlık gibi birçok bağımsız kurumsal yönetim değişkeni kullanılmıştır. Çalışmanın bulguları kadın yönetim kurulu üyesi varlığı, CEO dualitesi, yönetim kurulu üyelerinin deneyimi ve

ücretlerinin firmanın performansı üzerinde olumlu etkisi olduğunu ortaya koymuş, yönetim kurulu büyüklüğünün ise firma performansı üzerinde olumsuz etkileri gözlenmiştir. Fauzi ve Locke (2012) Yeni Zelanda’da listelenen 79 firmanın kurumsal yönetim kavramı adına önemli değişkenler olan kurul ve mülkiyet yapısının firma performansı üzerine etkilerine değinmiştir. Çalışma yönetim kurulu, komiteler ve yönetsel mülkiyetin firma performansı üzerinde olumlu ve önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmış, icracı olmayan direktörler, yönetim kurulundaki kadın direktörler ve blok mülkiyetin ise performans üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerine etkileri konusunda Türkiye’de de yapılmış birçok akademik çalışma bulunmaktadır. Bu çalışmaların bir kısmı Türkiye’de var olan Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) içinde bulunan şirketlerin performanslarının analiz edilmesiyle elde edilen çalışmalar olmuştur. Karamustafa, Varıcı ve Er (2009) bu çalışmalardan birini oluşturmuş ve endekste bulunan 8 firmanın endekse girmeden önce ve girdikten sonraki finansal performanslarını ölçmüştür. Çalışma sonucuna göre kurumsal yönetim endeksindeki firmaların performanslarında endekse katılımlarından sonra kısmen bir artış yaşandığı tespit edilmiştir. Yenice ve Dölen (2013) 2007-2011 arasında kurumsal yönetim endeksindeki şirketlerin notlarının açıklanmasından 30 gün önce ve 30 gün sonrasındaki borsa değerlerini incelemiş, gözlem değeri az olan 2007-2008 hariç derecelendirme notlarıyla firma değeri arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşmışlardır. Aydın (2017) da Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi’ne kayıtlı 24 şirketin 2011-2015 yılları arasındaki kurumsal yönetim notlarının temel firma performans ölçütleri olarak kabul gören özsermaye karlılığı oranı ve aktif karlılığı oranı arasındaki ilişkiyi incelemiş ve aralarında pozitif bir ilişkinin varlığını kanıtlayan sonuçlar elde etmiştir.

Aygün ve İç (2010) ise CEO ikiliğine farklı bir yaklaşımda bulunarak genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmasının Borsa İstanbul’da işlem gören 183 firmanın şirket finansal performansı üzerine etkilerini incelemişlerdir. Çalışmada bu ikiliğin firmaların muhasebe temelli finansal performans göstergeleri Varlıkların

Karlılığı ve Özsermaye Karlılığı ile piyasa esaslı gösterge oranı olan Tobin-Q oranı üzerinde olumsuz etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kula (2005) küçük ve borsaya kote olmayan 386 şirketten elde ettiği verilerle, başkan ve genel müdür pozisyonlarının ayrılmasının firma performansı üzerinde önemli ve olumlu etkilerine ulaşmıştır. Bu olumlu etkinin varlığının bağımsız ve aile üyesi olmayan üyelerin varlığının bir sonucu olabileceği gibi, çalışmada analize dahil firmaların aile mülkiyet yoğunluğunun fazla olduğu düşünüldüğünde sorumluluklarını iyi bir şekilde yerine getiren aile üyelerinin performansından da kaynaklanabileceğini vurgulamıştır. Çalışma ayrıca yüksek düzeydeki aile sahipliğinin yönetici ve sahipler arasındaki çıkar çatışmasıyla yönetim kurulunun rolünü azalttığını da belirtmiştir.

Gomers, Ishii ve Metrick (2003) 1990'lı yıllarda analizlerine 1500 firmayı katarak 24 ayrı kurumsal yönetim değişkeninin kullanmış ve "G-Index" adı verdikleri bir yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Bu endeksin firmaların kurumsal performansıyla olan ilişkisini inceleyen çalışmada kurumsal yönetişimin hisse senedi getirileriyle güçlü bir ilişkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Brown ve Caylor (2004) ise kurumsal yönetim ve firma performansı ilişkisini ölçmek adına kapsamlı çalışmalardan bir diğerini gerçekleştirmişlerdir. Sekiz kurumsal yönetim kategorisini kapsayan 51 faktörle Gov-Score (Yönetişim Skoru) adını verdikleri bileşik bir ölçü oluşturan araştırmacılar bu skoru 2347 şirketle ilişkilendirmiş ve iyi yönetişime sahip firmaların diğerlerine göre daha karlı, değerli ve hissedarlarına daha fazla nakit ödeme yaptığını tespit etmişlerdir.

N.Smith, V.Smith ve Verner (2006) kurumsal yönetim değişkenlerinden olan kadın yönetim kurulu üye varlığının firma performansı üzerine etkilerini incelemiş, 2500 Danimarka firmasının verilerini kullanarak oluşturdukları modelde üst yönetimdeki kadın üye sayısı ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Lückerath-Rovers (2013) aynı pozitif ilişkiye Hollanda'da bulunan 99 şirket üzerinde yaptığı çalışma sonucu ulaşmış, bu çalışma kurullarında kadın olan şirketlerin paydaşlarıyla daha iyi bağlantıya sahip olduğu ve şirket itibarını geliştirdiği fikrini destekleyebileceğini belirtmiştir.

Grace, Vincent ve Evans (2018) Kenya’da bulunan finansal kurumların kurumsal yönetişimleri ve firma performansları arasındaki ilişkiyi incelemiş, çalışma kurumsal yönetişimin firma performansını önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşmıştır. Aktan, Turen, Tvaronaviciene, Çelik ve Alsadeh (2018) kurumsal yönetim ve finansal kurumların performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer bir çalışma olmuştur. 2011-2016 dönemi boyunca Bahreyn’de faaliyet gösteren finansal kurumların verilerini kullanarak oluşturdukları modelde yönetim kurulu büyüklüğü, mülkiyet yoğunluğu ve denetçi itibarının firmaların aktif karlılığı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu tespit eden çalışma, bağımsız yönetici yüzdesi ve yıllık yönetim kurulu toplantılarının sayısının firmaların getirisi üzerinde olumsuz ve anlamlı etkisi olduğunu göstermiş ayrıca CEO dualitesinin firma performansı üzerinde önemli bir belirleyici faktör olarak görmemiştir.

Arora ve Bodhanwala (2018) yönetim kurulu ve sahiplik yapısı gibi iç, kurumsal kontrol pazarı, ürün rekabeti dış düzenleyici mekanizmaları da dikkate alarak Hindistan’da oluşturdukları kurumsal yönetim endeksi ile firma performansları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulmuşlardır. Heenetigala ve Armstrong (2011) ise Sri Lanka’da halka açık 37 şirketin kurumsal yönetim değişkenleriyle firma performansları arasındaki ilişkiyi incelemiş, çalışma vekalet teorisini destekler şekilde ayrı liderlik yapısının firma performansını arttıran önemli bir unsur olduğu sonucuna ulaşmıştır. Sri Lanka’da icracı olmayan direktörler ve kurulda oluşturulan komitelerin önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğuna değinen çalışma, iyi kurumsal yönetişimin firma performansını belirleme de önemli olduğuna vurgu yapmıştır.

Sipahi, Artantaş ve Şişman (2018) Vietnam’da borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen diğer bir çalışma olmuştur. Çalışma hem genel müdür hem de yönetim kurulu üyeliğini temsil eden CEO dualitesi ile şirket performansı arasında pozitif yönde anlamlı ilişkiler bularak temsil teorisini destekleyen bulgulara ulaşırken. yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansları arasında ise anlamlı bir ilişki bulamamıştır.

Topaloğlu, Coşkun ve Özkan (2016) ise sahiplik yapısıyla firma performansı arasındaki ilişkiyi BİST 30 şirketleri üzerinde araştırmış, aktif karlılığı (ROA) ile en büyük pay sahibinin toplam özsermayedeki payı ve halka açıklık oranı arasında anlamlı ve negatif sonuçlara ulaşmışlardır. Kılıç ve Ayriçay (2018) sahiplik ve yönetim kurulu yapısı ile firma performansını ölçen diğer bir çalışmadır. BIST İmalat sektöründe bulunan şirketler üzerinde yapılan panel regresyon sonucunda muhasebe temelli performans göstergeleri aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) ile en büyük pay sahibinin toplam sermayedeki payı arasında anlamlı ve negatif sonuçlara ulaşan çalışma, yönetim kurulu üye sayısı ile aktif karlılığı ve Tobin Q arasında anlamlı ve pozitif, özsermaye karlılığı ile negatif ilişkinin varlığını tespit etmişlerdir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DEKİ ARACI KURUMLARIN KURUMSAL YÖNETİM DEĞİŞKENLERİ VE FİRMA PERFORMANSLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

5.1. Çalışmanın Amacı

Türkiye sermaye piyasaları son yıllarda SPK'nın öncülüğünü yaptığı düzenlemeler, sivil toplum kuruluşlarının özverili çalışmaları ve bu piyasalarda yer alan kamu ve özel kuruluşların çabalarıyla ciddi bir gelişim göstermektedir. Sermaye piyasası aktörlerinden olan aracı kurumlar da zaman içinde gerek dış düzenlemeler gerekse kendi içlerinde yaptıkları iç düzenlemelerle bu gelişime ayak uydurmak için ilerleme kaydetmişlerdir. Ancak doksanlı yıllarda Türkiye'de, son küresel krizde ABD'de bu kurumların oynadığı kritik roller dikkatlerin bu yöne yönelmesine sebep olmuştur. Bu krizlerin yönetim temelli nedenlerine çözüm olarak ortaya çıkan kurumsal yönetim kavramının aracı kurumlar tarafından ne kadar benimsediğinin takip edilmesini gerekli kılmaktadır. Yapılan literatür çalışmalarının çoğunun bu uygulamaların firmaların performansı üzerinde de etkili olduğu sonucuna varması Türkiye'deki aracı kurumların da bu konudaki durumlarının tespit edilmesi açısından çalışma için önemli bir teşvik sağlamıştır. Diğer yandan aracı kurumlar hakkında TSPB yayınları haricinde araştırma ve çalışmalar oldukça sınırlı kalmaktadır. Bu yüzden çalışmanın bu alanda çalışmak isteyenlere de yardımcı olması amaçlanmaktadır.

5.2. Çalışmanın Kısıtları ve Veri Toplama Yöntemleri

Öncelikle aracı kurumlara ait bilgiler oldukça sınırlı kalmaktadır. Özellikle halka açık aracı kurum sayısının çok az olması kurumsal yönetim değişkenlerinin incelenmesini kısıtlayan bir durum olarak çalışmayı sınırlandıran temel sorundur. Başta CEO ve Yönetim Kurulu Başkanlığı rollerinin son yıllarda çoğu aracı kurumda

ayrılmaya başlamasıyla beraber bu durum yerine Türkiye’deki aracı kurumlarda yaygın olarak rastlanan genel müdürün yönetim kurulunda yer alması durumunun firma performansı üzerindeki etkisinin incelenmesinin daha anlamlı sonuçlar doğuracağı öngörülerek modele bu yönde dahil edilmiştir. Yapılan literatür çalışmasında ise firma performansını ölçen temel finansal oranların muhasebe ve piyasa temelli olarak ikiye ayrılmış olduğu görülmüştür. Gözlemin konusunu oluşturan aracı kurumların büyük çoğunluğunun halka açık olarak işlem görmemesi dolayısıyla piyasa temelli göstergelerin anlamsız sonuçlar ortaya koyacağı göz önüne alınarak bu çalışmada sadece muhasebe temelli finansal oranlar kullanılmıştır.

Kurumsal yönetim değişkenleri hakkında elde edilen veriler aracı kurumların yılsonlarında yayınlanan bağımsız denetimden geçmiş bilanço ve faaliyet raporlarından, TSPB Yıllık Yayınlarından ve aracı kurum internet sitelerinden elde edilmiştir. Aracı kurumların firma performans ölçütlerine temel olan veriler ise KAP’ta yayınlanan ya da şirketlerin internet sitelerinden ulaşılabilen yıllık finansal raporlardan elde edilmiştir.

5.3. Çalışmanın Yöntemi

“Ekonometri teorileri ve uygulamaları zaman içinde kesit, zaman serileri ve panel veri modelleme teknikleri ile ekonomik ilişkileri analiz etmek için geliştirilmiştir” (Bhattarai, 2016: 9). Zaman serisi verileri, tek bir konu için farklı zaman aralıklarında gözlemler topluluğu iken kesit veriler birden fazla konu için gözlemler topluluğudur. Panel veri ise birden çok örnekte birden çok konu için gözlem toplanması olarak bu iki veri türünün bir kombinasyonu olarak adlandırılabilir. Bu çalışmada aracı kurumların belirlenen kurumsal yönetim değişkenlerinin firma değerlerine etkileri panel veri yöntemiyle araştırılmaktadır.

5.3.1. Panel Veri

“Panel verileri terimi, hanehalkları, ülkeler, firmalar vb. kesitler üzerindeki gözlemlerin birkaç zaman dilimi içinde toplanmasını ifade etmektedir” (Baltagi ve Raj, 1992: 85). *“Panel verileri, sonuç değişkeninin gözlemlenebilir olmayan ancak gözlemlenen açıklayıcı değişkenlerle ilişkili olan açıklayıcı değişkenlere bağlı*

olduğundan şüphelendiğimizde yararlıdır. Bu gibi atlanan değişkenler zaman içinde sabitse, panel veri tahmincileri gözlemlenen açıklayıcı değişkenlerin etkisini tutarlı bir şekilde tahmin etmeyi sağlar” (Schmidheiny, 2013: 1). Panel veri analizi sosyal bilimciler arasında gün geçtikçe daha çok popüler olmaya başlayan bir analiz türü olarak dikkat çekmeye devam etmektedir.

Yaffee’ye göre (2003) panel veri analizi regresyon analizine hem mekânsal hem de zamansal bir boyut kazandırmaktadır. Mekansal boyut, bir dizi kesitsel gözlem birimi ile ilgiliyken zamansal boyut belirli zaman dilimi boyunca bu enine kesit birimlerini karakterize eden bir dizi değişkenin periyodik gözlemiyle ilgilidir. Çelik ve Kırıl (2018) klasik panel veri modelini formülize etmiştir.

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{kit} + U_{it} \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T; \quad k = 1, 2, \dots, q \quad (1)$$

Buna göre; “Y” bağımlı değişken, “α” sabit parametre, “X_k” bağımsız değişkenler, “β_k” eğim parametreleri, “u_{it}” ise hata terimidir, “i” birey, firma gibi yatay kesit birimlerini, “t” ise gün, ay, yıl gibi zaman kavramını ifade etmektedir. “Bir panel veri kümesinde, her biri farklı zaman aralıklarında tekrarlanan ölçümleri olan birden fazla varlık bulunur. Panel verilerinin, sabit etki ve/veya rastgele etki modelleri ile analiz edilen bireysel (grup) etkisi, zaman etkisi veya her ikisi birden olabilir” (Park, 2011a:1). “Panel veri modelleri kesitsel (grup) ve zaman serisi (zaman) etkilerini inceler. Bu etkiler sabit veya rastgele olabilir. Sabit etkileri bireysel grup / zamanın regresyon denkleminde farklı kesişme olduğunu varsayarken, rastgele etkiler bireysel grup / zamanın farklı rahatsızlıklara sahip olduğunu varsaymaktadır” (Park, 2010b:1).

Her ekonometrik modelin olduğu gibi panel veri analizinin de avantaj ve dezavantajları ve bunlara değinen çalışmalar mevcuttur. Panel veri analizini ele alan çalışmalardan bu modelin avantajları kısaca şu şekilde maddeleştirilebilir (Bhattarai, 2016; Hsiao, 2005: 3).

- Panel veri daha fazla serbestlik ve daha az çoklu doğrusallık içerir böylece ekonometrik tahminlerin verimliliğini artırır.

- İnsan davranışlarının karmaşıklığını yakalamak için tek bir kesit veya zaman serisi verilerinden daha fazla kapasiteye sahiptir
- Hesaplama ve istatistiksel çıkarım basitleştirilmiştir.
- Bir regresyonda bireysel ve zaman etkilerini kontrol etme imkanı mevcuttur.
- Sayım, hanehalkı anketleri, firma veya ülke bazında istatistiklerinden çok miktarda bilgi kullanabilir.

Baltagi (2005:7) ise panel veri modelinin dezavantajlarından bahsetmiştir. Bu dezavantajların başında panel veri analizinin tasarım ve veri toplama problemleri gelmektedir. Sınırlayıcı ve örnekleme zamanı yanlışlığı kullanımı yanında ölçüm hataları panel veri analizinin diğer kısıtlarından kabul edilirken karşılaşılan diğer bir önemli sorun ise seçicilik problemidir. Tüm verilerin gözlemlenmemesi üzerine veri yanlışlığının olduğu seçicilik türü öz seçicilik olarak adlandırılırken, katılımın reddedilmesi sonucu veriler üzerinde yaşanan verim kaybı da diğer bir seçicilik türüdür.

5.3.1.1. Sabit Etki Modeli

Panel veri ile oluşturulan regresyonda kullanılan yaklaşımlardan ilki sabit etki modelidir. Model kısaca katsayıların birimler ve zamana göre değiştiği varsayımına dayanır. Garcia-Gil ve Cid-Puron'a göre (2014) sabit etki modelleri firmaların bireysel özelliklerinin zaman içindeki etkilerini yakalar. Tekniğin amacı ise belirli bir değişken kümesinin etkilerini açıkça kontrol etmektir. *“Sabit etkiler modelinde, bireye özgü etki, açıklayıcı değişkenlerle ilişkilendirilmesine izin verilen rastgele bir değişkendir”* (Schmidheiny, a.g.e., s.4.). Brüderl ve Ludwig'e göre (2015) panel verileri genellikle uzun formatta ayarlanır. Her bir denegin gözlemleri kronolojik olarak sıralanır ve deneklerin panelleri birbirinin altında istiflenir. Judge (1985, aktaran Yüce Akıncı, Akıncı ve Yılmaz, 2013: 86) sabit etki modelini (2) numaralı eşitlikle ifade etmiştir.

$$Y_{it} = \beta_1 + \alpha_i + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \epsilon_{it} \quad \begin{matrix} i = 1, 2, \dots, G \\ t = 1, 2, \dots, N \end{matrix} \quad (2)$$

2 numaralı eşitlikte bağımlı değişken “ Y_{it} ” ortalama sabit terim “ β_1 ” olarak ifade edilirken, “ α_i ” i kesitin ortalama sabit terimden farklılığını “ ε_{it} ” ise hata terimini gösterir. Eşitlikte hata terimi ve modeli açıklayıcı değişkenlerle bir ilişki bulunması halinde bu modelin kullanımı daha uygun olmaktadır.

5.3.1.2. Tesadüfi (Rassal) Etki Modeli

Panel veri analizindeki diğer bir yaklaşım ise rastgele (rassal) etki modelidir. Greene’ye göre (2002: 293) sabit etkiler modeli gözlemlenemeyen bireysel etkilerin dahil edilen değişkenlerle ilişkilendirilmesine izin verir. Bireysel etkiler regresörler ile ilişkisizse bireysel özel sabit terimleri kesitsel birimler arasında rastgele dağıtarak modellemek daha uygun olabilir. Kök ve Şimşek’e göre (2006) sabit etki modeli çokça kullanılsa da fazla sayıda yatay kesite sahip olması serbestlik derecesi kaybına sebep olur. Özer ve Çiftçi’ye göre (2009) rassal etki modelinin sabit etki modeline göre daha güçlü olduğu konu serbestlik derecesi kaybının yok edilmesi olmuştur. Çalışma 3 nolu eşitlikte tek yönlü, 4 nolu eşitlikte ise çift yönlü rassal etkiler modelini formülize etmiştir.

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it}X_{1it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + (\mu_{it} + v_{it}) \quad (3)$$

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it}X_{1it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + (\mu_{it} + \lambda_{it} + v_{it}) \quad (4)$$

İki bileşenli hata terimi içeren modelde “ μ_i ” kesit etkisini gösterirken “ v_{it} ” ise geriye kalan hata terimlerini ifade eder. Kısaca tesadüfi etkili modelde birim ve zamana bağlı olarak yaşanan farklılıklar hata teriminin bir ögesi olarak modele katılırlar.

5.3.1.3. Klasik Model

Panel veri modelleri, sabit etki ve rassal etki olarak oluşturabilmesinin yanında klasik model yani havuzlandırılmış en küçük kareler yöntemiyle de kurulabilirler. Çatalbaş ve Yazar’e göre (2015) klasik modeller sabit ve eğim parametrelerinin birim ve zaman etkilerine göre sabit olduğu modellerdir. Buna göre birim ve zaman

etkilerinin bulunmadığı durumlarda bu modelin kullanımı uygun olarak görülmektedir.

Klasik, sabit ve rassal etki modellerinden hangisinin seçileceğinin tespitinde ise kullanılan çeşitli ekonometrik testler bulunmaktadır. Bunlardan ikisi çalışmalarda çokça tercih edilen F testi ve Breusch Pagan LM testleridir. Tatoğlu'na göre (2012) F testi verilerin birimlere bağlı olarak farklılık gösterip göstermediğini analiz eder. Buna göre F testi hipotezleri şu şekilde kurulur;

H_0 : Birim Etki Yoktur-Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi Geçerli

H_1 : Birim Etki Vardır-Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi Geçerli Değil

Breusch Pagan LM testi ise birim etkilerin varlığını araştıran diğer bir ekonometrik testtir. Test havuzlanmış en küçük kareler yöntemi ile Rassal etkiler modelinden hangisinin model için daha uygun olacağını sınar. Buna göre bu testin hipotezleri aşağıdaki şekliyle kurulur.

H_0 : Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli uygundur.

H_1 : Rassal Etki Modeli uygundur.

Tatoğlu'na göre (a.g.e.) klasik model seçimi için uygulanabilecek diğer bir test LR Testi'dir. Test birim ve zaman etkilerinin varlığına göre klasik modelin uygulanmasının uygun olup olmadığını test eder. Bu testin hipotezleri ise aşağıdaki gibi gösterilebilir.

H_0 : Birim Etki Yoktur – Klasik model geçerlidir

H_1 : Birim etki vardır – Klasik model geçersizdir.

Klasik model seçimi için yapılan birim ve zaman etkisi testlerinden sonra bu etkilerin varlığının tespiti halinde modelin sabit etkiler modeli mi yoksa rassal etkiler modeliyle mi olarak oluşturulacağının seçimi ise Hausman testi sonucuna göre yapılır.

5.3.1.4. Hausman Testi

Hausman Testi 1978 yılında Jerry Hausman tarafından geliştirilmiş, çalışmada sabit etki mi yoksa rassal etki modelinin mi kullanılması gerektiğini ortaya koyan test olarak ekonometrik çalışmalarda oldukça popüler bir testtir. Sheytanova'ya göre (2014: 4) Hausman testi panel modelinde endojenitenin varlığını inceler. Panel verilerin kullanımı ise kesit ve zaman serisi verilerine göre avantaj sağlasa da kullanılacak modelin spesifikasyonu tutarlı sonuçlar elde etmek için büyük önem taşır. Bu yüzden uygun modelin belirlenmesi adına Hausman testi yapılması önerilir. *“Hausman ön testi, rastgele etki belirtiminin doğru olduğu ön test sıfır hipotezini reddederse, ikinci aşamada sabit etki tahmin edicisine dayalı çıkarım kullanılır, aksi takdirde uygun güç özelliklerine sahip rastgele etki tahmin edicisine dayalı çıkarım kullanılır”* (Guggenberger, 2010: 337).

5.3.1.5. Birimler Arası Korelasyon, Heterokedastisite ve Otokorelasyon Testleri

Model seçimi yapıldıktan sonra daha tutarlı sonuçlara sahip bir model oluşturmak adına varsa sorunların tespiti panel veri yönteminin diğer önemli aşamasıdır. Demirci'ye göre (2017) panel modelleri eşit varyansa sahip olan birimler arası korelasyon ve otokorelasyon barındırmadığı varsayımına dayanır ancak modeller bu varsayımın aksine sayılan problemlere sahip olabilirler. Tatoğlu (2012) birimler arası korelasyon varlığının tespiti adına kullanılan Pesaran, Friedman ve Flees testlerine değinmiştir. Üç test için de kurulan hipotezler şu şekilde yazılabilir.

H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur.

H_1 : Birimler arası korelasyon vardır.

Heteroskedastisite yani değişen varyans ise oluşturulan modellerde karşılaşılan problemlerden biridir. Sabit olmayan hata terimi varyanslarının varlığından dolayı oluşan bu problemin tespiti için ise kullanılan testlerin başında Wald testi gelmektedir. Otokorelasyon sorunu model oluşturulurken karşılaşılan bir diğer problem türüdür. Otokorelasyon sorununu tespiti için kullanılan testlerin başında ise Baltagi-Wu LBI ve

Durbin Watson testleri gelmektedir. Test hipotezleri aşağıdaki gibi basit bir şekilde kurulabilir.

H_0 : Otokorelasyon yoktur.

H_1 : Otokorelasyon vardır.

Tatoğlu'na göre (a.g.e.) modelde otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyonun varlığı standart hata, R^2 , f değeri ve güven aralığı gibi modeli açıklayan birçok verinin doğruluğunu etkiler. Bu problemlerden birinin veya tamamının mevcut olması ise dirençli olan standart hataların elde edilmesini gerekli kılar. Hoechle (2007) doğrusal panel modelleri için sağlam standart hata terimlerini üreten bu dirençli tahmicilere değinmiş, sadece değişen varyans sorununun bulunduğu modeller için Robust Standart Errors, bu sorunun yanında otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun probleminin de bulunduğu modeller için ise Driscoll-Kraay tahmincisinin kullanılmasını önermiştir.

5.4. Çalışmanın Değişkenleri ve Tanımları

Çalışmanın değişkenleri, tanım ve simgeleri Tablo 5.1'de gösterilmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak kurumsal yönetim değişkenleri kullanılırken, bağımlı değişken olarak akademik çalışmalarda sıkça tercih edilen muhasebe temelli şirket performans ölçümleri kullanılmıştır.

Tablo 5.1: Çalışma Değişkenleri ve Semboller

Değişkenler	Ölçütler	Tanımlamalar	Semboller
Bağımsız Değişkenler	Yönetim Kurulu Büyüklüğü	Yönetim kurulu üye sayısının belirtmektedir.	BSIZE
	Kadın Üye Sayısı	Yönetim kurulunda bulunan kadın üye sayısını tanımlar.	BOAWO
	CEO Dualitesi	Dummy Değişken – Genel Müdür aynı zamanda yönetim kurulunda görevli ise 1 değilse 0 değerini alacaktır.	CEODU
	Sahiplik Yapısı	En yüksek pay sahibinin sermayesi / Toplam Özsermaye	OWNR
Bağımlı Değişkenler	Aktif Karlılığı	Net Kar / Toplam Aktifler	ROA
	Özsermaye Karlılığı	Net Kar / Özsermaye	ROE
	Faaliyet Kar Marjı	Faaliyet Karı / Satışlar	OPM
	Net Kar Marjı	Net Kar / Satışlar	NPM
	Brüt Kar Marjı	Brüt Kar / Satışlar	GPM

5.4.1 Kurumsal Yönetim Değişkenleri

Kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçen çoğu çalışmada kullanılan kurumsal yönetim değişkenlerinden özellikle yönetim kurulu büyüklüğü, kadın yönetim kurulu üye sayısı, CEO'nun yönetim kurulunda görev alıp

almaması, kadın üye sayısı ve sahiplik yapıları bu çalışmada bağımsız değişken olarak belirlenmiştir.

5.4.2. Firma Performans Oranları

Literatürde çoğunlukla kullanılan bu temel finansal oranlar bu çalışmanın da performans öncüllerini oluşturmaktadır. Aktif Karlılığı (ROA-Return on Assets) olarak adlandırılan oran şirket varlıklarının ne kadar bir kar getirdiğini gösteren finansal karlılık oranıdır. Özsermaye karlılığı (ROE- Return on Equity) olarak bilinen oran ise özsermayenin ne kadar kar elde ettiğini gösteren karlılık oranıdır.

Firma performansına dahil edilen diğer karlılık oranları ise kar marjı oranlarıdır. Bu oranlardan faaliyet kar marjı bir şirketin verimliliğini ölçen temel kıstaslardan biri olarak kullanılırken net kar marjı ise firmanın satışlarını ne kadar kara dönüştürdüğünü, brüt kar marjı ise üretim etkinliğini ölçen firmaların ürün ve hizmet masraflarının indirilmesiyle geriye kalan satış gelirini gösteren bir karlılık oranıdır.

5.5. Ampirik Bulguların Değerlendirilmesi

Bu çalışma aracı kurumların kurumsal yönetim değişkenleri ile firma performansları arasındaki ilişkiyi 2011-2018 yılları için panel veri yöntemi kullanarak ortaya koymayı amaçlamaktadır. Analize dahil edilen yönetim kurulu büyüklüğü (BSIZE), yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı (BOAWO), genel müdürün yönetim kurulunda bulunduğu CEO Dualitesi (CEODU) ve en yüksek pay sahibinin toplam sermayedeki payını temsil eden sahiplik yapısı (OWNR) ile aktif karlılığı (Return on Assets), özsermaye karlılığı (Return on Equity), brüt kar marjı (Gross Profit Margin), net kar marjı (Net Profit Margin), faaliyet kar marjı (Operating Profit Margin) ile ilgili özet verileri Tablo 5.2’de verilmiştir.

Tablo 5.2: Analize Dahil Edilen Değişkenler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
Company	376	24	13.58273	1	47
BSIZE	376	5.367021	14013	2	11
BOAWO	376	0.9867021	0.9562894	0	4
CEODU	376	0.7101064	0.4543174	0	1
OWNR	376	0.4885328	0.4958783	0.0293392	6.434924
ROA	376	0.048369	0.1766762	-1.937437	2.031458
ROE	376	0.0770827	0.2037825	-2.299964	0.7977477
NPM	376	0.0424499	0.8651254	-13.07994	7.542801
OPM	376	-0.1095019	1.068931	-13.7138	2.19052
GPM	376	0.3582521	0.9353533	0.0006894	10.32625

Bu çalışmada, 2011-2018 yılları arasında SPK'dan faaliyet izni alarak finansal piyasalarda faaliyette bulunan 47 aracı kuruma ait bilgiler panel veri yöntemiyle incelenmiş bu analiz için STATA programı kullanılmıştır. 376 gözlem bulunan çalışmada temel olarak aşağıda bulunan hipotezler her bir bağımlı değişken için ayrı ayrı sınanmıştır.

Tablo 5.3: Çalışmanın Hipotezleri

Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Bağımlı Değişken Aktif Karlılığı (ROA)	Bağımlı Değişken Özsermaye Karlılığı (ROE)	Bağımlı Değişken Net Kar Marjı (NPM)	Bağımlı Değişken Brüt Kar Marjı (GPM)	Bağımlı Değişken Faaliyet Kar Marjı (OPM)
H₀:Yönetim kurulu büyüklüğü ile Aktif Karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulu büyüklüğü ve Aktif Karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Yönetim kurulu büyüklüğü ile Özsermaye Karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulu ve Özsermaye Karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Yönetim kurulu büyüklüğü ile Net Kar Marjı (NPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulu büyüklüğü ile Net Kar Marjı (NPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Yönetim kurulu büyüklüğü ile Brüt Kar Marjı (GPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulu büyüklüğü ile Brüt Kar Marjı (GPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Yönetim kurulu büyüklüğü ile Faaliyet Kar Marjı (OPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulu büyüklüğü ile Faaliyet Kar Marjı (OPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.
H₀:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Aktif Karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Aktif Karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Özsermaye Karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Özsermaye Karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Net Kar Marjı (NPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Net Kar Marjı (NPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Brüt Kar Marjı (GPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Brüt Kar Marjı (GPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Faaliyet Kar Marjı (OPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Yönetim kurulunda bulunan kadın sayısı ile Faaliyet Kar Marjı (OPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.
H₀:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Aktif Karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Aktif Karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Özsermaye Karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Özsermaye Karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Net Kar Marjı (NPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Net Kar Marjı (NPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Brüt Kar Marjı (GPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Brüt Kar Marjı (GPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Faaliyet Kar Marjı (OPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Genel müdürün yönetim kurulu üyesi olması ile Faaliyet Kar Marjı (OPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.
H₀:Sahiplik yapısı ile Aktif Karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Sahiplik yapısı ile Aktif Karlılığı (ROA) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Sahiplik yapısı ile Özsermaye Karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Sahiplik yapısı ile Özsermaye Karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Sahiplik yapısı ile Net Kar Marjı (NPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Sahiplik yapısı ile NPM arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Sahiplik yapısı ile Brüt Kar Marjı (GPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Sahiplik yapısı ile Brüt Kar Marjı (GPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.	H₀:Sahiplik yapısı ile Faaliyet Kar Marjı (OPM) arasında anlamlı bir ilişki yoktur. H₁:Sahiplik yapısı ile Faaliyet Kar Marjı (OPM) arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Çalışmada incelenen 5 bağımlı değişkenin her biri için doğru modeli oluşturabilmek adına Hausman testinden önce zaman ve birim etkileri araştırılmış, birimler arası korelasyon, heteroskedastisite (değişen varyans) ve otokorelasyon varlığının tespiti için literatürde sıkça kullanılan Pesaran, Friedman, Flees testleri uygulanmış, Durbin-Watson, Baltagi-Wu LBI değerleri incelenmiştir. Heteroskedastisite ve otokorelasyon probleminin varlığı durumunda ise daha doğru sonuçlar elde edebilmek amacıyla Robust Standart Errors ve sıkça kullanılan Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılmıştır.

5.5.1. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Aktif Karlılığı (ROA) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Bağımlı değişkenlerin ilki olan aktif karlılığı (ROA) ile kurumsal yönetim değişkenlerinin ilişkisi incelenmeden önce model üzerinde zaman ve birim etki analizi için F test, Breusch Pagan ve LR Test uygulanmıştır (Tablo 5.4). Testlerin sonucunda birim etkilerin varlığının sıfır olduğu H_0 hipotezi üç test için de reddedilerek birim etki varlığı kabul edilmiş, zaman etkisi varlığının sıfır olduğu H_0 hipotezi ise bütün test sonuçları % 5'ten büyük olduğu için reddedilememiştir. Böylece birim etkilerin varlığı klasik modelin bu değişken için uygun olmadığını göstermiştir.

Tablo 5.4: Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (ROA)

	F Test	Breusch-Pagan	LR Test	Sonuç
Zaman Etkisi Ölçüm Değerleri	0.1423	0.2289	0.250	Zaman Etkisi Yoktur
Birim Etkisi Ölçüm Değerleri	0.0000	0.0000	0.000	Birim Etki Vardır

Tablo 5.5: Varsayım Testleri (ROA)

	Probability - Eşik Değerler	Sonuç
Pesaran	0.225>0.05	Birimler arası korelasyon yoktur
Friedman	1.000>0.05	Birimler arası korelasyon yoktur
Frees	1.572>0.31	Birimler arası korelasyon yoktur
Heteroskedastisite	0.000<0.05	Heteroskedastisite vardır
Durbin Watson	2.052>2	Otokorelasyon yoktur
Baltagi - Wu LBI	2.168>2	Otokorelasyon yoktur

Tablo 5.6: Hausman Testi (ROA)

Değişkenler	Sabit Etkiler Modeli Katsayıları	Rassal Etkiler Modeli Katsayıları
BSIZE	-0.0073994	0.001321
BOAWO	0.0000534	-0.0036418
CEODU	0.0348104	0.0101953
OWNR	-0.2625196	-0.2223637
Chi2: 20.15 Prob: 0.0005 Tercih edilen model: Sabit Etkiler Modeli		

Birimler arası korelasyon ve otokorelasyon probleminin olup olmadığının tespiti için yapılan Pesaran, Friedman ve Frees testi ile Durbin Watson ve Baltagi-Wu LBI testi sonuçlarının eşik değerlerden yüksek olması modelde birimler arası korelasyon ve otokorelasyon olmadığı sonucunu verirken, heteroskedastisite değerinin % 5'ten küçük olması ise değişen varyansın varolduğunu göstermektedir. Uygulanan Hausman testi sonucu ise olasılık değerinin 0.05'ten küçük olması dolayısıyla regresyon modeli sabit etkiler modeli olarak oluşturulmuştur. Model sonuçları Tablo 5.7'de gösterilmiştir.

Tablo 5.7: Sabit Etkiler Modeli Sonuçları (ROA)

Değişkenler	Katsayılar	Robust Std Err.	P > t
BSIZE	-0.0073994	0.0072519	0.313
BOAWO	0.0000534	0.0086618	0.995
CEODU	0.0348104	0.0248766	0.168
OWNR	-0.2625196	0.0665524	0.000
constant	0.1915593	0.0465069	0.000
F: 7.13 R²: 0.2660 Prob: 0.0001			

Model sonuçları incelendiğinde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni % 26.60 oranında açıklamakta olduğu olasılık değerine bakıldığında ise modelin yüksek bir istatistiksel anlamlılığa sahip olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkiler incelendiğinde ise % 5 anlamlılık düzeyinde kurumsal yönetim değişkenlerinden sadece sahiplik yapısının aktif karlılığıyla anlamlı ve ters yönlü bir ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Diğer kurumsal yönetim değişkenleri ile aracı kurumların aktif karlılığı arasında ise bir ilişki kurulamamıştır. Bu sonuçlara göre aracı kurumlarda en yüksek pay sahibinin toplam özsermayedeki payı yükseldikçe aktif karlılığının azaldığı bulgusuna varılmıştır. Böylece aktif karlılığı (ROA) için kurulan hipotezlerden sadece sahiplik yapısı için H₁ hipotezi kabul edilirken diğer değişkenler için bu hipotez reddedilerek H₀ hipotezleri kabul edilmiştir.

5.5.2. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Özsermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Bağımlı değişkenlerden bir diğeri olan özsermaye karlılığının (ROE) kurumsal yönetim değişkenleri ile ilişkisini ölçen model kurulmadan önce zaman ve birim etki testleri uygulanmış, zaman etkisi sınaması için yapılan üç test değerinin de 0.05'ten yüksek olması sonucunda zaman etkisi varlığının olmadığı tespit edilmiştir. (Tablo 5.8). Birim etkisi sınamalarında ise test değerlerinin 0.05'ten küçük çıkması birim

etkinin varlığını ortaya koymuş bu yüzden model oluşturulurken klasik model tercih edilmemiştir.

Tablo 5.8: Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (ROE)

	F Test	Breusch-Pagan	LR Test	Sonuç
Zaman Etkisi Ölçüm Değerleri	0.1309	1.000	0.236	Zaman Etkisi Yoktur
Birim Etkisi Ölçüm Değerleri	0.0000	0.0000	0.000	Birim Etki Vardır

Tablo 5.9: Varsayım Testleri (ROE)

	Probability - Eşik Değerler	Sonuç
Pesaran	0.001<0.05	Birimler arası korelasyon vardır
Friedman	0.999>0.05	Birimler arası korelasyon yoktur
Frees	1.061>0.31	Birimler arası korelasyon yoktur
Heteroskedastisite	0.000<0.05	Heteroskedastisite vardır
Durbin Watson	1.597<2	Otokorelasyon vardır
Baltagi - Wu LBI	1.910<2	Otokorelasyon vardır

Tablo 5.10: Hausman Testi (ROE)

Değişkenler	Sabit Etkiler Modeli Katsayıları	Rassal Etkiler Modeli Katsayıları
BSIZE	-0.0023467	-0.0010659
BOAWO	-0.0028533	0.0018107
CEODU	0.0153412	-0.0045152
OWNR	-0.3517082	-0.3115503
Chi2: 24.67 Prob: 0.0001 Tercih edilen model: Sabit Etkiler Modeli		

Hausman testi uygulamadan önce yapılan varsayım testleri sonucu birimler arası korelasyon, heteroskedastisite ve otokorelasyon problemi olduğu sonucuna ulaşılmış ve modelde Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılmıştır. Hausman testinde ise olasılık değerinin (prob) eşik değer olan 0.05'ten küçük olması dolayısıyla rassal etkileri varlığını kabul eden H_0 hipotezi reddedilmiş, model sabit etkiler modeli olarak oluşturulmuştur.

Tablo 5.11: Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (ROE)

Değişkenler	Katsayılar	Driscoll-Kraay Std Err.	P > t
BSIZE	-0.0023467	0.0071063	0.751
BOAWO	-0.0028533	0.0063867	0.669
CEODU	0.0153412	0.0056107	0.029
OWNR	-0.3517082	0.0381619	0.000
constant	0.25342	0.0449486	0.001
F: 43.67			
R²: 0,4754			
Prob: 0.0000			

Model sonuçları Tablo 5.11'de gösterilmiştir. R^2 değerine göre değişkenler modeli % 47.67 olarak açıklamaktayken değişkenler arasındaki ilişkiler incelendiğinde ise CEO dualitesi ve sahiplik yapısının özsermaye karlılığıyla anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu ve H_1 hipotezinin bu değişkenler için kabul edildiği görülmektedir. Yönetim kurulundaki kadın sayısı ve yönetim kurulu büyüklüğünün ise özsermaye karlılığıyla anlamlı bir ilişkiye sahip olmadığı tespit edilmiş H_1 hipotezleri bu değişkenler için reddedilerek H_0 hipotezleri kabul edilmiştir. Böylece yönetim kurulunda bulunan bir yöneticinin aynı zamanda genel müdür olarak görev yapması aracı kurumlarda özsermaye karlılığını arttıran bir durum olarak gözükürken, en yüksek pay sahibinin toplam özsermayedeki payını arttırması ise bu karlılık oranını azaltan bir durumdur.

5.5.3. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Faaliyet Kar Marjı (OPM) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Bağımlı değişken olarak incelenen kar marjı oranlarından ilki olan Faaliyet Kar Marjı (OPM) ile kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki ilişkiyi incelemekten önce diğer değişkenlerde olduğu gibi birim ve zaman etkisi sınamaları yapılmış, zaman etkisi için yapılan üç testte de değerler 0.05'ten yüksek çıkmış ve zaman etkisinin sıfır olduğu H_0 hipotezi reddedilememiştir. Birim etkilerin varlığını sıfıra eşit olduğunu H_0 hipotezi ise üç testinde sonuçları eşik değer olan 0.05'ten düşük olduğu için reddedilmiş model kurulumunda birim etki varlığı nedeniyle klasik model ihmal edilmiştir.

Tablo 5.12: Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (OPM)

	F Test	Breusch-Pagan	LR Test	Sonuç
Zaman Etkisi Ölçüm Değerleri	0.0705	0.0962	0.135	Zaman Etkisi Yoktur
Birim Etkisi Ölçüm Değerleri	0.0000	0.0000	0.000	Birim Etki Vardır

Tablo 5.13: Varsayım Testleri (OPM)

	Probability - Eşik Değerler	Sonuç
Pesaran	0.001<0.05	Birimler arası korelasyon vardır
Friedman	1.000>0.05	Birimler arası korelasyon yoktur
Frees	2.248>0.31	Birimler arası korelasyon yoktur
Heteroskedastisite	0.000<0.05	Heteroskedastisite vardır
Durbin Watson	1.6619<2	Otokorelasyon vardır
Baltagi - Wu LBI	2.0401>2	Otokorelasyon yoktur

Tablo 5.14: Hausman Testi (OPM)

Değişkenler	Sabit Etkiler Modeli Katsayıları	Rassal Etkiler Modeli Katsayıları
BSIZE	0.0472425	0.0694992
BOAWO	-0.0196079	-0.0562653
CEODU	0.0678886	0.327552
OWNR	-1.679491	-1.316831
Chi2: 27.89 Prob: 0.0000 Tercih edilen model: Sabit Etkiler Modeli		

Model için Hausman Testi yapmadan önce varsayım testleri uygulanmış ve Pesaran testi, heteroskedastisite ve Durbin Watson değerlerinin eşik değerden düşük çıkması dolayısıyla birimler arası korelasyon, değişen varyans ve otokorelasyon problemi tespit edilmiştir. Hausman testi olasılık değerinin 0.05'ten düşük olması dolayısıyla oluşturulan sabit etkiler modelinde varsayım testinde ortaya çıkan sorunların varlığı dolayısıyla literatürde yoğun olarak kullanılan Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılmış ve sonuçlar Tablo 5.15'de verilmiştir.

Tablo 5.15: Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (OPM)

Değişkenler	Katsayılar	Driscoll-Kraay Std Err.	P > t
BSIZE	0.0472425	0.0187912	0.040
BOAWO	-0.0196079	0.0665119	0.777
CEODU	0.0678886	0.1117891	0.563
OWNR	-1.679491	0.2683565	0.000
constant	0.4285719	0.0936078	0.003
F: 50.45 R²: 0.3630 Prob: 0.0000			

Değişkenlerin modeli % 36.30 oranında açıkladığı ve istatistiksel anlamlılık düzeyinin yüksek olduğu model detaylı olarak analiz edildiğinde kurumsal yönetim değişkenlerinden olan yönetim kurulu büyüklüğü ve sahiplik yapısının faaliyet kar marjı ile anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Katsayılara bakıldığında ise ilişkinin yönünün faaliyet kar marjı ve yönetim kurulu büyüklüğü için aynı, sahiplik yapısı için ise ters yönde gerçekleştiği görülmüştür. Buna göre aracı kurumlarda yönetim kurulundaki kişi sayısı arttıkça faaliyet kar marjının arttığı sonucu ortaya konmuş, şirketteki en yüksek pay sahibinin toplam özsermayedeki payının artmasının ise faaliyet kar marjını azaltan bir durum olduğu kanıtlanmıştır. Diğer kurumsal yönetim değişkenlerinden olan kadın yönetim kurulu üye sayısı ve CEO dualitesi ile faaliyet kar marjı arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Böylece faaliyet kar marjı ile yönetim kurulu büyüklüğü ve sahiplik yapısı arasında kurulan H_1 hipotezleri kabul ediliken yönetim kurulundaki kadın sayısı ve CEO dualitesi arasında kurulan aynı hipotezler reddedilmiş bu değişkenler için H_0 hipotezleri kabul edilmiştir.

5.5.4. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Net Kar Marjı (NPM) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Diğer bir kar marjı oranı olan net kar marjı (NPM) ve kurumsal yönetim değişkenlerinin arasındaki ilişkiyi ölçmek için oluşturulacak model için zaman ve birim etkisi sınamaları için uygulanan F test, LR test ve Breusch-Pagan testleri sonucu birim etkilerin varlığı tespit edilmiş, zaman etkisi bulunamamış ve klasik model oluşturulması reddedilmiştir.

Tablo 5.16: Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (NPM)

	F Test	Breusch-Pagan	LR Test	Sonuç
Zaman Etkisi Ölçüm Değerleri	0.1423	0.2289	0.250	Zaman Etkisi Yoktur
Birim Etkisi Ölçüm Değerleri	0.0000	0.0001	0.000	Birim Etki Vardır

Tablo 5.17: Varsayım Testleri (NPM)

	Probability - Eşik Değerler	Sonuç
Pesaran	0.1078>0.05	Birimler arası korelasyon yoktur
Friedman	1.000>0.05	Birimler arası korelasyon yoktur
Frees	3.412>0.31	Birimler arası korelasyon yoktur
Heteroskedastisite	0.000<0.05	Heteroskedastisite vardır
Durbin Watson	2.2453>2	Otokorelasyon yoktur
Baltagi - Wu LBI	2.3613>2	Otokorelasyon yoktur

Net kar marjı üzerinde yapılan Pesaran, Friedman ve Flees testleri sonucu birimler arası korelasyona rastlanmamış, Durbin Watson ve Baltagi-Wu değerlerinin eşik değerlerinden daha yüksek olması sonucu otokorelasyon sorunu olmadığı tespitine varılmıştır. Heteroskedastisite değerinin 0.05'in altında olması ise değişen varyans varlığını göstermektedir. Hausman testi sonucunda ise olasılık değeri 0.05'in altında çıkmış ve modelde sabit etkiler modeli tercih edilmiştir.

Tablo 5.18: Hausman Testi (NPM)

Değişkenler	Sabit Etkiler Modeli Katsayıları	Rassal Etkiler Modeli Katsayıları
BSIZE	0.0399214	0.0066147
BOAWO	-0.0534293	0.0038561
CEODU	0.0730053	0.0616582
OWNR	-1.422137	-1.030205
Chi2: 40.01		
Prob: 0.0000		
Tercih edilen model: Sabit Etkiler Modeli		

Tablo 5.19: Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (NPM)

Değişkenler	Katsayılar	Driscoll-Kraay Std Err.	P > t
BSIZE	0.0399214	0.0348474	0.290
BOAWO	-0.0534293	0.0571334	0.381
CEODU	0.0730053	0.0457358	0.154
OWNR	-1.422137	0.2997163	0.002
constant	0.5238286	0.1873703	0.027
F: 33.16 R²: 0.3657 Prob: 0.0001			

Model incelendiğinde değişkenlerin modeli % 36.57 oranında açıkladığı tespit edilmiş, kurumsal yönetim değişkenlerinden yalnızca sahiplik yapısı ile net kar marjı (NPM) arasında anlamlı ve ters yönde bir ilişkiye ulaşılmış, diğer kurumsal yönetim değişkenleriyle net kar marjı arasında anlamlı bir bağlantı kurulamamıştır. Bu sonuçlara göre sahiplik yapısı ve net kar marjı arasında kurulan H₁ hipotezi kabul edilmiş, diğer değişkenler için ise H₁ hipotezleri reddedilmiş H₀ hipotezleri kabul edilmiştir.

5.5.5. Kurumsal Yönetim Değişkenleri ve Brüt Kar Marjı (GPM) Arasındaki İlişkinin İncelenmesi

Son olarak kar marjı oranlarından bir diğeri olan brüt kar marjı ile kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki ilişkinin varlığının araştırdığı modelin klasik model olarak kurulmasının sınanması adına yapılan birim ve zaman etki testleri sonucunda birim etkilerin varlığı sonucuna ulaşılmış klasik model kurulması uygun görülmemiştir.

Tablo 5.20: Zaman ve Birim Etki Testi Sonuçları (GPM)

	F Test	Breusch-Pagan	LR Test	Sonuç
Zaman Etkisi Ölçüm Değerleri	0.8991	1.000	1.000	Zaman Etkisi Yoktur
Birim Etkisi Ölçüm Değerleri	0.0000	0.0000	0.000	Birim Etki Vardır

Tablo 5.21: Varsayım Testleri (GPM)

	Probability - Eşik Değerler	Sonuç
Pesaran	0.3180>0.05	Birimler arası korelasyon yoktur
Friedman	1.000>0.05	Birimler arası korelasyon yoktur
Frees	2.216>0.31	Birimler arası korelasyon yoktur
Durbin Watson	1.3945<2	Otokorelasyon vardır
Baltagi - Wu LBI	1.5109<2	Otokorelasyon vardır

Tablo 5.22: Hausman Testi (GPM)

Değişkenler	Sabit Etkiler Modeli Katsayıları	Rassal Etkiler Modeli Katsayıları
BSize	-0.0418399	0.017517
BOAWO	0.0362454	0.0051718
CEODU	0.0995116	0.1474128
OWNR	0.972355	0.1882952
Chi2: 4.71 Prob: 0.3181 Tercih edilen model: Rassal Etkiler Modeli		

Yapılan Pesaran, Friedman ve Frees testleri sonuçlarının eşik değerlerden yüksek bulunması birimler arası korelasyonun olmadığını gösterirken, Durbin Watson

ve Baltagi-Wu LBI değerlerinin eşik değerlerden düşük çıkması otokorelasyon problemi varlığını ortaya koymuştur. Modele uygulanan Hausman Testi sonucu 0.3181 olan olasılık değerinin eşik değer olan 0.05'ten yüksek olması sonucunda rassal etkiler modeli kurulmuştur (Tablo 5.23).

Tablo 5.23: Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (GPM)

Değişkenler	Katsayılar	Driscoll-Kraay Std Err.	P > t
BSIZE	0.017517	0.0402131	0.676
BOAWO	0.0051718	0.0385859	0.897
CEODU	0.1474128	0.045109	0.014
OWNR	0.1882952	0.14278	0.229
constant	0.062468	0.2032864	0.768
R²: 0.0338			
Prob: 0.0000			

Modelin nihai sonuçları incelendiğinde ise değişkenlerin modeli açıklama gücünün % 3.38 ile oldukça düşük kaldığı görülmüştür. Analiz sonucunda ise kurumsal yönetim değişkenlerinden olan CEO dualitesinin brüt kar marjı ile anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmış, diğer kurumsal yönetim değişkenleri ile brüt kar marjı arasında ise anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Bu tespitten hareketle brüt kar marjı ile kurumsal yönetim değişkenleri arasında kurulan hipotezlerden sadece CEO dualitesi için kurulan H₁ hipotezi kabul edilirken diğer kurumsal yönetim değişkenleri için H₁ hipotezi reddedilerek H₀ hipotezi kabul edilmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Finansal piyasalarda aracılık, fon arz eden ve fon talep edenlerin bir araya geldikleri sermaye piyasalarında el değiştirmenin maliyetlerini azaltarak etkinliğini arttıran, tarihi oldukça eskiye dayanan girişimler olarak bu piyasalarının gelişiminde ve işleyişinde büyük öneme sahip olan faaliyetlerdir. Son yıllarda finansal piyasalarda faaliyet gösteren bu kurumların da karıştığı bir takım usulsüzlüklerin Dünya ekonomilerini tehdit eder hale gelmesi ile birlikte ilgili çevrelerce önlemler tartışılmaya başlanmış, bu noktada kurumsal yönetim kavramı son yıllarda oldukça popülerlik kazanmaya başlamıştır.

Kurumsal yönetim, şeffaflık, adillik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkelerini temel alarak bütün şirket paydaşlarının beklentisi doğrultusunda şirket sürdürülebilirliğini sağlamak ve sürekli bir değer yaratma amacını taşıyan bir yönetim modelidir. Bu anlamda kurumsal yönetim kavramının sadece hissedar çıkarlarını korumak için usulsüzlüklerin önüne geçilmesi noktasında değil şirketlerin karlılık ve finansal performanslarını artıran bir etkiye de sahip olduğu uzun zamandır ampirik çalışmaların konusunu oluşturmuştur.

Bu çalışma Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’ndan faaliyet izni alarak sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan 47 aracı kurumun 2011-2018 yılları arasındaki firma performansları ile kurumsal yönetim değişkenleri arasındaki ilişkiyi panel veri yöntemiyle incelemiştir. 376 gözleme sahip veri setinin kullanıldığı modelde istatistik sonuçlar elde edebilmek için Stata 16.0 paket veri programı kullanılmıştır. Kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçen model için yönetim kurulu büyüklüğü (BSIZE), sahiplik yapısı (OWNR), yönetim kurulunda bulunan kadın üye sayısı (BOAWO), genel müdürün yönetim kurulunda yer aldığı CEO Dualitesi (CEODU) olmak üzere dört adet kurumsal yönetim değişkeni seçilirken, finansal performans ölçütleri olarak literatürde en çok kullanılan karlılık oranları olan Aktif Karlılığı (ROA), Özsermaye Karlılığı (ROE) ile kar marjı oranları Faaliyet Kar Marjı (OPM), Net Kar Marjı (NPM) ve Brüt Kar Marjı (GPM) tercih edilmiştir.

Model sonuçları detaylı olarak incelendiğinde kurumsal yönetim değişkenlerden en büyük pay sahibinin toplam özsermayedeki payını temsil eden sahiplik yapısı (OWNR) ile Brüt Kar Marjı (GPM) hariç diğer firma performans değişkenleri arasında anlamlı ve ters yönlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylece aracı kurumlarda en büyük pay sahibinin payını arttırmasının aracı kurumların finansal performansını olumsuz yönde etkilediği sonucu literatür çalışmalarını da destekler nitelikte gerçekleşmiştir.

Diğer bir kurumsal yönetim değişkeni olan CEO Dualitesi (CEODU), Özsermaye Karlılığı (ROE) ve Brüt Kar Marjı (GPM) ile anlamlı ve pozitif ilişkilere sahipken diğer firma performans değişkenleriyle anlamlı ilişkilere sahip olmadığına ulaşılmıştır. Modelin başka bir kurumsal yönetim değişkeni olan Yönetim Kurulu Büyüklüğü (BSIZE) ile Faaliyet Karı Marjı (OPM) hariç diğer firma performans değişkenleriyle anlamlı ilişkiler kurulamamıştır. Bu sonuç yönetim kurulu üye sayısının artmasının firma performansını arttıracağını savunan Vekalet Teorisi ve Kaynak Bağımlılığı Teorisi'nin beklentilerini desteklemekten uzaktır.

Kurumsal yönetim değişkenlerinden olan yönetim kurulunda bulunan kadın üye sayısının (BOAWO) ise hiçbir firma performans değişkeniyle ilişkisi bulunamamıştır. Bu sonuç yönetim kurulunda çeşitliliği dolayısıyla kadın üye sayısının artmasının firma performansını arttıracağını savunan Kaynak Bağımlılığı Teorisini desteklememektedir. Genel bir değerlendirme yapılacak olursa aracı kurumların firma performanslarıyla ilişkili olan tek kurumsal yönetim değişkeninin sahiplik yapısı olduğu söylenebilir. Diğer kurumsal yönetim değişkenlerinin de firma performans oranlarıyla zayıf ilişkilere sahip olsalar da firma performanslarını tek başına açıklamakta yeterli değildir.

Modelde bu sonuçların oluşmasına neden olan temel nedenlerden birinin çalışmanın kısıtlarının olduğu düşünülmektedir. Aracı kurumların çoğunun halka açık olarak işlem görmemeleri, bu kurumların SPK'nın uygulamak için zorunlu tuttuğu kurumsal yönetim ilkelerinden uzak olarak faaliyet göstermelerine neden olmaktadır. Diğer yandan uygulamanın zorunlu olmadığı bu ilkeleri gönüllü olarak uygulamaya çalışan aracı kurum sayısının da oldukça az olduğu gözlenmiştir. Çalışmadaki bir diğer

kısıt ise aracı kurumların kamuyu aydınlatma yükümlölüklerinin asgari düzeyde olması ve bu kurumlar hakkındaki bilgilerin az olmasının veri setini daraltması olmuştur.

Kadın yönetim kurulu üye sayısının hiçbir aracı kurum performans ölçütüyle ilgisinin kurulamamasının nedeninin ise aracı kurumların çoğunun aile ve şahıs şirketi olması dolayısıyla görev alan kadın üyelerin aile üyeleri ya da şirket sahibine yakın kişilerden seçilmesinden, bu durumun da kadın üyelerin bağımsız karar almalarının zorlaşmasından kaynaklı olarak gerçekleştiği düşünülmektedir. Bu yüzden aracı kurum yönetim kurullarında liyakat yaklaşımı çerçevesinde finans profesyoneli kadın çalışanların ve bağımsız üye sayısının arttırılması tavsiye edilmektedir.

Son yıllarda sağlam finansal temellere oturtulmaya çalışılan aracı kurumların Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) öncülüğünde yatırım bankacılığı faaliyetlerine teşvik edilmesi gündemdedir. Çalışma bu gelişmenin çalışanların niteliğini, bu kurumların kurumsallaşmalarını ve kurumsal yönetim uygulamalarını geliştireceğini tahmin ederek bu öneriye destek vermektedir. Her ne kadar kurumsal yönetim uygulamalarının aracı kurum firma performansları üzerinde anlamlı ilişkileri olduğu bağlantısı kurulamasa da aracı kurumların birer itibar kurumları olduğu düşünüldüğünde güven artırıcı bu uygulamaların gönüllü olarak uygulanma çabalarının arttırılması önerilmektedir. Bu çalışmanın yeni araştırmalara yardımcı olacağı ve zaman içinde yönetim kurulundaki kişilerin özelliklerine, sahiplik yapılarının detaylandırılmasına bağlı olarak genişletilebileceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akdoğan, Yunus Emre, Boyacıoğlu Acar, Melek: “Türkiye’de Kurumsal Yönetim: Genel Bir Değerlendirme” **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:24, 2010, s.11-30.
- Akıncı, Yüce Gönül, Akıncı, Merter ve Yılmaz, Ömer: “İktisadi Küreselleşme ve Finansal Özgürlükler Arasındaki İlişki: Bir Panel Veri Analizi”, **Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi**, C.V, Sayı: 9, Kasım, 2013, s.80-99.
- Aksoy, Mehmet Ali: “Türk Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C.XVII, Sayı:1-2, 2013, s.45-76.
- Aktan, Bora, Turen, Seref, Tvaronaviciene, Manuela, Çelik, Şaban ve Alsadeh, Hashem A.: “Corporate Governance and Performance of the Financial Firms in Bahrain”, **Polish Journal of Management Studies**, C.XVII, No:1, June 2018, s.39-58.
- Alp, Ali, Kılıç Saim: “Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?”, İstanbul, **Doğan Kitap**, 2014.
- Altamuro, Jennifer, Beatty Anne: “How Does Internal Control Regulation Affect Financial Reporting”, **Journal of Accounting and Economics**, C.XLIX, No:1-2, February, 2010, s.58-74.
- Altan, Ozan: “Kurumsal Yönetim Tebliği Sadece Şirketler İçin Değiş, Yatırımcılar İçin de Önemli”, **TKYD Kurumsal Yönetim Dergisi**, Sayı:23, 2014, s.44-47.
- Alvarez, Fernandez, I.A., Anson, Silvia G. ve Mendez, F.C.: “The Effect of Board Size and Composition on Corporate Performance”, **Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence**, Ed. by. Morten Balling, Elizabeth Hennessy, Richard O’Brien, Dordrecht, Springer Science+Business Media, 1998, p.1-14.

Ararat, Melsa, Aksu, Mine H. ve Cetin, Tansel Ayşe: “The Impact of Board Diversity on Boards’ Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange”, 2010, (Çevrimiçi) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1572283, (Erişim Tarihi: 12 Ocak 2020).

Ararat, Melsa, Alkan, Sevda ve Aytekin, Belgin: “7th Annual Report, Woman on Board Turkey, Sabancı University, 2019, (Çevrimiçi) http://research.sabanciuniv.edu/39456/1/7th_annual_report_1.pdf, (Erişim Tarihi: 9 Ocak 2020).

Aras, Güler: “Governance of Financial Institutions”, **Oxford Research Encyclopedia of Business and Management**, 2018, (Çevrimiçi) <https://oxfordre.com/business/view/10.1093/acrefore/9780190224851.001.0001/acrefore-9780190224851-e-154?print=pdf>, (Erişim Tarihi: 10 Şubat 2020).

Aren, Selim, Kayagil, Özkan, Süleyman ve Aydemir, Dinç Sibel: “Kurumsal Yönetim Düzeyinin Belirleyicileri ve Etkileri Üzerine İMKB’de Bir Uygulama”, **Akademik Araştırmalar Dergisi**, Sayı:60, 2014, s.111-136.

Arı, Mustafa: “Finansal Raporlama Skandalları ve Mali Tabloların Güvenilirliği”, **International Journal of Business and Management**, Sayı:23, Nisan, 2009, s.409-420.

Arık, Evren Hüseyin: “Cumhuriyet Döneminde Menkul Kıymetler ve Borsa (1923-1985)”, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2010, YÖK Ulusal Tez Merkezi veri tabanından elde edildi (Tez no: 262287).

Ariff, Mohamed, Ratnatunga Janek: “Do Accounting and Finance Tools Serve Governance?”, **CARF Working Paper**, August, 2008, (Çevrimiçi) <https://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/old/pdf/workingpaper/fseries/131.pdf>, (Erişim Tarihi: 30 Haziran 2019).

Arora, Akshita, Bodhanwala Shernaz: “Relationship Between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence”, **Global Business Review**, C.XIX, No:3, 2018, s.675-689.

- Arkun, Fırat: “Yeni TTK ve Kurumsal Yönetim Alanında Getirdikleri”, **Kurumsal Yönetim Dergisi**, Sayı:12, 2011, s.32-36.
- Atmaca, Metin: “Muhasebe Skandallarının Önlenmesinde İç Kontrol Sisteminin Etkinleştirilmesi”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İİBF Dergisi**, C.XIV, No:1, 2012, s.191-205.
- Avci, Burcu S., Schipani, Cindy A. ve Seyhun, Nejat H.: “Eliminating Conflicts of Interests in Banks”, **Yale Journal on Regulation**, C.XXXV, No:2, 2018, s.343-381.
- Aydın, Dilek Alev: “İyi Yönetilen Şirketlerin Sırrı Olarak Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Üzerindeki Etkisi”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C.XXI, No:4, 2017, s.1541-1553.
- Aygün, Mehmet, İç Süleyman: “Genel Müdürün Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi Olması Firma Performansını Etkiler mi?”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:47, 2010, s.192-201.
- Aysan, Mustafa A.: “Muhasebe ve Kurumsal Yönetim”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:35, 2007, s.17-24.
- Baltagi, Badi H.: “Econometric Analysis of Panel Data”, England, **John Wiley and Sons**, 2005.
- Baltagi, Badi H., Raj B.: “A Survey of Recent Theoretical Developments in the Econometrics of Panel Data”, **Empirical Economics**, C.XVII, No:1, March, 1992, s.85-109.
- Barnard, Jayne W.: “The Hampel Committee Report: A Transatlantic Critique”, **The Company Lawyer**, C.XIX, No:4, April, 1998, s.110-115.
- Bayar, Fırat: “Küreselleşme Kavramı ve Küreselleşme Sürecinde Türkiye”, **Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi**, Sayı:32, 2008, s.25-34.
- Bayram, Volkan: “Kayda Alma Muafiyeti Uygulamaları (Türkiye’de Uygulanabilirlikleri ve Sermaye Piyasasına Olası Etkileri)”, **SPK Yeterlilik Etüdü**, 2002, (Çevrimiçi)

<https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/417>, (Erişim Tarihi: 7 Ocak 2020).

Baysinger, Barry D., Butler, Henry N.: “Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition”, **Journal of Law, Economics & Organization**, C.I, No:1, 1985, s.101-124.

Beasley, Mark S.: “An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, **The Accounting Review**, C.LXXI, No:4, October, 1996, s.443-465.

Becan, Cihan: “Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramının Paydaş Teorisi ve İletişim Yaklaşımı Açısından Değerlendirilmesi: Bankaların Basın Bltenlerine Yönelik Bir İerik Analizi”, **Selçuk Üniversitesi İletişim Fakültesi Akademik Dergisi**, C.VII, Sayı:1, 2011, s.16-35.

Becic, Daliborka: “Comparative Analysis of Corporate Governance Systems”, **Annals of DAAAM for 2011 & Proceedings of the 22nd International DAAAM Symposium**, C.XXII, No:1, 2011, s.1361-1362.

Beltratti, Andrea: “The Complementarity Between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility”, **The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice**, C.XXX, No:3, 2005, s.373-386.

Bennedsen, Morten, Kongsted, Christian H. ve Nielsen, Meisner K.: “The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms”, **Journal of Banking & Finance**, C.XXXII, No:6, 2008, s.1098-1109.

Beşirli, Mehmet: “Osmanlı’da Borsa: Dersaadet Tahvilat Borsası’ndan Esham ve Tahvilat Borsası’na Yeni Düzenleme Girişimleri”, **Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.XIX, No:1, 2009, s.185-208.

Bhagat, Sanjai, Bolton Brian: “Corporate Governance and Firm Performance”, **Journal of Corporate Finance**, C.XIV, No:3, 2008, s.257-273.

Bhattarai, Keshab: “Econometric Analysis”, Hull, **Hull University Business School**, 2016.

- Biber, Ahmet Emre: “Osmanlı İmparatorluğu’nun Dünya Sistemine Eklemlenme Süreci ve Azgelişmişliğin Evrimi”, **Uluslararası İnsan Bilimleri Dergisi**, C.VI, No:1, 2009, s.28-44.
- Borgia, Fiammetta: “Corporate Governance and Transparency; Role of Disclosure: How to Prevent New Financial Scandals and Crimes?”, **American University Transnational Crime and Corruption Center, School of International Service**, June, 2005, (Çevrimiçi) <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.457.722&rep=rep1&type=pdf>, (Erişim Tarihi: 17 Haziran 2019).
- Borsa İstanbul: www.borsaistanbul.com (Erişim Tarihi: 24 Aralık 2019).
- Brown, Lawrence D., Caylor, Marcus L.: “Corporate Governance and Firm Operating Performance”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, C.XXXII, No:2, December, 2004, s.129-144.
- Brüderl, Josef, Ludwig, Volker: “Fixed-Effects Panel Regression”, **The SAGE Handbook of Regression Analysis and Casual Inference**, Ed. by. Henning Best, Christof Wolf, UK, Sage, 2015, p.327-357.
- Buchanan, Bonnie, Yang Tina: “The Benefits and Costs of Controlling Shareholders: The Rise and Fall of Parmalat”, **Research in International Business and Finance**, C.XIX, No:1, Mart 2005, s.27-52.
- Carter, David A., Simkins, Betty J. ve Simpson, Gary W.: “Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value”. **The Financial Review**, C.XXXVIII, No:1, February, 2003, s.33-53.
- Carty, Robert, Weiss, Gail: “Does CEO Duality Affect Corporate Performance? Evidence From the US Banking Crisis”, **Journal of Financial Regulation and Compliance**, C.XX, No:1, February, 2012, s.26-40.
- Casciaro, Tiziana, Piskorski Jan: “Power Imbalance, Mutual Dependence and Constraint Absorption: A Closer Look at Resource Dependence Theory”, **Administrative Science Quarterly**, C.L, No:2, June, 2005, s.167-199.

- Çatalbaş, Karpas, Gaye, Yasar, Ömer: “Türkiye’deki Bölgeler Arası İç Göçü Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi ile Belirlenmesi”, **Alphanumeric Journal**, C.III, No:1, 2015, s.99-117.
- Cernat, Lucian: “The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental or Still the Century of Diversity?”, **Journal of European Public Policy**, C.XI, No:1, 2004, s.147-166.
- Chavis, Jason: “The History of Brokerage Firms History”, September, 2017, (Çevrimiçi) <https://www.theclassroom.com/the-history-of-stock-brokerage-firms-13635698.html>, (Erişim Tarihi: 10 Şubat 2020).
- Claessens, Stijn, Yurtoglu Burcin B.: “Corporate governance in emerging markets: A survey”, **Emerging Markets Review**, C.XV, June, 2013, s.1-33.
- Clarke, Thomas: “A Critique of the Anglo-American Model of Corporate Governance”, **CLPE Research Paper**, C.V, No:3, 2009, s.1-30.
- Coffee, John C.: “A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ”, **Oxford Review of Economic Policy**, C.XXI, No:2, July, 2005, s.198-211.
- Coleman-Kyereboah A.: “Corporate Governance and Firm Performance in Africa: A Dynamic Panel Data Analysis”, **Studies in Economics and Econometrics**, C.XXXII, No:2, January, 2008, s.1-24.
- Committee on Corporate Governance: “Final Report”, **Gee**, January, 1998, (Çevrimiçi) <https://ecgi.global/code/hampel-report-final>, (Erişim Tarihi: 11 Haziran 1998).
- Corporate Finance Institute: “Chinese Wall”, (Çevrimiçi) (Erişim Tarihi:10 Şubat 2020).
- Coşkun, Yener: “Aracı Kurumlar Neden Yatırım Bankası Olamadı? Aracı Kurumlar Sektörünün Yakın Geleceği İçin Bir Değerlendirme”, **İMKB Dergisi**, C.XII, No:46, 2010, s.15-47.

- Coşkun, Yener: “Repo ve Ters Repo Düzenlemeleri: Banker Krizi Sonrası Ortaya Çıkışı ve Finansal Başarısızlık Dersleri Işığında Politika Önerileri”, **Business and Economics Research Journal**, C.III, No:1, 2012, s.59-90.
- Çakın, Tuğba: “Yatırımcıların Korunması Kapsamında Aracılık Faaliyetlerinde İş Yapış Kurallarına İlişkin Yurtdışı Düzenlemeler ve Türkiye için Öneriler”, **SPK Yeterlilik Etüdü**, Şubat, 2010, (Çevrimiçi) <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/1039>, (Erişim Tarihi: 5 Ocak 2020).
- Çalışkan, Nemli Esra, İçke, Turan Başak: “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Türk Bankacılık Sektöründeki Durumu”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, Sayı:2, 2009, s.121-154.
- Çelik, Cahit, Kırıl Gülsen: “Panel Veri Analizi ve Kümeleme Yöntem ile Türkiye’de Konut Talebinin İncelenmesi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.XXXII, No:4, 2018, s.1009-1026.
- Çınarlı, İnci: “Stratejik İletişim Yönetimi Bağlamında Paydaş Kuramı’nın Eleştirel Bir Değerlendirmesi”, **İstanbul Üniversitesi İletişim Fakültesi Dergisi**, Sayı:46, 2014, s.23-36.
- Çıtak, Selvi, Selvi, Yakup: “Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Kurumsal Yönetimin Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerde Uygulanabilirliği”, **İ.Ü İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi**, Sayı:74, Haziran, 2013, s.144-163.
- Dağlı, Hüseyin, Ayaydın, Hasan ve Eyüboğlu, Kemal: “Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:48, 2010, s.18-31.
- Davis, Gerald F., Cobb, Adam J.: “Resource Dependence Theory: Past and Future”, **Research in the Sociology of Organizations**, C.XXVIII, March, 2010, s.28-41.
- Davis, James H., Schoorman David F. ve Donaldson, Rex: “Toward a Stewardship Theory of Management”, **Academy of Management Review**, C.XXII, No:1, June, 1997, s.20-47.

Dayan, Volkan: “Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Üzerine Bir İnceleme”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, C.X, Sayı:23, 2014, s.255-266.

Dedman, Elisabeth: “The Cadbury Committee Recommendations On Corporate Governance- A Review of Compliance and Performance Impacts”, **International Journal of Management Reviews**, C.IV, No:4, December, 2002, s.335-352.

Demircan, Savaş Aslan: “Sarbanes Oxley (2002) Yasası ve Bağımsız Denetime Etkileri”, (Yayınlanmamış yüksek lisans tezi), 2007, YÖK Ulusal Tez Merkezi veri tabanından elde edildi. (Tez no:240922).

Demise, Nobuyuki, Miwa, Yumiko, Nakabayashi, Mariko ve Nakoshi, Yoko: “Corporate Governance in Japan: From the Viewpoints of Management, Accounting and The Market”, Japan, **Springer**, 2006.

Dinçer, Banu: “Kurumsal Yönetimin Farklı Teoriler Yoluyla Değerlendirilmesi”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:36, Nisan, 2013, s.16-18.

Doğan, Mustafa: “Kurumsal Yönetim”, Ankara, **Siyasal Kitapevi**, 2007.

Doğan, Nilhun: “İş Etiği ve İşletmelerde Etik Çöküş”, **Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C.VIII, Sayı:16, 2009, s.179-200.

Dereköy, Feyza: “Kurumsal Yönetim ve Temel Dinamikleri”, **Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi**, C.IV, Sayı:1, Haziran, 2015, s.31-51.

Ege, İlhan, Topaloğlu, Nur Tuğba: “Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, **Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.V, No:2, 2017, s.471-492.

Elkins, Rachel A.: “From Independence to Regulation: A Look into Major Accounting Scandals and the Changes Implemented by the Sarbanes-Oxley Act”, 2014, **University of Tennessee Honors Thesis Projects**, (Çevrimiçi) https://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2767&context=utk_chanhonoproj, (Erişim Tarihi: 31 Mayıs 2019).

- Erdoğan, Oruç Eda: “Temsil Teorisi Çerçevesinde Sahiplik Yapısının İşletmelerin Sermaye Yapısı Kararları Üzerine Etkisi: Bist Uygulaması”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı:24, 2016, s.159-181.
- Erhardt, Niclas L., Werbel, James D. ve Shrader, Charles B.: “Board of Director Diversity and Firm Financial Performance”, **Corporate Governance An International Review**, C.XI, No:2, April, 2003, s.102-111.
- Ernst & Young: “100 Soruda Yeni Türk Ticaret Kanunu”, 2012, (Çevrimiçi) [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/100_soruda_TTK/\\$FILE/100SorudaTTK-061212-02.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/100_soruda_TTK/$FILE/100SorudaTTK-061212-02.pdf), (Erişim Tarihi: 15 Kasım 2019).
- Ertikin, Kıvanç: “Bağımsız Denetimde Bir Dönüm Noktası: Enron Olayı ve Sarbanes-Oxley Yasası”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:141, Mayıs-Haziran, 2017, s.101-119.
- EWMI/PFS Program: “Three Models of Corporate Governance from Developed Capital Markets”, 2005, (Çevrimiçi) <http://www.emergingmarketsesg.net/esg/wp-content/uploads/2011/01/Three-Models-of-Corporate-Governance-January-2009.pdf>, (Erişim Tarihi: 2 Temmuz 2019).
- Fauzi, Fitriya, Locke Stuart: “Board Structure, Ownership Structure and Firm Performance: A Study of New Zealand Listed-Firms, **Asian Academy of Management Journal of Accounting of Finance**, C.VIII, No:2, 2012, s.43-67.
- Fung, Benjamin: “The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance”, **Universal Journal of Management**, C.II, No:2, 2014, s.72-80.
- Gannon, Frank: “Learning from ENRON”, **EMBO Reports**, C.III, Sayı:9, 16 Eylül, 2002, s.805.

- Garcia-Castro, Roberto, Arino, Miguel A., Rodriguez, Miguel A., Ayuso, Silvia: “ A Cross-National Study of Corporate Governance and Employment Contracts”, **Business Ethics A European Review**, C.XVII, No:3, July, 2008, s.259-284.
- Garcia-Gil, Ramon J., Cid-Puron, Gabriel: “Using Panel Data Techniques for Social Science Research; An Illustrative Case and Some Guidelines”, **Ciencia ergonomum**, C.XXI, No:3, 2014, s.203-216.
- Gilson, Robert J.: “Transparency, Corporate Governance and Capital Markets”, **The Latin American Corporate Governance Roundtable**, 26-28 April, 2000, (Çevrimiçi)
<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1921785.pdf>, (Erişim Tarihi: 18 Haziran 2019).
- Giroux, Gary: “What Went Wrong? Accounting Fraud and Lessons from the Recent Scandals”, **Social Research: An International Quarterly**, C. LXXIV, No:4, 2008, s.1205-1238.
- Gomers, Paul A., Ishii, Joy L. ve Metrick Andrew: “Corporate Governance and Equity Prices”, **Quarterly Journal of Economics**, C.CXVIII, No:1, February, 2003, s.107-155.
- Gordon, Jeffrey N.: “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices”, **Stanford Law Review**, C.LIX, No:6, April, 2007, s.1465-1568.
- Gore, Amol, Murthy Guruprasad: “A Case of Corporate Deceit: The Enron Way”, 2011, (Çevrimiçi) <http://www.revistanegotium.org.ve/pdf/18/art1.pdf>, (Erişim Tarihi: 10 Mayıs 2019).
- Göçen, Ayça Ceren: “Kurumsal Yönetim, İç Kontrol ve Bağımsız Denetim: Parmalat Vakası”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:97, 2010, s.107-129.
- Gözen, Aylin: “Aile İşletmelerinde Aile Etkisi ve Örgütsel Uсталık Kavramlarının İşletme Performansı Üzerindeki Etkilerinin İncelenmesi”, İstanbul, **Hiperyayın**, 2018.

- Grace, K., Vincent, M. ve Evans, A.: “Corporate Governance and Performance of Financial Institutions in Kenya”, **Academy of Strategic Management Journal**, C.XVII, No:1, 2018, s.1-13.
- Greene, William H.: “Econometric Analysis”, New Jersey, **Prentice Hall**, 2002.
- Guggenberger, Patrik: “The Impact of a Hausman Pretest on the Size of a Hypothesis Test: The Panel Data Case”, **Journal of Econometrics**, C.CLVI, No:2, June, 2010, s.337-343.
- Gugler, Klaus, Mueller, Dennis C. ve Yurtoglu Burçin B.: “Corporate Governance and Globalization”, **Oxford Review of Economic Policy**, C.XX, No:1, March, 2004, s.129-156.
- Gümüş, Mustafa: “2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizlerinin Sermaye Piyasası Aracılık Sektörüne Etkiler”, **Sosyo Ekonomik Journal**, C.III, No:1, 2006, s.27-46.
- Güzeldere, Harun: “Kurumsal Şeffaflık, Firma Değeri ve Firma Performansları İlişkisi: BİST İncelemesi”, Doktora Tezi, YÖK Ulusal Tez Merkezi veri tabanından elde edildi. (Tez no: 375897)
- Heenetigala, Kumi, Armstrong Anona: “The Impact of Corporate Governance on Firm Performance in an Unstable Economic and Political Environment: Evidence from Sri Lanka”, 2012 Financial Markets and Corporate Governance Conference, 2011, (Çevrimiçi) <https://ssrn.com/abstract=1971927>, (Erişim Tarihi: 9 Şubat 2020).
- Hillman, Amy J.: “Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line?”, **Journal of Management**, C.XXXI, No:3, June, 2005, s.464-481.
- Hillman, Amy J., Shropshire, Christine ve Cannella, Albert: “Organizational Predictors of Woman on Corporate Boards”, **Academy of Management Journal**, C.L, No:4, August, 2007, s. 941-952.

- Hoechle, Daniel: “Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence”, (Çevrimiçi), http://fmwww.bc.edu/repec/bocode/x/xtscc_paper, (Erişim Tarihi: 4 Mart 2020).
- Hsiao, Cheng: “Why Panel Data?”, **IEPR Working Paper**, No:05.33, September, 2005, s.1-17.
- Hummel, Jeffrey R., Gibson, Warren C.: “The Rise and Fall of Glass-Steagall”, **Foundation for Economic Education**, 2010, (Çevrimiçi) <https://www.fee.org/articles/the-rise-and-fall-of-glass-steagall#axzz2TJV4z0nQ>, (Erişim Tarihi: 10 Şubat 2020).
- Hung, Humphry: “A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards”, **Corporate Governance A International Review**, C.VI, No:2, 1998, s.101-111.
- International Finance Corporation: “Corporate Governance Manual Ukraine”, **British Know How Fund**, March, 1999, (Çevrimiçi) <http://documents.worldbank.org/curated/en/175611468313520375/pdf/633880PUB0Corp00Box0361515B0PUBLIC0.pdf>, (Erişim Tarihi: 15 Haziran 2019).
- Iskander, Magdi R., Chamlou Naderah: “Corporate Governance: A Framework for Implementation”, **The World Bank Group**, May 2000, <http://documents.worldbank.org/curated/en/810311468739547854/pdf/multi-page.pdf>, (Erişim Tarihi: 3 Haziran 2019).
- Işık, Özcan: “The Dynamic Association Between Ceo-Duality and Bank Performance: The Moderating Role of Board Size”, **Research Journal of Business and Management**, C.IV, No:4, 2017, s.460-468.
- Jamali, Dima, Safieddine, Asem M., ve Rabbath, Myriam: “Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Synergies and Interrelationships”, **Corporate Governance An International Review**, C.XVI, No:5, Eylül, 2008, s.443-459.

- Jesover, Fianna, Kirkpatrick Grant: “The Revised OECD Principles of Corporate Governance and Their Relevance to Non-OECD Countries”, **Corporate Governance: An International Review**, C.XIII, No:2, March,2005, s.127-136.
- Jones, Ian W., Pollitt Michael G.: “Understanding How Issues in Business Ethics Develop”, New York, **Palgrave Macmillan**, 2002.
- Jordan, Cally: “Cadbury Twenty Years On”, Center for Transnational Legal Studies Research Paper, June 28, 2012, (Çevrimiçi) https://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1003&context=ctls_papers, (Erişim Tarihi: 7 Haziran 2019).
- Kachouri, Maali, Jarboui Anis: “Corporate Governance and Information Transparency: A Simultaneous Equations Approach”, **Asian Economic and Financial Review**, C.VII, No:6, 2017, s.550-560.
- Kağıtçıoğlu, Mutlu: “İdarenin Ekonomik Kolluk Faaliyetinin Bir Görünümü: Sermaye Piyasası Kanununda İdari Tedbirler”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi**, C.XXII, Sayı:3, 2016, s.3323-3351.
- Kajola, Sunday O.: “Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms”, **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**, C.XIV, No:14, December, 2008, s.16-28.
- Kalkan, Sarp: “Yeni Türk Ticaret Kanunu Neler Getirdi?”, **Türkiye Ekonomisi Politikaları Araştırma Vakfı**, Temmuz, 2012, (Çevrimiçi), <https://www.tepav.org.tr/tr/haberler/s/3010>, (Erişim Tarihi:27 Kasım 2019).
- Kalsie, Anjala, Shrivastav, Mittal S.: “Analysis of Board Size and Firm Performance: Evidence from NSE Companies Using Panel Data Approach”, **Indian Journal of Corporate Governance**, C.IX, No:2, 2016, s.148-172.
- Kandemir, Canol, Kandemir Şenol: “Enron Olayını Doğru Okumak-I: Bir Çözümleme Denemesi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Sayı:37, Eylül, 2012, s.103-123.

- Kandemir, Kübra Hatice: “Kurumsal Yönetim ve Şeffaflığın Güçlendirilmesinde Mülkiyet Açıklama Kurallarının Rolü ve Pay Sahipliğinin Tanımlanması Sorunu”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, C.XXI, No:2, Haziran, 2019, s.427-453.
- Karamustafa, Osman, Varıcı, İdris ve Er, Bünyamin: “Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, No:17, 2009, s.100-119.
- Karasu, Rauf: “6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ile Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ile İlgili Getirilen Yenilikler”, **İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C.IV, Sayı:2, 2013, s.33-60.
- Keasey, Kevin, Wright Mike: “Issues in Corporate Accountability Governance: An Editorial”, **Accounting and Business Research**, C.XXIII, No:91A, 1993, s.291- 303.
- Kecskés, András: “The Sarbanes-Oxley Act From a Legislative Viewpoint”, **The Theory and Practice of Legislation**, C.IV, No:1, 2016, s.27-43.
- Kendirli, Selçuk, Konak Fatih: “Kurumsal Yönetişim Açısından İşletme Sermayesi Yönetimi ve İşletmelere Etkileri; Çorum Ölçeğinde Bir Araştırma”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C.XXVIII, No:4, 2014, s.113-129.
- Kennon, Joshua: “What are Market Makers and How do They Make Money?”, September, 2019, (Çevrimiçi) <https://www.thebalance.com/what-is-a-market-maker-and-how-do-they-make-money-4053753>, (Erişim Tarihi:10 Şubat 2020).
- Kılıç, Meltem, Ayriçay, Yücel: “Yönetim Kurulu ve Sahiplik Yapısının Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sanayi Sektöründe Bir Alan Araştırması”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, C.XX, Sayı:2, Eylül, 2018, s.177-192.

- Kibritçiöğlu, Aykut: “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler (1969-2001)”
Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı-1, C.VII, Sayı:41, 2001, s.174-182.
- Kolk, Ans: “Sustainability, Accountability and Corporate Governance: Exploring Multinationals’ Reporting Practices”, **Business Strategy and the Environment**, C.XVII, No:1, 2008, s.1-15.
- Kök, Recep, Şimşek Nevzat: “Panel Veri Analizi”, 2006, (Çevrimiçi)
<http://debis.deu.edu.tr/userweb//recep.kok/dosyalar/panel2.pdf>, (Erişim Tarihi: 24 Ocak 2020).
- Köse, Murtaza: “Osmanlıda Borsa ve Galata Bankerlerinin Devletin Mali Yapısındaki Yeri”, **A.Ü Türkiyat Araştırmaları Enstitüsü Dergisi**, No:18, 2001, s.229-251.
- Kula, Veysel: “Kurumsal Yönetim: Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği, İstanbul, **Papatya Yayıncılık**, 2006.
- Kula, Veysel: “The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence From Turkey”, **Corporate Governance An International Review**, C.XIII, No:2, March, 2005, s.265-276.
- Kurtay, Selma: “Kurumsal Yönetim İlkelerinde Neler Değişti?”, **TKYD Kurumsal Yönetim Dergisi**, Sayı:23, 2014, s.21-35.
- L’Huillier, Barbara: “What Does “Corporate Governance” Actually Mean?”, **Corporate Governance International Journal of Business in Society**, C.XIV, No:3, May, 2014, s.300-319.
- Larmou, Sofia, Vafeas Nikos: “The Relation Between Board Size and Firm Performance in Firms with a History of Poor Operating Performance”, **Journal of Management & Governance**, C.XIV, No:1, 2010, s.62-85.
- Lemus, Edel: “The Financial Collapse of the Enron Corporation and Its Impact in the United States Capital Market”, **Global Journal of Management and Business Research**, C.XIV, Sayı:4, Eylül, 2014, s.40-50.

- Lessambo, Felix İ. “The International Corporate Governance System Audit Roles and Board Oversight, New York, **Palgrave Macmillian**, 2014.
- Letza, Stephan, Kirkbride, James, Sun, Xiuping W. ve Smallman, Clive: “Corporate Governance Theorising: Limits, Critics and Alternatives”, **International Journal of Law and Management**, C.L, No:1, February, 2008, s.17-32.
- Levent, Ebrar Cüneyt: “Küresel Finans Krizi ve Bu Krizden Çıkarılacak Kurumsal Yönetim Dersleri”, **International Conference on Eurasian Economies**, 2014, (Çevrimiçi) <https://www.avekon.org/papers/1168.pdf>, (Erişim Tarihi: 17 Haziran 2019).
- Luo, Yadong: “How Does Globalization Affect Corporate Governance and Accountability? A Perspective From MNEs”, **Journal of International Management**, C.XI, No:1, Mart, 2005a, s.19-41.
- Luo, Yadong: “Corporate Governance and Accountability in Multinational Enterprises: Concepts and Agenda”, **Journal of International Management**, C.XI, No:1, Mart, 2005b, s.1-18.
- Maassen, Francesco Gregory: “An International Comparison of Corporate Governance Models”, Amsterdam, **Spencer Stuart**, 2002.
- Madhani, Pankaj M.: “Ownership Concentration, Corporate Governance and Disclosure Practices: A Study of Firms Listed in Bombay Stock Exchange, **The IUP Journal of Corporate Governance**, C.XV, No:4, 2016, s.7-36.
- Malik, Maria, Wan, D.F.,Ahmad, Muhammad I., Naseem,M.A. ve Rehman,Ur Ramiz: “Role of Board Size in Corporate Governance and Firm Performance Applying Pareto Approach, Is It Cultural Phenomena?”, **Journal of Applied Business Research**, C.XXX, No:5, August, 2014, s.1395-1406.
- Malik, Shaukat M., Makhdoom, Debaj D.: “Does Corporate Governance Beget Firm Performance in Fortune Global 500 Companies?”, **Governance International Journal of Business in Society**, C.XVI, No:4, August, 2016, s.747-764.

- Mehran, Hamid, Stulz Rene M.: “The Economics of Conflicts of Interest in Financial Institutions”, **Journal of Financial Economics**, C.LXXXV, No:2, August, 2007, s.267-296.
- Melis, Andrea: “Corporate Governance Failures: To What Extent is Parmalat a Particularly Italian Case?”, **Corporate Governance An International Review**, C.XIII, No:4, July 2005, s.478-488.
- Ungureanu, Mihaela: “Models and Practices of Corporate Governance Worldwide”, **CES Working Papers**, C.IV, No:3, 2012, s. 625-635.
- Mizik, Natalie, Jacobson Robert: “Myopic Marketing Management: Evidence of the Phenomenon and Its Long-Term Performance Consequences in the SEO Context”, **Marketing Science**, C.XXVI, No:3, May-June, 2007, s.361-379.
- Moscu, Raluca-Georgiana: “The Relationship Between Firm Performance and Bord Characteristics in Romania”, **International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences**, C.II, No:1, January, 2013, s.167-175.
- Mosunova, Natalya: “The Content of Accountability in Corporate Governance”, **Russian Law Journal**, C.II, No:3, 2014, s.116-129.
- Nwanji, Ikechukwu Tony, Howell, Kerry: “A Review of the Two Main Competing Models of Corporate Governance: The Shareholdership Model Versus The Stakeholdership Model”, **Corporate Ownership & Control**, C.V, No:1, 2007, s.9-23.
- Oktayer, Asuman: “Türkiye’de Finansal Serbestleşme ve Derinleşme Süreci Üzerine Nitel Bir İnceleme”, **Akademik İncelemeler Dergisi**, C.IV, No:1, 2009, s.73-100.
- Organisation for Economic Co-operation and Development: “Corporate Governance: A Survey of OECD Countries”, 2004, (Çevrimiçi), <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/21755678.pdf>, (Erişim Tarihi: 11 Şubat 2020).

Organisation for Economic Co-operation and Development: “Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages”, June, 2009, (Çevrimiçi) <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>, (Erişim Tarihi: 10 Haziran 2019).

Organisation for Economic Co-operation and Development: “Corporate Governance Factbook 2019”, June, 2019, (Çevrimiçi) <http://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>, (Erişim Tarihi: 9 Şubat 2020).

Organisation for Economic Co-operation and Development: “G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri”, 2015, (Çevrimiçi) <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf>, (Erişim Tarihi: 14 Haziran 2019).

Organisation for Economic Co-operation and Development: “OECD Principles of Corporate Governance”, 1999, (Çevrimiçi) [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En), (Erişim Tarihi: 12 Haziran 2019).

Organisation for Economic Co-operation and Development: “OECD Principles of Corporate Governance”, 2004, (Çevrimiçi) <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>, (Erişim Tarihi: 14 Haziran 2019).

Özbilgin, Gökhan İzzet: “Aracı Kurumların İç Kontrol Sistemi ve İlgili Düzenlemenin Değerlendirilmesi”, **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.XII, No:2, 2010, s.219-242.

Özer, Ali, Özer Nevin: “Kaynak Temelli Yaklaşım ve Paydaş Yaklaşımı Açısından Entelektüel Sermayenin BİST’deki Çokuluslu İşletmelerin Finansal Performansına Etkisi”, **Journal of BRSA Banking & Financial Markets**, C.VIII, No:2, 2014, s.119-149.

- Özer, Mustafa, Çiftçi Necati: “AR-GE Tabanlı İçsel Büyüme Modelleri ve AR-GE Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi: OECD Ülkeleri Panel Veri Analizi”, **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, C.VIII, Sayı:16, 2009, s.219- 240.
- Palazzo, Guido, Rethel Lena: “Conflicts of Interest in Financial Intermediation”, **Journal of Business Ethics**, No:81, 2008, s.193-207.
- Park, Myoung Hun: “Practical Guides To Panel Data Analysis”, 2010b, (Çevrimiçi) https://www.iuj.ac.jp/faculty/kucc625/writing/panel_guidelines.pdf, (Erişim Tarihi: 25 Ocak 2020).
- Park, Myoung Hun: “Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step by Step Analysis Using Stata”, International University of Japan, 2011a, (Çevrimiçi) https://www.iuj.ac.jp/faculty/kucc625/method/panel/panel_iuj.pdf, (Erişim Tarihi: 25 Ocak 2020).
- Petram, L.O.: “The World’s First Stock Exchange: How the Amsterdam Market for Dutch East India Company Shares Became a Modern Securities, 1602-1700”, Amsterdam, **Eigen Beheer**, 2011.
- Pillay, Renginee G.: “Greenbury Report (UK)”, **Encyclopedia of Corporate Social Responsibility**, 2013, (Çevrimiçi) https://link.springer.com/referenceworkentry/10.1007%2F978-3-642-28036-8_320, (Erişim Tarihi: 29 Mayıs 2019).
- Porter, Tony, Webb Michael: “The Role of the OECD in the Orchestration of Global Knowledge Networks”, **Canadian Political Science Association**, May, 2007, (Çevrimiçi) <https://www.cpsa-acsp.ca/papers-2007/Porter-Webb.pdf>, (Erişim Tarihi: 13 Haziran 2019).
- Poser, Norman S.: “Chinese Wall or Emperor’s New Clothes? Regulating Conflicts of Interest of Securities Firms in the U.S and the U.K.”, **Michigan Journal of International Law**, C.IX, No:1, 1988, s.91-144.

Price, Nicholas J.: “What Is The History of Corporate Governance and How Has It Changed?”, **Diligent Insights**, Ekim, 2018, <https://insights.diligent.com/corporate-governance/what-is-the-history-of-corporate-governance-and-how-has-it-changed>, (Erişim Tarihi: 5 Haziran 2019).

Rashid, Afzalur: “Board Independence and Firm Performance: Evidence from Bangladesh”, **Future Business Journal**, C.IV, No:1, June, 2018, s.34-48.

Report of A Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury: “Director’s Remuneration”, **Gee**, July 17, 1995, (Çevrimiçi) <https://ecgi.global/code/greenbury-report-study-group-directors-remuneration> (Erişim Tarihi: 9 Haziran 2019).

Resmi Gazete: “Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik”, 2006, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/11/20061101-25.htm> (Erişim Tarihi: 25 Haziran 2019).

Resmi Gazete: “Sermaye Piyasası Kanunu” Kanun No: 2499, <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2499.pdf>, (Erişim Tarihi: 10 Şubat 2020).

Resmi Gazete: “Sermaye Piyasası Kanunu” Kanun No: 6362, Sayı: 28513, <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf>, (Erişim Tarihi: 23 Ekim 2019).

Resmi Gazete: “Türk Ticaret Kanunu” Kanun No: 6102, Sayı: 27846, <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6102.pdf>, (Erişim Tarihi: 23 Ekim 2019).

Richardson, Matthew, Smith, Roy, C. ve Walter, Ingo.: “Large Banks and the Volcker Rule”, **Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance**, Ed. by. V.V Acharya, Thomas F.Cooley, M.Richardson, I.Walter, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc, 2017, s.181-212.

- Roberts, Richard Y., Swanson, Richard P. ve Dinneen, Jill: “Spilt Milk:Parmalat and Sarbanes-Oxley Internal Controls Reporting”, **International Journal of Disclosure and Governance**, C.I, No:3, Nisan 2004, s.215-225.
- Rovers-Lückerarh, Mijntje: “Woman on Boards and Firm Performance”, **Journal of Management & Governance**, C.XVII, No:2, May, 2013, s.491-509.
- Sancar, Aslı Gaye: “Kurumsal Sürdürülebilirlik Bağlamında Kurumsal Yönetişim: Kavramın Doğuşu, Gelişimi ve Değerlendirilmesi”, **Selçuk İletişim**, C.VIII, No:1, 2013, s.71-84.
- Schandl, Annette, Foster, Philip L.: “COSO Internal Control-Integrated Framework: An Implementation Guide for the Healthcare Provider Industry”, **Crowe**, (Çevrimiçi) <https://www.coso.org/Documents/COSO-CROWE-COSO-Internal-Control-Integrated-Framework.pdf>, (Erişim Tarihi: 10 Şubat 2020).
- Schmidheiny, Kurt: “Panel Data:Fixed and Random Effects”, **Short Guides to Microeconometrics**, C.VII, No:1, 2013, s.1-15.
- Sermaye Piyasası Kurulu: Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No: 56), 2011, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/12/20111230-14.htm> (Erişim Tarihi: 18 Haziran 2019).
- Sermaye Piyasası Kurulu: Kurumsal Yönetim İlkeleri, Temmuz, 2013, (Çevrimiçi), <https://ecgi.global/download/file/fid/9416>, (Erişim Tarihi: 8 Kasım 2019).
- Sermaye Piyasası Kurulu: Kurumsal Yönetim Raporlama Rehberi, Mart, 2019, (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/1297>, (Erişim Tarihi:10 Şubat 2020).
- Sermaye Piyasası Kurulu: Kurumsal Yönetim Tebliği (Seri: II-17.1), 2014, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103-3.htm>, (Erişim Tarihi: 10 Aralık 2019).

Sermaye Piyasası Kurulu: Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: III-37.1), 2013, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/07/20130711-23.htm>, (Erişim Tarihi: 14 Kasım 2019).

Sermaye Piyasası Kurulu: Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (Seri: III-39.1), 2013, <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/12/20131217-13.htm>, (Erişim Tarihi: 14 Kasım 2019).

Sheytanova, Teodora: “The Accuracy of the Hausman Test in Panel Data: A Monte Carlo Study”, 2014, (Çevrimiçi) <http://oru.diva-portal.org/smash/get/diva2:805823/FULLTEXT01.pdf>, (Erişim Tarihi: 10 Temmuz 2019).

Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W.: “A Survey of Corporate Governance”, **The Journal of Finance**, C.LII, No:2, June, 1997, s.737-783.

Short, Helen: “Corporate Governance: Cadbury, Greenbury and Hampel - A Review”, **Journal of Financial Regulation and Compliance**, C.VII, No:1, 1999, s.57-67.

Shukeri, Norwahida, Siti, Shin, Ong, Wei ve Shaari, Shahidan Mohd: “Does Board of Director’s Characteristics Affect Firm Performance? Evidence from Malaysian Public Listed Companies”, **International Business Research**, C.V, No:9, 2012, s.120-127.

Sidak, Gregory J.: “The Failure of Good Intentions: The WorldCom Fraud and the Collapse of American Telecommunications After Deregulation”, **Yale Journal on Regulation**, C.XX, No:2, 2003, s.207-267.

Sipahi, Esra, Artantaş, Erkin ve Şişman, Deniz: “Kurumsal Yönetişimin Şirket Performansı Üzerindeki Etkisi: Vietnam’da Gerçekleştirilen Deneysel Çalışma”, **R&S-Research Studies Anatolia Journal**, C.I, No:1, 2018, s.35-49.

Smith, Nina, Smith, Valdemar ve Verner, Mette: “Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms”, **International Journal of Productivity and Performance Management**, C.LV, No:7, 2006, s.569-593.

Sparkes, Russell: “From Corporate Governance to Corporate Responsibility: The Changing Boardroom Agenda”, Ivey Business Journal, Mart-Nisan, 2003, (Çevrimiçi) <https://iveybusinessjournal.com/publication/from-corporate-governance-to-corporate-responsibility-the-changing-boardroom-agenda/>. (Erişim Tarihi: 24 Haziran 2019)

Suder, Gabriele, Payte, Michael J.: “European Corporate Governance: Harmonisation Through Knowledge Management?”, **Journal of Contemporary European Research**, C.III, No:1, 2007, s.79-94.

Süer, Ayça, Zeynep: “Profesyonel Muhasebe Mesleğinde Enron Skandalı ve Sonrası Gelişmeler”, 2003, (Çevrimiçi) http://archive.ismmmo.org.tr/docs/SEMPOZYUMLAR/SEMPOZYUM_06/2oturum/AycaZeynepSuer.pdf , (Erişim Tarihi: 16 Haziran).

Syriopoulos, Theodore, Tsatsaronis, Michael: “Corporate Governance Mechanisms and Financial Performance: CEO Duality in Shipping Firms”, **Eurasian Business Review**, C.II, No:1, 2012, s.3-32.

Taşkın, Dilvin, Evrim, Pınar: “Şirket Yönetim Kurulundaki Kadın Üyelerin Firma Performansına Etkisi”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, C.XVIII, No:1, 2017, s.29-45.

Tatoğlu, Yerdelen, Ferda: “Panel Veri Ekonometrisi”, İstanbul, **Beta Yayınevi**, 2012.

Taylor, Svetlana M.: “The Impact of the Cadbury Committee Recommendations on Analysts’ Earnings Forecasts: UK Evidence”, **Cardiff Working Papers in Accounting and Finance**, March, 2007, (Çevrimiçi) https://orca.cf.ac.uk/40141/1/A2007_2.pdf, (Erişim Tarihi: 6 Haziran 2019).

Tetik, Nevzat: “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Yeni Türk Ticaret Kanunu Düzenlemelerinin İşletmelerin Finansal Yönetimi Üzerinde Etkileri”, **İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi**, C.II, Sayı:1, 2013, s.43-58.

The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: “The Financial Aspects of Corporate Governance”, **Gee**, December 1, 1992, (Çevrimiçi) <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf>, (Erişim Tarihi: 8 Haziran 2019).

Thomsen, Steen: “The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards”, **European Business Organization Law Review**, C.IV, No:1, March, 2003, s.31-50.

Topaloğlu, E.Emre, Coşkun, Nuran ve Özkan, Ceren: “Sahiplik Yapısı ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Borsa İstanbul 30 Endeksi’ndeki Şirketlerde Test Edilmesi”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, C.LIII, No:620, 2016, s.85-107.

Tran, Mark, Jay Adam: “Parmalat”, **The Guardian**, Ekim 6, 2004, (Çevrimiçi) <https://www.theguardian.com/business/2004/oct/06/corporatefraud.businesssq> [andas](https://www.theguardian.com/business/2004/oct/06/corporatefraud.businesssq), (Erişim Tarihi: 25 Mayıs 2019).

Tuna, Kadir: “Bankalarda Kurumsal Yönetim”, İstanbul, **Nobel Akademik Yayıncılık**, 2013.

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği: “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”, Aralık, 2002, (Çevrimiçi) https://www.tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/download/1775_a0ee99fa6cd348256296c7766bd9ec68, (Erişim Tarihi: 8 Kasım 2019).

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği: www.tkyd.org.tr. (Erişim Tarihi: 7 Şubat 2020).

Ural, Mert: “Finansal Krizler ve Türkiye”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.XVIII, No:1, 2003, s.11-28.

- Usca, Enver: “Yatırım Danışmanlığı ve Çıkar Çatışması”, Doktora Tezi, YÖK Ulusal Tez Merkezi veri tabanından elde edildi. (Tez no:207578).
- Vo, Duc, Phan Thuy: “Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence From Vietnam”, **International Journal of Economics and Finance**, C.VI, No:6, 2013, s.62-77.
- Webb, Robert, Beck Matthias ve McKinnon, Roddy: “Problems and Limitations of Institutional Investor Participation in Corporate Governance”, **Corporate Governance An International Review**, C.XI, No:1, January, 2003, s.65-73.
- Wisner, Deven L., Brown, Brandy A.: “Corporate Toxicity: The Worldcom/MCI Scandal”, 2005, (Çevrimiçi) <http://brandyabrown.com/wp-content/uploads/2015/02/Wisner-2015-Corporate-Toxicity-MCI-Worldcom.pdf>, (Erişim Tarihi: 30 Mayıs 2019).
- Witherell, Bill: “Corporate Governance and Responsibility: Foundations of Market Integrity”, **OECD Observer**, No:234, Ekim, 2002, s.7-9.
- Yaffee, Robert A.: “A Primer for Panel Data Analysis”, **New York University Social Sciences, Statistics & Mapping**, Fall 2003 Edition, s.1-11.
- Yalçın, Selçuk: “Türk Ticaret Kanunda Web Sitesi Kullanım Zorunluluğu: Kurumsal Yönetim Kapsamında Menfaat Sahiplerinin İhtiyaçlarının Karşılanması”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:38, Ekim, 2013, s.171- 184.
- Yardımcıoğlu, Mahmut, Ada Şebnem: “Kronolojik bir sırayla muhasebe ve finansal raporlamada usulsüzlük ve skandallar”, **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C.III, Sayı:1, 2013, s.43-55.
- Yasser, Rafique, Q., Entebang, Anak H. ve Mansor, Abu S.: “Corporate Governance and Firm Performance in Pakistan: The Case of Karachi Stock Exchange (KSE)-30”, **Journal of Economics and International Finance**, C.III, No:8, August, 2011, s.482-491.

Yatırımcı Tazmin Merkezi: www.ytm.gov.tr. (Erişim Tarihi: 17 Aralık 2019).

Yenice, Sedat, Dölen Tuğba: “İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, C.IX, No:19, 2013, s.199-213.

Yermack, David: “Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors”, **Journal of Financial Economics**, C.XL, No:2, February, 1996, s.185-211.

Yeşildağ, Eser: “Türkiye’de Aracı Kuruluşların Gelişimi ve Yatırımcıların Aracı Kuruluş Seçimine Etki Eden Unsurlar: Bir Faktör Analizi Uygulaması”, Yüksek Lisans Tezi, 2013, YÖK Ulusal Tez Merkezi veri tabanından elde edildi. (Tez no:327402).

Yılğör, Gül Ayşe, Yücel, Emel: “İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar”, **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi**, C.VIII, No:16, 2012, s.41-57.

Yüksel, Mehmet: “Yönetişim (Governance) Kavramı Üzerine”, **Ankara Barosu Dergisi**, No:3, 2000, s. 145-160.

Zengin, Nur A., Yılmaz, Altıok Ayşe: “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Standartları”, **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, C.X, Sayı:48, Şubat, 2017, s.684-702.

EKLER

EK-1 Analize Dahil Edilen Aracı Kurumlar Listesi

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler	Marbaş Menkul Değerler
Acar Menkul Değerler	Meksa Yatırım Menkul Değerler
Ak Yatırım Menkul Değerler	Metro Yatırım Menkul Değerler
Alan Yatırım Menkul Değerler	Osmanlı Yatırım Menkul Değerler
Alternatif Menkul Değerler	Oyak Yatırım Menkul Değerler
Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler	Phillip Capital Menkul Değerler
Ata Yatırım Menkul Kıymetler	Piramit Menkul Kıymetler
Bahar Menkul Değerler	Polen Menkul Değerler
BGC Partners Menkul Değerler	Prim Menkul Değerler
Bizim Menkul Değerler	Sanko Yatırım Menkul Değerler
Burgan Yatırım Menkul Değerler	Strateji Menkul Değerler
CITI Menkul Değerler	Şeker Yatırım Menkul Değerler
Credit Suisse İstanbul Menkul Değerler	Tacirler Yatırım Menkul Değerler
Delta Menkul Değerler	TEB Yatırım Menkul Değerler
Deniz Yatırım Menkul Kıymetler	Tera Yatırım Menkul Değerler
Deutsche Securities Menkul Değerler	Turkish Yatırım Menkul Değerler
Garanti Yatırım Menkul Kıymetler	Ünlü Menkul Değerler
Gedik Yatırım Menkul Değerler	Vakıf Yatırım Menkul Değerler
Global Menkul Değerler	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler
Halk Yatırım Menkul Değerler	Yatırım Finansman Menkul Değerler
HSBC Yatırım Menkul Değerler	Ziraat Yatırım Menkul Değerler
ING Menkul Değerler	
Işık Menkul Değerler	
INFO Yatırım Menkul Değerler	
İntegral Yatırım Menkul Değerler	
İş Yatırım Menkul Değerler	