

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**DOKTORA PROGRAMI**

**YÖNETİM KURULLARININ YAPISI VE FİRMA PERFORMANSI İLİŞKİSİ:  
BORSA İSTANBUL'A KAYITLI FİRMALAR ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Damla EKER**

**ŞUBAT-2021**

**TRABZON**

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI**

**DOKTORA PROGRAMI**

**YÖNETİM KURULLARININ YAPISI VE FİRMA PERFORMANSI İLİŞKİSİ:  
BORSA İSTANBUL'A KAYITLI FİRMALAR ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Damla EKER**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI**

**ŞUBAT-2021**

**TRABZON**

## **BİLDİRİM**

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu Çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul edeceğimi beyan ediyorum.

**Damla EKER**

01.02.2021

## ÖNSÖZ

Kurumsal yönetim, işletmelerin hissedarları ve tüm çıkar gruplarına en yüksek fayda sağlayacak şekilde yönetilmelerini amaçlayan bir kavramı ifade etmektedir. 1990'lı yıllardan itibaren kanun yapıcılar, düzenleyici kurullar ve çeşitli uluslararası örgütler kurumsal yönetim anlayışının işletmelerde yerleştirilip geliştirilmesi için çaba sarf etmiş Enron ve Worldcom gibi dev şirketlerin muhahesebe skandalları üzerine bu konuya gösterilen ilgi en üst seviyeye gelmiştir. Adalet, sorumluluk, şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramlarını temel alan kurumsal yönetim anlayışı, işletmelerin iyi yönetilmesi bakımından bir rehber olarak görülmektedir

Şirketlerin yönetim kurulları, kurumsal yönetim mekanizmalarının en önemli unsurlarından biridir. Yönetim kurulları, kurumsal yönetim anlayışının işletmelerde yerleşmesi ve etkin karar alma mekanizmasının oluşmasını sağlamaktadır. Kurumsal yönetim anlayışının yerleştiği başarılı işletmelerde yönetim kurullarının, işletmenin ne iş yaptığına, o işi nasıl yaptığına, sektördeki yerine, kullanılan teknolojiye hâkim üyelerden oluşması gerekmektedir. Söz konusu yapıya sahip yönetim kurulları, işletmeye katma değer sağlayacak projeler önerebilmekte, işletmelerin stratejik rehberliğini üstlenebilmekte, bilgi ve tecrübelerinin alt kademelere aktarılmasını sağlamakta ve nihayetinde işletmeler rekabet üstünlüğü sağlayabilmektedirler.

İşletmelerin performansları ile yönetim kurulu yapıları yakından ilişkilidir. Bu bakımdan, yönetim kurulları ile ilgili yapılan güncel yasal düzenlemelerin ve öne sürülen güncel görüşlerin işletme performansları üzerinde etkisinin incelenmesi bu işletmeler ile yatırımcılarına fayda sağlayacak ve düzenleyici kurullara öneri niteliği taşıyacaktır. Bu doğrultuda, Çalışma'da halka açık şirketlerin yönetim kurulu yapıları ile finansal performansları arasındaki ilişkinin açıklanması amaçlanmıştır.

Bu Çalışma'nın her aşamasında kıymetli bilgi ve tecrübelerinden yararlandığım danışmanım Sayın Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI'ya; Sayın Prof. Dr. Seyfettin ARTAN'a; Sayın Doç. Dr. Ahmet KURTARAN'a ve Sayın Dr. Öğr. Üyesi Aykut KARAKAYA'ya teşekkür ederim.

Şubat, 2021

Damla EKER

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	IV
İÇİNDEKİLER .....	V
ÖZET .....	IX
ABSTRACT .....	X
TABLolar LİSTESİ.....	XI
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XIII
GİRİŞ .....	1-3

## BİRİNCİ BÖLÜM

<b>1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI .....</b>	<b>4-34</b>
1.1. Kurumsal Yönetim Kavramının Ortaya Çıkış Nedenleri.....	4
1.1.1. Mülkiyet-Kontrol Ayrımı.....	5
1.1.1.1. Vekâlet Sorunu .....	5
1.1.1.2. Asimetrik Bilgi .....	6
1.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerindeki Artış .....	6
1.1.3. Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Artışı .....	7
1.1.4. Şirket Skandalları.....	7
1.2. Kurumsal Yönetimin Önemi .....	8
1.3. Kurumsal Yönetimin Amaçları .....	9
1.4. Kurumsal Yönetimin Yararları .....	10
1.5. Kurumsal Yönetimle İlgili Dünyadaki Temel Düzenlemeler .....	11
1.5.1. Kurumsal Yönetimle İlgili Ülkelerin Yaptığı Temel Düzenlemeler.....	12
1.5.1.1. Amerika Birleşik Devletleri.....	12
1.5.1.1.1. Treadway Komisyonu .....	12
1.5.1.1.2. “Sarbanes Oxley Kanunu” .....	12
1.5.1.2. İngiltere.....	13
1.5.1.2.1. Cadbury Komisyonu .....	13
1.5.1.2.2. Greenbury Komisyonu .....	14
1.5.1.2.3. Hampell Raporu .....	14
1.5.1.2.4. “Birleşik Kanun” .....	14
1.5.1.2.5. Higgs Raporu.....	15

1.5.1.3. Diğer Ülkelerin Kurumsal Yönetim Konusundaki Temel Düzenlemeleri .....	15
1.5.2. Kurumsal Yönetimle İlgili Uluslararası Kuruluş ve Örgütlerin Yaptığı Temel Düzenlemeler .....	16
1.5.2.1. Dünya Bankası.....	16
1.5.2.2. Uluslararası Para Fonu.....	16
1.5.2.3. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı.....	17
1.5.2.3.1. Millstein Raporu.....	17
1.5.2.3.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	17
1.5.2.4. Global Kurumsal Yönetim Forumu .....	18
1.5.2.5. Avrupa Birliği.....	18
1.5.2.6. Devletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Birliği.....	19
1.6. Kurumsal Yönetim İlkeleri .....	20
1.6.1. Adalet.....	21
1.6.2. Hesap Verebilirlik.....	22
1.6.3. Sorumluluk.....	22
1.6.4. Şeffaflık .....	24
1.7. Kurumsal Yönetim Modelleri .....	24
1.8. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi .....	26
1.9. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi .....	27
1.10. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	28
1.10.1. Dışsal Kurumsal Yönetim Mekanizmaları.....	29
1.10.1.1. İşletme Kontrolünü Ele Geçirme Tehditleri .....	29
1.10.1.2. Yönetici Emek Piyasası.....	30
1.10.1.3. Kanunî Düzenlemeler .....	30
1.10.1.4. Ürün Piyasası.....	30
1.10.1.5. Sermaye Piyasaları .....	31
1.10.2. İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları .....	31
1.10.2.1. Mülkiyet (Ortaklık) Yapısı .....	31
1.10.2.2. Yönetimsel Teşvikler ve Yönetici Ücretleri .....	32
1.10.2.3. Güçlendirilmiş Pay Sahipleri.....	33
1.10.2.4. En İyi Uygulama Kodları ve Yatırımcı İlişkileri.....	33
1.10.2.5. Aktif Hissedarlık .....	34
1.10.2.6. Yönetim Kurulları.....	34

## İKİNCİ BÖLÜM

<b>2. YÖNETİM KURULLARI VE YÖNETİM KURULLARINI ELE ALAN KURUMSAL YÖNETİM TEORİLERİ.....</b>	<b>35-48</b>
2.1. Yönetim Kurullarının Önemi ve Yapısı.....	35

2.2. Yönetim Kurullarının Görev ve Yetkileri .....	36
2.3. Yönetim Kurullarının Sorumlulukları .....	37
2.4. Yönetim Kurullarını Konu Edinen Kurumsal Yönetim Teorileri .....	38
2.4.1. Vekâlet Teorisi.....	38
2.4.1.1. Gözetim ve Denetim (İzleme) Maliyetleri.....	39
2.4.1.2. Sözleşme Maliyetleri .....	40
2.4.1.3. Önlenemeyen Kayıplar .....	40
2.4.2. Temsil Teorisi .....	40
2.4.3. Kaynak Bağımlılığı Teorisi.....	42
2.4.4. Paydaş Teorisi.....	44
2.4.5. Farklı Teorilerin Birlikte Değerlendirilmesi .....	44
2.5. Yönetim Kurulu Yapılarıyla İlgili Türkiye’deki Yeni Düzenlemeler.....	45

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>3. BORSA İSTANBUL’A KAYITLI FİRMALARDA YÖNETİM KURULLARININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN TEST EDİLMESİ .....</b>	<b>49-66</b>
3.1. Ekonometrik Yöntem.....	49
3.2. Araştırmada Kullanılan Veri Seti.....	50
3.3. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Hesaplanışı .....	51
3.4. Araştırma Hipotezleri.....	53
3.4.1. Birden Çok Firmada Yönetim Kurulu Üyeliği Bulunan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri .....	53
3.4.2. İş Hayatıyla İlgili Dernek ve Oda Gibi Tüzel Kişiliklere Üyeliği Bulunan Yönetim Kurulu Üyeleri .....	56
3.4.3. Sektörel Uzmanlığı ve Genel İş Yönetimi Uzmanlığı Bulunan Yönetim Kurulu Üyeleri .....	57
3.4.4. Finansal Tecrübe Sahibi Yönetim Kurulu Üyeleri.....	58
3.4.5. Akademisyen Yönetim Kurulu Üyeleri .....	59
3.5. Araştırma Modeli .....	59
3.6. Analiz ve Bulgular .....	60
3.6.1. Tanımlayıcı İstatistikler .....	60
3.6.1.1. Büyük Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri .....	60
3.6.1.2. Küçük Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri .....	61
3.6.2. Büyük Firmaların Yönetim Kurulu Yapısı ile Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Panel Veri ile Analizi.....	62
3.6.3. Küçük Firmaların Yönetim Kurulu Yapısı ile Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Panel Veri ile Analizi.....	63
3.7. Analiz Bulgularının Değerlendirilmesi .....	65

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>67</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>70</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>84</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>87</b>





## ÖZET

Firmalar yönetim kurulları tarafından temsil ve idare edilirler. Bir firmada kurumsal yönetimin uygulanabilmesi açısından yönetim kurulları çok önemli bir rol oynamaktadır. Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirmesinde en yüksek pay yönetim kurullarına aittir.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul’da yer alan firmaların yönetim kurulu yapılarıyla finansal performansları arasındaki ilişkinin firmaların büyüklükleri de dikkate alınarak ortaya konulmasıdır. Daha önce yapılan çalışmalarda firmaların yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu üyelerinin yaşı, aldıkları ücretler, firmaya hizmet ettikleri yıl sayısı gibi değişkenlerle firmaların finansal göstergeleri arasındaki ilişkiler literatürde geniş yer tutacak şekilde incelenmiştir. Bu çalışmada firmaların büyüklükleri de dikkate alınmış ve yönetim kurulu üyelerinin farklı özellikleriyle firma performansları arasındaki ilişki incelenmiştir.

Bu çalışmanın analiz birimlerini belirlemek amacıyla hisseleri Borsa İstanbul’da işlem gören halka açık tüm firmaların ikincil verileri araştırılmış ve verilerinin tamamına ulaşılabilen 58 firma analiz birimi olarak seçilmiştir. Analizde, söz konusu 58 firmanın 2012-2018 yılları arası yıllık verileri kullanılmıştır. Firmaların yönetim kurulu üye özelliklerine ait altı bağımsız değişken kullanılmıştır. Söz konusu bağımsız değişkenler, firmaların yönetim kurullarında yer alan birden çok firmanın yönetim kuruluna hizmet veren bağımsız üyeler, iş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan üyeler, genel iş yönetimi uzmanı üyeler, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlığı bulunan üyeler, finansal tecrübe sahibi üyeler ve akademisyen üyelerden oluşmaktadır. Firmaların finansal performans göstergesi olarak ise aktif kârlılık oranları kullanılmıştır. Söz konusu değişkenler arasındaki ilişkiler panel veri analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir.

Firmaların yönetim kurulu yapılarını temsil eden bazı değişkenlerle aktif kârlılık oranları arasında anlamlı ilişkiler bulunmuştur. Büyük firmaların yönetim kurullarında yer alan, birden çok firmanın yönetim kuruluna hizmet veren bağımsız üyeler ile akademisyen üyelerin aktif kârlılıkları üzerinde negatif yönlü bir etkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Küçük firmaların yönetim kurullarında yer alan, birden çok firmanın yönetim kuruluna hizmet veren bağımsız üyeler ile firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlığı bulunan üyelerin aktif kârlılıkları üzerinde negatif yönlü bir etkisinin bulunduğu ortaya konulmuştur.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Performans, Kurumsal Yönetim, Yönetim Kurulları, Panel Veri Analizi, Borsa İstanbul.

## ABSTRACT

The firms are represented and managed by their board of directors. The boards play a very important role in applying a corporate governance in a firm. In Turkey, the biggest percentage in corporate governance rating belongs to the board of directors.

The aim of this study is to demonstrate the relationship between the board structures and financial performance of the firms in Borsa İstanbul as taking their sizes into consideration. In earlier studies, the relationships between the firm's financial indicators and the variables such as the board sizes of the firms, board members' ages, their wages, their number of years in service were assessed in a way that it will take a big place in literature. In this study, the sizes of the firms were also taken into consideration and the relationship between various features of the board members and the firm performance was examined.

In order to determine the analysis units of this study, the secondary data of public firms whose shares are publicly traded, were investigated and 58 firms whose data are completely accessed, were selected as an analysis unit. In the analysis, those 58 firms' annual data between 2012 and 2018 were used. 6 of the variables belonging to the firm's board members were used. Those independent variables consist of the independent board members who takes part in the firms' boards and serving to the boards of directors of more than one firm, the members who holds a membership to the legal entities related to the business life such as associations and chambers, who are general business management expert or expert in the sector of the firm, who has financial experience and who are academician members. As the firms' financial performance indicators, return on asset ratios were used. The relationships between those variables were examined by using the panel data analysis method.

Some significant relationships were found between some variables representing the firms' board structures and return on asset ratios. It was found that the independent members who takes part in bigger firms' boards and serves to the boards' of more than one firm and academician members have a negative effect on return on assets. It was also found that the independent members who takes part in smaller firms' boards and serves to the boards' of more than one firm and the members who are expert in the sector of the firm have a negative effect on return on assets.

**Keywords:** Financial Performance, Corporate Governance, Board of Directors, Panel Data Analysis, Borsa İstanbul.

## TABLolar LİSTESİ

Tablo Nr.	Tablo Adı	Sayfa Nr
1	ABD’deki Bazı Şirket Hilelerinin Ekonomik ve Hukukî Sonuçları .....	7
2	Çeşitli Ülkelerde Kurumsal Yönetim ile İlgili Yapılan Temel Düzenlemeler.....	15
3	Anglo Sakson Sistemi ve Kıta Avrupası Sistemi.....	25
4	Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi .....	27
5	Kurumsal Yönetim Uyum Notunu Belirleyen Faktörler ve Ağırlıkları.....	27
6	Dışsal ve İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları .....	29
7	Kurumsal Yönetim Teorilerine Göre Yönetim Kurullarının Rolü.....	45
8	Analiz Kapsamında Yer Alan Sektörler ve Firma Sayıları.....	51
9	Çalışma Örnekleminin Ana Kütle İçindeki Payının Yıllara Göre Gösterimi .....	51
10	Yapılan Çalışmalarda Firmaların Finansal Performans Göstergesi Olarak Kullanılan Bağımlı Değişkenler .....	52
11	Analizde Yer Alan Değişkenlerin İsimleri, Kısaltmaları ve Hesaplanması .....	53
12	Büyük Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri .....	61
13	Küçük Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri .....	61
14	Büyük Firmalar Aktif Kârlılığı Modeli .....	63
15	Küçük Firmalar Aktif Kârlılığı Modeli .....	64
16	Yönetim Kuruluna Ait Değişkenlerin Firma Performansları Üzerindeki Etkisine İlişkin Özet Tablo .....	65

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil Nr.	Şekil Adı	Sayfa Nr
1	Tüm Dünyada Kabul Görmüş Temel Kurumsal Yönetim İlkeleri .....	21



## KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ACFE	: Association of Certified Fraud Examiners – Sertifikalı Hile Uzmanları Birliği
BCG	: Boston Consulting Group
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BİST	: Borsa İstanbul
CACG	: Devletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Birliği
CEO	: Chief Executive Officer
CFO	: Chief Financial Officer
G20	: Group of 20 - 20 Grubu
GCGF	: Global Corporate Governance Forum - Global Kurumsal Yönetim Forumu
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
IFC	: International Finance Corporation – Uluslararası Finans Kurumu
IMF	: International Monetary Fund - Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamu Aydınlat Platformu
Md	: Madde
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development - Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
ROSCs	: Reports on the Observance of Standards and Codes
SEC	: Securities Exchange Commission – ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği
TSKP	: Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
Vd	: Ve diğerleri
WB	: World Bank - Dünya Bankası
XKURY	: Kurumsal Yönetim Endeksi
yy	: Yüzyıl

## GİRİŞ

Bir ülkenin ve o ülke halkının refah içinde yaşaması, kurumlarının iyi yönetilmesiyle yakından ilgilidir. İyi bir kurumsal yönetim anlayışı, devletlere ve firmalara olan güveni destekleyen kilit faktörlerden sayılmaktadır. Firmalar, kurumsal yönetim anlayışıyla büyük ve küçük tüm hissedarların çıkarlarını korumakla beraber müşterilerin, bayilerin, kredi verenlerin ve toplumun çıkarlarına da saygı göstermektedir. Firma açısından bakıldığında bu kavram, çalışanlarla hissedarlar arasında amaç birliği sağlama, firma değerini artırma, finansal kaynaklara ulaşım ve krizleri kolay atlama ile en nihayetinde firmanın uzun vadeli varlık gösterebilmesi için oldukça önemlidir.

Düzenleyici kurullar ve firmalar 1990'lı yıllardan itibaren kendi kurumsal yönetim prensip ve rehberlerini oluşturmak amacıyla çaba sarf etmiştir. OECD'nin ilk olarak 1999 yılında yayımladığı yönetim kurullarını da içine alan "Kurumsal Yönetim İlkeleri"nden sonra kurumsal yönetim konusunda birçok çalışma yapılmıştır. Bir firmada etkin bir kurumsal yönetim anlayışının varlığının en önemli göstergelerinden biri iyi bir yönetim kuruluna sahip olunmasıdır.

Yönetim kurulları, firmaların gelecekteki nakit akışlarını artıracak ve bu nakit akışlarının riskini düşürecek faaliyetlerle ilgili kararları alabilecek en üst mercidir. Yönetim kurulları, söz konusu kararları alarak firma hissedarlarının değerini artırmayı ve çıkarlarını korumayı amaç edinir. Yönetim kurullarının firma genel kurulları tarafından seçilmesi bir başka ifadeyle hissedarların üye seçiminde oylama hakkına sahip olması seçilen üyelerin her zaman hissedarların lehine hareket etmesi için tek başına yeterli olmamaktadır. Firmaların faaliyetlerine yön veren, denetleyen, uygun bulmadığı kararları reddeden, gerektiğinde üst yönetim kadrolarında değişiklikler yapabilen yönetim kurullarının bu görevleri etkin şekilde yerine getirebilecek üyelere sahip olması gerekmektedir.

Yönetim kurulları, firmaların pay sahipleri ve paydaşlarının haklarını korumakla yükümlüdür. Firmaların stratejik planlarını yapmak, kısa ve uzun vadeli hedeflerini belirlemek ve karşılaşılabilecek riskleri saptayıp önlemek yönetim kurullarının temel görevleri arasındadır. Yönetim kurullarının iyi yetişmiş, alanında uzman, tecrübeli ve farklı bakış açıları ile özelliklere sahip üyelere oluşması firmaların sürdürülebilir bir başarı sağlamasında büyük önem arz etmektedir.

Literatürde, ideal yönetim kurulu yapısının ortaya konulması amacıyla yapılmış birçok çalışma mevcuttur. Bu çalışmaların tamamına yakını yönetim kurulunun büyüklüğü, yönetim

kurulu üyelerinin yaşı, aldıkları ücretler, hizmet verdikleri firmalardaki çalışma yılı gibi yönetim kuruluna ait özelliklerle firma performansları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin birden fazla firmaya hizmet vermesi, tüm üyelerin finansal tecrübe sahipliği, iş hayatıyla ilgili çeşitli dernek ve odalara üyeliği, uzmanlık alanları ve akademik tecrübeleri ile firma finansal performansları arasındaki ilişkinin sınırlı sayıda çalışmada incelendiği görülmüştür. Yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığı son zamanlarda sıkça incelenen bir konu haline gelmekle beraber bağımsız üyelerin birden çok firmaya hizmet etmesinin firma performansları üzerinde nasıl bir etkisinin olduğu, cevabı yeni aranmaya başlanan sorulardan bir tanesidir. Ayrıca, düzenleyici kurulların Türkiye de dâhil olmak üzere çeşitli ülkelerde bağımsız üyelerin hizmet verebileceği firma sayısını sınırlaması bu konunun araştırılması gerektiğini göstermektedir. Akademisyenlerin, firma finansal performansı üzerindeki etkisi ile ilgili özellikle yabancı literatürde öne sürülen karşıt hipotezler bulunmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin finansal tecrübe sahibi olması hem literatürde tartışılmakta hem de Türkiye Sermaye Piyasası Kurulunca halka açık şirketlere yönelik 03.01.2014 tarihinde yayımladığı “Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1” nde bir madde olarak yer almaktadır. Odalar, borsalar, dernekler gibi iş hayatını yönlendirebilen örgütlere üye olan yönetim kurulu üyeleri yine özellikle yabancı literatürde ampirik çalışmalara konu olmaktadır. Tüm bunlara ek olarak her durumda geçerli ideal bir yönetim kurulu yapısının olmadığı görüşünden hareketle büyüklük olarak farklı kategorilerde yer alan firmaların farklı uzmanlıkları bulunan yönetim kurulu üyelerine sahip olması gerektiğini öne süren çalışmaların literatürde yer aldığı görülmüştür. Bu bağlamda, çalışmanın özgünlüğü, yönetim kurullarıyla ilgili getirilen güncel yasal düzenlemelerin ve yönetim kurullarının sınırlı çalışmada ele alınan boyutlarının firma performansı üzerindeki etkisinin incelemesi ile firma büyüklükleri de dikkate alınarak oluşturulan bazı hipotezlerin test edilmesine dayanmaktadır.

Bu çalışma kapsamında, Borsa İstanbul’da hisseleri işlem gören tüm halka açık firmaların yönetim kurulu üyeleri ve finansal performanslarına ait ikincil verilere ulaşılmaya çalışılmıştır. Çalışmada test edilen iki hipotez bağımsız üyeler ile ilgilidir. Türkiye’de halka açık şirketlerin yönetim kurullarında bağımsız üye bulundurmasının 30.12.2011 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Seri: IV No:56 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ ile zorunlu hale gelmesi sebebiyle veriler söz konusu tarihten sonrasını kapsayacak şekilde araştırılmıştır. Çalışmada tüm verilerine eksiksiz olarak ulaşılan 58 firmanın 2012-2018 yılları arası yıllık verileri üzerinden analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz yöntemi olarak panel veri analizi kullanılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yönetimin genel çerçevesi açıklanmıştır. Kurumsal yönetimin ortaya çıkış nedenleri, amaç ve önemi ile ilgili açıklamalar yapılmıştır. Türkiye’de kurumsal yönetimin tarihsel gelişimi ve BİST Kurumsal Yönetim Endeksi hakkında bilgiler verilmiş, dünyada kurumsal yönetim uygulamaları ile kurumsal yönetim mekanizmaları yer almıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde yönetim kurullarının önemi, görev ve yetkileri ile sorumluluklarına yer verilmiştir. Yönetim kurullarını ele alan dört ana kurumsal yönetim teorisi olan “Vekâlet Teorisi”, “Temsil Teorisi”, “Kaynak Bağımlılığı Teorisi” ile “Paydaş Teorisi” açıklanmış ve bu teorilerin birlikte değerlendirilmesi yapılmıştır. Ayrıca Türkiye’de firmaların yönetim kurullarıyla ilgili yapılan son düzenlemelerden bahsedilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümü yukarıda belirtilen teorik bilgilerin uygulama ile sentezlenmesinden oluşmaktadır. Bu bölümde araştırmanın yöntemi, veri seti, değişkenleri ve test edilen hipotezler açıklanmıştır. Borsa İstanbul’da yer alan firmalar büyüklüklerine göre sınıflandırılmış, yönetim kurulu yapılarıyla finansal performansları arasındaki ilişki iki panel regresyon modeli kurularak analiz edilmiş ve bulgular ortaya konulmuştur. Çalışma sonunda bulgulardan yola çıkılarak firmalara, düzenleyici kurullara ve diğer araştırmacılara tavsiyelerde bulunulmuştur.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### 1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Kurumsal yönetim, kavram olarak ilk kez 1990'lı yıllarda tartışılmaya başlanmış ve uluslararası birçok kuruluş tarafından üzerinde durulan bir kavram haline gelmiştir (Yıldırım, 2007:1). Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation –IFC) (2004), kurumsal yönetimi en kısa tanımıyla, işletmelerin kontrol edilip yönlendirilmesi amacıyla oluşturulan yapılar şeklinde ifade etmiştir. Dünya Bankası (World Bank–WB) kurumsal yönetimi, bir kuruluşun içinde faaliyetlerini sürdürdüğü toplumun değerlerine saygı göstererek beşerî ve finansal sermayeyi çekmesine, etkin işlemesine, uzun dönemde hissedarlarına ekonomik değer katmasına imkân sağlayan tüm yasa, yönetmelik, kod ve uygulamalar olarak ifade etmektedir (World Bank, 1999: 47). Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (Organisation for Economic Co-operation and Development –OECD)'na (2004) göre kurumsal yönetim, şirketlerin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki ilişkileri içine alan, faaliyet amaçlarının açıkça belirlendiği bir şirket yapısı oluşturan ve aynı zamanda belirlenmiş şirket amaçlarına nasıl varılacağını ortaya koyan bir mekanizmadır.

#### 1.1. Kurumsal Yönetim Kavramının Ortaya Çıkış Nedenleri

Üst kademe yöneticilerin firma varlıklarını kendi şahsî mal varlıklarına dönüştürmeye çalışması, kurumsal yönetime duyulan ihtiyacı ortaya koymaktadır. Global ölçekte finansal krizler ve şirket skandalları gibi olayların yaşandığı günümüzde kurumsal yönetim politikalarının geliştirilmesi ihtiyacı ortaya çıkmaktadır (Daştan, 2010: 3).

Kurumsal yönetimle ilgili tartışmalar, sahtecilik, iflaslar ve yöneticilerin çok yüksek maaşlar alması gibi nedenlerle artış göstermiştir. Uluslararasılaşmanın yaygınlaşması, finansal piyasaların bütünleşmiş hale gelmesi, karmaşık finansal araçların ve bağlantılı risklerin artışı, toplumun örgütlere ilişkin beklentilerinin değişimi, eksik raporlama ile denetçilerin düşük verimliliği kurumsal yönetim kavramının doğuşundan sonra bu kadar gündemde kalmasına katkıda bulunan faktörlerdir (Hollanda Maliye Bakanlığı Kamu Denetim Politikası Genel Müdürlüğü, 2000: 5). Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışı aşağıda “mülkiyet- kontrol ayrımı”, “uluslararası sermaye hareketlerindeki artış”, “sermaye piyasaları arasındaki rekabetin artışı” ve “şirket skandalları” olarak dört farklı nedene bağlı olarak açıklanmıştır.

### 1.1.1. Mülkiyet-Kontrol Ayrımı

Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışına yol açan şirket yönetimine ilişkin tartışmaların en önemli sebebi mülkiyet-kontrol ayrımıdır (Berle ve Means, 1932; Fama ve Jensen, 1983). Hissedarlara ait olan firma varlıkları, yönetim kurulu üyelerince hissedarlar adına yönetilmektedir. Yönetim kurulu, firmanın günlük faaliyetlerini yürütecek yöneticileri seçmektedir. Bu durumda, hissedarların varlıkları, hissedarlarca vekil olarak seçilen yönetim kurulu üyeleri tarafından yönetilmektedir (Ünal, 2014: 80). Firma sermayesini sağlayan ve firma kârını paylaşma hakkına sahip bulunan hissedarlar, firma yönetiminden uzaklaşmaktadır. Bu uzaklaşmanın hissedar menfaatlerinin aleyhine bir yönetim anlayışını doğurması ihtimal dâhilindedir (Paslı, 2005: 32-33).

#### 1.1.1.1. Vekâlet Sorunu

Vekâlet sorunu yöneticiler, hissedarlar, alacaklılardan oluşan ve birbirleriyle ilişkilerinde vekil ve vekâlet veren pozisyonunda bulunan kişilerin kendi bireysel faydalarını en yüksek seviyeye getirmek için hareket etmeleri sebebiyle ortaya çıkmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Mülkiyet ve kontrolün ayrılması pay sahipleri ve yöneticiler arasında pay sahiplerinin aleyhine birtakım sonuçlar doğurabilmektedir. Bunlardan ilki, yöneticilerin, şirket kaynaklarını ayrıcalık (perquisite) olarak kendilerine tahsis etme eğilimidir. İkincisi ise, yöneticilerin şirket değerini artırma hususunda daha az gayret göstermeleridir (Shleifer ve Vishny, 1997: 742; Jensen ve Meckling, 1976).

Şirket faaliyetlerinin belli bir süresinin olmaması ve bundan dolayı hissedarların devamlılık gösteren kazanç beklentilerinin yanı sıra yönetici beklentileri, söz konusu bu yöneticilerin çalışma süreleriyle sınırlanmıştır. Yöneticilerin beklentilerinin kendi çalışma süreleriyle sınırlı olması, özellikle emeklilik zamanı yaklaşan yöneticilerde, kısa vadede şirkete kazanç sağlayan fakat uzun dönemde şirket değerine katkı yapmayan yatırımları tercih etmelerine yol açabilmektedir (Jorge, 2004).

Mülkiyet-kontrol ayrımına dayanan vekâlet ilişkisinde pay sahiplerinin aleyhine olabilecek bir diğer konu, yöneticilerin ve hisse sahiplerinin risk tercihlerinin farklı olmasıdır. Portföyün farklı yatırım araçlarından oluşturulması suretiyle riskin azaltılması temeline dayanan “Portföy Teorisi”ne göre, hissedarlar sistematik olmayan riski portföy çeşitlendirmesiyle ortadan kaldırmakta ve böylece sadece piyasa riskini üstlenmektedir. Yöneticiler ise, hissedarların aksine, kendi refah düzeyleri ile şirketin finansal gücü arasında doğrusal bir ilişki bulunduğundan, şirket kaynaklarını, daha fazla getiri beklentisiyle tek bir projeye aktarıp, portföy çeşitlendirmesinden kaçınabilmektedir. Böylece yöneticiler, projenin gerçekleşmesi halinde hem şirketin elde edeceği kazançtan doğrudan çıkar elde edecek, hem de bu şekilde sağlanan başarı ile şirket yönetiminde görev almayı sürdürebilecektir (Jorge, 2004).

### **1.1.1.2. Asimetrik Bilgi**

Ekonomik birimlerin bir kısmının diğerlerine kıyasla daha çok bilgiye sahip olması asimetrik bilgi kavramıyla açıklanmaktadır. Bilgiye erişim olanağı farklı olan ekonomik birimler arasında bilgi simetrisi kaybolmaktadır. Bilgi asimetrisi sebebiyle, taraflardan biri diğerinden üstün hale gelmektedir (Çetinkaya, 2012: 63). İki taraf arasında asimetrik bilgi söz konusu olduğunda, ekonomik faaliyetlerin etkin bir biçimde gerçekleştirilmesinden uzaklaşmaktadır. Piyasa mekanizması içinde kaynakların verimli kullanılma şartlarından biri, taraflar arasındaki bilgi akışının eksiksiz şekilde gerçekleşmesidir. Bu bilgi akışı tam olarak sağlanamadığında, ekonomik birimler arasında ortaya çıkan asimetrik bilgi nedeni ile önemli piyasa aksaklıkları yaşanmaktadır (Karahana, 2006: 151-152).

Asimetrik bilgi, ters seçim ile ahlaki tehlikeden oluşan iki soruna yol açmaktadır. Ters seçim, finansal işlem öncesi, ahlaki tehlike finansal işlem sonrası ortaya çıkmaktadır (Mishkin, 1990: 4). Sözleşme öncesinde, borç alanlar, projenin içeriği ile ilgili, fon sağlayıcılara nazaran daha fazla bilgiye sahiptir. Dolayısıyla fon sağlayıcılar, risk seviyesi hususunda ayırım yapmakta zorluk yaşamaktadırlar. Bu durum ters seçim sorununa neden olmaktadır. Bu duruma, ikinci el otomobil piyasasında otomobil satın alacak olanların, kalitesi farklı otomobiller arasında ayırım yapamaması örnek verilebilir (Cengiz, 2010: 153). Ahlaki tehlike, sözleşmenin yapılmasından sonra borçlanan tarafın borç veren tarafın çıkarına olmayan davranışlarda bulunmasını ifade etmektedir (Akgül, 2009: 39).

Asimetrik bilgi, işletme yönetiminde sorunlara yol açabilmektedir. Şöyle ki, şirkette yönetici pozisyonunda olan bir şahıs, şirket faaliyetleri hususunda hisse sahiplerine nazaran fazla bilgiye sahiptir. Bu şahıs, bilgi yönünden sahip olduğu bu avantajı kendi çıkarına ancak hissedarlar aleyhinde kullanabilmektedir. Kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi ile asimetrik bilgi sebebiyle ortaya çıkan problemlerin önlenmesi amaçlanmaktadır (Akgül, 2009: 39).

### **1.1.2. Uluslararası Sermaye Hareketlerindeki Artış**

Giderek artan uluslararası ekonomik bağımlılık ve yabancı yatırımların artışı şirket yönetimlerinde dünya genelinde kabul görmüş standartların oluşturulması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır (Atamer, 2006: 10). Piyasalara fon arz eden kişi ve kurumlar uluslararası fon hareketlerinin hızlanmasıyla alternatif ve getirisi yüksek yatırım araçlarına yönelmişlerdir. Yatırım yapılan yabancı ülkelerdeki yönetim anlayışı farklılıkları bu uluslararası fonların zarar görmesine sebep olmuştur (Demirbaş ve Uyar, 2006: 36). Bu sebeple, farklı ülkelerdeki uygulamaları uyumlaştırmak adına genel kurallar ile ilkeler oluşturulmaya çalışılmaktadır (Yıldırım, 2007).

### 1.1.3. Sermaye Piyasaları Arasındaki Rekabetin Artışı

Ülkelerin ekonomik büyüme isteği ve yerli yatırımcıların bu büyümeyi finanse etmek için yeterli fona sahip olmaması, hükümetleri yabancı yatırımcıları kendi coğrafyalarına çekebilmek için farklı yol arayışlarına itmiştir. Yatırımcıların yüksek getiri beklentisinin yanı sıra haklarının garanti altına alınması da önemli bir konudur. Hem yerli hem de yabancı yatırımcılara güven veren sermaye piyasaları önemli rekabet avantajı sağlayacaktır. Böylece ülke itibarları da yükselecektir (Yıldırım, 2007).

### 1.1.4. Şirket Skandalları

Büyük şirketlerin muhasebe kayıtlarını olduğundan farklı göstermesi, kötü yönetim, iflaslar ve fahiş yönetici maaşları kamu otoritelerinin dikkatini çekmiştir (Tiscini ve Donato, 2006: 1). Kanada şirketi Livent, Çin şirketi Zhengzhou Baiwen, Hindistan şirketi Satyam gibi birçok farklı ülkede faaliyette bulunan şirketlerde skandallar patlak verse de bu vakalar en çok Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde görülmüştür.

**Tablo 1: ABD'deki Bazı Şirket Hilelerinin Ekonomik ve Hukukî Sonuçları**

Şirket	Dava Tarihi	Suç İçeriği	Zarar	Dava Sonucu
Royal Ahold	27.07 2004	Komplo, menkul kıymet dolandırıcılığı, hileli belge düzenlemek, hileli muhasebe kaydı düzenlemek ve defter tutmak.	1 Milyar \$	Chief Financial Officer (CFO), 2 eski yönetici ve 9 tedarikçi firma yöneticisi suçlu bulunmuştur.
WorldCom	15.03 2005	Komplo, menkul kıymet dolandırıcılığı, hileli belge düzenlemek, fiktif finansal tablo sunmak.	11 Milyar \$	Chief Executive Officer (CEO) ve diğer 5 yönetici suçlu bulunmuştur.
Enron	1.12 2006	Hayali kazanç yaratmak ve nakit akışı üretmek, borç gizlemek, vb. yoluyla hileli muhasebe uygulamalarında bulunmak.	11 Milyar \$	Şirket yöneticilerinin de aralarında bulunduğu 35 kişi suçlu bulunmuştur.
Mercury Finance, INC.	23.05 2007	Finansal kayıtların tahrifi, içeriden öğrenenler ticareti.	2 Milyar \$	Eski CFO, muhasebe müdürü ve murakıp suçlu bulunmuştur
British Petroleum, INC.	25.10 2007	Çevre haklarını ihlal ve propan fiyatlarının manipülasyonu.	373 Milyon \$	-
Petters Company, INC.	2.12 2009	Komplo, para aklamak, hayali ticaret ve belgeleme.	3,4 Milyar \$	Şirket sahibi suçlu bulunmuştur.
Beazer Homes	28.10 2011	Şirket kazançlarını manipüle etmek, yanlış bilgi vermek.	50 Milyon \$	Muhasebe müdürü suçlu bulunmuştur.

**Kaynak:** Yılmaz, 2017, 401.

Tablo 1'de söz konusu şirket hilelerine ilişkin bazı vakalar ile bu vakaların ekonomik ve hukukî sonuçları yer almaktadır. Tablo 1 incelendiğinde, şirket skandallarına yol açanların genel olarak şirket yöneticileri ile üst kademelerde bulunan kişiler olduğu ve bu kişilerin suçlu oldukları görülmektedir.

Sertifikalı Hile Uzmanları Birliği (Association of Certified Fraud Examiners, ACFE ) tarafından, Şirketlerde yaŐanan hilelerin ortaya çıkarılıŐ yöntemleri araştırılmıştır. ACFE (2016) raporuna göre, hile tespit yöntemleri arasında en yüksek paya sahip olan tespit yöntemi %39,1 oran ile hileden haberi olan ŐahıŐlar tarafından yapılan ihbarlardır. İhbarları, %13,4 oranı ile iç denetim ve yine %13,4 oranı ile Şirket yönetimi tarafından yapılan denetimler sırasında ortaya çıkarılan hileler takip etmektedir. Hileye dâhil olan ŐahıŐlar tarafından yapılan itiraflar %1,3 oranı ile hileyi tespit etmede en düşük paya sahiptir.

DüŐüŐe geçen hisse senedi piyasaları, Şirketlerin batık hale gelmesi, Őüpheli muhasebe uygulamaları, Şirket gücünü kötüye kullanım, sahtekârlıklar, cezai soruŐtırmalar, kötü idare, gereğinden yüksek miktarlarda yönetici tazminatları yatırımcılarda güveninin eksilmesine yol açmıştır. Bu tür skandallar ve yolsuzlukların meydana geliŐi kurumsal yönetime verilen önemi artırmıştır (Sakin, 2008: 63-64).

## 1.2. Kurumsal Yönetimin nemi

Ekonomilerde zel sektörün payının artması ile ülkelerin ekonomik iliŐkilerinin gelişmesi ve çeşitli ülkelerde özel sektöre ait firmalar arasında yeni oluşan rekabet koşulları kurumsal yönetimin önem kazanmasının başlıca sebepleri olarak kabul edilmektedir (Şehirli, 1999: 2). Kurumsal yönetim kavramını açıklamak amacıyla yaptıkları çalışmada Colley ve arkadaŐları (2005: 3) başarıyı yakalayan ve bu başarıyı sürdüren firmaların, faaliyetlerini etkin Şekilde yönetebilen firmalar olduğunu, vasat performans sergileyen firmaların ise ortak özelliklerinin etkin olmayan yönetim kurullarına sahip olmaları olduğunu ifade etmiŐlerdir. OECD tarafından kurumsal yönetim konusunda “*işletmeler faaliyetler meydana getirmektedir, vergi gelirleri yaratmaktadır, geniş bir dizi ürün ve hizmetler üretmektedir ve giderek artan Şekilde tasarruflarımızı yönetmekte ve emeklilik gelirlerimizi teminat altına almaktadır. Dünyada zel sektöre artan güvenle kurumsal yönetim konusu benzer olarak önem kazanarak ilerlemektedir* (Waring ve Pierce, 2004: 11) .” Şeklinde edilen beyan da özel sektör firmalarına güvenin kurumsal yönetimle paralel Şekilde arttığını göstermektedir. Bu ifadeler, kurumsal yönetim uygulamalarının münferit olarak firmalar için önemini ortaya koymaktadır.

WB eski baŐkanlarından Wolfensohn, 1999 yılında kurumsal yönetim konusunda “*dünya ekonomik büyümesi için işletmelerin kurumsal yönetimi, devletlerin idaresinden daha önemlidir*” Şeklinde bir ifade dile getirmiştir. Bununla birlikte Amerikan Sermaye Piyasası eski baŐkanlarından Arthur Lewitt “*eğer bir ülkede işletmelerin kötü yönetildiğine dair bir kanı var ise, yatırımcılar işletme yönetimlerini yeterli derecede Şeffaf bulmuyor ise, doğru muhasebe sistemleri ve Şeffaf raporlama yok ise sermayenin diğer ülkelere kaçacağı*” (Darman, 2006: 4)’nı dile getirmiştir. Bu ifadeler, kurumsal yönetim uygulamalarının sadece münferit olarak firmalar için değil ülkeler için de çok önemli olduğunu kanıtlar niteliktedir.

### 1.3. Kurumsal Yönetimin Amaçları

Kurumsal yönetim anlayışı, şirket paydaşlarının çıkarlarını korumak, şeffaflığı arttırarak makroekonomik politikalarla desteklemek, ülkelere yerli ve yabancı yatırımcıları çekmek ve böylece genel olarak bu anlayışa sahip ülkelerin uluslararası rekabette avantaj sağlamasını amaçlamaktadır (Avan, 2017: 4).

OECD'nin 20 Grubu (Group of 20, G20) ile yaptığı ortak çalışmaya göre kurumsal yönetimin amacı, uzun vadeli yatırımları, finansal istikrarı ve şirketlerin dürüstlüğünü desteklemek için gereken güven, şeffaflık ve hesap verebilirlik ortamının inşa edilmesine yardım etmek ve böylece güçlü şekilde büyümeyi sağlamaktır (G20/OECD, 2015: 9).

Kurumsal yönetim, işletme paydaşlarının meşru beklentilerini karşılamayı desteklerken hissedarlar için de uzun dönemli getirileri maksimize etmeyi amaçlamaktadır (Berghe, 2002: 181). Kurumsal yönetimin diğer amaçları da şu şekilde ifade edilebilir (Özyılmaz vd, 2008: 238-239):

- Bir şirkette üst yönetime verilen yetkilerin, şirket paydaşlarının çıkarlarını artırma yönünde kullanılmasını sağlamak.
- Hisse sahiplerinin haklarını korumak ve beklentilerini en üst düzeyde karşılamak.
- Hisse sahiplerine adil ve eşit şekilde davranılmasını sağlamak, bu bağlamda azınlık hissedarlarını da korumak.
- İşletmenin finansal durumu ve faaliyetleri konusunda kamuoyunu bilgilendirmek ve işletmeyi şeffaf hale getirmek. Bu bağlamda şirket paydaşlarını ilgilendiren önemli bilgilerin gecikmeden ve tam olarak kamuoyuna açıklanmasını sağlamak.
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının açıkça ortaya konulmasını sağlamak.
- Üst yönetim tarafından alınan kararlar ve üst yönetimin faaliyetlerinden dolayı hisse sahipleri başta olmak üzere tüm paydaşlara karşı yönetimin sorumluluklarını belirlemek ve yerine getirilmesini sağlamak.
- Çıkar grupları ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını azaltmak.
- Vekâlet maliyetlerinin azaltılmasını sağlamak.
- Şirket kazançlarını hisse sahiplerine payları oranında geri döndürebilmek.
- Küçük hissedarlardan büyük hissedarlara hak ve menfaat akışının önüne geçmek.
- Sermaye maliyetini azaltmak ve şirketlerin hisse senedi ihraç ederek finansman sağlamasını kolaylaştırmak.
- Kurumsal yatırımcılar için güven ortamı oluşturmak.

Yukarıda maddeler halinde ifade edilen amaçlara göre, şirket performansını arttırmak, paydaşların karşılıklı hak, sorumluluk, yükümlülüklerini belirlemek ve korumak kurumsal yönetimin en temel amaçları arasındadır. Kurumsal yönetim yöneticilerin sahip olduğu gücün kötüye kullanılmasının, yolsuzluk yapılmasının, işletmelerin kaynaklarının boşa harcanmasının

önüne geçerek hem şirket hem toplum hem de ülke menfaatlerinin korunmasını sağlamaktadır (Avan, 2017: 4-5).

#### **1.4. Kurumsal Yönetimin Yararları**

Kurumsal yönetim hem firmalar hem toplumlar hem de ülkeler açısından önemli faydalar sağlamaktadır. Bu faydalar aşağıda ifade edilen şekilde sıralanabilir (Aydın, 2010, 26-30):

- Firmalar ve ülkeler düşük maliyetli fonlara ulaşabilirler. Firmalar varlıklarını sürdürebilmek, finansal yapılarını güçlendirebilmek, yapacakları yatırımları finanse edebilmek ve ülke ekonomilerine katkı sağlamak için yerli ve yabancı fon desteğine ihtiyaç duyarlar. Söz konusu fonlar, kredi kuruluşlarından sağlanabileceği gibi hisse ihracı yoluyla yeni ortaklar edinilerek de bulunabilir. İşte bu fonları sağlayacak olan taraflar, kullandıracakları fonun miktar ve maliyetini belirlerken firmaların finansal verileri kadar hissedar haklarına verilen değer, yöneticilerin hesap verebilirliği ve yönetim kalitesi gibi hususlara da dikkat etmektedirler. Ülke ekonomileri açısından bakıldığında, ülke ekonomilerine sağlanan fonların sürekli ve uzun vadeli olmasının ülkede faaliyette bulunan şirketlerin kurumsal yönetim anlayışına sahip olmasına bağlı olduğu görülmektedir. Kurumsal yönetim kaide ve kurallarını benimseyen firmaların bulunduğu ülkeler uluslararası sermaye için cezbedicidirler.
- Kaynakların etkin kullanımı sağlanır. Ülke ekonomilerinde verimlilik ve refahın artması, ekonomik sistem içindeki firmaların verimliliğine bağlıdır. Firma verimlilikleri de temel olarak ucuz kaynaklara ulaşip bu kaynakların etkin kullanılmasına bağlıdır. Bunun yanında kurumsal yönetim, firmaların amaçlarını belirleyip bu amaçlara ulaşma yollarını ve performans denetim yollarını ortaya koyduğu için ekonomik verimliliğin önemli bir faktörü haline gelmiştir.
- Hissedarların haklarının korunmasını sağlar. Küreselleşme, özelleştirme gibi gelişmeler sebebiyle firmaların hissedar sayılarını artırmıştır. Bu durumun doğal sonucu olarak hissedarlar firma performansı ve gelişmelerini sıkı takip etmek, firma yönetiminde söz hakkına sahip olmak istemekte ve haklarının korunması ile bu hakların daha fazlasını talep etmektedirler. Kurumsal yönetim, bu taleplerin hepsini belli ilke ve kurallar şeklinde karşılamaktadır. Tüm paydaşlar gibi hissedarların da firmada alınan kararları ve firma yönetimini denetlemesi, firmaların keyfilikten uzak, hukuka ve yasal düzenlemelere bağlı, şeffaflıkla yönetimini beraberinde getirmektedir. Yönetim suistimallerinin önüne geçilmesi de tam olarak kurumsal yönetim anlayışının hâkim olmasıyla sağlanmış olmaktadır.
- Etkin karar alma sistemi oluşmaktadır. Kurumsal yönetim ile yönetim kurulu üyelerinin yetki ve sorumlulukları açıkça ortaya konulmuştur. Böylece piyasa şartları içinde rekabet halinde olan firmaların yönetimleri, önlerine çıkan fırsatları değerlendirme konusunda daha dikkatli ve hızlı karar almak zorunda kalmaktadır.

- Sosyal sorumlulukların geliştirilmesine yardımcı olmaktadır. İçinde faaliyetlerini sürdürdükleri çevre ve topluma karşı sorumluluklarının bilincinde olan firmalara kamuoyu tarafından daha iyi gözle bakılmakta ve bunun sonucunda firmalar önemli avantajlara sahip olmaktadır. İş ahlakı, toplumsal değerler, çevre gibi konularda duyarlı olan firmaların imajı ve uzun vadeli performansları olumlu yönde etkilenmektedir.
- Firmaların finansal yapısı güçlenmektedir. Kurumsal yönetim yapısı yerleşmiş olup düşük maliyetli fonlar bulan firmalar güçlü finansal yapıya kavuşmakta ve karşı karşıya kaldıkları krizleri daha kolay ve az hasarla atlattıklarıdır. Kurumsallaşmış ve iyi yönetilen firmalar, fon arz edenler tarafından kaynak sunularak ödüllendirilmektedirler.
- İyi kurumsal yönetim uygulamasına sahip firmalar, hem yabancı hem yerli yatırımcıları tedirgin edebilecek problemlerin çözümünde daha sağlıklı çözümler sunarak piyasa değerlerini artırmaktadırlar. Bunun yanında bu firmalar, faaliyette buldukları sektörde hedefledikleri kârlılık ve büyüme oranlarını daha rahat yakalayabilmektedirler.

Özetle etkin bir kurumsal yönetim, mikro seviyede firmaların gelişimlerine ve uzun ömürlü olmalarına, makro seviyede ise ülkelerin sermaye piyasalarının ve dolayısıyla ekonomilerinin gelişmesi ve uluslararası platformda rekabet gücünün artışıyla sürdürülebilir bir büyüme yakalamalarına olanak sağlamaktadır (İsmayılov, 2007: 1).

### **1.5. Kurumsal Yönetimle İlgili Dünyadaki Temel Düzenlemeler**

Kurumsal yönetim teriminin kökeni 16. yy'a dayandırılmaktadır. Bazı yazarlar (Löffler, 2003; Gaudin, 1998) 17. yy'da kullanılan ve Fransızca bir kelime olan "governance" terimini bu konuda temel kabul etmektedir. Söz konusu dönemde bu kavram, hükümetleri toplumlarla entegre etmeye çalışan bir yöntemi belirtmek için kullanılmıştır (Gaudin, 1998: 47).

Şirketlerin iyi yönetim uygulamalarını belirlemeye yönelik geliştirilen kurumsal yönetim kavramı ekonomik literatürde yer almadan önce, şirketlerin nasıl yönetilmesi gerektiği konusunda birtakım tanımlamalar yapılmıştır. Özellikle 1929'da gerçekleşen ekonomik buhrandan sonra bugünkü kurumsal yönetim ilkelerine benzeyen görüşler öne sürülmüştür (Saldanlı, 2012: 139). Kurumsal yönetim kavramı ekonomik literatürde ise ilk kez 1980'li yılların sonlarında karşımıza çıkmaktadır.

Kurumsal yönetim kavramına ilişkin temel çalışmalar ABD ve İngiltere gibi ülkeler nezdinde yapılmıştır. Bunun yanında, en ses getirici çalışmayı meydana getiren ise OECD'dir. Söz konusu düzenlemeler, ülkeler ile uluslararası kuruluş ve örgütlerin yaptığı çalışmalar şeklinde aşağıda açıklanacaktır.



### **1.5.1. Kurumsal Yönetimle İlgili Ülkelerin Yaptığı Temel Düzenlemeler**

Bu kısımda, başta ABD ve İngiltere olmak üzere çeşitli ülkelerin kurumsal yönetimle ilgili yaptığı temel düzenlemelerden bahsedilecektir. Kurumsal yönetimin temellerinin oluşturulmasında öncülük eden ABD ve İngiltere'nin akabinde diğer ülkelerde hayata geçirilen düzenlemeler ana hatları ile birbirine benzemektedir.

#### **1.5.1.1. Amerika Birleşik Devletleri**

ABD'de Treadway Komisyonu kararları ve "Sarbanes Oxley Kanunu" kurumsal yönetimle ilgili yapılan çalışmaların temelini oluşturmaktadır. Söz konusu kararlar ve kanunlar şirket başarısızlıkları ve skandalları nedeni ile çıkartılmıştır.

##### **1.5.1.1.1. Treadway Komisyonu**

ABD'de 1985 yılında şirket başarısızlıkları sebebiyle Treadway Komisyonu oluşturulmuştur. Komisyonun amacı, finansal raporlarda tespit edilen yolsuzluk, usulsüzlük ve hataların sebeplerini belirleyip gerekli tedbirlerin alınarak bu uygunsuzlukların gerçekleşme ihtimalini düşürmektir (Root, 1998: 38).

Muhasebe ve denetim konusunda öne çıkan beş kuruluşun birlikte çalışması sonucunda Treadway Komisyonu, 1987 yılında "Hileli Finansal Raporlama" adlı bir rapor yayımlamıştır. Raporunda, incelenen hileli finansal raporlamaların %50'sinin iç kontrol zayıflıkları sebebiyle meydana geldiğini, hile ve hataların tespiti konusunda bağımsız denetçiler, hukuk müşavirleri ve mali müşavirler, şirket yöneticileri, şirket muhasebe ve denetim birimleri ile muhasebe ve işletme eğitimi veren okulların sorumlu olduğunu belirtmiştir (Root, 1998: 38).

##### **1.5.1.1.2. "Sarbanes Oxley Kanunu"**

Worldcom, Enron gibi dev firmaların skandalları neticesinde ABD'de hissedarlar nezdinde muhasebe verileri ve şirket açıklamalarına karşı güvensizlik oluşması sebebiyle bu konuda önlem almak üzere "Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Kanunu" diğer deyişle Sarbanes Oxley Kanunu 2002 yılında yürürlüğe konulmuştur (TKYD). Bu yasayla birlikte getirilen düzenlemeler aşağıda ifade edilmiştir (Ertikin, 2017: 107-109).

**Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulunun Oluşturulması:** Kanunla birlikte "Menkul Kıymetler Kanunları"na tabi olan halka açık firmaların denetimlerinin gözetimi ve yatırımcıların menfaatlerinin korunması hedeflenerek faaliyetlerini ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities Exchange Commision- SEC)'na bağlı olarak yürütecek bir gözetim ve denetim kurulu oluşturulmuştur. Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu (Public

Company Accounting Oversight Board-PCAOB) adı ile oluşturulan söz konusu bu kurul denetçi firmaların üzerinde kanun eli gibi çalışmaktadır.

**Denetçi Bağımsızlığı:** “Sarbanes Oxley Kanunu” ile menfaat çatışmalarının önüne geçmek üzere dış denetçi bağımsızlığı standartları oluşturulmuştur. Bu bağlamda, denetçi firmalar müşterilerine denetim dışı hizmet sunamamaktadır.

**Rotasyon Zorunluluğu:** Kanuna göre denetimde bulunan sorumlu ortak baş denetçinin ya da denetimin gözetiminden mesul olan ortak denetçinin geçmiş beş yıl yıl art arda aynı şirketin denetimini gerçekleştirmesi yasaklanmıştır. Ayrıca denetime tabi firmanın yönetici veya çalışanlarının denetimden önceki son bir yıllık zaman diliminde bağımsız dış denetim hizmeti veren firmada çalışmış olması halinde, söz konusu denetim firmasının şirketin denetimini gerçekleştirmesi yasaklanmıştır.

**Kurumsal Sorumluluk:** Kanunla birlikte şirket üst düzey yöneticilerinin kurumsal finansal raporların doğruluk ve bütünlüğü için kişisel sorumluluk alması zorunlu hale getirilmiştir. Halka açık şirketlerde bir denetim komitesinin bulunması eğer ayrı bir denetim komitesi yoksa yönetim kuruluna bağlı bir denetim komitesinin kurulması yükümlülüğü getirilmiştir. Denetim komitesi denetçi firmanın ataması, ücretinin ödenmesi ve söz konusu firmanın verdiği hizmetin gözetimi ile denetimden ve denetim raporunun hazırlanmasından sorumlu olacaktır. Denetçi firma, raporunu denetim kuruluna verecektir.

Şirket yöneticileri için ciddi yükümlülükler getiren “Sarbanes Oxley Kanunu”, CEO ile CFO'lara finansal tabloları onaylama zorunluluğu getirmektedir. Böylece bu pozisyondaki yöneticilerin eksik ya da yasadışı uygulamalardan habersiz olduklarını iddia etmelerinin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Bununla beraber, yöneticilere yüklenen bir sorumluluk da iç kontrol sistemini inceleme ve denetleme zorunluluğudur (Kırhoğlu ve Akyel, 2004: 31).

### **1.5.1.2. İngiltere**

İngiltere’de Cadbury Komisyonu Raporu, Greenbury Komisyonu Raporu, Hampell Raporu, Birleşik Kanun ve Higgs Raporu kurumsal yönetimin temellerini atan çalışmalardır. ABD’de olduğu gibi İngiltere’de de şirket başarısızlıkları ve açığa çıkan skandallar söz konusu düzenlemeleri zorunlu kılmıştır.

#### **1.5.1.2.1. Cadbury Komisyonu**

İngiltere’de şirket iflasları ve skandalları sebebiyle 1991 yılında Cadbury Komitesi kurulmuştur. Komitenin kuruluşundan sonra meydana gelen yeni skandallar sebebiyle Komite Adrian Cadbury başkanlığında toplanmış ve 1992 yılında Cadbury Raporu yayımlanmıştır.

Raporda pay sahipleri, yönetim kurulları ve denetimle ilgili konular üzerinde durulmuştur. Yönetim kurulu başkanlığıyla CEO pozisyonunun ayrılması, yönetim kurulu toplam üye sayısının yarısından fazlasının bağımsız üyelerden oluşması, yönetim kurulu ücretlerini belirleyen komitenin icrada görev almayan yöneticilerden oluşması genel olarak verilen tavsiyeler arasında yer almıştır (The Cadbury Committee Report: Financial Aspects of Corporate Governance, 1992). Raporda genel olarak, kurumsal yönetim ilkelerinin ana hatları belirlenmiş ve bu konuda verilen tavsiyeler dünya çapında kabul görmüş bir modele dönüşmüştür (Uyar, 2004: 125).

#### **1.5.1.2.2. Greenbury Komisyonu**

İngiltere’de, 1990’lı yıllarda yöneticilerin kazançları tartışılmaya başlanmıştır. Özel sektöre ait şirketlerde, yöneticilerin gelir seviyeleri artış göstermiş ancak bu artış yöneticilerin daha iyi performans göstermesiyle sonuçlanmamıştır. Bu durum üzerine 1995’te Greenbury Komisyonu kurulmuş ve komisyonun yayımladığı raporda yönetici gelirlerinin belirlenmesi konusunda temel çerçeve çizilip, gelirler ve performans arasında bir uyum oluşturmak amaçlanmıştır (Solomon, 2007: 55). Greenbury Raporunda, İngiltere’de borsada işlem gören şirketlerin hissedarlara her yıl söz konusu rapora uyum beyanında bulunmaları da tavsiye edilmiştir (Kahraman, 2008: 28).

#### **1.5.1.2.3. Hampell Raporu**

Hampell Komitesinin kurulma amaçları, Cadbury Raporunun yenilenmesi ve İngiltere’deki en iyi uygulama kodlarının değerlendirilerek yeni bir evrensel kod oluşturulmasıdır. Hampell Raporunu hazırlayan komite, İngiltere’de borsada işlem gören şirketlerin yönetim yapılarının detaylı olarak incelenmesi gerektiğinin üzerinde durmuştur (Kahraman, 2008: 28-29). Hampell Raporu, Cadbury Raporunun ana hatlarını güçlendirmiştir (Atamer, 2006: 14).

#### **1.5.1.2.4. “Birleşik Kanun”**

Daha önce İngiltere’de yayımlanmış, yukarıda sözü edilen üç raporu temel alarak 1998 yılında, yeni bir kanun olan “Birleşik Kanun” hazırlanmıştır (Saldanlı, 2012: 141). Birleşik Kanun, iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde en iyi uygulama kodları ve şirketlere sağlayacağı yararlar ele alınırken, ikinci bölümde en iyi uygulama kodlarının pay sahiplerine uygulanması açıklanmıştır. “Birleşik Kanun”da yer alan, yönetim kurulları konusundaki önemli tavsiyeler; yönetim kurulu başkanı ve icra kurulu başkanının aynı kişi olmaması, yönetim kurulunda icracı ve icracı olmayan üyeler arasında denge olması, bağımsız üyelerin tanımının yapılması ve yönetim kuruluna bağlı atama, ücret ve denetim komitelerinden oluşan üç alt komite oluşturulmasıdır (J. J. Du vd, 2005: 306): “Birleşik Kanun”, 2003 yılında yenilenmiş ve buradaki tavsiyelere uyum gösterilmesi Londra Menkul Kıymetler Borsasına kote olmuş şirketler için zorunlu kılınmıştır (Saldanlı, 2012: 141).

### 1.5.1.2.5. Higgs Raporu

Higgs Raporu, İngiltere hükümetinin oluşturduğu, başkanlığını Derek Higgs'in yürüttüğü kurumsal yönetim komisyonu tarafından Ocak 2003'te yayınlanmıştır. Söz konusu rapor, bağımsız yöneticilerin etkin çalışması ve denetim komiteleri üzerinde durmakta ve “Birleşik Kanun”u geliştirme amacını taşımaktadır (Sancar, 2015: 51).

Higgs Raporu'na göre bağımsız yöneticiler; yapıcı eleştirilerde bulunarak firmalarda strateji geliştirilmesine katkıda bulunmak, yönetimin performansını önceden belirlenen amaç ve hedefler doğrultusunda sıkı takip ederek performans raporlarını dikkatle incelemek, finansal bilgilerin gerçeği yansıttığından emin olmak, firmanın risk yönetim sistemleri ile finansal kontrolün güçlü ve hesap verilebilir nitelikte olması konusunda titiz davranmak ve icracı yöneticilerin ücretlerinin belirlenmesi, üst yönetim atamaları ve görevden almaları ile yedekleme planlarında öncelikli role sahip olmak ile sorumludurlar (Financial Services Authority, 2003).

### 1.5.1.3. Diğer Ülkelerin Kurumsal Yönetim Konusundaki Temel Düzenlemeleri

ABD ve İngiltere haricinde, kurumsal yönetim ile ilgili çeşitli ülkelerde yapılan temel düzenlemeler Tablo 2'de gösterilmiştir. Tablo 2'de görüldüğü üzere dünya genelinde 1990'lı yıllardan itibaren kurumsal yönetim konusunda raporlar, kodlar ve tavsiyeler adı altında çeşitli düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır.

**Tablo 2: Çeşitli Ülkelerde Kurumsal Yönetim ile İlgili Yapılan Temel Düzenlemeler**

Ülke	Düzenleme	Düzenleme Yılı
Güney Afrika	King Raporu I	1994
Kanada	Dey Raporu	1994
Avusturalya	Bosch Raporu	1995
Fransa	Vienot Raporu I	1995
Belçika	Cardon Raporu	1998
Japonya	Kurumsal Yönetim Hakkında Acil Tavsiyeler	1997
Almanya	Kontrag	1998
İtalya	Davranış Kuralları ve Raporu (Preda Kodu)	1999
Çin	Borsaya Kote Olmuş Şirketler İçin Kurumsal Yönetişim Kodları	2001
Rusya	Rus Kurumsal Yönetim Kuralları	2002
Polonya	Borsaya Kayıtlı İşletmeler İçin Kurumsal Yönetişim Kodu	2002
İsveç	İsveç Kurumsal Yönetişim Kodu	2004

**Kaynak:** [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php), 2018

## 1.5.2. Kurumsal Yönetimle İlgili Uluslararası Kuruluş ve Örgütlerin Yaptığı Temel Düzenlemeler

Kurumsal yönetimin gelişimi konusunda temel çalışmalar yapan başlıca uluslararası organizasyonlar, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund-IMF), OECD, Global Kurumsal Yönetim Forumu (Global Corporate Governance Forum-GCGF), Avrupa Birliği (AB) ve Devletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Birliği (The Commonwealth Association for Corporate Governance-CACG)'dir.

### 1.5.2.1. Dünya Bankası

Dünya Bankası, 1992 yılında yönetim ve kalkınma adıyla yayımladığı raporda kurumsal yönetimle ilgili temel ilkeler belirlemiştir. Bu ilkeler aşağıdaki şekilde ifade edilmiştir (World Bank, 1992):

**Hesap Verebilirlik:** Dar anlamda, kamu görevlilerinin, faaliyetlerinden sorumlu olmasını ifade eder. Ancak hesap verebilme kavramı yalnızca devlet ve devletle ilgili kurumlara mahsus değildir ve ekonomik sistem içinde de oldukça önemlidir. Bu bağlamda, ekonomik sistem içindeki tüm aktörler de düzenleyici kurullar gibi otoriteler vasıtasıyla hesap vermelidir.

**Kalkınmanın Yasal Çerçevesi:** Ülkelerde tarafsız ve adil yasalar ile bağımsız yargı sisteminin oluşturulması gerektiğini ifade etmektedir.

**Bilgi ve Şeffaflık:** Rekabetçi piyasa ekonomilerinde, ekonomik birimlerle ilgili güvenilir, tam zamanlı bilgiye herkesin ulaşması gerekmektedir. Böyle bir yapının oluşması için kamu ve özel sektör iş birliği yapmalıdır.

### 1.5.2.2. Uluslararası Para Fonu

IMF, ülkelerin kurumsal yönetimle ilgili genel kabul görmüş ilke ve kodlara uyumunu değerlendirmek için Standartlara ve Kodlara Uyum Raporu (Reports on the Observance of Standards and Codes-ROSC) olarak adlandırılan raporlar yayımlamaktadır. IMF, ülkeleri; muhasebe, denetim, kurumsal yönetim, verilerin yayınlanması, kara para aklama, terörizm finansmanına karşı olma, mali saydamlık, iflas ve kreditor hakları, sigorta denetimi, para ve maliye politikalarında şeffaflık, ödeme sistemleri ve güvenlik düzenlemeleri olmak üzere 12 başlık açısından değerlendirmekte ve sıralamaktadır (IMF, 2018).

### **1.5.2.3. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı**

Millstein Raporu ve OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD'nin kurumsal yönetimle ilgili yaptığı temel çalışmalardır. Söz konusu teşkilatın yayımladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri, dünya genelinde birçok ülkenin kurumsal yönetim konusunda oluşturduğu çeşitli düzenleme, kural ve kanunların temelinde yer almaktadır.

#### **1.5.2.3.1. Millstein Raporu**

OECD'nin kurumsal yönetim konusunda başlattığı çalışmalar çerçevesinde, 1990'lı yılların ilk yarısında üye ülkelerdeki uygulamalar incelenerek bilgiler derlenmiş ve sonuç olarak kamunun aydınlatılması gibi alanlara yoğunlaşarak ortak bir düzenleme oluşturma çabaları sürdürülmüştür (Çetinkaya, 2014: 19). 1997-1998 Asya Krizinin şiddetle yaşandığı dönemde, 1998 yılında yayımlanan bu rapor OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri için temel oluşturmuştur (Cansızlar, 2006: 37).

#### **1.5.2.3.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri**

Bu ilkeler, 1998 yılında Bakanlar Kurulu düzeyindeki OECD Konsey Toplantısında hükümetler, uluslararası kuruluşlar ve özel sektör temsilcilerinin, kurumsal yönetimle ilgili temel alınacak ve yol gösterici özellikte standartlar geliştirilmesi talebi üzerine ortaya çıkmıştır (Kurumsal Yönetim Derneği-OECD, 2004: 8).

OECD, iyi kurumsal yönetimde tek bir modelin uygulanamayacağını savunsa da üye ülkelerde yapılan çalışmaları baz alarak iyi kurumsal yönetime temel olacak birtakım ortak noktalar belirlemiştir. İlkeler bu ortak noktalardan yola çıkılarak geliştirilmiştir. Söz konusu ilkeler aşağıda ifade edildiği üzere altı başlıktan yola çıkılarak oluşturulmuştur (Kurumsal Yönetim Derneği-OECD, 2004: 7):

- Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi
- Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri
- Hissedarların Adil Muamele Görmesi
- Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü
- Kamuya Duyuru Yapma ve Şeffaflık
- Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

OECD'nin çalışması daha sonra birçok kez gözden geçirilmiş ve nihayetinde 2015 yılında G20/OECD Kurumsal Yönetim Forumu tarafından yenilenmiştir. OECD İlkelerinin altı başlığını da içeren ve dünya çapında genel kabul görmüş dört ilke; adillik, sorumluluk, şeffaflık ve hesap verebilirliktir. Bu ilkeler, daha sonraki kısımlarda açıklanacaktır.

#### 1.5.2.4. Global Kurumsal Yönetim Forumu

WB ile OECD temsilcilerinden oluşan GCGF'nin çalışmaları, kurumsal yönetim konusunda çoğu örgüt için temel sayılmaktadır. Forumun amacı, dünya üzerindeki farklı ülkelerde kurumsal yönetim standartlarının geliştirilmesine katkıda bulunmaktır (Koç Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu). GCGF, düşük ve orta ölçekli ekonomilere sahip ülkelerde, kurumsal yönetime ilişkin eksiklikleri tespit etmeye çalışan yerel ve bölgesel organizasyonlara kurumsal yönetim konusunda bilgi ve teknik destek sağlamaktadır (GCGF, 2009; Mallin, 2007).

#### 1.5.2.5. Avrupa Birliği

Kurumsal yönetim konusu ile ilgili, AB'nin katkısıyla 1995 yılından 2001 yılına kadar birçok çalışma yapılmıştır. AB Komisyonu, 25 Temmuz 2001'de "Avrupa Yönetimi: Beyaz Kitap (European Governance: A White Paper)" isminde bir çalışma gerçekleştirmiştir. Bu çalışmada, Avrupa'da yönetimin neden bir değişiklik ve yeniliğine ihtiyaç duyduğunun cevapları verilmekte ve iyi yönetim ilkeleri üzerinde durulmaktadır (Okçu, 2007: 300-301). Beyaz Kitap beş temel iyi yönetim ilkesini içermektedir. Bu ilkeler aşağıda ifade edilmiştir (Commission of the European Communities, 2001: 10):

**Açıklık:** Mikro düzeyde kurumlar makro düzeyde ise AB üyesi ülkeler verdikleri kararlar hakkında kesintisiz ve net bir iletişim içinde olmalı, toplum için anlaşılabilir bir dil kullanılmalıdır.

**Katılım:** AB politikalarının geliştirilmesinden uygulanmasına kadar geçen tüm zaman diliminde geniş halk kitleleri yer almalıdır.

**Hesap Verebilirlik:** Yasama ile yürütmenin rolleri açık ve net olmalıdır.

**Etkinlik:** Geliştirilen politikalar, geçmişten çıkartılan dersler geleceğe yapacağı katkılarla ilgili açıklamalarla birlikte zamanında vatandaşlara açıklanmalıdır.

**Uyum:** Politikalar ile bu politikaların hayata geçirilmesi ile ilgili faaliyetlerin uyumlu ve anlaşılabilir olması gerekmektedir.

### 1.5.2.6. Devletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Birliği

CACG, uluslararası kurumsal yönetim standartlarının oluşturulması ve geliştirilmesi amacıyla 1998 yılında kurulmuş olup Commonwealth<sup>1</sup>'e bağlı alt organizasyonlardan biri olarak faaliyetlerini sürdürmektedir (CACG, 2009). Devletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Birliği, Kasım 1999'da "CACG Guidelines Principles for Corporate Governance in the Commonwealth: Towards Global Competitiveness and Economic Accountability" başlıklı çalışmayı yayınlarak kurumsal yönetim uygulamalarının tüm ülkeler ve işletmeler için bir zorunluluk haline geldiğini vurgulamıştır. Bununla beraber, özellikle işletmelerin yönetim kurullarıyla ilgili birtakım prensipler bu çalışmada ortaya konulmuştur. Bu prensipler aşağıda kısaca açıklanmıştır (CACG Guidelines, 1999:1).

**Yönetim Kurulu Başkanlığı:** Yönetim kurulu başkanı açıklık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerine dayanarak tercihen icracı olmayan üyeler içinden seçilmeli ve daima firma lehine tarafsız bir yönetim sergilemelidir.

**Yönetim Kurulu Üye Atamaları:** Yönetim kuruluna etkin bir süreç yoluyla yeterli uzmanlığa sahip, şirkete değer katabilecek, karar verirken bağımsız yargıda bulunabilecek üyeler atanmalıdır.

**Strateji ve Değer:** Yönetim kurulu, kurumsal amaçları ve bu amaçlara ulaştıracak stratejileri belirlemeli ve firmanın yaşamını sürdürmesini sağlamalı ayrıca firma varlık ve ününü koruyacak süreçler ve prosedürler oluşturmmalıdır.

**Şirket Performansı:** Yönetim kurulu, yönetimin, performans kriterlerine uyup uymadığını ve belirlenen stratejileri uygulayıp uygulamadığını gözetlemeli ve denetlemelidir.

**Uygunluk:** Yönetim kurulu, şirketin ilgili yasa, düzenleme ve kodlara uygun faaliyet göstermesini sağlamalıdır.

**İletişim:** Yönetim kurulu, şirketin hissedarları ve diğer paydaşlarıyla etkin iletişimini sağlamalıdır.

**Hissedarlara Hesap Verebilirlik:** Yönetim kurulu meşru olarak hissedar çıkarlarına hizmet etmeli ve hissedarlara her faaliyet hakkında hesap verebilmelidir.

---

<sup>1</sup> Commonwealth, görevleri; sivil toplumu, demokrasiyi ve kurumsal yönetimi güçlendirmek, insan haklarına ve cinsiyet eşitliğine saygı duyulmasını sağlamak, yoksulluğu ortadan kaldırmak, insan odaklı gelişmeyi sürdürmek ve sanat ile kültürü geliştirmek şeklinde ifade edilen bir kuruluştur.



**Paydaşlarla İlişki:** Yönetim kurulu, şirketin içsel ve dışsal paydaşlarını tanımlamalı ve bu paydaşlarla hangi yoldan nasıl ilişki kurulacağına dair bir politika oluşturmalıdır.

**Güç Dengesi:** Yönetim kurulu, yönetim kurulunda kimsenin sınırsız güce sahip olmamasını sağlamalıdır. Yönetim kurulu, yönetim kurulu başkanı ile CEO'nun aynı kişiler olmamasına dikkat etmeli ve yönetim kurulunda hem icracı hem de icracı olmayan üyeler olmasını sağlamalıdır.

**İçsel Süreçler:** Yönetim kurulu düzenli olarak iç kontrol sistemlerini gözden geçirmeli böylece karar verme süreçleri ve finansal raporlamaların yüksek kalitede olmasını sağlamalıdır.

**Yönetim Kurulu Performans Değerlemesi:** Yönetim kurulu, kendi performansını hem bir bütün olarak hem de üyelerin ve CEO'nun performansını münferiden değerlemelidir.

**Yönetici Atamaları ve Geliştirilmesi:** Yönetim kurulu, üst yönetimi ve CEO'yu atamalı ve şirketin entelektüel sermayesinin korunması ve gelişimini sağlamalı, şirket içinde potansiyel yönetici adayları için uygun eğitim verilmesini sağlamalıdır.

**Risk Yönetimi:** Yönetim kurulu, temel risk alanlarını ve performans göstergelerini belirlemeli ve bunları gözetim altında tutmalıdır.

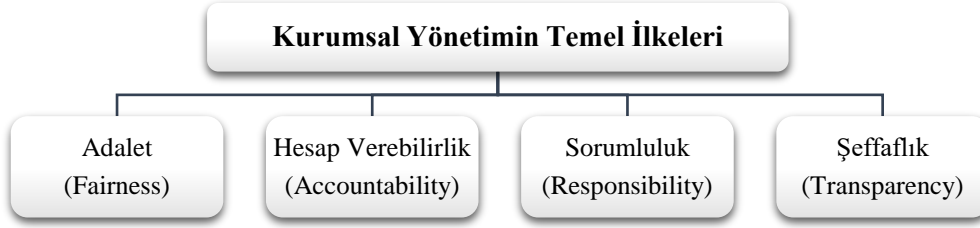
**Finansal Gücün Yıllık Değerlemesi:** Yönetim kurulu şirketin finansal gücüyle ilgili yıllık olarak değerlendirme yapmalı ve bir dahaki yıl için finansal bakımdan hazır olduğundan emin olmalıdır.

Bu çalışmada yönetim kurullarıyla ilgili bu düzenlemelerin dışında iş etiği ve toplum refahıyla ilgili tavsiyelerde de bulunmaktadır.

## **1.6. Kurumsal Yönetim İlkeleri**

Kurumsal yönetimle ilgili uygulamalar, firmaların faaliyet gösterdikleri ülkelerin kanunî düzenlemelerinden ve firmaların kendine özgü yapılarından ötürü farklılık arz etse de (Doğan, 2007: 50), bu kavramın dünya genelinde kabul görmüş temel ilkeleri bulunmaktadır. Bu ilkeler, Şekil 1'de gösterildiği üzere sınırları birbirinden ayrılması çok da kolay olmayan, adalet, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleridir (Çalışkan ve İçke, 2009: 125).

**Şekil 1: Tüm Dünyada Kabul Görmüş Temel Kurumsal Yönetim İlkeleri**



**Kaynak:** Kaya, 2014.

Dünya genelinde çoğu ülkede rehber niteliğinde olan ve önceki kısımlarda değinildiği üzere OECD tarafından hazırlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri ile Türkiye’de benzer şekilde hazırlanıp yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kurumsal Yönetim İlkeleri, Şekil 1’de belirtilen dört temel ilkedен hareketle oluşturulmuştur.

#### **1.6.1. Adalet**

Adalet, firma yönetiminin tüm hak sahiplerine eşit şekilde davranması olarak tanımlanır. Bu ilke, azınlık pay sahiplerini ve yabancı hissedarları da kapsayacak şekilde hissedar haklarının koruma altına alınmasını ve yapılan sözleşmelerin uygulanmasını kapsamaktadır (Deloitte ve TKYD, 2006: 4). Bu bağlamda; aynı kategorideki hisse sahiplerine eşit davranılmalı, her kategoride, tüm hisse sahipleri aynı oy hakkını ellerinde bulundurmalıdır. Oy haklarındaki tüm değişiklikler hissedarların oylamasına tabi olmalıdır. Ayrıca genel kurul toplantısının işlem ve yöntemleri, tüm hisse sahiplerine adil muamelede bulunulmasına imkân tanınmalıdır. İçeriden bilgi ticareti gibi manipülatif faaliyetlere yasak getirilmelidir. Öte yandan, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, maddi bir çıkar sağlayıcı ya da şirkete etkisi bulunan işlemlerini kamuya açıklamalıdır. Şirket hissedarlarının hakları aşağıda ifade edilen ana başlıklar altında toplanabilir (Aktan, 2006: 17):

Temel Ortaklık Hakları:

- Genel kurula katılım ve oy kullanımı.
- Azınlık haklarının kullanımı.
- Kârdan pay alma.
- Ortaklık hakkında düzenli ve zamanında bilgi talep etme.
- Hissedarlara ait bilgilerin doğru şekilde kayıt altına alınması.
- Hisselerin herhangi bir sınırlama olmadan devri.

Temel Yatırımcı Hakları:

- Zamanında ve düzenli şekilde şirket ile ilgili açıklayıcı bilgi edinme.
- Genel kurul toplantılarına etkin katılım ve oy kullanımı.

- Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde etkinlik (birikimli oy, vb.).
- Şirketin kârlarından pay alma.
- Şirket yapısı ile ilgili kararlara katılım ve yeteri derecede bilgilendirilme.

#### Bilgi Alma Hakkı:

- Kamuyu aydınlatma.
- Hissedarlar arasında ayırım gözetilmemesi.
- Hisse senedi değerinde değişime neden olabilecek bilginin kamuya açıklanması.
- Açıklamaların zamanında, doğru, anlaşılabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir şekilde kamunun kullanımına sunulması.

Hissedar ve diğer paydaşlara adil ve eşit davranıldığı düşünülüyorsa şirkete duyulan güven azalacak ve şirket kamuoyunun gözünden düşecektir. Bu ilke gereğince gerek pay sahipleri gerekse de ortaklığın yönetimi ile ilgili tüm çıkar grupları arasında, ortaklığın yönetimi ile ilgili faaliyetlerde dürüstlük kurallarına ters düşecek şekilde bir ayırım gözetilmeyecektir (Paslı, 2005: 72-73; Özer, 2013: 24).

#### **1.6.2. Hesap Verebilirlik**

Hesap verebilirlik ilkesi, bir faaliyet dönemi içinde şirketin gerçekleştirdiği ve gerçekleştirmediği faaliyetlerin paydaşlara açıklanmasıdır (Avan, 2017: 12). Şirkette karar veren ve eylem gerçekleştiren bütün bireylerin, aldıkları kararlar ve gerçekleştirdikleri eylemlerden sorumlu olmaları hesap verme ilkesi çerçevesinde değerlendirilir. Bu ilkenin amacı şirket yönetiminin beklenmedik kararlar verme durumlarını sınırlamak ve kararlardan etkilenen tarafların güvenlerini sağlamaktır (Sarı, 2013: 17).

Bu ilkeye göre yönetim kurulları, şirket yönetiminin bütün aktivitelerinin gözetimi ve sonuçlarından mesul olmaktadır. Yönetim kurullarının, hisse sahiplerine düzenli şekilde hesap vermesi gerekmektedir. Şirkette, şirketin tüm paydaşlarının beklentilerini tatmin edecek şekilde kararlar verilmesi ile bu kararların uygulanması ve sonuçlarının değerlendirilmesi yönetim kurullarının sorumluluğundadır (Tuna, 2013: 11). Bu ilkenin uygulanabilirliği yönetimde görevli kişilerin rol ve mesuliyetlerinin açık olarak belirtilmesi, hissedar ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin belli kurallarla çizilmesi ve bunun nesnel olarak sıkı denetlenmesi ile gerçekleşir (Paslı, 2005: 76-77).

#### **1.6.3. Sorumluluk**

Sorumluluk ilkesi, firmanın kanunlar ile toplumsal değerleri yansıtan düzenlemelere uyumlu şekilde faaliyette bulunmasını ifade etmektedir. Sorumluluk ilkesi gereğince bir şirket, kanunî

düzenlemelerin tamamına uymalı ve faaliyetlerini yürütürken tüm topluma saygılı ve duyarlı olmalıdır (Deloitte ve TKYD, 2006: 5).

Yönetim kurulu, bir şirkette en önemli stratejik organ görevi görmektedir. Yönetim kurulu, uzun vadede hisse sahiplerine devamlı getiri sağlamak için, üst düzey karar alma, yürütme ve temsil organı sıfatı ile şirketi aktif biçimde yönlendirir. Bu bağlamda, yönetim kurulu şirketi temsil eder ve yönetir. Yönetim kurulu, bu temel sorumlulukla birlikte aynı zamanda müşterilere, çalışanlara, tedarikçilere ve bütün paydaş gruplara karşı sorumluluk taşımaktadır (TÜSİAD, 2002: 15).

Sorumluluk ilkesine göre yönetim kurulunun birtakım yükümlülükleri vardır. Bu yükümlülükler şu şekilde ifade edilebilir (Şehirli, 1999: 44-45):

- Şirket hakkında bütün bilgilere sahip olan yönetim kurulu üyeleri, görevleri gereği özenli ve iyi niyetli davranışlarda bulunup tüm hissedarların çıkarlarını gözetmeyi amaçlayan bakış açısına sahip olmalıdır.
- Yönetim kurulu, hissedarlar dışındaki diğer paydaşların menfaatlerini korumak ve şirketin faaliyetleriyle ilgili geçerli yasal düzenlemelere uyum sağlamakla yükümlüdür.
- Yönetim kurulu, temel izleme görevini yerine getirmelidir. Bu görevler şu şekilde ifade edilebilir:
  - Şirketin büyük faaliyet planlarını, risk politikalarını, yıllık bütçelerini denetlemek, performans hedefleri belirlemek ve bu yoldaki uygulamaları denetlemek, yüksek miktarda harcama, kazanç ve kayıpları denetlemek.
  - Üst düzey yöneticileri atamak, ücretlerini belirlemek, denetlemek ile lüzumu halinde bu yöneticileri değiştirmek, görev yılı sona erenlerin yerine yenilerini seçmek.
  - Üst düzey yöneticilere ödenen ücretleri izlemek ve ücret politikalarının hissedar menfaatleriyle uyum gösterecek şekilde oluşturulmasını sağlamak.
  - Yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri ve hissedarlar arasındaki şirket varlıklarının suiistimali ile üçüncü şahıslarla gerçekleştirilen işlemlerin kötüye kullanımı gibi durumları denetleyip kontrol etmek.
  - Şirketin finansal raporları ve hesapları arasındaki uyumu sağlamak ve bağımsız denetimin kontrolünü yapmak.
  - Yönetim uygulamalarını izlemek ve etkinliğini kontrol etmek.
  - Kamuyu aydınlatma ve iletişimin denetimini yapmak.
- Yönetim kurulu yapısı ve işleyişi, şirketin etkin şekilde kontrolünü ve hissedarlara karşı mesuliyetini artırıcı biçimde düzenlenmelidir. Bu durum aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

- Yönetim kurulları, bağımsız karar verme yetkisi olan yeterli sayıda yönetim kurulu üyesi belirleme konusunu dikkate almalıdır. Gözetim, atama, ücret politikası belirleme gibi mesuliyetler bağımsız karar verme gücü gerektirmektedir.
- Yönetim kurulu, şirkete karşı görev ve sorumluluklarını yerine getirmek için yeterli zamana sahip olmak zorundadır.

#### **1.6.4. Şeffaflık**

Şeffaflık ilkesi, şirketin finansal performansı, kurumsal yönetimi, ortaklık yapısı hakkında yeterli ölçüde, doğru ve kıyas yapılabilir bilgilerin zamanında kamuya açıklanmasıdır (TÜSİAD, 2002: 35). Bu ilke bağlamında, açıklanacak bilgiler tam, açık, anlaşılabilir, doğru ve objektif şekilde sunulmalı, bu bilgilerden yararlanacak birey ve örgütleri yanıltmamalı ve bilgiye erişim maliyeti düşük tutulmalıdır. Ayrıca bilgiye erişim kolay ve kendisinden faydalananlar tarafından analiz edilebilir özellikte olmalıdır (Avan, 2017: 11-12).

#### **1.7. Kurumsal Yönetim Modelleri**

Ülkelerin, kurumsal yönetime bakış açılarının farklı olması, kendine özgü nitelikleri, firma yönetimine kendi bölgesel niteliklerini yansıtmak istemeleri, her ülkenin örgüt kültürünün, ananelerinin, yasalarının ve rekabet koşullarının farklı olması dolayısıyla tüm dünyada geçerli tüm işletmelere uygulanabilecek tek bir kurumsal yönetim modelinin bulunduğunu söylemek zordur (Paslı, 2004: 50). Kurumsal yönetim sistemleri arasındaki en büyük farklar, şirketlerin sahiplik ve kontrol yapısı arasındaki farklılardan kaynaklanmaktadır. Sistemler, temelde sahiplik yoğunlaşma derecesine göre ayrılırlar. Anglo Sakson sistemi ve Kıta Avrupası sistemi, iki temel kurumsal yönetim sistemini oluşturmaktadır (Maher ve Andersson, 1999: 12). Anglo Sakson sistemi, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde hissedarları temel alan bir bakış açısıyla yönetimin hisse sahiplerinin menfaatleri lehine eylemde bulunması gerektiğini savunmaktadır. Piyasalar, yöneticilerin faaliyet ve kararları üzerinde önemli bir baskı mekanizması oluşturmakta ve yöneticiler bu baskıyı hissetmektedirler (Ülgen ve Mirze, 2004: 435). Bu sistem, işletmenin üst yönetim kadrosu ve hisse sahipleri arasındaki ilişkiye dayanmaktadır. Yönetim kurulları hisse sahiplerinin temsilcileridir ve buna göre üst yönetimin hissedarların istek ve beklentileri lehinde şirketi yönetip yönetmediğini kontrol etmekle yükümlüdürler. Bu sisteme göre hisse sahiplerinin en önemli beklentisi kazançtır ve yönetimin temel hedefi hisse başı kazancı artırmaktır (Tuzcu, 2005: 3).

Kıta Avrupası sisteminde işletmeler üzerinde bankaların hâkimiyeti bulunmaktadır ve bu sistem Kıta Avrupası ile Japonya'da yaygındır. Bu sistem paydaş modeli temellidir. Bu modelin hisse başı kazancı artırmaya ek olarak hisse sahiplerinin yanında bütün paydaşların haklarını

korumak, paydaşların isteklerini dikkate almak ve yerine getirmek ile onlarla etkin iletişim sağlamak gibi uygulamaları mevcuttur (Yıldırım, 2007: 28). Bu bakış açısı uzun dönemde hissedar değerinin artmasının yanında tüm paydaşların refahını yükseltmeyi amaçlamaktadır. Yani işletmeler yalnızca hissedarları düşünerek kâr amacıyla çalışmazlar (Tuzcu, 2005: 3).

Dağınık sahiplik yapısının olduğu Anglo Sakson sisteminde ana problem hissedarların çıkarlarının korunmasıyla ilgilidir. Sahiplik yoğunlaşmasının olduğu Kıta Avrupası sisteminde ise ana problem azınlık hisse sahipleriyle hâkim hissedarlar arasında olur. Anglo Sakson sisteminde sermaye piyasası ve bu piyasanın şirketi kontrol gücü Kıta Avrupası sistemine göre daha gelişmiştir. İki sistem arasındaki temel farklar ayrıntılı olarak Tablo 3'te gösterilmiştir.

**Tablo 3: Anglo Sakson Sistemi ve Kıta Avrupası Sistemi**

Karşılaştırma Kriteri	Anglo Sakson Sistemi	Kıta Avrupası Sistemi
Sistemin Bilinen Diğer İsimleri	İçindekiler sistemi Hissedar yaklaşımı Anglo-Amerikan sistemi	Dışarıdakiler sistemi Paydaş yaklaşımı Alman Japon modeli
Sistemin Uygulandığı Ülkeler	İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Avustralya, Kanada	Almanya, Japonya, Fransa, İsviçre
Kurumsal Yönetimin Temel Amacı	Hisse sahiplerinin çıkarlarını korumak	Hisse sahiplerinin yanında diğer paydaşların da haklarını korumak; toplum, çevre ve etik değerlere saygı
İşletme Yönetiminin Temel Sorunu	Vekâlet problemi: Hissedar ve yöneticilerin çıkarlarının çatışması	Sömürü/istismar problemi: Büyük hissedarın, küçük hissedarların çıkarlarını dikkate almaması
Sistemin var olduğu ülkelerdeki ortak özellikler	Ortak hukuk sistemi Esnek ve ilke bazında düzenlemeler Dağınık sahiplik yapısı Sahiplik ile yönetimin birbirinden ayrılması Kurumsal yatırımcıların önemli pay sahipliği Sermaye piyasalarının gelişmiş, derin ve likit olması Yaygın ele geçirmeler Piyasanın kısa vadeli bakış açısı İşletme yönetiminde paydaşların bulunmaması	Kıta Avrupası hukuk sistemi Katı ve kural bazında düzenlemeler Yoğunlaşmış sahiplik yapısı Büyük hissedarların yönetimde yer alması Aileler, özel şirketler ve finansal kurumların önemli pay sahipliği Bankacılık sisteminin gelişmiş ve etkin olması Yaygın olmayan ele geçirmeler Piyasanın uzun vadeli bakış açısı İşletme yönetiminde tüm paydaşların bulunması

**Kaynak:** Alp ve Kılıç, 2014: 69

Yönetim kurulları, sistemlere göre değişiklik göstermektedir. Yönetim kurulu yapıları, ülkeden ülkeye değişebilmekte ancak genel olarak Amerika ve İngiltere'de yaygın şekilde bulunan Anglo Sakson sistemindeki tek kademeli ve Kıta Avrupası sisteminde yaygın şekilde bulunan iki kademeli yapı olarak gruplandırılmaktadır (Yıldırım, 2007: 29).

İki kademeli yönetim kurullarında, yönetim kurullarının görev ve sorumlulukları dağıtılarak denetim ve gözetim faaliyetleri ikiye ayrılmıştır. İcracı üyeler yönetim kurullarında yer alırken,

icracı olmayan üyeler denetim kurullarında yer almaktadır. Bu sistemde denetim kurulu yalnızca icra ile görevli organın faaliyetlerini denetler, şirket yönetimine katılmaz. Bu sistemde denetim kurulu, yönetim kurulu üyelerinin seçiminden sorumludur, gereği halinde üyeleri azil de edebilir (Akıncı, 2011: 62).

Tek kademeli yönetim kurullarında yönetim ve denetim işleri birbirinden ayrılmamış, bu görevler yönetim kurulunda birleşmiştir. Yönetim kurulunda icracı ve icracı olmayan üyeler bir arada bulunmaktadır (Akıncı, 2011: 63).

### **1.8. Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Gelişimi**

Türkiye’de kurumsal yönetimle ilgili ilk çalışmalar 2000’li yıllarda gerçekleştirilmiştir. Dünya’da gelişen finansal krizler, ABD’de görülen firma skandalları ve bu skandalların ertesinde hem ABD’de hem Avrupa’da kurumsal yönetimle ilgili yapılan kanunî düzenlemeler, OECD’nin dünya çapında kabul gören tavsiye nitelikli çalışması Türkiye’de kurumsal yönetim konusuna önem verilmesini sağlayan başlıca nedenler olarak kabul edilmektedir. Bunların yanı sıra Şubat 2001’de gerçekleşen ekonomik kriz de kurumsal yönetimin Türkiye’de gündeme alınması hususundaki temel etkenlerdendir (Zengin ve Yılmaz, 2017: 692).

Türkiye’de Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği (TÜSİAD) Kurumsal Yönetim Çalışma Grubunun 2002’de hazırladığı en iyi uygulama kodu kurumsal yönetim alanındaki ilk çalışmadır. 2003 yılında ise halka açık firmalar için tavsiye niteliğinde olan SPK kurumsal yönetim ilkeleri hazırlanmıştır. 2004 yılında halka açık firmalar SPK’nın uyum beyanı düzenlemesine binaen kurumsal yönetim ilkelerine ne ölçüde uydıklarını ve uymadıklarını, uymadıkları ilkelere neden uymadıklarını faaliyet raporlarında açıklamakla yükümlü tutulmuşlardır. Bu yaklaşım “*uy ya da açıkla*” olarak adlandırılmaktadır. 2005 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasına karar verilmiştir (SPK, 2007). Bu düzenlemeleri 2006 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) düzenlemeleri takip etmiş, bankalarda kurumsal yönetimin yerleşmesine yönelik standartlar geliştirilmiştir. Kurumsal yönetim ilkeleri ilk defa 2011 yılında “Sermaye Piyasası Kanunu”nda yer almıştır. 2012 yılında yürürlüğe giren yeni “Türk Ticaret Kanunu” da kurumsal yönetimle ilgili düzenlemeler getirmiştir (Zengin ve Yılmaz, 2017: 692). Türkiye’de kurumsal yönetimin tarihsel gelişimi Tablo 4’te özet biçimde gösterilmiştir.

**Tablo 4: Türkiye’de Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi**

Yıl	Gelişmeler
2002	TÜSİAD tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri esas alınarak hazırlanan “Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu” yayınlandı.
2003	SPK tarafından “Kurumsal Yönetim İlkeleri” yayınlandı. SPK tarafından “Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri: VIII, No: 40) yayınladı. (2006 yılında Seri: VIII, No: 47 tebliğ ile değişikliğe uğradı).
2004	SPK, İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal uyum raporlarına, faaliyet raporlarında yer vermesini ve web sitelerinde uyum raporlarını kapsayan bir yatırımcı ilişkileri bölümü açılmasını zorunlu kıldı.
2005	SPK, OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinde oluşan değişikliklerden sonra bir dizi düzenleme yaparak Kurumsal Yönetim İlkelerini güncelledi. Boston Consulting Group (BCG) ve Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği (TKYD) tarafından “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” araştırma raporu yayınlandı.
2006	BDDK tarafından bankalar ile ilgili hazırlanan “Kurumsal Yönetim İlkeleri Yönetmeliği” yayınlandı. OECD tarafından gerçekleştirilen “Corporate Governance in Turkey: A Pilot Study” adlı araştırma sonuçları açıklandı.
2007	SPK tarafından “Sermaye Piyasalarında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (Seri: VIII, No: 51) güncellenerek yayınladı. (2010, Seri: VIII, No: 68 tebliğ ile değişikliğe uğradı). BIST tarafından “Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)” hesaplanmaya başlandı.
2009	SPK tarafından “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” yayınladı.
2011	6102 sayılı “Türk Ticaret Kanunu” TBMM’de kabul edildi ve Resmî Gazete’de yayınlandı. (1 Temmuz 2012’de 6335 sayılı kanun ile yürürlüğe girdi). SPK tarafından “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ” (Seri IV, No:54, 56) ve “SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Eki” yayınlandı.
2012	SPK tarafından “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” (Seri IV, No:57, 60) yayınlandı ve Borsa İstanbul (BİST)’da işlem gören bankalar için yılsonu itibariyle yürürlüğe girdi.
2013	SPK tarafından “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” (Seri IV, No:63) yayınlandı.
2014	SPK tarafından hazırlanan, II-17.1 sayılı “Kurumsal Yönetim Tebliği”, 3 Ocak 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girdi.

**Kaynak:** TKYD, 2009: 11, TSKB, 2015 ve SPK, 2015

### 1.9. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi

Bu endeks, 31.08.2007 tarihi itibariyle hesaplanmaya başlanmış olup Yakın İzleme Pazarı ile “C” ve “D” listeleri dışında payları Borsa İstanbul pazarlarında işleme tabi olan ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her ana başlık itibariyle en az 6,5 olan firmaların fiyat ve getiri performansını ortaya koymaktadır (BİST). Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplamasında Tablo 5’te gösterilen kriterler ve ağırlıklarına göre bir not verilmektedir:

**Tablo 5: Kurumsal Yönetim Uyum Notunu Belirleyen Faktörler ve Ağırlıkları**

SPK Kurumsal Yönetim İlkesi	Ağırlık
Pay Sahipleri	%25
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	%25
Menfaat Sahipleri	%15
Yönetim Kurulu	%35

**Kaynak:** Tırpancı, 2019: 123



Tablo 5’te bir şirketin kurumsal yönetim notunun belirlenmesinde en yüksek payın yönetim kurullarına ait olduğu görülmektedir. Kurumsal Yönetim Derecelendirme şirketleri, Tablo 5’te yer alan ilkeler kapsamında özet olarak firmaların, aşağıda açıklanan konulara uyumunu incelemektedirler (SPK Kurumsal Yönetim Tebliği, 2014):

**Pay Sahipleri:** Genel kurula etkin şekilde katılım, oy kullanmanın zorlaştırılmaması ve imtiyazlı oy olmaması, azınlık haklarının azami derecede kullandırılması, ortaklığın belirli ve dengeli bir kâr dağıtım politikasının bulunması ve payların serbestçe devri ile pay sahiplerinin haklarının kullanımının kolaylaştırılması.

**Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık:** Şirketlerin belli bir içeriğe sahip kurumsal internet sitelerinin oluşturulması, şirketin faaliyetlerini eksiksiz ve hatasız bir biçimde yansıtan yıllık faaliyet raporunun hazırlanması.

**Menfaat Sahipleri:** Şirketin amaçlarına erişmesinde veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları arasında çıkar çatışması meydana gelmesi halinde hakların korunması bakımından dengeli bir politika uygulanması. Ayrıca çıkar sahiplerinin şirket yönetimine katılımına destekte bulunulması, etkili bir insan kaynakları politikasının varlığı, müşteri ve tedarikçiler ile memnuniyete dayalı ilişkilerin oluşturulup sürdürülmesi ve şirketin etik kurallara uyumu.

**Yönetim Kurulu:** Yönetim kurulunun uygulamalarında; şirketin risk, büyüme ve getiri dengesini en iyi şekilde gözeterek rasyonel ve tedbirli risk yönetimi bakışıyla şirketin uzun vadeli menfaatlerine öncelik vererek şirketi yönetmesi ve temsil etmesi. İcra başkanı ve genel müdürün aynı kişi olmaması, iç kontrol ve denetim sistemlerine dair bilgilendirmede bulunması, yönetim kurulunda ve komitelerde yeteri kadar bağımsız üyelerin yer alması, uzmanlık ve detaylı çalışma gerektiren konularda ilgili komitelerin oluşturulmuş olması.

### **1.10. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

İşletmelerin ilişkili olduğu her kesimin tatmin olacağı bir yapı kurulabilmesi için yatırımcıların, işletme faaliyetleri ve kararlarına ilişkin söz sahibi kişiler üzerinde kontrol ve egemenlik kurabilmesini sağlayan mekanizmalar geliştirilmiştir. Söz konusu bu mekanizmalar vasıtasıyla bir işletmedeki hak sahipleri, söz sahibi olanları kontrol altına alabilmektedir (Ülgen ve Mirze, 2004: 430).

Kurumsal yönetim mekanizmaları işletme dışı mekanizmalar ve işletme içi mekanizmalar şeklinde sınıflandırılmaktadır. İşletme dışı mekanizmalar, işletmelerin dışındaki güçler ile piyasa tarafından belirlenir ve dışsal yönetim mekanizmaları olarak da adlandırılırlar. İşletme içi

mekanizmalar ise içsel yönetim mekanizmaları olarak da adlandırılmakta, işletme içi güçlerin kontrolü altında olup bu güçler tarafından oluşturulmaktadır (Menteş, 2009: 91). Kurumsal yönetim mekanizmaları genel olarak Tablo 6’da gösterildiği şekilde sınıflandırılmaktadır.

**Tablo 6: Dışsal ve İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

Dışsal Mekanizmalar	İçsel Mekanizmalar
İşletme Kontrolünü Ele Geçirme Tehditleri	Mülkiyet (Ortaklık) Yapısı
Yönetici Emek Piyasası	Yönetimsel Teşvikler ve Yönetici Ücretleri
Kanunî Düzenlemeler	Güçlendirilmiş Pay Sahipleri
Ürün Piyasası	En İyi Uygulama Kodları ve Yatırımcı İlişkileri
Sermaye Piyasaları	Aktif Hissedarlık
	Yönetim Kurulları

**Kaynak:** Gillan, 2006: 384; Kula, 2006: 34

### 1.10.1. Dışsal Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Tablo 6’da ifade edilen dışsal kurumsal yönetim mekanizmalarını oluşturan işletme kontrolünü ele geçirme tehditleri, yönetici emek piyasası, kanunî düzenlemeler, ürün piyasası ve sermaye piyasaları aşağıda açıklanmıştır.

#### 1.10.1.1. İşletme Kontrolünü Ele Geçirme Tehditleri

Bir şirketin kontrolünü ele geçirme kavramı, başarılı işletmelerin başarısız işletmeleri satın alıp söz konusu bu işletmeleri başarılı hale getirmesi şeklinde tanımlanabilir (İsmayılov, 2007: 38-39).

Şirketler, kötü yönetim sonucunda finansal güçlüğü düşerler ve hisse fiyatları düşer (Ülgen ve Mirze, 2004: 434). Yöneticiler bu gibi durumlarda sürdürmekte oldukları stratejilerden, aldıkları kararlardan vazgeçmekte zorlanırlar. Ele geçirilme tehdidi genellikle değişen teknolojik koşullar ve piyasa koşullarıyla birlikte şirket varlıklarının yeniden yapılandırılmasının gerektiği durumlarda gün yüzüne çıkmaktadır (Akıncı, 2011: 33). Bu durumdaki şirketi satın alan şirket yeniden yapılanma sürecinden sonra yüksek kazançlar sağlayabilmektedir. Bu şekilde satın almalar sonucunda genellikle satın alınan şirketin yöneticileri işlerini kaybetmektedirler. Söz konusu yöneticilerin iş kayıplarının yanında imajları da zedelenmektedir. Bu durumu engellemek için yöneticiler şirketleri iyi yönetmelidir. İyi yönetim, hissedar ve paydaş çıkarlarıyla örtüşür (Ülgen ve Mirze, 2004: 434).

### **1.10.1.2. Yönetici Emek Piyasası**

Çalışanların emeklerini sundukları ve şirketlerin de işgücü talep ettikleri emek piyasası içinde yöneticiler de yer almaktadır (İsmayılov, 2007: 38-39). Yöneticiler, işlerine son verilme tehdidinin yanında ücret ve teşvik mekanizmalarının kendilerine motivasyon sağlaması sebebiyle yüksek performans göstermeye gayret etmektedir. Bundan dolayı yöneticiler şirket hissedarlarının çıkarlarını göz önünde bulundurmaya ve firma faaliyetlerini belli bir düzende sürdürmeye çalışmaktadırlar (Akıncı, 2011: 36).

Başarılı yöneticiler, yönetici emek piyasasında talep görmekte ve istihdam edilmektedirler. Başarısız yöneticilere rağbet edilmemekte ve bu yöneticiler iş bulma konusunda zorluk çekmektedirler. Üst kademe yöneticiler, işsizlik olasılıklarını azaltabilmek amacıyla kendileri için oluşabilecek talebi yüksek tutmak istemektedir. Bir yöneticinin talep edilmesi hususunda temel belirleyici, yöneticinin geçmiş performansıdır. Bu sebeple tüm yöneticiler başarılı olmak istemektedirler. Bundan dolayı yönetici emek piyasası, faaliyet sonuçları bakımından üst yönetimi kontrol edebilmekte ve tüm paydaşların menfaatlerine uygun bir kurumsal yönetim mekanizması olarak kabul edilmektedir (Ülgen ve Mirze, 2004: 434).

### **1.10.1.3. Kanunî Düzenlemeler**

Kaynak talebinde bulunan şirketlerin uluslararası sermayeyi elde edebilmesi, ulusal sınırlar dışındaki fon arzında bulunan kesimlere yeterli güveni verebilmesine bağlıdır. Bir ülkeye ya da firmaya güven duymayan sermaye, diğer seçeneklerin zenginliğini de dikkate alarak o ülke veya firmaya yatırım hususunda istek duymayacaktır. Böyle bir güveni tesis etmek hem özel işletmeler hem de kamu işletmelerinde istikrar sağlayıcı kurallar oluşturulup söz konusu kuralların uygulanacağını garanti altına almak ile sağlanabilmektedir (Aydın, 2017).

Kanunî düzenlemeler, işletme dışında işletme faaliyetlerini düzenleyen en güçlü kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Hisse sahiplerinin haklarını ve bu hakların korunmasını sağlayan en temel etken, kanunlar ve bu kanunların yürütülmesindeki etkinliktir. Yatırımcıların sahip olduğu bu haklar, üst yönetimin, şirkete yatırım yapanların getirilerini şahsi menfaatleri için kullanmalarının önüne geçilebilmesi bakımında önem arz etmektedir (LaPorta vd.: 1999). Kanunî düzenlemeler, şirketlerin güvenilirliğini sağlayarak şirket paydaşlarının menfaatlerini korumaktadır (Akıncı, 2011: 34).

### **1.10.1.4. Ürün Piyasası**

Ürün piyasaları, bu piyasalardaki rekabet göz önüne alındığında işletmeleri kurumsal yönetime zorlayan bir etkidir. Eğer bir şirkette kurumsal bir yönetim söz konusu değil ise

yönetimin müsrifliği ve etkin şekilde yapılmayan üretim, ürün piyasasında kötü performans göstermeye neden olacaktır (Denis, 2001: 206). Ürün piyasasında şirketin bekasını ve başarısını belirleyen kurumsal yönetim kaynaklı sonuçlar uzun seneler sonra ortaya çıkmaktadır (Rubach ve Sebor, 1998).

#### **1.10.1.5. Sermaye Piyasaları**

Şirketlerin fon ihtiyaçlarını karşılamak üzere aktörü oldukları sermaye piyasalarının, şirketlerin etkin kurumsal yönetime sahip olmaları yönündeki beklentileri söz konusu şirketleri kurumsal yönetim uygulamaları için teşvik etmektedir. Ayrıca kurumsal yönetim anlayışını bünyesinde benimsemiş ve uygulamakta olan şirketler, daha güvenilir olmaları sebebiyle sermaye piyasalarındaki fonlara daha rahat erişebilecektir. Sermaye piyasaları bu bakımdan şirket dışı bir kurumsal yönetim mekanizması görevi görerek şirket faaliyetlerinin denetlenebilirliğini sağlamaktadır (İsmayılov, 2007: 40).

#### **1.10.2. İçsel Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

Tablo 6'da ifade edilen içsel kurumsal yönetim mekanizmalarını oluşturan “Mülkiyet (Ortaklık) Yapısı”, “Yönetimsel Teşvikler ve Yönetici Ücretleri”, “Güçlendirilmiş Pay Sahipleri”, “En İyi Uygulama Kodları” ve “Yatırımcı İlişkileri”, “Aktif Hissedarlık” ve “Yönetim Kurulları” aşağıda açıklanmıştır.

##### **1.10.2.1. Mülkiyet (Ortaklık) Yapısı**

Sermaye yapısı veya sahiplik yapısı şeklinde de adlandırılan mülkiyet yapısı konusunda halka açık veya kapalı, kamu veya özel mülkiyet, yerli veya yabancı mülkiyet gibi sınıflandırmalar yapılmaktadır. Mülkiyet yapısı, bir işletmeye kimlerin sermaye sağladığını yansıtmaktadır (Akıncı, 2011: 27). Kurumsal yönetim mekanizması bakımından bu sınıflandırmada yoğun ve dağınık mülkiyet kavramlarının üzerinde durulmaktadır.

Mülkiyet yapısında yoğunlaşma kavramı (hâkim hissedarlık) hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran şahıs sayısını, diğer bir deyişle bir işletmenin hisse senetlerine belli şahısların sahip olmasını ve bu şahısların hisse oranlarının diğer hisse sahiplerinin hisse oranlarına göre fazla olmasını ifade etmektedir. Bu bağlamda, yönetim ve kontrol yoğunlaşmış hissedarların elinde olmaktadır (Fettahoğlu ve Okuyan, 2009: 4). Bazı çalışmalar yoğunlaşmış mülkiyet yapılarında hâkim hissedarların şirket sermayesinin çoğunluğuna sahip olması nedeniyle yönetimi gözetimde daha dikkatli olacaklarını ve azınlık hissedarlarının menfaatlerini koruyacak bir yönetim stili oluşturmak için yeterli oya sahip olduklarını belirlemiştir (Rafael La Porta vd., 1998: 1118-1120; Rafael La Porta vd., 1999: 497). Ayrıca mülkiyet sahipliği yoğunlaşması olan şirketlerde

yöneticilerin hissedar olma olasılığı daha fazladır. Bu şirketlerde yöneticiler hisse sahibi olduklarından işletmenin kârlılığını artırmak için çaba göstermektedirler. Mülkiyet yoğunlaşması yüksek şirketlerde tüm hisse sahipleri fayda elde ederken, bir zarar söz konusu olduğunda çeşitlenmemiş portföyleri sebebiyle büyük hissedarlar daha fazla zarara uğramaktadır (Önder, 2000: 52).

Dağınık mülkiyet yapılarında, hisse sahiplerinin şirketin sermaye yapısında küçük oranda pay sahipliği söz konusudur. Şirket yönetimi, bu hissedarlar adına yetki sahibi olan uzman yöneticilerdedir (Becht vd., 2002: 11). Diğer bir ifadeyle hissedarlar ve yönetim birbirinden ayrılmıştır. Bu şirketlerde uzman yöneticiler şirket sermayesini daha verimli kullanarak şirket aktiflerini ve satışlarını büyütmektedir (Önder, 2000: 52). Diğer yandan, bu küçük ve dağınık hisse sahiplerinin uzman yöneticilerin faaliyetlerini etkin şekilde denetleyememesi gibi bir sorun ortaya çıkarmaktadır. Bu sorun yöneticilerin büyük güç sahibi olması ve bazen bu gücü hisse sahiplerinin lehine değil şahsi menfaatleri doğrultusunda kullanması gibi bir olumsuzluk yaratabilmektedir (Michael vd., 2009: 295-301). Dağınık mülkiyet yapılarında yöneticilerin hissedar aleyhine karar alabilmesi sadece kötü niyetten kaynaklanmamaktadır. Bir şirkette küçük hissedarların risk alma kapasitesiyle tüm vakit ve enerjisini bir şirkete bağlamış uzman yöneticilerin risk alma kapasitesi arasında fark olmasının doğal olduğu ifade edilmiştir. Bu bakımdan yöneticiler hissedarların lehine olmayan stratejiler de uygulayabilmektedir (TKYD, 2006: 3).

#### **1.10.2.2. Yönetimsel Teşvikler ve Yönetici Ücretleri**

Yöneticilere ödenen ücretler ve yöneticilere yönelik teşvik sistemlerinin temeli, yönetici menfaatleriyle hisse sahiplerinin menfaatlerinin uyumlaştırılmasına dayanmaktadır (Richard, 2003: 82-93). Hisse sahipleri, yöneticilerden, şirkette belirli bir dönem sonunda yeterli düzeyde kâr sağlamalarını, bu kâra ulaşmak için kullanılan kaynakları verimli kullanmalarını ve şirketin piyasa değerini maksimize etmelerini beklemektedir (Usta, 2005: 4). Buna karşılık yöneticiler, kendilerini tatmin edecek düzeyde ücret ile firma ve yöneticilerin performanslarına bağlı teşvik sistemlerinin uygulanmasını arzu etmektedirler (Yıldırım, 2007: 43).

Yönetimsel teşvikler, kısa vade ve uzun vade olmak üzere iki kategoriye ayrılmaktadır. Şirket kârlılığındaki ve satış hacimlerindeki artışa bağlı teşvikler kısa vadeli teşvikler kategorisinde yer almaktadır. Hisse senedi opsiyonları<sup>2</sup> ise uzun vadeli teşvikler kategorisinde yer almaktadır (Sancar, 2015: 23). Jensen ve Meckling (1976: 359-360)'e göre, yöneticiler şirket hisselerinden bir kısmına sahip ise firma değerini etkileyecek yanlış karar verdiklerinde ve faaliyette bulduklarında bu durumda kendi servetleri de olumsuz etkileneceğinden hissedar hakları konusunda daha dikkatli davranmaktadır.

---

<sup>2</sup> Hisse senedi opsiyonu, önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir miktarda şirketin hisse senedi satın alma hakkıdır.

Konuya ücret açısından bakıldığında, yöneticiler yüksek miktarlarda ücret aldıklarında şirketteki pozisyonlarını riske atmak istemedikleri söylenebilmektedir. Yöneticiler, ücretlerinin performansa bağlı olmasını risk olarak görebilirler. Firma ve yöneticilerin performansı düşük olsa bile ücret artışı yapılabilir (Kula, 2006: 114). Ücret düzenlemeleri yapılırken bu konular göz önünde bulundurulmalıdır.

Bir faaliyet yılı sonunda şirketin sonuçlarına bağlı olarak verilen ücret ve teşvikler yöneticileri kısa vadeli düşünmeye ve kararlar almaya sevk edebilir. Diğer yandan, şirket hisselerini bugünkü değerinden satın alma hakkı anlamına gelen opsiyonların verilmesi, yöneticilerin uzun vadeli hedeflere odaklanmasını sağlayarak daha iyi yönetim uygulamalarını gerçekleştirmeye teşvik edebilmektedir. Şirket amaçları doğrultusunda stratejik öneme sahip bir projenin tamamlanmasına bağlı olarak projeyi gerçekleştirenlere teşvik vermek, söz konusu projenin yöneticiler tarafından kabul edilip tamamlanması için iyi bir neden olabilmektedir (Ülgen ve Mirze, 2004: 433). Tüm bunlar göz önüne alınarak oluşturulan ücret ve teşvik sistemleri hem paydaşların hem de yöneticilerin menfaatlerini korumaktadır.

### **1.10.2.3. Güçlendirilmiş Pay Sahipleri**

Gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde mülkiyet yapısı dağınıktır, bu sebeple büyük şirketlerde hâkim hissedar grubu nadir olarak görülmektedir. Bu dağınık durumdaki hissedarların birleşerek üst yönetimi kontrol edebilecek mekanizmaları oluşturabilmeleri zordur. Bu şirketlerde üst düzey yönetim, genel kurul toplantılarında hissedarların oylarını vekâlet yoluyla kendilerine çekmekte ve kendi oluşturdukları yönetim kurulları vasıtasıyla kendilerini tekrar üst yönetime seçtirmektedirler. Büyük ölçekli uluslararası şirketlerde %3 ila %5 civarı oranda paya sahip hissedarlardan toplanıp genel kurulda oy kullanma hakkı sağlayan vekâletler yoluyla üst düzey yönetimin seçilme durumu meydana gelebilmektedir. Böyle bir durumda geri kalan %95-%97 oranında hisseye sahip hissedarlar, payları çok dağınık durumda olduğu için bir araya gelip ortaklaşa karar alarak kendi menfaatleri lehine çalışacak yönetim kurulu ve dolayısıyla üst yönetimi seçememektedirler. Görüldüğü üzere, bu süreç pay sahipleri için çok adil değildir. Bu problemin çözümü için dağınık paylara sahip hissedarları genel kuruldan önce yüz yüze ya da telekonferans gibi teknolojik yollarla bir araya getirmek ve hissedarları, üzerinde anlaştıkları vekilleri seçebilmeleri için blok şeklinde oy verme seçeneğine kavuşturabilecek bir yol geliştirilmiştir. Bu süreç pay sahiplerinin güçlendirilmesi olarak adlandırılmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004: 433-434).

### **1.10.2.4. En İyi Uygulama Kodları ve Yatırımcı İlişkileri**

En iyi uygulama kodları, mevcut mevzuatla ilgili olarak kurumsal çatıyı tamamlayan bir mekanizmadır (Fremont ve Capaul, 2002). Çeşitli ülkelerin kendi yapı ve gereksinimleri göz

önünde bulundurularak hazırlanan en iyi uygulama kodlarıyla kurumsal yönetim uygulamalarının temelleri yazılı şekle dönüştürülmektedir (Topcu, 2007: 7).

Halka açık işletmeler, mevcut hissedarları ve potansiyel hissedarları için bilgilendirme faaliyetlerinin yürütme birimi olarak yatırımcı ilişkilerini oluşturmuşlardır. Bu birim, hisse sahipleri ile şirket yönetimi arasında bir köprü görevi görmektedir. Yatırımcı ilişkileri birimleri işletmeyle ilgili bilgi ve verilerin kamuoyuna duyurulması bakımından şeffaflık sağlamaktadır (Topcu, 2007: 7).

#### **1.10.2.5. Aktif Hissedarlık**

Aktif hissedarlık ya da diğer bir deyişle hissedar aktivizmi, söz konusu hissedarların portföylerindeki düşük performans gösteren firmalara odaklanmasını ve hisse değerini artırmaya çalışmasını ifade etmektedir. Pay sahiplerinin, şirket genel kurulunda gündeme alınması için konu sunabilmeleri bu mekanizmanın temellerinden biridir. Aktif hissedarlık, hissedarların kendilerini koruma isteği ve yaygınlaşan kurumsal yatırımcıların firma faaliyetlerini etkileme çabası ile önem kazanmıştır. Temel amaç, yönetim tarafından alınan kararlara etki edebilmek, gerektiğinde hissedar servetini azaltacağı düşünülen kararları değiştirmektir (Karpoff vd., 1996: 367; Gillan ve Starks, 2000: 276).

#### **1.10.2.6. Yönetim Kurulları**

Yönetim kurulları, şirket ile şirket sermayedarları arasındaki ilişkileri ve şirket ile şirket yöneticileri arasındaki ilişkileri koruyan bir yapı olarak tasvir edilebilir. Şirketlerin hissedar sayısı arttıkça bu hissedarların tek tek yönetimde yer alması mümkün olmayacağından, pay sahipleri vekil olarak yönetim kurulu üyelerini seçmekte ve şirketler bu yönetim kurulları tarafından yönetilmektedir (Akıncı, 2013: 1).

Yönetim kurulları, kurumsal yönetimin kilit konularından biri olarak görülmektedir. Yönetim kurullarının temel amacı şirketin hissedarlarının çıkarlarını korumak ve getirilerini en üst seviyeye yükseltmektir (Menteş, 2009: 92). Diğer kurumsal yönetim mekanizmaları yetersiz olduğunda şirket performansını artırmada yönetim kurullarının özellikle önemli rol üstlenebileceği belirtilmektedir (Yuen ve Yuan, 2001: 241).

Şirketlerde, kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesinde ve şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uygun şekilde faaliyette bulunmalarında büyük rol oynayan yönetim kurullarıyla ilgili detaylı açıklamalar bir sonraki bölümde yapılacaktır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. YÖNETİM KURULLARI VE YÖNETİM KURULLARINI ELE ALAN KURUMSAL YÖNETİM TEORİLERİ

Kurumsal yönetim, örgütlerin eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk prensiplerine dayanarak faaliyette bulunmalarını sağlamaya çalışan bir yaklaşımdır. Firma çerçevesinden bakıldığında kurumsal yönetim, hissedarlar, yönetim ve diğer paydaşlar arasında ilişkilerin düzenlenmesi hususunda bir rehber olarak düşünülebilir (Ararat ve Uğur, 2003).

Piyasa ekonomilerinde yönetim kurulları, kurumsal yönetim mekanizmalarının en önemlileri arasında yer almaktadır. Yönetim kurulları, firmalara sermaye sağlayan hissedarlarla bu sermayeyi kullanan yöneticiler arasında bağlantıyı sağlarlar (Akıncı, 2011). Firmaların hissedar sayılarının çoğalması sonucu her hissedarın yönetimde bulunması imkânsızlaştığından hissedar çıkarlarını korumak amacıyla bir yönetim kurulu seçilir (Kıyılar ve Belen, 2006). Yönetim kurulları öncelikli olarak karar alma, yöneticileri işe alma, işten çıkarma, gözetim ve tavsiye verme faaliyetlerini yerine getirirler.

#### 2.1. Yönetim Kurullarının Önemi ve Yapısı

Yönetim kurulları, kurumsal yönetimin odak noktasıdır. Öncelikli olarak hisse sahipleri olmak üzere tüm çıkar grupları adına yönetimi izlemekle yükümlüdür. Yönetim kurulları bu doğrultuda denge sağlamak ve gerekli kontrolleri yapmak zorundadır. Yönetim kurulu bir firmanın en üst düzeyde stratejik karar verme, yürütme ve temsil organıdır. Yönetim kurulları, şirketin performans gözetimi ile izlemesi, stratejilerinin belirlenmesi, riskinin yönetimi, üst yönetiminin değerlendirilmesi ve hisse sahipleriyle etkin iletişimden sorumlu olması sebebiyle şirketler için çok önemli bir organ pozisyonundadır (Lisanslama Sınavları Çalışma Notları, 2017: 45). Firmalar için bu denli önem arz eden yönetim kurullarının oluşumu ve yapısı da üzerinde durulması gereken bir konudur. Yönetim kurullarının yapısı hususunda aşağıdaki ifade edilen maddeler önem arz etmektedir (Lisanslama Sınavları Çalışma Notları, 2017: 45-46):

- Yönetim kurulları, gücünü bağımsız, bilgi sahibi, birbirlerine saygı duyan ve inisiyatif alabilme gücüne sahip yönetim kurulu üyelerinden alır.
- Başarılı yönetim kurulları iyi takım oyunları ile sağlanmaktadır. Yönetim kurullarının oluşumu ve yapısı ülkelerin kanunlarına, uyguladıkları ilkelere, firma yapılarına ve kültüre göre ülkeden ülkeye farklılık göstermekle beraber üyeler arasında karşılıklı



güven, şeffaflık ve amaç birliği öne çıkmaktadır. Özellikle icrada görev almayan ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin firmada aktif bir rol üstlenebilmeleri için görevlerinin gerektirdiği özelliklere ve firmaya ayıracak yeterli vakite sahip olmaları önem arz etmektedir.

- Yönetim kurulu sadece çoğunluk hissedarları değil, tüm çıkar gruplarını temsil eder. Bu sebeple yönetim kurulunun bağımsızlığı, firma yönetiminin izlenmesi bakımından en önemli özelliktir. Yönetim kurulunda bağımsız üyelerin bulunması, yönetim kurulu faaliyetlerinin etkinliğini artırır, ortaklar ve firma menfaatlerine uygun karar alınması için imkân yaratır.
- Çeşitli ülkelerde kimlerin “bağımsız” yönetim kurulu üyesi olabileceği belirlenmiştir. Hemen hemen tüm ülke mevzuatlarında bağımsızlık genellikle üyelerin firmanın kendisi, hâkim hissedarları veya üst yönetimiyle önemli menfaat çatışmasına sebep olacak şekilde yakın ilişki içinde bulunmaması olarak tanımlanmaktadır. Firma sahip ve hissedarları ile CEO’ya, hatalı kararlar alınacağına karşı çıkabilme inisiyatifine sahip, nitelikli, iyi eğitim geçmişine sahip ve vizyon sahibi bağımsız üyelerin firmalara büyük rekabet avantajı sağlayacağı genel kabul görmüştür. Mevzuatlarda yer alan icracı olmayan yönetim kurulu üyesi tanımı ise bağımsız olmasa bile şirket icraatlarında görevi olmayan yönetim kurulu üyelerini betimlemektedir. Bu noktada konuya açıklık getirmekte fayda görülmektedir. Her bağımsız yönetim kurulu üyesi icracı olmayan üye iken her icracı olmayan üye bağımsız üye anlamına gelmemektedir.

## 2.2. Yönetim Kurullarının Görev ve Yetkileri

“Türk Ticaret Kanunu”nun 375. maddesine göre yönetim kurulunun vazgeçilemez ve devredilemez görev ve yetkileri şu şekildedir:

- “ Şirketin üst düzeyde yönetimi ve bunlarla ilgili direktiflerin verilmesi.
- Şirket yönetim teşkilatının belirlenmesi.
- Muhasebe, finans denetimi ve şirketin yönetiminin gerektirdiği şekilde finansal planlama için gerekli düzenin kurulması.
- Müdürlerin ve aynı yetkiye sahip bireyler ile imza yetkisine sahip bulunanların atanmaları ve görevden alınmaları.
- Yönetimle görevli bireylerin, özellikle yasalara, esas sözleşmeye, iç yönergelere ve yönetim kurulunun yazılı talimatlarına uygun hareket edip etmediklerinin üst gözetimi.
- Yönetim kurulu karar ve genel kurul toplantı ve müzakere defterlerinin tutulması, yıllık faaliyet raporunun ve kurumsal yönetim açıklamalarının düzenlenmesi ve genel kurula sunulması, genel kurul toplantılarının hazırlanması ve genel kurul kararlarının uygulanması.
- Borca batıklık durumunda mahkemeye bildirimde bulunulması.”

### 2.3. Yönetim Kurullarının Sorumlulukları

Çeşitli yazar ve kuruluşların katkılarıyla ele alınan yönetim kurulunun sahip olduğu sorumluluklar genel olarak aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Akıncı, 2013: 5; Hermalin ve Weisbach, 1998: 117-118; Business Roundtable, 2005: 3; Monks ve Minow, 2004: 200; TÜSİAD, 2002: 15) :

- Şirketin kısa ve uzun vadeli amaçlarını belirlemek.
- Amaçlara ulaştıracak stratejileri oluşturmak, geliştirmek ve bu stratejilerin uygulanmasını sağlamak.
- Şirketin finansal performansını incelemek ve iyileştirici faaliyetlerde bulunmak.
- İcra başkanı ile üst düzey yöneticileri atamak, değerlendirmelerini yapmak ve gerekli durumlarda yerlerine başkalarını atamak.
- Üst düzey yöneticilerin ve yönetim kurulunun ücretlendirilme sistemini, şirket ve hissedarların uzun dönemli çıkarları ile uyumlu olacak şekilde belirlemek.
- Şirketi idari ve finansal yönden denetlemek.
- Yönetim faaliyetlerinin verimliliğini denetlemek ile gerektiğinde değişiklikler gerçekleştirmek.
- Şeffaf ve uygun bir yönetim kurulu adaylık ve seçim süreci sağlamak.
- Yönetim kurulu alt komitelerinin ve üst düzey yöneticilerin etkin ve verimli faaliyette bulunmalarının önünü açacak yapı ve işleyişi sağlamak ve bunların performans ölçütlerini oluşturmak.
- Şirketin, hisse sahipleri ve dış mercilerle iletişim ve ilişki yapısını belirlemek.
- Şirket ve personeli için etik kuralları belirlemek ve uygulanmasını sağlamak.
- Şirket varlıklarının yanlış ya da kötü niyetle kullanımı (genel kurulun izni alınmadan bir ticari işlem yapmak, rekabet etmek gibi) ve olası çıkar çatışmalarını gözetlemek ile çözmek.
- Şirketin iç ve dış tasarruflarının, faaliyetlerinin ilgili mevzuatlara uygunluğunu sağlamak.
- Şirketin işleyişinin, etik kurallarla uyumlu ve hiçbir paydaş gruba zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmesini sağlamak, tüm paydaşlara eşit ve adil muamelede bulunmak.
- Yasalar ile yönetmeliklere uygunluk açısından sistemlerin yeterliliğini değerlendirmek.

Yukarıda açıklanan sorumlulukların yanında yönetim kurulu, firmanın gelecekte yönetim kurulunda yer alabilecek uygun bilgi birikimine, yeteneklere ve şirket için katma değer yaratmaya yönelik uzmanlığa sahip olası üyelerin belirlenmesinde kilit bir role sahip olma sorumluluğunu da taşımaktadır (OECD, 2004: 34).

## 2.4. Yönetim Kurullarını Konu Edinen Kurumsal Yönetim Teorileri

Kurumsal yönetimin temellerini oluşturan teoriler, yönetim kurullarını da değişik bakış açılarıyla ele almışlardır. Bu teoriler, mülkiyet ve kontrolün ayrılmasıyla yönetimin profesyonel yöneticilere devrini inceleyen Berle ve Means'le temeli atılıp Jensen ve Meckling'le popüler olan Vekâlet Teorisi, Freeman'ın temellerini attığı Paydaş Teorisi, Pfeffer ve Salancik'in Kaynak Bağımlılığı teorisi ve Donaldson'ın Temsil Teorisidir.

### 2.4.1. Vekâlet Teorisi

Bu yaklaşım, modern işletmelerde sahiplik (asıl) ve yönetimin (vekil) ayrılması dolayısıyla sahip ve yöneticilerin çıkarlarının çatışması sebebiyle ortaya çıkmıştır (Berle ve Means, 1932; Jensen ve Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). Bir girişimci ya da yönetici, sahip olunan fonları, yatırımcılardan sağladığı sermaye ile artırmakta ve bu fonları verimli alanlara yatırmaya çalışmaktadır. Fon sağlayanlar, getiri sağlamak amacıyla arz ettikleri fonları yönetecek uzman yöneticilere ihtiyaç duyarlar. Yöneticiler, yeterli sermaye olmadığı durumlarda fona ihtiyaç duymaktadır. Burada önemli bir soru, yatırımcıların arz ettikleri fonların karşılığında kendilerine verilen birkaç kâğıt ile bu yatırımlarının geri döneceğine nasıl emin olduklarıdır (Shleifer ve Vishny, 1997: 740). En genel ifadesiyle, fon sağlayanlar ve yöneticiler, yöneticilerin bu fonlarla ne yapacağı ve getirilerin yöneticiler ile fon sağlayıcılar arasında nasıl dağılacağı hakkında sözleşme yaparlar. İdeal sözleşme, eksiksiz olmalı ve olası tüm durumlarda yöneticinin ne yapacağı ve kazançların nasıl değerlendirileceğini içermelidir. Ancak böyle bir sözleşme yapmak imkânsızdır. Eğer firmanın tüm kazanç kullanım ve bölüşüm hakları fon sahiplerinde olursa beklenmedik bir durum gerçekleştiğinde karar verme sorumluluğu fon sahiplerinde olacaktır. Fon sağlayıcılar, ne yapılacağı hakkında yeterince bilgiye sahip değildirler. Bu bakımdan, yöneticiler bu fonlardan sorumlu olmaları için işe alınmaktadır. Sonuç olarak, yöneticiler, bu şekilde kontrol haklarına sahip olacaktır (Shleifer ve Vishny, 1997).

Vekâlet teorisinin ana önermesi, yöneticilerin kendi çıkarlarını düşündüğü ve kendilerinin lehine hareket ederken hissedar çıkarlarını ihmal ettikleridir. Örneğin, yöneticilerin konforlu lüks ofisler ve şirket arabaları gibi menfaatlerin peşinde olmaları hissedarlar için bir maliyete yol açar. Yöneticiler, sahip oldukları belli uzmanlıklar sayesinde şirket hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler ve bu durumu çıkarları lehinde kullanabilirler (Fama, 1980; Fama ve Jensen, 1983).

Yöneticilerin, kendileri lehine davranışları firmanın maliyetlerini artırır. Bu maliyetler; gözetim ve denetim maliyetleri, sözleşme maliyetleri ve yöneticiler tarafından alınan optimal olmayan kararların uygulanmasından kaynaklanan önlenemeyen kayıplardan oluşmaktadır. Yöneticilerin güvenilir olmaması sebebiyle hissedarların çıkarlarını korumak için yönetim kurulları tarafından sıkı takip edilmesi ihtiyacı doğmaktadır. Sahipliğin çok parçaya bölüdüğü durumlarda

küçük yatırımcılar yönetimin etkin gözetim ve denetimi için yeterli bilgi ve kaynağa sahip değildirler (Bathula, 2008: 23). Eisenhardt (1989), vekâlet probleminin yönetim ve hissedarların arzu ve amaçları çatıştığında ve hissedarların, yöneticilerin gerçekten ne yaptığını teyit etmesinin zor veya pahalı olduğu durumlarda ortaya çıktığını öne sürmektedir. Sonuç olarak, yönetimi gözetim, yönetim kurulunun temel görevi olarak görülmekte ve yönetim kurulları yoluyla bu problemin önüne geçilebileceği ile üstün performans yakalanabileceğine inanılmaktadır (Bathula, 2008: 23).

Vekâlet teorisi, pay sahiplerinin servetini maksimize etmeyi temel alırken, pay sahipleri ve yöneticiler arasında gelişebilecek çıkar çatışmalarını en aza indirecek mekanizmalar tavsiye etmektedir. Buna göre teori savunucuları daha çok üyeli, bağımsız üye sayısının görece olarak fazla olduğu, çeşitli çıkar gruplarının temsil edildiği bir ideal yönetim kurulu yapısı önermektedirler (Karaoğlu, 2016, 65-66).

#### **2.4.1.1. Gözetim ve Denetim (İzleme) Maliyetleri**

Jensen ve Meckling (1976)'e göre izleme faaliyeti, hissedarların, yöneticilerin çok fazla imtiyaz kullanmalarını da içine alan ahlâkî rizikoya karşı korunması gerekliliğinden meydana çıkmıştır. Bunun için, yöneticilerin gözetim altında tutulmasını önererek ahlâkî riziko sorununa çözüm getirilmesi öne sürülmüştür.

Yöneticileri izleme konusunda temel uygulama, yönetim performanslarını ortaya koyan raporların hazırlanmasıdır. Finansal içerikli olan bu raporları anlayabilmelerini sağlayacak teknik bilgiden yoksun olan hissedarların denetçi görevlendirmeleri ve yöneticilerin söz konusu raporları hazırlarken harcadıkları zaman izleme maliyetlerini oluşturmaktadır (Lafontaine ve Slade, 1996).

Hissedarlar tarafından göreve getirilen yönetim kurulu, yönetimin izlenmesi faaliyetlerini yürütür. Yönetim kurulu üyelerine ödenen ücretler izleme maliyeti içerisindedir (Söylemez, 2007: 32). Denetim firmalarına ödenen ücret de izleme maliyetinin bir diğer unsurudur (Easterbrook, 1984).

Piyasadaki rekabetten ötürü şirketlerin halka açılması da bir izleme yöntemidir. Yöneticileri izlemek bakımından, halka açılan şirket yatırımcılarının hisse değerlerini takip etmesi iyi bir yöntemdir. Bu sebeple, yöneticilerinde içinde bulunduğu tüm firma çıkar grupları daha dikkatli hareket etmek durumundadır. Bu açıdan halka açılmak, izleme maliyetlerinin düşürülmesi bakımından iyi bir yöntemdir (Easterbrook, 1984).

#### **2.4.1.2. Sözleşme Maliyetleri**

Sözleşme maliyetleri, yöneticilerin, hisse sahipleri aleyhine davranışlarda bulunmayacağı, eğer bulunurlarsa sebep oldukları zararı tazmine yönelik sözleşmelerle güvence verilmesinden doğan maliyetlerdir (Söylemez, 2007: 33).

Lewis ve Sappington (1989)'a göre, tazmin edici sözleşmelerle sorumlulukları yüklenen taraf yöneticiler olduğu için hissedarlar daha az izleme maliyetine katlanacaktır. Bu bakımdan tazmin edici sözleşmelerin yapılması hissedarların lehine olacaktır.

Herhangi bir firma el değiştirmesi durumunda, yöneticilerin işlerine devam etme şartını ya da eğer yöneticiler şirketten ayrılırlarsa doğacak zararı mevcut hissedarların ödeyeceği şartını içeren bir sözleşme de tazmin edici bir maliyet unsuru olarak kabul edilmektedir (Peterson, 1994).

#### **2.4.1.3. Önlenemeyen Kayıplar**

Vekâlet problemlerinin ortadan kaldırılması için belli maliyetlere sahip önlemler alınmakta ancak bu durumda başka maliyetlerin ortaya çıkması söz konusu olabilmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Böylece firmalar hem vekâlet problemini ortadan kaldırmak için birtakım maliyetlere katlanmakta hem de söz konusu maliyetler getiren uygulamaların önleyemediği maliyetlere katlanmaktadır.

Bu maliyetlere örnek olarak, yatırım için uygun projeler seçilse dahi bu projelerin düzgün yürütülememesi verilebilir (Peterson, 1994).

#### **2.4.2. Temsil Teorisi**

Vekâlet teorisi, asıllar ve vekillerin çıkarlarının farklı olduğunu ve vekillerin kendi çıkarlarına hizmet edip ben merkezli olduğunu öne sürerken temsil teorisi bu görüşün aksine, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin kaynakların kullanımında güvenilir ve iyi temsilciler olduğunu ve bunun da gözetimi gereksiz kıldığını savunur (Donaldson 1990; Donaldson ve Davis, 1991; Donaldson ve Davis, 1994; Davis vd., 1997). Donaldson ve Davis (1991), bir örgütte rol alanların başarıyı yakalama ihtiyacı, zor işlerin üstesinden gelerek yakaladıkları tatmin ve sorumluluklarını yerine getirme duygusunun onları motive ettiğini ve bunun da meslektaşları ve üstleri tarafından takdir görmelerini sağladığını ileri sürmüştür.

Temsil teorisi, yönetici ve yönetim kurulu üyelerini firmanın temsilcisi olarak görmektedir. Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, temsilci olarak, hissedarların servetini maksimize etmek için çalışmaktadır (Bathula, 2008: 25). Davis vd. (1997), temsilcilerin, kurumsal amaçları

gerçekleştirmekten kendi kişisel isteklerini gerçekleştirmelerine nazaran daha fazla tatmin olmasının nasıl gerçekleştiğini tartışmış, kurumsal başarıların kişisel tatmin sağladığını da ileri sürmüştür. Temsil teorisi, yöneticilere güvene dayalı bağımsızlık verilmesi gerektiğini ve bunun da gözetim maliyetlerini ve yöneticilerin davranışlarını kontrol etme maliyetini minimize edeceğini öne sürmektedir. Yönetici kayda değer bir zaman dilimi içinde bir firmaya hizmet ettiğinde, orada yöneticinin kişisel benliği ile firmanın varlığının birleştiği söylenebilmektedir (Donaldson ve Davis, 1991: 51).

Temsil teorisi, yöneticilerin kararlarının, kabul görme, onaylanma ihtiyacı, başarılı performansın verdiği tatmin, iş etiğine uyum, saygı görmek gibi finansal olmayan güdülerden etkilendiğini savunmuştur. Bu kavramlar örgüt literatüründe birçok yazarın çalışmasına konu olmuştur (Argyris, 1964; Herzberg, 1966; McClelland, 1961; Muth ve Donaldson 1998). Davis vd. (1997), yöneticilerin hizmet verdikleri firmayla özdeşleştiğini ve bunun yöneticilerin firma başarıya da başarısızlıklarını kişiselleştirmelerine yol açtığını öne sürmüştür. Daily vd. (2003), yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin uzman karar verici olarak ünlerini korumaya önem verdiklerini ileri sürmüştür. Sonuç olarak, yöneticiler firmayı, performansı maksimize etmek için yönetirler ve hissedar getirilerini de içeren firma performansı yöneticilerin bireysel performansı hakkındaki algıyı direkt olarak etkiler. Fama (1980), firmanın temsilciliği konusunda etkin olan bir yöneticinin kendi kariyerinde de etkin olmuş olacağını öne sürmüştür. Shleifer ve Vishny (1997), bu görüşü destekler biçimde, yatırımcıya yüksek finansal getiri sağlayan yöneticilerin, firmanın gelecek gereklilikleri için tekrar finansal piyasalara yönelmesini sağlayan iyi bir üne sahip olmalarını sağladığını ortaya koymuştur.

Temsil teorisi perspektifinden, firmanın üstün performansı yönetim kurulunda içsel (icracı) yöneticilerin çoğunlukta olmasıyla ilişkilidir. Çünkü bu içsel yöneticiler firma ile firma çevresini daha iyi anlamaktadırlar ve firma içinde idare ve yönetim konusunda dışsal yöneticilerden daha avantajlıdırlar. Bu sebeple, içsel yöneticiler daha iyi karar veren kişilerdir (Donaldson, 1990; Donaldson ve Davis, 1991). İçsel yönetici ağırlıklı yönetim kurulları bilgi derinliği, cari faaliyet bilgilerine erişim, teknik uzmanlık ve firmaya karşı sorumluluk bakımından tercih edilme sebebidir. Benzer olarak CEO dualitesi kesin ve birleştirilmiş bir liderlik durumu yaratması bakımından daha iyi firma performansını getireceği için tercih edilir (Donaldson ve Davis, 1991; Davis vd., 1997).

Birçok çalışma fazla miktarda ve kaliteli bilgiye sahip icracı yöneticilerin çok iyi kararlar verdiğini ortaya koymuştur (Baysinger ve Hoskisson, 1990; Baysinger vd., 1991). Muth ve Donaldson (1998) vekâlet teorisinin ve temsil teorisinin sonuçlarını karşılaştırılmış ve temsil teorisinin gerçeğe daha yakın modeller kurduğunu destekleyecek kanıtlar bulmuştur. Bhagat ve Black (1999), vekâlet teorisini temsilen daha fazla dışsal (bağımsız) üyeden oluşan yönetim kurullarının bulunduğu firmaların, daha az sayıda dışsal (bağımsız) üyeden oluşan yönetim

kurullarının bulunduğu firmalardan daha kötü performans gösterdiğini ortaya koymuştur. Sonuç olarak, temsil teorisini destekleyen hem kavramsal hem ampirik çalışmalar mevcuttur (Davis vd, 1997; Bhagat ve Black, 1999).

### 2.4.3. Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Kaynak bağımlılığı teorisi, yönetim kurulunun firma için bir kaynak oluşuna teorik çerçeve sağlamıştır (Johnson vd., 1996; Hillman vd., 2000). Penrose (1959), firmaların kontrolünde bulunan eşsiz kaynakların firmaların büyümesi için kritik bir değer taşıdığını vurgulamıştır. Bu kaynaklar, firmanın etkinliğini geliştiren ve kontrolünde olan varlıklar, yetenekler, organizasyonel süreçler ile bilgi birikimi olarak sınıflandırılmaktadır (Barney, 1991; Daft, 2006). Bu bakış açısından firmanın yönetim yapısı ve yönetim kurulu özellikleri firmaya değer katabilecek kaynaklar olarak kabul edilmektedir.

Kaynak bağımlılığı teorisi, firma ve çevre ilişkilerini güç ve bağımlılığı temel olarak incelemiştir. Bağlanmalar, örtüşen yönetim kurulu üyelikleri ve kooptasyon, çevreye bağımlılığa karşı firmaların stratejik olarak verdiği yanıtlardan kabul edilmiştir. (Koç ve Sayılar, 2016: 136). Para, hammadde, malzeme vb. fiziksel girdiler, insan kaynağı veya bilgi bağımlılığa neden olan kaynakları oluşturmaktadır (Pfeffer ve Salancik, 2003: 43).

Firmalar dış çevreye uyum sağlamak için yönetim kurullarına dışarıdan üye atama veya ilişkili oldukları firmalarla ortak yönetim kurulu üyelikleri oluşturma (interlocks) gibi hamleler yapabilmektedir. Bu teori bağlamında çevreye uyum, çevresel şartlara cevap verebilme, bunun için eyleme geçebilmeyi ifade etmektedir (Koç ve Sayılar, 2016: 150).

Önemli bir kaynağa sahip olmak, kaynağa erişim olanağı, kaynağın mevcut kullanımı ya da kullanımın kimin kontrolünde bulunduğu, kaynak bağımlılığı teorisine göre firmalar için kritik konular arasındadır (Pfeffer ve Salancik, 1978). Bu bakımdan, kaynakla ilgili kural koyabilmek veya kaynağın tahsis ve kullanımına ilişkin düzenleme yapabilme gücü de firmalar üzerinde kontrol oluşturabilmektedir (Pfeffer ve Salancik, 1978: 47-49). Bu bağlamda düzenleyici kurullar, örgütler, odalar yerel yönetimler kaynakların kullanım ve tahsisini kontrol eden örnek gruplar olarak sayılmaktadır. Söz konusu bu gruplar, kaynakların kullanımını düzenlemek yoluyla firmalar üzerinde kısıtlar oluşturabilirler. Pfeffer ve Salancik (1978)'e göre, firmalar, federasyonlar, dernekler, birliklerle ilişkiler ve bu ilişkilerin dinamiğini kontrol eden sosyal ve yasal vasıtalarla çevrelerine bağlanmaktadır.

Firmalar büyük müşteri veya tedarikçilerinin yöneticilerini, ilişkilerini koruyup geliştirmek adına kendi yönetim kurullarına davet edebilmektedir. Yeni kurulan bir firma, elde edilen kaynağı devam ettirebilmek için bir yatırımcı sermayedarı yönetim kuruluna davet edebilmektedir. Kamu

ihalelerine sık olarak giren bir firma eski bir meclis üyesi veya üst düzey kamu görevlisini, bağlantı kurmak ve kamusal örgütler nezdinde meşruiyet kazanmak için yönetim kurullarında görevlendirebilmektedir (Davis ve Cobb, 2010).

Kaynak bağımlılığı teorisinin ana savlarından biri, örgütlerin, hayatta kalması için gerekli kaynaklara erişip ele geçirecek ya da ortak olacak girişimlerde bulunmasıdır (Pfeffer ve Salancik, 1978). Buna bağlı olarak yönetim kurulları, firmanın üstün performans göstermesi için gerekli olan dışsal kaynaklara erişimi sağlayan bir bağlantı olarak ele alınmaktadır. Dışsal (bağımsız) yöneticilerin yönetim kuruluna atanması firma başarısı için kritik kaynaklara erişime yardım eder (Johnson vd., 1996: 410).

Yönetim kurulları firmanın faaliyetlerini ve sınırlarını genişleten bir rol oynamaktadır. Örneğin yönetim kurulu üyelerinin kurduğu dış ilişkiler ve bağlantılar hem firma faaliyetlerinin hem de uzun dönemli bakış açısının gelişmesine katkı sağlamaktadır. Dışarıdan bir yönetici atama ve yönetim kurullarının diğer firmaların yönetim kurullarıyla bağlantılı olması çevresel koşulları yönetmekte faydalı olabilmektedir (Bathula, 2008: 28). Pfeffer ve Salancik (1978), yönetim kurulu büyüklüğünün ve bağımsız yöneticilerin geçmişinin firmanın sermaye ihtiyacını karşılamada ve düzenleyici çevreyi etkilemede önemli olduğunu vurgulamıştır.

Pearce ve Zahra (1992), firmanın hayatta kalabilmesi ve etkin finansal performans gösterebilmesi için yönetim kurulu yapısının, firma ve dış çevresi arasındaki kaynak alışverişini kolaylaştırdığını vurgulamıştır. Yüksek çevresel belirsizlik durumunda büyük yönetim kurulları ve bağımsız yöneticilerin varlığı firmaların daha etkin stratejiler geliştirmesini sağlamaktadır.

Yönetim kurulunun kaynak bağımlılığındaki rolü firmanın finansal kaynaklara erişimi bakımından da incelenmiştir. Thompson ve McEwen (1958), yüksek banka borcu olan bir firmanın daha fazla banka fonuna kolay erişimi için yönetim kuruluna banka çalışanlarını atadığını kanıtlamıştır. Benzer şekilde Mizruchi ve Stearns (1988), borç ödeme gücü düşük olan firmaların finansal bir kurum temsilcisini yönetim kurullarına atadığını kanıtlamıştır. Kaplan ve Minton (1994), zayıf finansal performans ve hisse performansından sonra firmaların sık sık finansal tecrübe sahibi üyeleri yönetim kurullarına atadığını ortaya koymuştur.

Hermalin ve Weishbach (1988), eğer firma performansı zayıfsa, bağımlı yöneticilerin, bağımsız yöneticilerin görüş ve kararlarını desteklediklerini ortaya koymuştur. Pearce ve Zahra (1992) ise, firma için işler iyi gitmediğinde bağımsız yöneticilerin firmaya yeni bir bakış açısı getirmesi için atandığını öne sürmüştür. Benzer olarak Muth ve Donaldson (1998), yönetim kurulu üyelerinin dış bağlantılarının firma performansını artırdığını öne sürmüştür.



#### 2.4.4. Paydaş Teorisi

Paydaş teorisi, vekâlet teorisinin genişletilmiş bir hali olarak, yönetim kurulu üyelerinin hissedar çıkarlarıyla birlikte paydaş grupların çıkarlarını da koruduğunu ileri sürer. Bu teori, hissedarların bakış açısının da değiştiğini öne sürerek yönetim kurullarının sosyal, çevresel ve etik bağlamda firmanın ilişkide olduğu birçok farklı çıkar grubunun beklentileriyle ilgilendiğini vurgulamaktadır (Freeman, 1984; Donaldson ve Preston, 1995; Freeman vd., 2004).

Yönetim kurullarının değişen rolü paydaş teorisinin gelişmesine yol açmıştır. Paydaş teorisi, firmalar ve toplumun birbirine bağımlı olduğunu ve bu sebeple firmaların hissedarlarına karşı sorumlu olmasının ötesinde sosyal amaçlar ve sorumluluklar taşıdığını öne sürer (Kiel ve Nicholson, 2003: 31).

Wheeler ve Sillanpaa (1997), paydaşları; yatırımcılar, yöneticiler, çalışanlar, müşteriler, iş ortakları, bölgesel kuruluşlar, sivil toplum, doğal çevre ve gelecek kuşaklar olarak tanımlamıştır. Bu teori, bu çıkar gruplarının firmalarla ve firmaların kararlarıyla ilişki içinde olduğunu ileri sürer. Freeman ve diğerleri (2004), değer yaratmanın, firmanın faaliyetleri ile müşteriler, çalışanlar, yöneticiler ve hissedarların hepsinin devamlı olarak kazançlı çıkması şartıyla gerçekleşeceğini ileri sürmüştür.

Carver ve Oliver (2002), paydaş teorisini finansal olmayan bir bakış açısıyla incelemiş, örneğin hissedarlar “değer” kavramını finansal terimlerle açıklarken, diğer paydaş grupları bu kavramı faydalı bir yeni ürünün üretilmesi gibi tanımlamışlardır. Bunun anlamı yöneticilerin sadece hissedar çıkarlarını düşünerek hareket etmelerinin ötesinde hisse sahibi olmayan paydaş gruplarının da isteklerini dikkate alacak bir yönetim tarzı geliştirmeleri gerektiğidir.

#### 2.4.5. Farklı Teorilerin Birlikte Değerlendirilmesi

Temsil teorisi ve vekâlet teorisi arasındaki ilk fark, kâra ulaşmadaki faaliyetlerin içeriği ile ilgilidir. Vekâlet teorisinde ana odak kârın bir şekilde üretilmesi, temsil teorisinde ana odak şirketin geliştirilmesidir (Larson, 2014). Vekâlet teorisine göre yöneticiler bazen kendilerini firmayla tam olarak özdeşleştiremeyebilirler, problem ve eksiklikler için firmayı suçlayabilirler. Temsil teorisine göre, yöneticiler de dâhil tüm çıkar grupları problemlerin sorumluluğunu üstlenir ve kişisel kazançları için diğer gruplarla birlikte çalışır (Davis vd., 1997).

Güç kaynağı ve kullanımı vekâlet ve temsil teorisi arasındaki bir diğer farktır. Vekâlet teorisine göre güç, hissedar-yönetici ilişkisine dayanır ve yöneticilere hissedarlar tarafından belli kontrol mekanizmalarını ellerinde tutarak bağışlanmıştır. Temsil teorisinde güç, kişisel kalite ile

zamanla kazanılır ve firmadaki bazı formel ilişkilere dayanmaktan ziyade bilgi ve ilişki kurma kalitesine göre güç sahipliği artar (Davis, vd., 1997).

Paydaş teorisi, firmanın hissedarları da dahil olmak üzere firmayla etkileşim içinde olan tüm çıkar gruplarına karşı yönetim kurulunun sorumlu olduğunu öne sürmektedir. Bu söz konusu etkileşim içindeki çıkar grupları çalışanları, tedarikçileri, müşterileri, hükümet ve doğal çevreyi içine almaktadır (Tse, 2011). Bu teorinin işletme ve çevresi üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla birçok çalışma yapılmış ancak teori henüz tam olarak geliştirilememiştir (Emerson vd., 2011). Tüm bunlardan yapılacak çıkarım yöneticilerin hissedar servetinden ziyade tüm çıkar gruplarıyla uzun dönemli ilişkileri göz önüne alacak bir yönetim tarzı benimsemeleri gerektiğidir. Tablo 7’de bu dört teoriye göre yönetim kurullarının temel rolleri gösterilmiştir.

**Tablo 7: Kurumsal Yönetim Teorilerine Göre Yönetim Kurullarının Rolü**

Teori	Yönetim Kurullarının Rolü
Vekâlet Teorisi	Yönetim kurulları, hissedarların mülkiyet haklarını korumak ve gözetim/ denetim fonksiyonlarını yerine getirmek için oluşturulan bir mekanizmadır.
Temsil Teorisi	Yönetim kurulları, firma varlıklarını sorumluluk bilinciyle yönetir ve yöneticileri güçlendirir.
Kaynak Bağımlılığı Teorisi	Güçlü dışsal bağlantıları olan yönetim kurulları, dışsal kaynaklara erişmede kullanılan bir mekanizmadır.
Paydaş Teorisi	Yönetim kurullarının tek amacı, hissedar getirilerinin maksimizasyonu değildir. Tüm paydaşların çıkarları eşit şekilde korunmalıdır.

**Kaynak:** Bathula, 2008: 33

Tablo 7’de özetlendiği üzere vekâlet teorisi hissedar ve yönetici arasındaki çıkar çatışmalarına odaklanırken temsil teorisi yöneticileri firma amaçlarına odaklanmış temsilciler olarak görmektedir. Diğer yandan paydaş teorisi farklı çıkar gruplarıyla firma ilişkisini incelemektedir. Kaynak bağımlılığı teorisi ise yönetim kurullarını firmanın gerekli kaynaklara erişmesi için oluşturulan bir grup olarak görmektedir.

## 2.5. Yönetim Kurulu Yapılarıyla İlgili Türkiye’deki Yeni Düzenlemeler

Firmalar, yönetim kurullarında yer alacak üyelerin her birinin yeteneklerinden faydalanmak istemektedir. Farklı konularda farklı özelliklere ve farklı uzmanlıklara sahip üyelerin bir arada bulunması yönetim kurulunda çeşitlilik olarak adlandırılmakta ve firmaya katma değer sağlanması bakımından önem arz etmektedir. Kişilerin stratejik düşünce kabiliyetine sahip olması, liderlik vasıfları taşıması gibi genel olarak stratejik beceri olarak adlandırılan nitelikleri, firmaların yönetim kurullarında yer alacak üyelerde bulunmasını isteyeceği özellikler içindedir. Bunlara ek olarak firmalar, ürünleri, hizmetleri, iş konuları hakkında bilgi ve deneyim sahibi yönetim kurulu üyeleriyle çalışmak ve bu üyelerden katma değer sağlamak istemektedir (TKYD, 2018).

13 Ocak 2011 tarihinde kabul edilen ve 14 Şubat 2011 tarih ve 27846 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6102 sayılı “Türk Ticaret Kanunu” ile Anonim şirketler için daha önce yürürlükte olan “Türk Ticaret Kanunu”nun öngördüğü, yönetim kurulu üyelerinin şirket hisselerinin bir kısmına sahip olma zorunluluğu kaldırılmış, hissedar olmayan şahısların da yönetim kurulu üyesi seçilmelerine ve görev almalarına olanak sağlanmıştır. Böylece hem az ortak ile faaliyetlerine devam eden anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının daha fazla olabilmesine imkân sağlanmış, hem de uzmanlık sahibi ve profesyonel yönetim kurullarının oluşturulabilmesi hususunda kolaylık sağlanmıştır (TTK Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu).

13 Ocak 2011 tarihinde kabul edilen kanuna göre, yönetim kurulu üyeleri tam ehliyetli olmalıdır. Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin %25’inin yükseköğrenim görmüş olması da zorunludur. Ancak, tek üyeden oluşan yönetim kurullarında yükseköğrenim görmüş olmak zorunlu değildir (TTK, md.359/f.3).

Yönetim kurulu üyeliğine ilişkin getirilen eğitim düzeyine dair düzenleme ile ilgili fıkra gerekçesinde, *“bu suretle yönetim kurulunun nicelik yönünden düzeyi yükseltilmiş ve profesyonel üyelerin seçimine zemin hazırlanarak kurumsal yönetim ilkeleriyle uyum sağlanmıştır”* denilmektedir. Ancak, söz konusu fıkroda yükseköğrenim alanını belirtilmemiştir. Bunun yanı sıra, şirket yönetim kuruluna seçilecek yükseköğrenim görmüş üyenin, hukuk fakültesi, İktisadî ve İdari Bilimler Fakültesi mezunu olmak gibi, mezuniyet alanının şirket ana sözleşmesine konulacak bir hükümle belirlenmesi ve kurala bağlanması mümkün olabilir (Altaş, 2011: 113).

Bağımsız yönetim kurulu üyeliği Sermaye Piyasası özelinde ilk kez 30 Aralık 2011 tarihli ve 28158 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:IV No: 56 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ’de gündeme gelmiştir. Hali hazırda yürürlükte olan 03 Ocak 2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Kurumsal Yönetim Tebliği II-17.1’e göre:

- “İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri içerisinde, görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın yapabilme niteliğine haiz bağımsız üyeler bulunur.
- Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz. Bağımsız üye sayısının hesaplanmasında kusuratlar izleyen tam sayı olarak dikkate alınır. Her durumda, bağımsız üye sayısı ikiden az olamaz.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin görev süresi üç yıla kadar olup, tekrar aday gösterilerek seçilmeleri mümkündür.
- Bağımsızlığı ortadan kaldıran bir durum ortaya çıktığı takdirde, bu durum bağımsız üye tarafından gerekçesi ile birlikte Kamu Aydınlat Platformu (KAP)’nda açıklanmak üzere derhal yönetim kuruluna iletilir. Söz konusu üye eş anlı olarak bu durumu ve gerekçesini Kurul’a da yazılı olarak iletir. Bu durumda bağımsızlığını kaybeden yönetim kurulu üyesi ilke olarak istifa eder. Asgari bağımsız yönetim kurulu üye sayısının yeniden

sağlanmasını teminen, aday gösterme komitesi yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar görev yapmak üzere boşalan üyeliklere bağımsız üye seçimi için değerlendirme yapar ve değerlendirme sonucunu yazılı olarak yönetim kuruluna bildirir. Yönetim kurulu, aday gösterme komitesinin raporu çerçevesinde belirlenen adaylar arasından bağımsız üye seçimini yapar. Yönetim kurulu, bağımsız üyeliğin boşalmasından itibaren 30 gün içerisinde, aday gösterme komitesinin raporu çerçevesinde belirlenen aday listesini Kurul'a gönderir. Kurul liste hakkında varsa olumsuz görüşünü 20 gün içerisinde şirkete bildirir. Kurul'un olumsuz görüş bildirmiş olduğu kişi bağımsız üye olarak belirlenemez. Bu çerçevede yönetim kurulu tarafından seçilen üyeler ilk genel kurula kadar görev yapar.

- 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.
- Denetimden sorumlu komite üyelerinden en az biri denetim/muhasebe ve finans konusunda 5 yıllık tecrübeye sahip olmalıdır.”
- Yine aynı tebliğde açıklandığı üzere bağımsız yönetici üye kriterleri şu şekildedir:
- “Şirket, şirketin yönetim kontrolü ya da önemli derecede etki sahibi olduğu ortaklıklar ile şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran veya şirkette önemli derecede etki sahibi olan ortaklar ve bu ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu tüzel kişiler ile kendisi, eşi ve ikinci dereceye kadar kan ve sıhrî hısımları arasında; son beş yıl içinde önemli görev ve sorumluluklar üstlenecek yönetici pozisyonunda istihdam ilişkisinin bulunmaması, sermaye veya oy haklarının veya imtiyazlı payların %5 inden fazlasına birlikte veya tek başına sahip olunmaması ya da önemli nitelikte ticari ilişkinin kurulmamış olması.
- Son beş yıl içerisinde, başta şirketin denetimi (vergi denetimi, kanuni denetim, iç denetim de dahil), derecelendirilmesi ve danışmanlığı olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin önemli ölçüde hizmet veya ürün satın aldığı veya sattığı şirketlerde, hizmet veya ürün satın alındığı veya satıldığı dönemlerde, ortak (%5 ve üzeri), önemli görev ve sorumluluklar üstlenecek yönetici pozisyonunda çalışan veya yönetim kurulu üyesi olmaması.
- Bağımsız yönetim kurulu üyesi olması sebebiyle üstleneceği görevleri gereği gibi yerine getirecek mesleki eğitim, bilgi ve tecrübeye sahip olması.
- Bağlı oldukları mevzuata uygun olması şartıyla, üniversite öğretim üyeliği hariç, üye olarak seçildikten sonra kamu kurum ve kuruluşlarında tam zamanlı çalışmıyor olması.
- 31/12/1960 tarihli ve 193 sayılı “Gelir Vergisi Kanunu” (GVK)'na göre Türkiye’de yerleşmiş sayılması.
- Şirket faaliyetlerine olumlu katkılarda bulunabilecek, şirket ile pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarında tarafsızlığını koruyabilecek, menfaat sahiplerinin haklarını dikkate

olarak özgürce karar verebilecek güçlü etik standartlara, mesleki itibara ve tecrübeye sahip olması.

- Şirket faaliyetlerinin işleyişini takip edebilecek ve üstlendiği görevlerin gereklerini tam olarak yerine getirebilecek ölçüde şirket işlerine zaman ayırabiliyor olması.
- Şirketin yönetim kurulunda son on yıl içerisinde altı yıldan fazla yönetim kurulu üyeliği yapmamış olması.
- Aynı kişinin, şirketin veya şirketin yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların yönetim kontrolüne sahip olduğu şirketlerin üçten fazlasında ve toplamda borsada işlem gören şirketlerin beşten fazlasında bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak görev almıyor olması.
- Yönetim kurulu üyesi olarak seçilen tüzel kişi adına tescil ve ilan edilmemiş olması”.

Özetle, bağımsız yönetim kurulu üyesi, şirketin yönetim kuruluna şirket ve pay sahipleri dışından atanan üyedir. Diğer üyelerden farklı olarak ne şirketin icrasından bir başka deyişle yönetiminden gelmekte, ne de şirketin hissedarı ya da hissedarlarla bağlantılı olma durumundadır. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri şirkette daha önce yönetici olarak görev yapmamış kişiler içinden seçilmektedir. ABD’de halka açık bir şirkette bir bağımsız yönetim kurulu üyesi yılda ortalama 200 saat harcamakta ve bu yeterli görülmemekte, bu süre 400 saate çıkarılmaya çalışılmaktadır. Bir bağımsız üyenin kaç şirkette çalışabileceği bir diğer tartışma konusudur. Uzmanlar söz konusu görev için çok ciddi zaman ayrılması gerektiği, bu sebeple 4 veya 5 şirketten fazlasına bağımsız üyelik hizmeti verilmemesi gerektiğini öne sürmektedir (Özer, 2012).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. BORSA İSTANBUL'A KAYITLI FİRMALARDA YÖNETİM KURULLARININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN TEST EDİLMESİ

Kurumsal yönetim mekanizması olarak firmaların yönetim kurulları ile performansları arasındaki ilişki, çeşitli teoriler kapsamında sıklıkla ampirik çalışmalara konu edilmiştir. Çalışmanın analitik kısmını oluşturan bu bölümde Borsa İstanbul'a kayıtlı firmaların yönetim kurullarıyla finansal performansları arasındaki ilişki açıklanacaktır. Bu bölüm kapsamında, çalışmanın yöntemi, veri seti, hipotezleri, modelleri, bu modellerde yer alan değişkenler açıklanacak ve bulgular ortaya konulacaktır.

#### 3.1. Ekonometrik Yöntem

Bu çalışmada, yönetim kurullarının firma performansı üzerindeki etkisinin test edilmesi amacıyla panel veri analizi kullanılacaktır. Panel veri analizi, zaman boyutuna ait yatay kesit verilerinin kullanılmasıyla ilişki tahmini yapılacağı zaman başvuru olan bir yöntemdir (Greene, 1993). Panel veri analizi, gruplar arası heterojenlik etkilerinin kontrol edilmesine, bağımsız değişkenler arasındaki bağlantının azaltılmasına ve ekonometrik tahmin edicilerin etkinliğinin yükselmesine imkân sağlamaktadır (Baltagi; 2005, 4-6). Havuzlanmış, sabit etkiler ve rassal etkiler olmak üzere üç temel yaklaşımın söz konusu olduğu k değişkene sahip panel veri modeli genel olarak:

$$y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots \dots \dots \beta_{Kit} X_{kit} + \epsilon_{it}$$

biçiminde gösterilir. Burada  $i=1, \dots, N$  yatay kesit birimlerini ve  $t=1, \dots, T$  zamanı gösterirken  $\epsilon$  hata terimini ifade eder. Buna göre;

$y_{it}$ ;  $i$ 'inci yatay kesit biriminin  $t$  zamanında bağımlı değişken değerini

$X_{kit}$ ;  $i$ 'inci yatay kesit biriminin  $t$  zamanında  $k$ 'ıncı açıklayıcı değişkenin tahmin edilen katsayısını gösterir (Baltagi, 2001).

Panel veri analizinde, zaman kesiti (T) birim sayısından (N) büyük ve yeterince uzun dönemden oluşmakta ise değişkenlere durağanlık testleri uygulanır. Baltagi (2013)'ye göre, en az

10 ila 20 dönemlik veriyi içeren paneller makro panel olarak adlandırılmakta ve söz konusu uzun zaman boyutuna sahip panellerde durağanlık şartının sağlanması zorunlu hale gelmektedir. Kısa zaman boyutuna sahip paneller ise mikro panel olarak kabul edilmekte ve bu serilerde durağanlık şartının sağlanması gerekmemektedir. Bu çalışmada, 7 yıllık zaman boyutuna sahip olduğu için durağanlık varsayımları göz ardı edilmiştir.

Her bir yatay kesit biriminin aynı sayıda zaman serisi gözlemine sahip olması durumunda, bu panel veri türü *dengeli panel* olarak adlandırılmaktadır (Dougherty, 2006: 409). Bu çalışma kapsamında, analiz birimi olarak seçilen firmaların tüm analiz dönemine ait verilerine ulaşıldığı ve eksik verisi olan firmalar analiz dışında tutulduğu için dengeli panel veri üzerinde çalışılmıştır.

### **3.2. Araştırmada Kullanılan Veri Seti**

Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören tüm firmaların yönetim kurulu üye özgeçmişleri ve finansal göstergeleri, firmaların faaliyet raporları Kamu Aydınlatma Platformu, Merkezî Kayıt Kurumu, firma web siteleri ve LinkedIn sitelerinden araştırılmış ve 58 firmanın 2012-2018 yılları arası ilgili tüm verilerine ulaşılmıştır.

Türkiye'de borsada işlem gören şirketlerin yönetim kurullarında bağımsız üye bulundurması zorunluluğu 30.12.2011 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 28158 sayılı "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ" ile getirilmiş olduğundan, çalışma kapsamında 2012 yılı itibariyle elde edilen veriler kullanılmıştır.

Analiz birimlerini oluşturan firmalar, 2018 yılı aktif büyüklüklerine göre sınıflandırılmıştır. Bu bağlamda, medyan değerinin üzerinde yer alan 29 firma büyük firmalar kategorisini, medyan değerinin altında yer alan 29 firma küçük firmalar kategorisini oluşturmaktadır. Analiz birimlerini oluşturan firmaların yer aldığı sektörler ilgili firma sayıları ile birlikte Tablo 8'de gösterilmiştir

**Tablo 8: Analiz Kapsamında Yer Alan Sektörler ve Firma Sayıları**

Firmanın Yer Aldığı Sektör	Firma Sayısı
Kimya İlaç Petrol Lastik ve Plastik Ürünler İmalatı	9
Metal Eşya Makine Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları	9
Bilişim	7
Taş ve Toprağa Dayalı İmalat	6
Gıda İçecek ve Tütün İmalatı	3
Elektrik Gaz ve Buhar	3
Ana Metal Sanayi	3
Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri İmalatı	3
Perakende Ticaret	3
Lokantalar ve Oteller	3
Ulaştırma ve Depolama	2
Savunma	1
Toptan Ticaret	1
İnşaat ve Bayındırlık İşleri	1
Büro Yönetimi, Büro Desteği ve Diğer Şirket Destek Faaliyetleri	1
Basım ve Yayın	1
İnsan Sağlığı ve Sosyal Hizmetler	1
Tarım Ve Hayvancılık Avcılık ve İlgili Hizmet Faaliyetleri	1

Banka, sigorta, finansal kiralama ve faktöring, yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, holdingler ve spor firmaları çalışmanın kapsamı dışında tutulmuştur. Analiz kapsamında yer alan büyük firmalar Ek 1’de, küçük firmalar Ek 2’de gösterilmiştir. Söz konusu kapsam dışı firmalar hariç payları borsada işlem gören firmaların sayıları ve çalışma örnekleminin ana kütle içindeki payı Tablo 9’da gösterilmiştir.

**Tablo 9: Çalışma Örnekleminin Ana Kütle İçindeki Payının Yıllara Göre Gösterimi**

Yıllar	Firma Sayısı	Örneklemin Ana Kütle İçindeki Payı (%)
2012	277	20,93
2013	285	20,35
2014	293	19,79
2015	290	20,00
2016	273	21,24
2017	274	21,16
2018	270	21,48

### 3.3 Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Hesaplanışı

Firmaların yönetim kurulları ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi açıklamak üzere gerçekleştirilmiş çeşitli çalışmalarda bağımlı değişken olarak kullanılan finansal performans göstergeleri Tablo 10’da verilmiştir. Tablo 10’a göre, literatürde yer alan araştırmalarda, firmaların



finansal performans göstergesi olarak hem piyasa değeri temelli göstergelerin hem de defter temelli göstergelerin kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmada, finansal performans göstergesi olarak (bağımlı değişken) firmaların aktif kârlılık oranları kullanılacaktır. Finansal performans ölçüsü olarak aktif kârlılık oranlarının seçilme sebebi, firma performanslarına ilişkin gerçekleştirilen akademik çalışmalarda sıklıkla bu oranların kullanılmasıdır (Topak, 2011: 122).

**Tablo 10: Yapılan Çalışmalarda Firmaların Finansal Performans Göstergesi Olarak Kullanılan Bağımlı Değişkenler**

Çalışmanın Yazar ve Yılı	Çalışma Adı	Bağımlı Değişken / Değişkenler
<b>Bhagat ve Black, (2001)</b>	The Non Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance	Tobin Q, Aktif Kârlılık Oranı, Aktif Devir Hızı, Hisse Getirisi
<b>Loderer ve Peyer, (2002)</b>	Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices	Tobin Q, Aktif Kârlılık Oranı
<b>Ferris vd., (2003)</b>	Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments	Piyasa Değeri / Defter Değeri
<b>Yıldırım, (2007)</b>	Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri	Aktif Kârlılık Oranı, Öz sermaye Kârlılık Oranı, Piyasa Değeri, Tobin Q
<b>Bathula, (2008)</b>	Board Characteristics and Firm Performance: Evidence From New Zeland	Aktif Kârlılık Oranı
<b>Carter vd., (2008)</b>	The Diversity of Corporate Board Committes and Financial Performance	Tobin Q
<b>Uwuijge, (2011)</b>	Corporate Governance and Financial Performance of Banks: A Study of Listed Banks in Nigeria	Aktif Kârlılık Oranı, Öz sermaye Kârlılık Oranı,
<b>Akıncı, (2011)</b>	Aile İşletmelerinde Yönetim Kurullarının Yapısal Özelliklerinin Firma Performansına Etkisi	Aktif Kârlılık Oranı, Satış Kârlılığı, Öz sermaye Kârlılık Oranı, Tobin Q
<b>Alali vd., (2012)</b>	The Effect Of Corporate Governance On Firm’s Credit Ratings: Further Evidence Using Governance Score in the United States	Standard & Poor’s Kredi Notu
<b>Latif vd., (2013)</b>	Multiple Directorship, Board Characteristics and Firm Performance in Malaysia	Piyasa Değeri / Defter Değeri
<b>“Kılıç, (2014)”</b>	Yönetim Kurulu Yapısının İşletme Performansına Etkisi: Türkiye’de Bir Uygulama	Aktif Kârlılık Oranı
<b>Karaoğlu, (2016)</b>	Vekâlet Kuramı Perspektifinden Yönetim Kurulu Kompozisyonunun Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BİST İmalat Sektörü Örneği	Tobin Q, Aktif Kârlılık Oranı
<b>Huo, (2016)</b>	Corporate Board Diversity: An Emprical Study of Its Effects on Firm Financial Performance	Tobin Q, Aktif Kârlılık Oranı
<b>Alm ve Winberg (2016)</b>	How Does Gender Diversitiy on Corporate Boards Affect the Firm Financial Performance	Tobin Q, Aktif Kârlılık Oranı

Çalışmanın bağımsız değişkenlerini firmaların birden çok firmanın yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyeler, iş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan üyeler, genel iş yönetimi uzmanı üyeler, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlık sahibi üyeler, finansal tecrübe sahibi üyeler ve akademisyen üyeler oluşturmaktadır.

Bu değişkenlere ek olarak, kurulan modellerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü ve güvenilirlik düzeyini artırmak amacıyla kontrol değişkeni kullanılmıştır. Literatürde, firmaların borçlanma seviyesinin, aktif kârlılığı üzerinde önemli ölçüde etkili olduğunu kanıtlayan çalışmalar mevcuttur (Taysı, 2020; Albayrak ve Akbulut, 2008; Kılıç ve Güler, 2019; Kwadwo vd., 2017; Dashi, 2018; Zeitun ve Tian, 2007). Tablo 11’de değişkenlerin isimleri, analizde yer alan kısaltmaları ve nasıl elde edildikleriyle ilgili açıklamalar yer almaktadır:

**Tablo 11: Analizde Yer Alan Değişkenlerin İsimleri, Kısaltmaları ve Hesaplanışı**

Değişkenler	Değişkenin Analizde Yer Alan Kısaltması	Açıklamalar
Aktif Kârlılık Oranı (Bağımlı)	AKO	İlgili yılın net kârı / toplam aktifler
Birden Çok Firmada Yönetim Kurulu Üyeliği Bulunan Bağımsız Yönetim Kurulu Üye Oranı (Bağımsız)	ÇOKLU	İlgili yılda firmanın yönetim kurulunda birden çok firmada yönetim kurulu üyeliği bulunan bağımsız üye sayısı / toplam yönetim kurulu üye sayısı
İş Hayatıyla İlgili Dernek ve Oda Gibi Tüzel Kişiliklere Üyeliği Bulunan Yönetim Kurulu Üye Oranı (Bağımsız)	TÜZEL	İlgili yılda firmanın yönetim kurulunda iş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan yönetim kurulu üye sayısı / toplam yönetim kurulu üye sayısı
Genel İş Yönetimi Uzmanlığı Bulunan Yönetim Kurulu Üye Oranı (Bağımsız)	GİU	İlgili yılda firmanın yönetim kurulunda iktisadi ve idari bilimler alanında lisansüstü diploma sahibi üye sayısı / toplam yönetim kurulu üye sayısı
Sektörel Uzmanlığı Bulunan Yönetim Kurulu Üye Oranı (Bağımsız)	SEKUZM	İlgili yılda firmanın yönetim kurulunda firmanın yer aldığı sektörle ilgili lisansüstü diploma sahibi üye sayısı / toplam yönetim kurulu üye sayısı
Finansal Tecrübesi Bulunan Yönetim Kurulu Üye Oranı (Bağımsız)	FİNTEC	İlgili yılda firmanın yönetim kurulunda daha önce bir finansal kurumda çalışmış ya da hâlâ çalışmakta olan üye sayısı / toplam yönetim kurulu üye sayısı
Akademisyen Yönetim Kurulu Üye Oranı (Bağımsız)	AKDMSYN	İlgili yılda firmanın yönetim kurulunda bulunan akademisyen üye sayısı / toplam yönetim kurulu üye sayısı
Toplam Borç Oranı (Kontrol)	TBORÇ	İlgili yılda firmanın toplam borcu / toplam aktifleri

### 3.4. Araştırma Hipotezleri

Bu kısımda, literatür tartışılacak ve araştırma kapsamında oluşturulan hipotezler yer alacaktır.

#### 3.4.1. Birden Çok Firmada Yönetim Kurulu Üyeliği Bulunan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri

Pfeffer ve Salancik (1978)’e göre, firmalar çevresel güçler tarafından kuşatılmış olup, bu kuşatmaya stratejik karşılıklar vermektedirler. Firmalar, dış çevreye uyum sağlamak için yönetim kurullarına dışarıdan üye atama (kooptasyon) veya ilişkili oldukları firmalarla ortak yönetim kurulu üyelikleri oluşturma (interlocks) gibi hamleler yapabilmektedir. Kaynak bağımlılığı teorisi bağlamında bu durum çevreye uyum, çevresel şartlara cevap verebilme ve bunun için eyleme geçebilmeyi ifade etmektedir (Koç ve Sayılar, 2016: 150).

Firmalar, birbirlerinin yönetim kurullarına üye görevlendirerek iletişim, etkileme ve bilgi sağlamayı amaçlamaktadırlar. Bu durum, kaynak kısıtlarını azaltmaya yönelik stratejilerden biri olarak kabul edilmektedir (Koç ve Sayılar, 2016: 161). Pfeffer (1972), yönetim kurulu kompozisyonu ve büyüklüğünün kaynak bağımlılığından etkilendiğini ifade etmiştir. Nienhüser (2008), yönetim kurullarını birbirine bağlamanın belirsizliği azaltmak amacıyla uygulanan bir strateji olduğunu öne sürmektedir. Galaskiewicz vd. (1985) ise, firmaların, iyi kurumsal ilişkilere sahip ünlü firma yöneticilerini ve itibar sahibi kişileri yönetim kurullarına üye olarak atamaya çalıştıklarını ifade etmiştir.

Pfeffer ve Salancik (2003), ortak yönetim kurulu üyeliklerinin, zayıf firmalar bakımından yaşamlarını sürdürmek, sektörlerinde etkin olabilmek ve enformasyon sahibi olabilmek için önemli olduğunu vurgulamıştır. Bu yöntem, aynı zamanda kritik kaynakları elinde tutan güçlü firmalar için üstünlük yaratan bir yöntemdir. Benzer şekilde Aldrich (1979), firmaların bu türden bağılıkları farklı yerlerden enformasyon sağlamak amacıyla kurabileceklerini belirtmiştir.

Haunschild ve Beckman (1998), örtüşen yönetim kurulu üyelikleri aracılığıyla firmaların elde ettiği bilgilerle, bağlandıkları firmalarca daha önce denenip başarılı olunan konuları kopyalayabileceklerini ifade etmiştir. Pfeffer ve Salancik (2003), firmaların yönetim kurullarına belli dışsal temsilciler atamasının çevrenin yönetilmesi amacıyla ilişkili olduğunu ve firmalar arası etkileşimi kolaylaştırdığını öne sürmüştür. Bu şekilde bağlanan firmalar, karar alma süreçlerinde birbirini kollayıp olası zararlardan birbirilerini koruyabilecektir.

Galaskiewicz vd (1985)'ne göre, farklı firmaların yönetim kurullarında üye olan yöneticilerin, ilgili sektörlerde potansiyel fırsat, tehdit, sorun ve çözümlerle ilgili bilgi sahibi olduklarını ifade etmiştir. Tüm bunların yanında, bir yönetici, bireysel olarak iyi üne, deneyime, görüş kabiliyetine ve değerli iş bağlantılarına sahip olabilmektedir. Bu durum, şirket değeri üzerinde olumlu etki yaratmaktadır (Loderer ve Peyer, 2002: 178).

Dooley (1969), firma büyüklüğü, firmaların finansal bağlantıları, rakiplerle olan ilişkileri ve ekonomik çıkarların yönetim kurulu bağlanmalarına neden olabileceğini öne sürmüştür. Galaskiewicz vd (1985) ise, firmanın faaliyette bulunduğu sektörün özellikle satış ve satın alma bakımından diğer bir sektöre yüksek derecede bağlı olması durumunda yönetim kurullarında örtüşme olabileceğini belirtmiştir.

Kooptasyon, bağımlılıkların yönetiminde riskli bir strateji olarak da görülebilmektedir. Casciaro ve Piskokorski'ye göre (2005), kooptasyon durumunda en güçlü olan taraf diğer örgütün yönetim kurulunda bir sandalyeye sahip olurken, bu kendisine bağımlı olan örgütün ihtiyaç duyduğu kaynağı yine kendi elinde tutmaktadır. Bu durum kaynağı elinde tutan örgütün, diğer

örgütün varlığına ilgi duymaması halinde bağımlı durumda olan örgütün faaliyetleri sonlandırmaya gidebilecek krizlere yol açabilir (Nienhüser, 2008).

Birbirleriyle kesişen yönetim kurulu üyeliği birçok olumsuzluğun sebebi de olabilmektedir. Rakip firmalar bünyesindeki yönetim kurulu üyeleri için sadakatsizlik sebebi oluşturabilmekte, firmalar birbirlerinin iş planlarını öğrenebilmektedir. Ayrıca firmalar arasında üretim kotası, fiyat anlaşmaları gibi gizli anlaşmaları da teşvik edebilir (Loderer ve Peyer, 2002: 166).

Birden çok firmaya hizmet veren bir yönetim kurulu üyesi, benzer yatırım projeleri ile ilgileniyor ve benzer şirketlere hizmet veriyor ise bu durum, üye çıkar çatışmasına sebep olabilmektedir. Söz konusu üyelerin, her bir şirket için ayırdığı vakit azalabilir ve buna bağılı olarak firma değeri düşürülebilir (Loderer ve Peyer, 2002: 168).

Fama ve Jensen (1983), bir yöneticinin birden çok yönetim kurulunda üyeliğinin bulunmasının yönetsel bir yetenek olduğunu ileri sürmüştür. Bir diğer görüş ise bunun hizmet verilen tüm firmalar için olumsuz etki yaratacağıdır (Loderer ve Peyer, 2002; Fich ve Shivdasani, 2006). Literatürde bu görüşler tartışılırken Avustralya Sermaye Piyasasına kote olmuş bazı firmaların, yönetim kurullarında yer alan üyelerin yönetim kurulu üyesi olarak çalışabileceği firma sayısına sınır getirmesi tartışmayı alevlendirmiştir. Beasley (1996), finansal tablo hilelerinin bir yönetim kurulunda, birden çok yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı artıka düşüş gösterdiğini ileri sürmüştür. Bunun yanı sıra Ferris vd. (2003), çalışmalarında finansal hilelerin söz konusu bağımsız yöneticilerle ilişkili olmadığını ortaya koymuştur.

Clements vd (2015), çalışmalarında kurumsal yönetim etkinliği bakımından birden çok yönetim kuruluna hizmet veren yönetim kurulu üyelerinin firmaları pozitif yönde etkileyeceğini öne süren deneyim hipotezi ve negatif yönde etkileyeceğini öne süren meşguliyet hipotezini test etmiştir. Meşguliyet hipotezi, bir kişinin birden fazla yönetim kurulunda yer almasının kişi üstüne fazla yükümlülük yükleyeceğini ya da kafasını karıştıracağını öne sürerek şirketlerin kurumsal etkinliğini düşüreceğini savunmaktadır. Çoklu yönetim kurulu üyeliği, üyelerin dikkat kapasitesini azaltacak ve zaman sınırlamasıyla birlikte söz konusu üyelerin tavsiye verme kabiliyetleri de bu durumdan etkilenecektir. Yönetim kurulu tartışmaları ve stratejik kararlar konusunda çoklu yönetim kurulu üyeliği ters etki yaratacaktır. Deneyim hipotezi ise bir kişinin birden fazla yönetim kurulunda yer almasının kendisine faydalı tecrübeler sağlayacağını ve bunun da hizmet ettiği şirketlerin kurumsal etkinliğini artıracığını savunmaktadır. Ayrıca deneyim hipotezine göre birden fazla firmada yönetim kurulu üyeliği yapmak bir yöneticinin kalitesini göstermektedir.

Literatürdeki bu çalışmalara ek olarak bir önceki bölümde ifade edildiği üzere, bağımsız üyeler ve söz konusu üyelerin aynı zamanda başka firmalara yönetim kurulu üyeliği hizmeti vermesi vekâlet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi kapsamında tartışılmaktadır. Bu açıklamalar ve

literatürdeki tartışmalardan yola çıkılarak oluşturulan araştırmanın birinci ve ikinci hipotezleri şu şekilde ifade edilmiştir.

H<sub>1</sub>: Büyük firmaların birden fazla yönetim kuruluna hizmet eden bağımsız yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında bir ilişki vardır.

H<sub>2</sub>: Küçük firmaların birden fazla yönetim kuruluna hizmet eden bağımsız yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında bir ilişki vardır.

### **3.4.2. İş Hayatıyla İlgili Dernek ve Oda Gibi Tüzel Kişiliklere Üyeliği Bulunan Yönetim Kurulu Üyeleri**

Firmalar, faaliyetlerini ilgilendiren kanun ve düzenleme yapım süreçlerini etkilemek için birçok strateji uygulamaktadırlar. Firmalar, bilgiye erişim, kararları etkileme ve belirsizliği azaltmak için hükümetler ve sektörleriyle ilgili kuruluşlarla başarılı bağlantılar kurmak istemektedirler. Firma bünyesinde bu bağlantılara sahip bir kişiyi istihdam etmek de bu stratejiyi uygulamanın bir yoludur (Hillman vd., 1999: 67).

Birleşme ve ele geçirme, yıkıcı fiyatlandırmanın önüne geçilmesi gibi konuları içeren antitröst düzenlemeler; lisanslama, ruhsat, belge, fiyat seviyeleri gibi ekonomi veya sektöre ait düzenlemeler ile çevre kanunları, işgücüyle ilgili ve iş güvenliği ile ilgili sosyal düzenlemeler firmaların gelir-gider dengelerinde önemli yer tutmaktadır (Walters, 1993). Devlet veya kamu kuruluşlarının gözetiminde olmayan, tamamen serbest şekilde faaliyette bulunan bir ekonomik alan da neredeyse bulunmamaktadır (Carroll ve Hall, 1987).

Firmalar üzerindeki söz konusu bu etkiler, firmaları hükümet politikaları ve kamu otoritesinin düzenlemeleri konusunda bilgi sahibi olmaya teşvik etmektedir. İş dünyası, kamu düzenlemelerinin bir katılımcısıdır. Totaliter olmayan sistemlerde kamu politikalarını inşa süreci menfaatlerin bütünleştirilmesine dayanır ki bu durum firmalara tıpkı diğer çıkar grupları gibi kamu politikalarını şekillendirme konusunda fırsat yaratır. Bu sürece etkin bir şekilde katılmayı becerebilen ve etki gücü yüksek işletmeler kendileri için belirsizliği azaltarak hayatta kalma ve başarı şanslarını artırmaktadırlar (Hillman vd., 1999: 67-68).

Firma yöneticilerinin kamusal bir kimliği, resmî bir görevi var ise firmalar bu durumdan yarar sağlayabilirler. Bu kişiler vekil, bakan veya söz konusu kişilerin danışmanı statüsünde olabilirler. Bu taktikle firmalar, bilgiye erişme ve politik sürece katılma avantajına sahip olabilirler. Teoride bu durumların kooptasyon ve bağlantılı yönetim kurullarına benzetilmesi mümkündür (Hillman vd, 1999: 70).

Selznick (1965)'e göre, kooptasyon bir firmanın, kaynakları kontrol eden ya da kaynakların üzerinde etkisi olan bir dış organizasyon ya da organizasyonlarla bağ kurmasıdır. Devlet ve düzenleyici kurumlarla bağlantı da kooptasyon sayılmaktadır. Firmalar, hâlihazırda politika yapıcı konumunda olan veya daha önce hükümette, mecliste veya üst düzey devlet görevinde bulunmuş deneyimli kişileri istihdam ederek kooptasyondan yararlanabilir ve böylece firmaları lehinde düzenlemeleri destekleyebilirler (Pfeffer, 1972).

Kurumlar arası bağlantının bir türü olan kişisel hizmet, bir firmada karar verici pozisyonundaki bir kişinin diğer bir firmada, kurumda ya da organizasyonda karar verici pozisyonunda bulunması yoluyla gerçekleştirilebilmektedir. İki yapı, bu kişi aracılığıyla bağlantılı hale gelmiş olmaktadır (Hillman vd, 1999: 71).

Hilman vd. (1999)'nin yaptığı çalışmada, Amerika'da firma yöneticileri veya yönetim kurulu üyelerinin senatoya veya meclise seçilmelerinin firmaların değerini artırdığı ortaya konulmuştur. Çalışma kapsamında, Frank Lautenberg'in ADP firmasının CEO ve yönetim kurulu başkanı olduğu ve firmada 30 yıllık geçmişi bulunduğu belirtilerek Lautenberg, 1982 yılında Amerikan senatosuna seçildikten sonra çalıştığı firma ve sektörle ilgili incelemeler gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda, Lautenberg'in seçim sürecinde bilgi işlem sektöründe sağlanan 649 milyon dolarlık gelirin 58 milyon dolarını ADP'nin elde ettiği ve söz konusu firmanın 28 dolar olan hisse fiyatının 33.5 dolara yükseldiği ortaya konulmuştur. Lipton ve Herzberg (2006) de, çalışmalarında yönetim kurulu üyelerinin iş hayatıyla ilgili bağlantılarının önemli bir itibar sinyali olduğunu vurgulamıştır.

Literatürde yer alan bu çalışmaların yanında bir önceki bölümde açıklandığı üzere, yönetim kurulu üyelerinin iş hayatıyla bağlantılı örgütlere üyeliğinin firmalar üzerindeki etkisi kaynak bağımlılığı teorisi çerçevesinde değerlendirilmektedir. Bu açıklamalar ve literatürdeki tartışmalar ışığında oluşturulan araştırmanın üçüncü ve dördüncü hipotezleri şu şekilde ifade edilmiştir.

H<sub>3</sub>: Büyük firmaların iş hayatı ile ilgili dernek ve oda gibi tüzel bir kişiliğe üyeliği bulunan yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

H<sub>4</sub>: Küçük firmaların iş hayatı ile ilgili dernek ve oda gibi tüzel bir kişiliğe üyeliği bulunan yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

### **3.4.3. Sektörel Uzmanlığı ve Genel İş Yönetimi Uzmanlığı Bulunan Yönetim Kurulu Üyeleri**

Yabancı literatürde yer alan bazı çalışmalarda, büyük ve küçük firmaların yönetim kurulu üyelerinin birbirinden farklı birtakım özellikler taşıması gerektiği tartışılmaktadır. Linck vd. (2008) ile Coles vd. (2008) çalışmalarında, büyük firmaların karmaşık faaliyet yapılarına sahip olduğunu,

faaliyetlerinin geniş coğrafyalara yayıldığını; küçük firmaların ise ürün veya hizmet yelpazelerini genişletmek, geliştirmek ve farklılaştırmaya öncelik verdiğini vurgulamış, büyük firmaların yönetim kurullarında strateji geliştirme, gözetim ve tavsiye becerileri yüksek olan genel iş yönetimi uzmanı üyelerin, küçük firmaların yönetim kurullarında ise sektörel uzmanlık sahibi üyelerin bulunması gerektiğini öne sürmüştür. Literatürde ileri sürülen bu görüşleri test etmek amacıyla oluşturulan araştırmanın beşinci ve altıncı hipotezleri şu şekilde ifade edilmiştir.

H<sub>5</sub>: Büyük firmaların genel iş yönetimi uzmanlığı bulunan yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

H<sub>6</sub>: Küçük firmaların firmanın faaliyette bulunduğu alanda sektörel uzmanlık sahibi yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

#### **3.4.4. Finansal Tecrübe Sahibi Yönetim Kurulu Üyeleri**

Fama ve Jensen (1983), yönetim kurulunu bir firmadaki en üst düzey karar vericilerin bulunduğu bir yapı olarak tanımlamıştır. Bunun sonucu olarak yönetim kurulu üyeleri içinde, firmanın faaliyette bulunduğu sektör ve genel olarak iş yönetimi ile ilgili donanımlı ve tecrübeli üyelerin yanında finansal tecrübeye sahip üyelerin bulunması istenmektedir. Bu konuda hem teoride hem de pratikte finansal uzmanlık üzerine yoğunlaşmıştır. Amerika’da muhasebe skandallarının önüne geçilmesi amaçlanarak 2002 yılında çıkarılan “Sarbanes Oxley Kanunu” ile borsaya kote olmuş firmaların finansal raporlama sürecini kontrol etmesi ve yüksek kalite finansal raporlamayı garanti etmek için yönetim kurullarına bağlı denetim komitesinde finansal uzman bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Böylece yönetim kurulunun hissedarları koruma yeteneği ve dolayısıyla hissedar değeri de artacaktır (Defond vd., 2005: 154). Yönetim kurullarında finansal uzmanlığa sahip olan üyelerin, kazanç manipülasyonlarını azaltma (Xie vd., 2003; Bedard vd., 2004) veya kaliteli denetim hizmeti verme (Carcello vd., 2002) gibi hissedarların yararına olan konularla ilişkili olduğunu kanıtlayan çalışmalar bulunmaktadır.

Finansal tecrübe sahipliği, Fama ve Jensen (1983)’in vekâlet teorisi kapsamında ele alınmasının yanında bir önceki bölümde ifade edildiği üzere finansal kaynaklara erişim bakımından kaynak bağımlılığı teorisi çerçevesinde de değerlendirilmektedir. Bu açıklamalar ve literatürdeki tartışmalardan yola çıkılarak oluşturulan araştırmanın yedinci ve sekizinci hipotezleri şu şekilde ifade edilmiştir.

H<sub>7</sub>: Büyük firmaların finansal tecrübe sahibi yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

H<sub>8</sub>: Küçük firmaların finansal tecrübe sahibi yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.

### 3.4.5. Akademisyen Yönetim Kurulu Üyeleri

Akademisyen yönetim kurulu üyelerinin diğer yöneticilerle karşılaştırıldığında eşsiz birtakım özelliklere sahip olduğu görülmektedir. İlk olarak akademisyen üyeler daha fazla üne sahiptir. Karar ve yargılarını bağımsız düşünce süzgecinden geçirerek oluşturabilme eğitimi almışlardır. Böylece gerekli olduğunda diğer yöneticilerden daha az etkilenmektedirler. Öte yandan öğretim üyeleri, hukuk, teknoloji, işletme gibi kendilerine ait alanlarda uzmanlaşmışlardır (Jiang ve Murphy, 2007).

Akademisyen üyeler problemlere diğer üyelerin yaklaştığı şekilden daha farklı yaklaşmaktadır. Bu durum yönetim kuruluna farklı bakış açıları kazandıracak görüşlerde çeşitlilik sağlamaktadır (Audretsch ve Lehmann, 2006). Forbes ve Milliken (1999), akademisyen üyelerin varlığının yönetim kurulunun bilgi ve yetenek seviyelerini geliştirdiğini öne sürmüştür.

Birçok nedene bağlı olarak akademisyenler, yönetim kurulu ve firma performansının etkinliğinin gelişmesine yardımcı olamayabilirler. Akademisyenler firma performansı için gerçekten neyin önemli olduğunu dikkate almak yerine daha çok akademik konulara odaklanabilmektedirler. Bunun yanı sıra akademisyenlerin teorik bilgileri ile uygulamada karşılaşılan gerçeklikler her zaman için birebir örtüşmemektedir. Ayrıca üniversitelerde idari pozisyonları bulunan akademisyenler, yönetim kurullarında buldukları firmaların faaliyetlerine akademik faaliyetleri kadar ilgi göstermeyeceğinden, iş hayatında karar alma konusunda sınırlı yeteneğe sahip olabilirler. (Francis vd., 2015: 548).

Akademisyen yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurullarının farklı bakış açılarına sahip uzmanlaşmış kişilerden oluşması gerektiğini savunan vekâlet teorisi kapsamında ele alınmaktadır. Literatürde yer alan tartışmalar ışığında oluşturulan araştırmanın dokuzuncu ve onuncu hipotezleri şu şekilde ifade edilmiştir.

H<sub>9</sub>: Büyük firmaların akademisyen yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında bir ilişki vardır.

H<sub>10</sub>: Küçük firmaların akademisyen yönetim kurulu üye oranıyla aktif kârlılık oranları arasında bir ilişki vardır.

### 3.5. Araştırma Modeli

Çalışmada, yönetim kurulu yapıları ile firmaların finansal performansları arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla büyük firmalar ve küçük firmalar için iki farklı model kurulmuştur. Araştırma hipotezleri kısmında açıklandığı üzere, büyük firmaların genel iş uzmanı yönetim kurulu



üyelerinden küçük firmaların ise sektörel uzmanlığı bulunan yönetim kurulu üyelerinden fayda sağlayacağı hipotezlerinin de test edilmesi hedeflendiği için çalışmada söz konusu iki model kurulmuştur. Modellerden ilki büyük firmaların yönetim kurulu yapıları ile aktif kârlılıkları arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla aşağıda ifade edilen şekilde oluşturulmuştur.

$$AKO_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ÇOKLU}_{it} + \beta_2 \text{TÜZEL}_{it} + \beta_3 \text{GİU}_{it} + \beta_4 \text{FİNTEC}_{it} + \beta_5 \text{AKDMSYN}_{it} + \beta_6 \text{TBORÇ}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Araştırma modellerinden ikincisi küçük firmaların yönetim kurulu yapıları ile aktif kârlılıkları arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla aşağıda ifade edilen şekilde oluşturulmuştur.

$$AKO_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{ÇOKLU}_{it} + \beta_2 \text{TÜZEL}_{it} + \beta_3 \text{SEKUZM}_{it} + \beta_4 \text{FİNTEC}_{it} + \beta_5 \text{AKDMSYN}_{it} + \beta_6 \text{TBORÇ}_{it} + \varepsilon_{it}$$

### **3.6. Analiz ve Bulgular**

Bu kısımda, yönetim kurullarıyla firma performansı arasındaki ilişkinin açıklanması amacıyla oluşturulan büyük firmalar aktif kârlılığı modeli ve küçük firmalar aktif kârlılığı modellerinin tahminleri gerçekleştirilecektir.

#### **3.6.1. Tanımlayıcı İstatistikler**

Tanımlayıcı istatistikler modellerde kullanılan değişkenlerin en küçük, en büyük, ortalama ve standart sapma değerleri ile ifade edilebilmektedir. Bu bağlamda, önce büyük firmalara ait değişkenlerin daha sonra küçük firmalara ait değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerine yer verilmiştir.

##### **3.6.1.1. Büyük Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri**

Büyük firmaların değişkenlerine ilişkin en küçük değerler, en büyük değerler, ortalama değerler ve standart sapma değerleri Tablo 12’de gösterilmiştir. Aktif kârlılık oranının ortalaması %6’dır. Tablo 12’de görüldüğü üzere bazı firmaların yönetim kurullarında birden çok firmanın yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye, iş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan üye, genel iş yönetimi uzmanı üye, finansal tecrübe sahibi üye ve akademisyen üye bulunmamaktadır. Büyük firmalarda ortalama olarak, birden çok firmaya hizmet veren bağımsız yönetim kurulu üyesi %11, iş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan yönetim kurulu üyesi %15, genel iş yönetimi uzmanı yönetim kurulu üyesi %29, finansal tecrübeye sahip yönetim kurulu üyesi %18, akademisyen yönetim kurulu üyesi %9 ve toplam borç oranı

%58'dir. Ayrıca değişkenlere ait standart sapma değerlerinin de 0 değerine yakın olması değişkenlerin ortalamaya yakın seyrettiğini göstermektedir.

**Tablo 12: Büyük Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri**

Değişkenler	En Küçük	En Büyük	Ortalama	Standart Sapma
AKO	-0,11	0,40	0,06	0,07
ÇOKLU	0,00	0,40	0,11	0,11
TÜZEL	0,00	0,57	0,15	0,13
GIU	0,00	0,70	0,29	0,10
FİNTEC	0,00	0,66	0,18	0,16
AKDMSYN	0,00	0,56	0,09	0,11
TBORÇ	0,18	0,97	0,58	0,18

### 3.6.1.2. Küçük Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri

Küçük firmaların değişkenlerine ilişkin en küçük değerler, en büyük değerler, ortalama değerler ve standart sapma değerleri Tablo 13'te gösterilmiştir. Aktif kârlılık oranının ortalaması %4'tür. Tablo 13'te görüldüğü üzere bazı küçük firmaların yönetim kurullarında birden çok firmanın yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye, iş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan üye, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlığı olan üye, finansal tecrübe sahibi üye ve akademisyen üye bulunmamaktadır. Küçük firmalarda, ortalama olarak birden çok firmaya hizmet veren bağımsız yönetim kurulu üyesi %11, iş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan yönetim kurulu üyesi %10, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlığı olan yönetim kurulu üyesi %4, finansal tecrübeye sahip yönetim kurulu üyesi %13, akademisyen yönetim kurulu üyesi %5 ve toplam borç oranı %50'dir. Bunun yanı sıra, değişkenlere ait standart sapma değerlerinin de 0 değerine yakın seyretmesi değişkenlerin ortalamaya yakın seyrettiğini göstermektedir.

**Tablo 13: Küçük Firmaların Tanımlayıcı İstatistikleri**

Değişkenler	En Küçük	En Büyük	Ortalama	Standart Sapma
AKO	-0,39	0,41	0,04	0,10
ÇOKLU	0,00	0,40	0,11	0,11
TÜZEL	0,00	0,66	0,10	0,14
SEKUZM	0,00	0,50	0,04	0,09
FİNTEC	0,00	0,66	0,13	0,15
AKDMSYN	0,00	0,40	0,05	0,08
TBORÇ	0,05	1,71	0,50	0,25

### 3.6.2. Büyük Firmaların Yönetim Kurulu Yapısı ile Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Panel Veri ile Analizi

Bu kısımda, büyük firmaların yönetim kurulu yapıları ile finansal performans göstergesi olarak kullanılan aktif kârlılık oranları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Hangi panel veri modelinin kullanılacağına karar vermek için F testi ve Hausman testi yapılmıştır. Modelin havuzlanmış modelle mi yoksa sabit etkiler modeli ile mi tahmin edileceğinin tespiti için F testi sonuçları dikkate alınmaktadır. Tablo 14'teki F testi sonuçları incelendiğinde p değeri 0,05'ten küçük olduğu için ( $p= 0,000 < 0,05$ ) sabit etkili modelin havuzlanmış modele tercih edilmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Sabit etkili ve tesadüfi etkili modelin hangisinin uygun model olduğuna karar vermek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testinin p değeri, 0,05'ten büyük ( $p= 0,7473$ ) olduğu için modelin çözümünde rassal etkiler modelinin kullanılması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Modelin sonuçlarını yorumlamadan önce, model geçerliliğini belirlemek için diagnostik testler gerçekleştirilmiştir. Rassal etkili modelde değişen varyans (heteroskedasite) varlığının tespit edilmesi için yapılan Levene, Brown, Forsythe testi sonuçlarına göre W0, W50 ve W10 olasılık değerleri 0,05'ten küçük olduğu için modelde değişen varyans problemi olduğu sonucu çıkarılmıştır. Otokorelasyonun tespit edilmesi için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi ve yerel en iyi değişmez Baltagi-Wu testi uygulanmış, ilgili test değerleri 2'nin altında olduğu için modelde otokorelasyon problemi olduğu sonucu çıkarılmıştır. Değişen varyans ve otokorelasyon problemi tespit edilen modellerde, Arellano, Froot ve Rogers dirençli tahmincisi kullanılmıştır. Elde edilen dirençli tahminciler ile söz konusu problem giderilmiştir.

Tablo 14'te yer alan büyük firmalar için aktif kârlılığı modelinin tahmin sonuçlarına göre  $R^2$  %23,24 olarak bulunmuştur. Buna göre, bağımsız değişkenler bağımlı değişkenin %23,24'ünü açıklamaktadır. Modelin tahmin sonucuna göre, büyük firmaların birden çok firmada yönetim kurulu üyeliği bulunan bağımsız yönetim kurulu üye oranı, akademisyen yönetim kurulu üye oranı ve toplam borç oranı ile aktif kârlılık oranları arasında negatif yönlü istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Söz konusu firmaların, birden çok firmada yönetim kurulu üyeliği bulunan bağımsız yönetim kurulu üye oranındaki bir birim artış aktif kârlılık oranında 0,08 birim azalışa, akademisyen yönetim kurulu üye oranındaki bir birim artış aktif kârlılık oranında 0,08 birim azalışa ve toplam borç oranındaki bir birim artış aktif kârlılık oranında 0,16 birim azalışa neden olmaktadır.

**Tablo 14: Büyük Firmalar Aktif Kârlılığı Modeli**

<b>Bağımlı Değişken: AKO</b>				
<b>Bağımsız Değişkenler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>Standart Hata</b>	<b>Test İstatistiği</b>	<b>p Değeri</b>
C	1,178018***	0,0371741	31,69	0,000
ÇOKLU	-0,0843171**	0,0406184	-2,08	0,038
TÜZEL	0,0302708	0,0346416	0,87	0,382
GİU	-0,0003467	0,0332066	-0,01	0,992
FİNTEC	-0,0304279	0,0556607	-0,55	0,585
AKDMSYN	-0,0853882**	0,0425019	-2,01	0,045
TBORÇ	-0,1675918***	0,0371741	31,69	0,000
<b>R<sup>2</sup> : 0,2324</b>				
<b>Gözlem Sayısı: 203</b>				
<b>F Testi:</b> F <sub>Test İstatistiği</sub> = 3,95 p = 0,0000				
<b>Hausman Testi:</b> $\chi^2 = 3,475028$ p = 0,7473				
<b>Heteroskedasite için Levene, Brown, Forsythe Testi:</b> W0 = 5,8129459 p = 0,00000000 W50 = 1,6200049 p = 0,03312364 W10 = 5,8129459 p = 0,00000000				
<b>Otokorelasyon için Bhargava, Franzini, Narendranathan Durbin Watson ve Yerel En İyi Değişmez Baltagi Wu Testi:</b> Durbin-Watson = 1,3493933 Baltagi-Wu = 1,6773965				
***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir				

### 3.6.3. Küçük Firmaların Yönetim Kurulu Yapısı ile Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Panel Veri ile Analizi

Küçük firmaların yönetim kurulu yapıları ile finansal performans göstergesi olarak kullanılan aktif kârlılık oranları arasındaki ilişki analiz edildiği bu bölümde, kullanılacak panel veri modeline karar vermek için F testi ve Hausman testi uygulanmıştır. Modelin havuzlanmış modelle mi yoksa sabit etkiler modeli ile mi tahmin edileceğinin tespiti için F testi sonuçları dikkate alınmaktadır. Tablo 15'teki F testi sonuçları incelendiğinde, p değeri 0,05'ten küçük olduğu için ( $p = 0,0000 < 0,05$ ) sabit etkili modelin havuzlanmış modele tercih edilmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Sabit etkili ve tesadüfi etkili modelin hangisinin uygun model olduğuna karar vermek için Hausman testi yapılmıştır. Hausman testinin p değeri 0,05'ten büyük ( $p = 0,7256$ ) olduğu için modelin çözümünde rassal etkiler modelinin kullanılması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Modelin sonuçlarını yorumlamadan önce, model geçerliliğini belirlemek için diagnostik testler gerçekleştirilmiştir. Rassal etkili modelde değişen varyans (heteroskedasite) varlığının tespit edilmesi için yapılan Levene, Brown, Forsythe testi sonuçlarına göre W0, W50 ve W10 olasılık değerleri 0,05'ten küçük olduğu için modelde değişen varyans problemi olduğu sonucu çıkarılmıştır. Otokorelasyonun tespit

edilmesi için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi ve yerel en iyi değişmez Baltagi-Wu testi uygulanmış, Durbin-Watson test istatistiği 2'nin altında olduğu için modelde otokorelasyon problemi olduğu sonucu çıkarılmıştır. Değişen varyans ve otokorelasyon problemi tespit edilen modellerde, Arellano, Froot ve Rogers dirençli tahmincisi kullanılmıştır. Elde edilen dirençli tahminciler ile söz konusu problem giderilmiştir.

Tablo 15'te yer alan küçük firmalar için aktif kârlılığı modelinin tahmin sonuçlarına göre  $R^2$  %21,28 olarak bulunmuştur. Buna göre, bağımsız değişkenler bağımlı değişkeni %21,28'ini açıklamaktadır. Modelin tahmin sonucuna göre, küçük firmaların birden çok firmada yönetim kurulu üyeliği bulunan bağımsız yönetim kurulu üye oranı, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlığı bulunan üye oranı ve toplam borç oranı ile aktif kârlılık oranları arasında negatif yönlü istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Söz konusu firmaların, birden çok firmada yönetim kurulu üyeliği bulunan bağımsız yönetim kurulu üye oranındaki bir birim artış aktif kârlılık oranında 0,07 birim azalışa, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlığı bulunan üye oranındaki bir birim artış aktif kârlılık oranında 0,17 birim azalışa ve toplam borç oranındaki bir birim artış aktif kârlılık oranında 0,14 birim azalışa neden olmaktadır.

**Tablo 15: Küçük Firmalar Aktif Kârlılığı Modeli**

<b>Bağımlı Değişken: AKO</b>				
<b>Bağımsız Değişkenler</b>	<b>Katsayı</b>	<b>Standart Hata</b>	<b>Test İstatistiği</b>	<b>p Değeri</b>
C	1,11227***	0,0288192	38,59	0,000
ÇOKLU	-0,072004**	0,0355747	-2,02	0,043
TÜZEL	0,1472779	0,0924815	1,59	0,111
SEKUZM	-0,1758737***	0,044341	-3,97	0,000
FİNTEC	0,0223189	0,0679107	0,33	0,742
AKDMSYN	0,0089976	0,1207028	0,07	0,941
TBORÇ	-0,1425833***	0,0430102	-3,32	0,001
<b>R<sup>2</sup> : 0,2128</b>				
<b>Gözlem Sayısı: 203</b>				
<b>F Testi:</b> F <sub>Test İstatistiği</sub> = 4,69 p = 0,0000				
<b>Hausman Testi:</b> $\chi^2 = 3,637105$ p = 0,7256				
<b>Heteroskedasite için Levene, Brown, Forsythe Testi:</b> W0 = 3,0392418 p = 0,00000470 W50 = 2,4105225 p = 0,00029207 W10 = 3,0392418 p = 0,00000470				
<b>Otokorelasyon için Bhargava, Franzini, Narendranathan Durbin Watson ve Yerel En İyi Değişmez Baltagi Wu Testi:</b> Durbin-Watson = 1,5555663 Baltagi-Wu = 2,1150111				
***,** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini göstermektedir				

### 3.7. Analiz Bulgularının Değerlendirilmesi

Çalışma kapsamında gerçekleştirilen analizde firmalar, büyük ve küçük olarak iki gruba ayrılmıştır. Büyük firmalar için ve küçük firmalar için aktif kârlılık oranlarının bağımlı değişken olarak kullanıldığı iki farklı model oluşturulmuştur. Çalışma kapsamında oluşturulan hipotezlerin test sonuçları, özet olarak Tablo 16’da yer almaktadır.

**Tablo 16: Yönetim Kuruluna Ait Değişkenlerin Firma Performansları Üzerindeki Etkisine İlişkin Özet Tablo**

Model	Yönetim Kuruluna Ait Değişkenler	Sonuç		Hipotez (H) Kabul/Ret
		İşaret	İstatistiksel Olarak Anlamlılık	
Büyük Firmalar Aktif Kârlılığı Modeli	Birden Çok Firmada Yönetim Kurulu Üyeliği Bulunan Üye	(-)	%5 anlamlı	H <sub>1</sub> Kabul
	Dernek- Oda vb. Üyeliği Olan Üye	(+)	Anlamsız	H <sub>3</sub> Ret
	Genel İş Yönetimi Uzmanı Üye	(-)	Anlamsız	H <sub>5</sub> Ret
	Finansal Tecrübe Sahibi Üye	(-)	Anlamsız	H <sub>7</sub> Ret
	Akademisyen Üye	(-)	%5 anlamlı	H <sub>9</sub> Kabul
Küçük Firmalar Aktif Kârlılığı Modeli	Birden Çok Firmada Yönetim Kurulu Üyeliği Bulunan Üye	(-)	%5 anlamlı	H <sub>2</sub> Kabul
	Dernek- Oda vb. Üyeliği Olan Üye	(+)	Anlamsız	H <sub>4</sub> Ret
	Firmanın Faaliyette Bulunduğu Sektörle İlgili Uzmanlık Sahibi Üye	(-)	%1 anlamlı	H <sub>6</sub> Ret
	Finansal Tecrübe Sahibi Üye	(+)	Anlamsız	H <sub>8</sub> Ret
	Akademisyen Üye	(+)	Anlamsız	H <sub>10</sub> Ret

Tablo 16’ya göre, büyük firmaların aktif kârlılık oranları üzerinde akademisyen üyelerin negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunduğu görülmektedir. Küçük firmaların aktif kârlılıkları üzerinde, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlık sahibi üyelerin negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmaktadır. Birden çok firmada yönetim kurulu üyeliği bulunan yönetim kurulu üyelerinin hem büyük firmaların hem de küçük firmaların aktif kârlılık oranları üzerinde negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunduğu görülmektedir.

Loderer ve Peyer (2002) ile Clements vd. (2015)’nin çalışmalarında birden çok firmada yönetim kurulu üyeliği bulunan üyelerin fazla sorumluluk yükleneceği, firmalar için ayıracağı vaktin azalarak dikkat dağınıklığına sebep olabileceği ve dolayısıyla tavsiye verme kabiliyetlerinin

sınırlanabileceğini iddia etmesi bu çalışmanın söz konusu üyelerle ilgili bulgularını desteklemektedir. Francis vd. (2015)'nin çalışmasında akademisyen yönetim kurulu üyelerinin firma performansını yoğunlukları veya odaklandıkları konuların farklı olması gibi birçok nedene bağlı olarak pozitif yönde etkilemeyeceği görüşü bu çalışmanın akademisyen üyelerle ilgili bulgularını desteklemektedir.



## SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada Borsa İstanbul'da hisseleri işlem gören 58 halka açık firmanın yönetim kurulu yapılarıyla finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmaya konu edilen firmaların, 2012-2018 yılları arası yıllık verileri kullanılmış, firmalar 29 büyük ve 29 küçük firma şeklinde sınıflandırmaya tabi tutularak analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın değişkenleri, literatürdeki diğer çalışmalar da dikkate alınarak belirlenmiştir. Firmaların yönetim kurullarında yer alan birden çok firmanın yönetim kuruluna hizmet veren bağımsız üyeler, iş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan üyeler, genel iş yönetimi uzmanı üyeler, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlığı bulunan üyeler, finansal tecrübe sahibi üyeler ve akademisyen üyeler çalışmanın bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Firma finansal performanslarını temsil etmek üzere aktif kârlılık oranları kullanılmıştır.

Çalışma kapsamında büyük firmalar için beş ve küçük firmalar için beş adet olmak üzere toplam on hipotez oluşturulmuştur. Oluşturulan bu hipotezleri test etmek amacıyla hem büyük hem de küçük firmalar için iki ayrı panel regresyon modeli kurulmuştur. Gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre üç hipotez kabul edilmiştir.

Birden çok firmanın yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyeler ile hem büyük hem de küçük firmaların finansal performansı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuçtan hareketle, bir kişinin birden fazla şirkete bağımsız yönetim kurulu üyeliği hizmeti sunduğunda görev icrasına tamamen ticari gözle bakmaya başladığı ve hizmet sunduğu firmaları yalnızca kazanç kapısı olarak gördüğü yorumu yapılabilir. Sunduğu hizmete yalnızca ticari açıdan bakan bir kişi, yasaların kendisinden beklemiş olduğu ihtimamı göstermeyebilir. Ayrıca, analiz sonuçları, birden çok firmanın yönetim kurulunda yer alan bağımsız yöneticilerle ilgili öne sürülen meşguliyet hipotezinin Türkiye'de geçerli olduğunu kanıtlamaktadır. Buna göre, analiz kapsamındaki tüm firmalar için bağımsız bir yönetim kurulu üyesinin birden çok firmaya hizmet vermesinin, bu üyenin söz konusu firmalarda yönetimi denetleme konusunda etkinliğinin azalmasına yol açtığı söylenebilir. Tüm bunlardan hareketle, sermaye piyasalarını düzenleyici otoritelerin, bağımsız bir yönetim kurulu üyesinin görev alacağı şirket sayısına sınırlama getirmesinin yerinde bir uygulama olduğu kanaatine varılmaktadır. Öte yandan, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin aday gösterilme ve seçilme yöntemi bağımlı üyeler ile aynı şekilde gerçekleşmektedir. Söz konusu üyeliklere aday gösterme hakkının yalnızca azınlık hissedarlara verilmesinin bu üyelerin etkinliklerinin artmasına katkıda bulunacağı kanaatindeyiz.



İş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan yönetim kurulu üyeleri ile hem büyük hem de küçük firmaların finansal performansı arasında bir ilişkinin bulunmadığı ortaya konulmuştur. İş hayatına ait her dernek, oda ya da vakıf aynı gücü sahip değil ise de Türkiye’de bu tüzel kişilikler ekonomi politikalarından siyasete kadar her alanda varlık göstermektedir. Çalışma sonuçlarından hareketle, söz konusu bu tüzel kişiliklere üye olan yönetim kurulu üyelerinin, Türkiye’de bu durumu hizmet ettikleri firmaların finansal performansını artırmak için kullanamadıkları yorumu yapılabilir.

Finansal tecrübe sahibi yönetim kurulu üyeleriyle hem büyük hem de küçük firmaların finansal performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Düzenleyici kurulların, finansal tecrübe sahibi kişilerin yönetim kurullarında yer alması ile ilgili düzenlemeleri finansal tablo hile ve usulsüzlüklerinin önüne geçilmesi için getirmesinin yanında firmaların kooptasyon amacıyla bu kişilerin yönetim kurullarında yer almasını istediği bilinmektedir. Ancak analiz sonuçlarından hareketle finansal tecrübenin bir itibar sinyali anlamına gelmediği ve yüksek kalite finansal raporlamayı garanti etmediği ya da finansal raporlama yüksek kalitede olsa da bu durumun firmaların kârlılıklarını artırmadığı yorumu yapılabilir.

İş hayatıyla ilgili dernek ve oda gibi tüzel kişiliklere üyeliği bulunan yönetim kurulu üyeleri ile finansal tecrübe sahibi yönetim kurulu üyelerinin firma finansal performansları üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmaması sonuçları Türkiye’de Kaynak Bağımlılığı Teorisi’nin geçerliliğini desteklememektedir.

Büyük firmaların yönetim kurullarındaki genel iş yönetimi uzmanı üyeler ile firmaların finansal performansı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Küçük firmaların, firmanın faaliyette bulunduğu sektörle ilgili uzmanlığı bulunan yönetim kurulu üyeleri ile firmaların finansal performansı arasında ise negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu çalışmada, daha önce yapılan bazı çalışmalardan hareketle, iktisadî ve idari bilimler alanında lisansüstü diploması bulunan yönetim kurulu üyeleri genel iş uzmanı, firmanın yer aldığı sektörle ilgili lisansüstü diploması bulunan yönetim kurulu üyeleri ise ilgili sektörle ilgili uzman kabul edilmiştir. Bunun yanı sıra, “Türk Ticaret Kanunu”nda, kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamak amacıyla yönetim kurulu üyelerinin eğitim düzeyine ilişkin düzenlemeler getirildiği göz önüne alındığında analiz sonuçlarının dikkat çekici olduğu görülmektedir. Küçük firmalarda, faaliyette buldukları sektörle ilgili ürün geliştirme ya da çeşitlendirme hususunda teknik bir problem bulunmamakla birlikte gerçekleştirilecek yatırımların zamanlaması, faaliyette bulunulacak yeni coğrafyalar ve finansmana ilişkin kararlarda sektöre ait teknik bilgi yeterli olmayabilir. Söz konusu kararların yönetim kurulu üyeleri tarafından alındığı göz önünde bulundurulduğunda, ilgili sektöre ait lisansüstü eğitimi bir başka deyişle uzmanlığı bulunan kişilerin yönetim kurulu üyeliği pozisyonunda etkin olmadığı yorumu yapılabilir. Bu bağlamda, firmaların esas sözleşmelerine yönetim kurulu üye adaylarının

yükseköğrenim alanları ile ilgili bir madde ya da maddeler eklemeye karar vermesi halinde söz konusu sonuçları göz önünde bulundurmasının faydalı olacağı kanaatindeyiz.

Yönetim kurullarındaki akademisyen üyelerle büyük firmaların finansal performansı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuş, küçük firmaların finansal performansları arasında ise anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu sonuç, akademisyen yönetim kurulu üyelerinin, firma faaliyetlerine ilişkin karar verilirken bilimsel konuları iş yaşamının gerçeklerinden daha fazla önemseydiği görüşünü destekler niteliktedir. Ancak analiz bulguları, hem büyük hem de küçük firmalar için kurulan modellerde yer alan diğer değişkenlere kıyasla akademisyenlerin en az oranla yer aldığını göstermektedir. Dolayısıyla, söz konusu üyelerin yönetim kurullarında azınlıkta kaldığı da göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, bundan sonra yapılacak çalışmalarda yönetim kurullarında yer alan akademisyen üyelerin üniversitelerde idarî bir pozisyonda bulunup bulunmadıkları araştırılabilir ve akademisyenlerin firmaların finansal performansları üzerinde pozitif etkisinin bulunmamasının, meşguliyetlerinden kaynaklanıp kaynaklanmadığı sorusuna cevap bulunabilir.

## KAYNAKÇA

- Akgül, Barış (2009), **Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyarınca Banka Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, Yayınlanmış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Akıncı, Gizem Sayan (2011), **Aile İşletmelerinde Yönetim Kurulunun Yapısal Özelliklerinin Firma Performansına Etkisi**, Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- (2013), “Kurumsal Yönetişim İlkeleri Doğrultusunda Yönetim Kurulu İşleyişinin Dünya ve Türkiye Açısından İncelenmesi”, **Akademik Bakış Dergisi**, (34), 1-16.
- Aktan, Coşkun Can (2006), **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Kurumsal Yönetim, Ankara: SPK Yayınları.
- Alali, F. vd. (2012), “The Effect Of Corporate Governance On Firm’s Credit Ratings: Further Evidence Using Governance Score in the United States”, **Accounting & Finance**, 52(2), 291-312.
- Albayrak, Ali Sait ve Akbulut, Ramazan (2008), “Karlılığı Etkileyen Faktörler: İMKB Sanayi ve Hizmet Sektörlerinde İşlem Gören İşletmeler Üzerine Bir İnceleme”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, 4(7), 55-83.
- Aldrich, Howard E. (1979), **Environments and Organizations**, Prentice-Hall, New York.
- Alm, Marcus ve Winberg, Jonathan (2016), **How Does Gender Diversity on Corporate Boards Affect the Firm Financial Performance**, Bachelor Thesis in Financial Economics, University of Gothenburg.
- Alp, Ali ve Kılıç, Salim (2014), **Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?**, 1. Baskı, Doğan Kitap Yayıncılık, İstanbul.
- Altaş, Soner (2011), Yeni Türk Ticaret Kanuna Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Yapısı ve Üyelerinin Nitelikleri, **Mali Çözüm**, Mart - Nisan, 109-120.
- Argyris, Chris (1964), **Integrating the Individual and the Corporation**, New York: Wiley and Sons.
- Atamer, Melis (2006), **Halka Açık Anonim Şirketlerde Kurumsal Yönetim ve Doğrudan Yabancı Yatırımlar Açısından Değerlendirilmesi**, Uzmanlık Tezi, Ankara: Hazine Müsteşarlığı.

- Audretsch, David B. ve Lehmann, Erik. (2006), “Entrepreneurial Access and Absorption of Knowledge Spillovers: Strategic Board and Managerial Composition for Competitive Advantage”, **Journal of Small Business Management**, 44(2), 155 - 166.
- Avan, Badel (2017), **Kurumsal Yönetim ve İç Kontrol İlişkisi**, Uzmanlık Tezi, Ankara: Mali Hizmetler Uzmanlığı.
- Aydın, Alev Dilek (2017), “İyi Yönetilen Şirketlerin Sırrı Olarak Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı Üzerindeki Etkisi”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 21(4), 1541-1553.
- Aydın, Ali (2010), **Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları ve Öneriler**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Bilgi Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Baltagi, Badi, H. (2001), “**Econometric Analysis of Panel Data (3. Edition)**”, England: John Wiley & Sons Ltd.
- (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons.Ltd.
- (2013), **Econometric Analysis of Panel Data**, 5th Edition, Chichester, John Wiley & Sons.
- Barney, Jay B. (1991), “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage”, **Journal of Management**, 17(1), 99-120.
- Bathula, Hanoku (2008), **Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand**, Yayınlanmış Doktora Tezi, Faculty of Business AUT University New Zealand.
- Baysinger, Barry D. ve Hoskisson, Robert E. (1990), “The Composition of Boards Of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy”, **Academy of Management Review**, 15(1), 72-87.
- Baysinger, Barry vd. (1991), “Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy”, **Academy of Management Journal**, 34(1), 205-214.
- Beasley Mark S. (1996), “An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, **The Accounting Review**, 71(4), 443-465.
- Becht, Marco vd. (2002), “Corporate Governance and Control”, SSRN, [http://ssrn.com/abstract\\_id=343461](http://ssrn.com/abstract_id=343461) (17.7.2018).
- Bedard, Jean vd. (2004), “The Effect of Audit Committee Expertise, Independence, and Activity on Aggressive Earnings Management”, **Auditing: A Journal of Practice and Theory**, 23(2), 13-35.
- Berghe, Lutgart Van Den (2002), **Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Perspective**, USA: Kluwer Academic Publishers.

- Berle, Adolf A. Jr. ve Means, Gardnier C. (1932), **The Modern Corporation and Private Property**, MacMillan, New York.
- Bhagat, Sanjai ve Black, Bernand (1999), “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance”, **Business Lawyer**, 54(3), 921-963.
- (2001), “The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance”, **Journal of Corporation Law**, 27(2), 231-273.
- Business Roundtable (2005), Principles of Corporate Governance, A White Paper [www.businessroundtable.org](http://www.businessroundtable.org) (2.8.2018).
- CACG Guidelines (1999), Principles for Corporate Governance in the Commonwealth: Towards Global Competitiveness and Economic Accountability.
- CACG (2009), “Commonwealth Association of Corporate Governance”, [http://www.commonwealthfoundation.com/about/CA/Governance/Commonwealth%20Association%20of%20Corporate%20Governance%20\(CACG\)/index.cfm](http://www.commonwealthfoundation.com/about/CA/Governance/Commonwealth%20Association%20of%20Corporate%20Governance%20(CACG)/index.cfm), (19.11.2019).
- Cadbury, Andrian (1992), **Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**, Gee Publishing, London.
- Cansızlar, Doğan (2006), “Kurumsal Yönetim ve Önemi”, Aktan, Coşkun Can (Ed.), **Kurumsal Şirket Yönetimi**, SPK, Ankara.
- Carcello, Joseph V. vd. (2002), “Board Characteristics and Audit Fees”, **Contemporary Accounting Research**, 19(3), 365-384.
- Carroll, A. ve Hall, John (1987), “Strategic Management Processes for Corporate Social Policy”, In W. King and W. Clelands (Ed.), **Strategic Planning and Management Handbook**, Reinhold, New York.
- Carter, David A. vd. (2008), “The Diversity of Corporate Board Committees and Financial Performance”, **Working Paper**, SSRN.
- Carver, John ve Oliver, Caroline (2002), **Corporate Boards that Create Value: Governing Company Performance From the Board Room**, San Francisco, CA: Jossey-Bass, John Wiley.
- Casciaro, Tiziane ve Piskorski, Jan Mikolaj (2005), “Power Imbalance, Mutual Dependence, and Constraint Absorption: A Closer Look at Resource Dependence Theory”, **Administrative Science Quarterly**, 50(2), 167-199.
- Cengiz, Vedat (2010), “Finansal Piyasalarda Bilgi Problemlerinin Çözümünde Bankaların Rolü”, **Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi**, 5(1), 151-162.

- Clements, Curtis E. vd. (2015), “The Impact Of Company Size and Multiple Directorships on Corporate Governance Effectiveness”, **International Journal of Disclosure and Governance**, 12(4), 354-371.
- Coles, Jeffrey L. vd. (2008), “Boards: Does One Size Fit All”, **Journal of Financial Economics**, 87(2), 329-356.
- Colley, John L. vd. (2005), **What is Corporate Governance?**, UK: McGraw-Hill.
- Commission of the European Communities (2001), **European Governance: A White Paper**, Brussels.
- Çalışkan, Esra Nemli ve Başak Turan İçke, (2009) “Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Türk Bankacılık Sektöründeki Durumu”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, 59(2), 121-154.
- Çetinkaya, Fatih (2014), **Bankalarda Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Bist Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Bankalar Üzerine Bir Çalışma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi - Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.
- Çetinkaya, Şahin (2012), "Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü", **Sakarya İktisat Dergisi**, 1(2), 60-82.
- Daft, Richard (2006), **Organisation Theory and Design**, South-Western College, New York.
- Darman, Güler, Manisalı (2006),“**Kurumsal Yönetim: Türkiye’de ve Dünyadaki Gelişmeler**, Antalya İş Adamları Derneği Semineri, Antalya.
- Dashi, K. (2018), “Financial Profitability of Firms and its Determining Factors (Case of the trade sector, Vlore region, Albania)”, **Acta Universitatis Danubius. (Economica)**, 14(4), 619-630.
- Daştan, Abdülkerim. (2010), “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kurumsal Muhasebe Etkileşimi”, **Bankacılar Dergisi**, (72), 3-18.
- Davis, Gerald F. ve Cobb, J. Adam. (2010), “Resource Dependence Theory: Past and Future”, **Research in the Sociology of Organizations**, 28(1), 21-42.
- Davis, James vd.(1997), “Toward a stewardship theory of management. Academy of Management”, **The Academy of Management Review**, 22(1), 20-47.
- Defond, Mark L. vd (2005), “Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors?”, **Journal of Accounting Research**, 43, 153–193.
- Deloitte ve Kurumsal Yönetim Derneği, (2006), **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?**, <http://www.tkyd.org/tr/yayinlar-tkyd-yayinlari.html> (1.07.2018).
- Demirbaş, Mahmut ve Uyar, Süleyman, (2006), **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi**, Güncel Yayıncılık, İstanbul.

- Denis, Diane K. (2001), "Twenty-Five Years of Corporate Governance Research and Counting", **Review of Financial Economics**, 10(3), 191-212.
- Doğan, Mustafa (2007), **Kurumsal Yönetim**, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Donaldson, Lex (1990), "The Ethereal Hand: Organisational Economics and Management Theory", **Academy of Management Review**, 15(3), 369-382.
- Donaldson, Lex ve Davis, James. H. (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", **Australian Journal of Management**, 16(1), 49-64.
- (1994), "Boards and Company Performance – Research Challenges the Conventional Wisdom", **Corporate Governance: An International Review**, 2(3), 65-91.
- Donaldson, Thomas ve Preston, Lee E. (1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", **Academy of Management Review**, 20(1), 65-91.
- Dooley C. Peter (1969), "The Interlocking Directorate", **The American Economic Review**, 59(3), 314-323.
- Dougherty, C. (2006), **Introduction to Econometrics**, New York: Oxford University Press.
- Easterbrook, Frank (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", **The American Economic Review**, 74(4), 650-659.
- Eisenhardt, Kathleen. M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review", **Academy of Management Review**, 14(1), 57-74.
- Emerson, Wagner vd. (2011), "Stakeholder theory: Issues to resolve", **Management Decision**, 49(2), 226-252.
- Ertikin, Kıvanç (2017), "Bağımsız Denetimde Bir Dönüm Noktası: Enron Olayı ve Sarbanes - Oxley Yasası", **Mali Çözüm Dergisi**, Mayıs-Haziran, 101-119.
- Fama, Eugene F. ve Michael C. Jensen (1983), "Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution", **Journal of Law and Economics**, 26(2), 301-325.
- Fama, Eugene. F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", **Journal of Political Economy**, 88(2), 288-307.
- Ferris, Stephen P. vd. (2003), "Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments", **The Journal of Finance**, 58(3), 1087-1111.
- Fettahoğlu, Abdurrahman ve Okuyan, H. Aydın (2009), "İşletmelerde Sahiplik Yapısında Kaynak Bileşimi Üzerindeki Etkisi: İMKB’de Bir Uygulama", Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi, Eskişehir
- Fich, Eliezer ve Shivdasani, Anil (2006), "Are Busy Boards Effective Monitors", **Journal of Finance**, 61(2), 689-724.

- Financial Services Authority, [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf) (20.06.2018).
- Forbes, Daniel P. ve Milliken, Frances J. (1999), "Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups", **Academy of Management Review**, 24, 489-505.
- Francis, Bill vd. (2015), "Professors in the Boardroom and Their Impact on Corporate Governance and Firm Performance", **Financial Management**, 44(3), 547-581.
- Freeman, R. Edward (1984), **Strategic Management: A Stakeholder Approach**, Pitman, Boston.
- Freeman, R. Edward vd. (2004), "Stakeholder Theory and the Corporate Objective Revisited", **Organization Science**, 15(3), 364-369.
- Fremond, Olivier ve Capaul, Miarta. (2002), "The State of Corporate Governance: Experience from Country Assessments", Policy Research Working Paper, World Bank, Washington, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14292> (1.7.2018).
- Galaskiewicz, Joseph vd. (1985), "The Influence of Corporate Power, Social Status, and Market Position on Corporate Interlocks in a Regional Network", **Social Forces**, 64(2), 403-431.
- Gaudin, J. P. (1998), "Modern Governance, Yesterday And Today: Some Clarifications To Be Gained From French Government Policies", **International Social Science Journal**, 50(155), 47-56.
- GCGF (2009), "Global Corporate Governance Forum: Better Companies, Beter Societies", <http://www.gcgf.org/>, (17.09.2018).
- Gillan, Stuart L. (2006), "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview", **Journal of Corporate Finance**, 12, 381-402.
- Greene, William H.(1993), "**Econometric Analysis**", New York: Macmillan.
- G20/OECD (2015), "G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri", **OECD'nin G20 Bakanlar ve Merkez Bankası Başkanlarına Raporu**, 1-66.
- Haunschild, Pamela. R. ve Beckman, Christine M. (1998), "When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence", **Administrative Science Quarterly**, 43, 815-844.
- Hermalin, B. E. ve Weisbach, M. S. (1988), "The Determinants of Board Composition", **RAND Journal of Economics**, 19(4), 589-606.
- (1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO", **American Economic Review**, 88, 96-118.
- Herzberg, Frederick (1966), **Work and the Nature of Man**, World Publishing, Cleveland.



- Hillman, Amy vd. (2000), “The Resource Dependency Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change”, **Journal of Management Studies**, 37(2), 235-255.
- Hillman, Amy vd. (1999), “Corporate Political Strategies and Firm Performance: İndications of Firm-Specific Benefits From Personal Service in The U.S. Government”, **Strategic Management Journal**, 20, 67-81.
- Hollanda Maliye Bakanlığı Kamu Denetim Politikası Genel Müdürlüğü (2000), Kamusal Yönetişim: Kamu Sektöründe Kurumsal Yönetişim, Niçin ve Nasıl?, (Çev. Baran Özeren, Özlem Temizel) T.C. Sayıştay Araştırma/İnceleme/Çeviri Dizisi: 36.
- Huo, J. (2016), **Corporate Board Diversity: An Empirical Study of its Effects on Firm Financial Performance**, Master Thesis, Princeton University.
- International Finance Corporation (2004), “The Russia Corporate Governance Manual”, Moskova.
- İsmayılov, Muzaffer (2007), **Kurumsal Yönetim: Azerbaycan’daki Anonim Şirketlerin Kurumsal Yönetim Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü
- J. J. Du Plesses vd (2005), **Principles of Contemporary Corporate Governance**, Cambridge University Press, UK.
- Gaudin, Jean-Pierre (1998), “Modern Governance, Yesterday and Today: Some Clarifications to be Gained from French Government Policies”, **International Social Science Journal**, 155, 47-57.
- Jensen Michael C. ve William H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 3, 305-360.
- Jiang, Bin ve Murphy, Patrick J. (2007), “Do Business School Professors Make Good Executive Managers?”, **Academy of Management Perspectives**, 21, 29-51.
- Johnson, Jonathan. L vd. (1996), “Boards of Directors: A Review and Research Agenda”, **Journal of Management**, 22(3), 409-438.
- Jorge Farinha (2004), “Corporate Governance: A Survey Of The Literature”, <http://www.fep.up.pt/investigacao/cete/papers/dp0306.pdf> (21.01.2004).
- Kahraman, Cüneyt (2008), **Kurumsal Yönetim Anlayışının Özel Sermayeli Bankaların Yapısı ve İşleyişi Üzerine Etkileri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi - Sosyal Bilimleri Enstitüsü.
- Kaplan, Steven. N. ve Minton, Bernadette A. (1994), “Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers”, **Journal of Financial Economics**, 36(2), 225-258.

- Karahan, Özcan (2006), "Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği", **Yönetim ve Ekonomi**, 13(2), 151-163.
- Karaoğlu, Ertuğrul (2016), "Vekâlet Kuramı Perspektifinden Yönetim Kurulu Kompozisyonunun Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: BIST İmalat Sektörü Örneği", **Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi**, 2(1), 65-77.
- Karpoff, Jonathan M. vd. (1996), Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence, **Journal of Financial Economics**, 365-395.
- Kaya, Murat (2014), **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Muhasebe Mesleki Etik Kuralları Açısından Değerlendirilmesi**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi- Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kılıç, M. (2014), "Yönetim Kurulu Yapısının İşletme Performansına Etkisi: Türkiye’de Bir Uygulama", **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, 16(3), 33-56.
- Kılıç, Meltem ve Güler, Bilge (2019), "Borsa İstanbul’a (Bist) Kayıtlı Lojistik Firmalarının Karlılık Belirleyicileri", **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 9(1), 69-82.
- Kırhoğlu, Hilmi ve Akyel, Nermin (2004), "Enron Sonrası Bağımsız Denetimde Yaşananlar", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 23, 28-34.
- Kıyılar, Murat ve Belen, Muhammed (2006), "Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri", [http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07Sempozyum\(14.2.2019\)](http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07Sempozyum(14.2.2019).).
- Kiel, Geoffrey ve Nicholson, Gavin (2003), **Boards That Work: A New Guide for Directors**, McGraw Hill, Sydney.
- Koç, Oktay ve Sayılar, Yücel (2016), "Örgüt Araştırmalarında Kaynak Bağımlılığı Perspektifi: Kurumsal Bir Değerlendirme", **İ.Ü İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi**, 27(80), 136-177.
- Kula, Veysel (2006), **Kurumsal Yönetim: Sorunun Boyutları ve Beklenen Gelişmeler, Kurumsal Şirket Yönetimi**, SPK, Ankara.
- (2006), **Kurumsal Yönetim: Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, Papatya Yayıncılık, İstanbul.
- Kurumsal Yönetim Derneği Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (2004), "Kurumsal Yönetim İlkeleri", <https://www.kobirate.com.tr/content/OECD-Kurumsal-Yonetim-Ilkeleri.pdf> (14.11.2018).
- Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (2011), **T.C. Resmî Gazete**, 28158, (30.12.2011).
- Kurumsal Yönetim Tebliği (2014), **T.C. Resmî Gazete**, 28871 ,(03.01.2014).

- Kwadwo, Boateng Prempeh vd. (2017), "A Multivariate Analysis of Determinants of Profitability: Evidence from Selected Manufacturing Companies Listed on the Ghana Stock Exchange", **Perspectives of Innovations, Economics & Business**, 17(3), 132-143.
- Lafontaine Francine ve. Slade, Margeret E (1996), "Retail Contracting and Costly Monitoring: Theory and Evidence", **European Economic Review**, 40(3-5), 923-932.
- Larson, Stephen (2014), "Stewardship Theory, Stakeholder Theory and Convergence", <https://stephenlarsonessays.wordpress.com/2014/04/19/stewardship-theory-stakeholder-theory-and-convergence/>, (13.01.2019).
- Latif, R. A. vd. (2013), "Multiple Directorships, Board Characteristics and Firm Performance in Malaysia", **Management**, 3(2), 105-111.
- Lewis Tracy R ve Sappington, David E.M. (1989), "Countervailing Incentives in Agency Problems", **Journal of Economic Theory**, 49, 294-313.
- Linck, James, S. vd. (2008), "The Determinants of Board Structure", **Journal of Financial Economics**, 87(2), 308-328.
- Lipton, Phillip ve Herzberg, Abraham (2006), **Understanding Company Law**, Lawbook, Avustralya.
- Lisanslama Sınavı Çalışma Notları (2017), **Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu**.
- Loderer, Claudio ve Peyer, Urs (2002), "Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices", **European Financial Management**, 8(2), 165-192.
- Löffler, E. (2003), Governance and Government Networking With External Stakeholders. Tony Bovaird and Elke Löffler (Ed.) **Public Management and Governance**, London: Routledge.
- Maher, Maria ve Andersson, Thomas (1999), **Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth**, OECD.
- Mallin, Christine A. (2007), **Corporate Governance, Second Edition**, New York: Oxford University Press.
- McClelland, David (1961), **The Achieving Society**, The Free Press, New York.
- Ararat, Melsa ve Ugur, Mehmet (2003), "Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 3(1), 58-75.
- Menteş, Ahmet (2009), **Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi**, Derin Yayınları, İstanbul.

- Mishkin, Frederic S. (1990), "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective", **NBER Working Paper** No:3400, [http://www.nber.org/papers/w3400.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w3400.pdf?new_window=1) (11.12.2012).
- Michael, Hitt vd, (2009), **Strategic Management: Competitiveness and Globalization**, West Publishing Company.
- Rubach, Michael J. ve Sebor, Terrence C. (1998), Comparative Corporate Governance: Competitive Implications of an Emerging Convergence, **Journal of World Business**, 33(2), 167-184.
- Mizruchi, Mark S. ve Stearns, Linda, B. (1988), A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates, **Administrative Sciences Quarterly**, 33(2), 194-210.
- Monks, R. ve Minow, Nell (2004), **Corporate Governance**, Blackwell Publishing, USA, 2004.
- Muth, Melinda M. ve Donaldson, Lex (1998), Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach, **Corporate Governance: An International Review**, 6(1), 5-28.
- Nienhüser, Werner (2008), "Resource Dependence Theory—How Well Does It Explain Behavior of Organizations?", **Management Revue**, 19(1-2), 9-32.
- OECD (2004), OECD Principles for Corporate Governance, OECD Publication Service, Paris.
- Okçu, Murat (2007), "Yönetişim Tartışmalarına Katkı: Avrupa Birliği İçin Yönetişim Ne Anlama Geliyor?", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 12(3), 299-312.
- Önder, Z. (2000), "İMKB'deki Türk Şirketlerinde Mülkiyet Yapısı ve Şirketlerin Performanslarına Etkileri", **Muhasebe Bilim Dünyası**, 2(2), 51-68.
- Özer, Işık (2013), **Türk ve Yabancı Hukuk Sistemlerinde Anonim Şirket Yöneticilerinin Mali Hakları**, Adalet Yayınevi, Ankara.
- Özer, Yaprak (2012), "Yeni Moda Bağımsız Üye", **TÜYİD Makaleler**, [http://www.tuyid.org/files/makaleler/yaprakozer\\_15\\_\(2\).pdf](http://www.tuyid.org/files/makaleler/yaprakozer_15_(2).pdf) (5.1.2018).
- Özyılmaz, Adnan vd. (2008), **Güncel Yönetim ve Organizasyon Yaklaşımları**, Seçkin Yayınları, Ankara.
- Paslı, Ali (2004), **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, Beta Yayın Dağıtım, İstanbul.
- (2005), **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul.
- Pearce II, John A. ve Zahra, Shaker, A. (1992), "Board Composition from a Strategic Contingency Perspective", **Journal of Management Studies**, 29(4), 411-438.
- Penrose, Edith T (1959), **The Theory of the Growth of the Firm**, Basil Blackwell.

- Peterson, Pamela P. (1994), **Financial Management and Analysis**, International Edition, Mc Graw Hill, New York.
- Pfeffer, Jeffrey. (1972a), "Merger as a Response to Organizational Interdependence", **Administrative Science Quarterly**, 17, 382-394.
- (1972b), "Interorganizational Influence and Managerial Attitudes", **Academy of Management Journal**, 317-330.
- Pfeffer, J. and Salancik, Gerald R. (1978), **The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective**, Harper & Row, New York.
- (2003), **The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective**, Stanford University Press, Stanford, CA.
- Rafael La Porta vd. (1998), "Law and Finance", **Journal of Political Economy**, 106, 1113-1155.
- Rafael La Porta vd. (1999), "Corporate Ownership Around the World", **Journal of Finance**, 54, 471-517.
- Richard, C. Breeden (2003), Restoring Trust, <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/worldcom/corpgov82603rpt.pdf> (1.7.2018).
- Root, Steven J., (1998), **Beyond COSO: Internal Control to Enhance Corporate Governance**, John Wiley and Sons Inc., New York.
- Sakıncı, İlker (2008), **Sermaye Sahipliği ve Firma Değeri ile İlişkisi**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Gazi Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Saldanlı, Arif, (2012), "Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi", **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 8(Özel Sayı), 137-154.
- Sancar, Oya (2015), **Kurumsal Yönetim Kavramı ve Özel Hastane Çalışanlarının Kurumsal Yönetim Konusuna İlişkin Algılarının Belirlenmesine Yönelik Bir Araştırma**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Sarı, Aslı (2013), **İşletmelerde Kurumsal Yönetim Açısından İç Kontrol ve İç Denetimin Önemi**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Selznick, Philip (1965), **TVA and the Grass Roots**, Harper & Row, New York.
- Shleifer, Andrei ve Vishny, Robert W. (1997), "A Survey of Corporate Governance", **The Journal of Finance**, 52(2), 737-783.
- Solomon, Jill (2007), **Corporate Governance and Accountability**, Wiley, Chichester.

- Söylemez, Caner (2007), **İşletmelerde Temsil Maliyetlerinin Test Edilmesi: Türk İmalat Sektörü Üzerine Ampirik Bir Uygulama**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- SPK (2007), Kurumsal Yönetim İlkeleri, [http:// www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) (09.02.2019).
- (2015), “Sermaye Piyasası ile İlgili Mevzuat Değişiklikleri”, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=673&fn=673.pdf> (09.02.2019).
- Gillan, Stuart L. (2006), “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview”, **Journal of Corporate Finance**, 12, 381-402.
- Gillan, Stuart L. ve Starks, Laura T. (2000), “Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors”, **Journal of Financial Economics**, 57(2), 275-305.
- Şehirli, Kübra (1999), Kurumsal Yönetim, SPK Yeterlilik Etütleri, S.P.K. Denetleme Dairesi.
- Taysı, Kemal (2020), “Aktif Karlılığa Etki Eden Faktörlerin Panel Veri Analizi Yöntemiyle Belirlenmesi”, **Journal of Original Studies**, 1(1), 15-30.
- The Cadbury Committee Report (1992), Financial Aspects of Corporate Governance.
- Thompson, James D. ve McEwen, William J. (1958), “Organizational Goals and Environment: Goal-Setting as an Interaction Process”, **American Sociological Association**, 23(1), 23-31.
- Tiscini, Riccardo ve Di Donato, Francesca. (2006), “The Relation Between Accounting Frauds and Corporate Governance Systems: an Analysis of Recent Scandals”, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1086624](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086624) (12.5.2018).
- TKYD (2009), TKYD Broşür, TKYD Yayınları, İstanbul.
- (2006), **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?**, TKYD Yayını, İstanbul.
- (2018), **Yönetim Kurulu Üyesi Oryantasyonu El Kitabı**, TKYD Yayınları, İstanbul.
- Topak, MS (2011), “Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Türkiye'den Kanıt”, **Orta Doğu Finans ve Ekonomisi**, 14 (1), 1450-2889.
- Tırpancı, İbrahim (2019), “Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkisi”, **Mali Çözüm Dergisi**, 29(152) 115-129.
- Topcu, Ayper (2007), **Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değeri Üzerine Etkileri**, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi, İstanbul – Sosyal Bilimler Enstitüsü
- Tse, T. (2011), Shareholder and Stakeholder Theory: After the Financial Crisis, **Qualitative Research in Financial Markets**, 3(1), 51-63.

- TSKB (2015), “Türkiye’de Kurumsal Yönetim’in Kilometre Taşları”, [www.tskb.com.tr/images/PartDocuments/YI/webreport2013/tr/m-1-12.html](http://www.tskb.com.tr/images/PartDocuments/YI/webreport2013/tr/m-1-12.html) (09.02.2019).
- Tuna, A. Kadir (2013), **Bankalarda Kurumsal Yönetim**, Nobel Yayıncılık, Ankara.
- Tuzcu, Arcan (2005), İMKB 100 Şirketlerinde Kurumsal Yönetim Anlayışı, **4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı**, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara.
- Türk Ticaret Kanunu (2011), **T.C. Resmî Gazete**, 27846, (14.2.2011).
- Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ve Adalet Komisyonu Raporu, Esas No:1/324, S.Sayısı:96.
- Türk Ticaret Kanunu’nun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun (2011), **T.C. Resmî Gazete**, 27846, (14.2.2011).
- TÜSİAD (2002), **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, Yayın No. TÜSİAD-T/ 2002-12/336.
- URL, <https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> (22.12.2018).
- \_\_\_\_\_, <http://tkyd.org/tr/sss-sarbanes-oxley-nedir.html> (11.06.2018).
- \_\_\_\_\_, <http://www.acfe.com/rtn2016/detection.aspx> (22.05.2018)
- \_\_\_\_\_, [http://www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php) (11.06.2018).
- \_\_\_\_\_, <http://www.imf.org/external/NP/rosc/rosc.aspx> (2.07.2018)
- Usta, Öcal (2005), **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Uwuigbe, Olubukala R. (2011), **Corporate Governance and Financial Performance of Banks: A Study of Listed Banks in Nigeria**, PhD Thesis, Covenant University.
- Uyar, Süleyman (2004), **Denetim Komitesi ve Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ülgen, Hayri ve Mirze, Kadri (2004), **İşletmelerde Stratejik Yönetim**, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Ünal, Ahmet Cemil (2014), **Türk ve Yabancı Hukuk Sistemlerinde CEO’nun Hukuki Konumu**, Ankara: Adalet Yayınevi.
- Walters, S. (1993), **Enterprise, Government and the Public**, McGraw-Hill, New York.
- Waring, Kerrie ve Pierce, Chris (2004), **The Handbook Of International Corporate Governance: A Definitive Guide**, Kogan Page, UK.
- Wheeler, David ve Sillanpaa, Maria (1997), **The Stakeholder Corporation**, Pitman, London.
- World Bank (1992), **Governance and Development**, World Bank Publication, Washington.

- Xie, B. vd. (2003), "Earnings Management and Corporate Governance: The role of the Board and the Audit Committee", **Journal of Corporate Finance**, 9(3), 295-316.
- Yuen Teen, Mak ve Yuan Li, (2001), "Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence From Singapore", **Journal of Corporate Finance**, 7(3), 235-256.
- Yıldırım, Murat (2007), **Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri**, Yayınlanmış Doktora Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Yılmaz, Zuleyha (2017), "Vaka Analizi ile Eğitim ve Adli Muhasebe Alanında Bir Uygulama", **International Journal of Acedemic Value Studies**, 3(13), 398-417.
- Zeitun, Rami ve Tian, Gary G. (2007), "Capital Structure And Corporate Performance: Evidence From Jordan", **Australasian Accounting Business & Finance Journal**, 1(4), 40-61.
- Zengin, Asiye Nur ve Yılmaz, Ayşe Altıok (2017), "Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Standartları", **Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 10(48), 684-702.





# **EKLER**

**EK 1: Büyük Firma Listesi**

<b>ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.</b>
<b>AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.</b>
<b>AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.</b>
<b>AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.</b>
<b>ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.</b>
<b>ARÇELİK A.Ş.</b>
<b>A SELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>AYEN ENERJİ A.Ş.</b>
<b>AYGAZ A.Ş.</b>
<b>BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>COCA-COLA İÇECEK A.Ş.</b>
<b>ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.</b>
<b>EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.</b>
<b>FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.</b>
<b>GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.</b>
<b>İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.</b>
<b>KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.</b>
<b>MİGROS TİCARET A.Ş.</b>
<b>SODAŞ SODYUM SANAYİİ A.Ş.</b>
<b>TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.</b>
<b>TÜRK HAVA YOLLARI A.O.</b>
<b>TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.</b>
<b>TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.</b>
<b>TÜRK TRAKTOR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.</b>
<b>ÜLKER BİSKUVİ SANAYİ A.Ş.</b>
<b>VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>

**EK 2: Küçük Firma Listesi**

<b>AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş</b>
<b>ALCATEL LUCENT TELETAAŞ TELEKOMUNİKASYON A.Ş.</b>
<b>ALTIN YUNUS ÇESME TURİSTİK TESİSLER A.Ş.</b>
<b>ARMADA BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>ASLAN ÇİMENTO A.Ş.</b>
<b>AVRASYA PETROL VE TURİSTİK TESİSLER YATIRIMLAR A.Ş.</b>
<b>BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.</b>
<b>CARREFOURSA CARREFOUR SABANCI TİCARET MERKEZİ A.Ş.</b>
<b>ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.</b>
<b>DAGİ GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ TİCARET A.Ş.</b>
<b>DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>EGE PROFİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.</b>
<b>FLAP KONGRE TOPLANTI HİZMETLERİ OTOMOTİV VE TURİZM A.Ş.</b>
<b>GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.</b>
<b>HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.</b>
<b>KARSAN OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>KONYA ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.</b>
<b>KRON TELEKOMUNİKASYON HİZMETLERİ A.Ş.</b>
<b>LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>
<b>LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK TURİZM EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHUT A.Ş.</b>
<b>LÜKS KADİFE TİCARET VE SANAYİ A.Ş.</b>
<b>MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.</b>
<b>MEPET METRO PETROL VE TESİSLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.</b>
<b>NETAŞ TELEKOMUNİKASYON A.Ş.</b>
<b>OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.</b>
<b>ÜTOPIYA TURİZM İNŞAAT İŞLETMECİLİK A.Ş.</b>
<b>YAPRAK SÜT VE BESİ ÇİFTLİKLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</b>

## ÖZGEÇMİŞ

Damla EKER..., 2003 yılında Dumlupınar İlkokulu'nu; 2006 yılında Yunus Emre Lisesi'ni; 2011 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi - İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nü; 2014 yılında da Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı yüksek lisans programını bitirdi. 2015 yılında, Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı'nda doktora programına başladı. Halen Karadeniz Teknik Üniversitesi - Araklı Ali Cevat Özyurt Meslek Yüksekokulu'nda "öğretim görevlisi" olarak çalışmaktadır.

EKER, bekâr olup İngilizce bilmektedir.