



THE CORPORATE GOVERNANCE AND THEIR EFFECT ON PUBLIC COMPANIES

DOI: 10.17261/Pressacademia.201519776

Mehmet Sukru Tekbas¹, Harun Guzeldere²

¹ Turkish-German University, tekbas@tau.edu.tr

²TUBITAK, TUSSIDE, harun.guzeldere@tubitak.gov.tr

Keywords

Corporate governance,
firm value, firm
performance,
transparency, literature.

ABSTRACT

After the financial crises and corporate scandals the importance of corporate governance practices have begun to be realized better around the World. Like the 2008 financial crisis that affected the international markets financial, the lack of transparency applications may adversely affect the financial stability and integrity. The principles of transparency and disclosure that located on focus of Corporate Governance Principles published by OECD and other international organizations, were established by companies to form the standards for the disclosure policy of shareholders and all other stakeholders. Both potential investors and all other stakeholders are expected to be informed about the company's objectives, management structures, policies and practices, objectives and expectations for the future in the scope of these principles. In recent years, when the investors assess the firms, in the scope of company's investor relations, they have taken transparency and public disclosure practices into account besides to financial performance. Due to this reason, the transparency level of the firm, can affect the cost of capital and thus firm value and performance. In this study, a literature research have been conducted that examined the impact of corporate governance practices on the performance and value of firms. It can be seen in these studies that results varies based on the scopes, methods, and indexes used for corporate governance.

JEL Classification

C13, G21, G30

HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE KURUMSAL YÖNETİM VE ETKİLERİ

Anahtar Kelimeler

Kurumsal yönetim, firma
değeri, firma
performansı, şeffaflık,
literatür,

ÖZET

Kurumsal Yönetim uygulamaları uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizler ve şirket skandallarından sonra bütün dünyada daha iyi anlaşılmaya başlanmıştır. 2008 yılında uluslararası piyasaları etkileyen finansal krizde olduğu gibi şeffaflık uygulamalarının eksikliği finansal istikrar ve bütünlüğü olumsuz olarak etkileyebilmektedir. OECD ve uluslararası kuruluşların yayımladıkları kurumsal yönetim ilkeleri odağında yer alan kamunun aydınlatılması ve şeffaflık ilkesi şirketlerin hissedarlarına ve diğer tüm menfaat sahiplerine yönelik bilgilendirme politikalarına ilişkin standartları oluşturmak üzere tesis edilmiştir. Gerek potansiyel yatırımcıların, gerekse diğer tüm menfaat sahiplerinin; şirketin amaçları, yönetim yapıları, politika ve uygulamaları, geleceğe ilişkin hedef ve beklentileri hakkında bu ilkeler kapsamında bilgilendirilmeleri beklenmektedir. Son yıllarda yatırımcılar, firma hakkındaki değerlendirmelerini yaparken, finansal performanslarının yanında, yatırımcı ilişkileri çerçevesinde kamuya açıklama ve şeffaflık uygulamalarını da dikkate almaktadırlar. Bu nedenle firmaların şeffaflık düzeyleri, sermaye maliyetlerini ve dolayısıyla firma değeri ve performanslarını etkileyebilmektedir. Bu çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ve performanslarına etkilerini inceleyen literatür taraması yapılmıştır. Bu çalışmalarda da görüleceği üzere yapılan çalışmaların boyutları, uygulanan yöntemler ve kurumsal yönetim uygulamaları için kullanılan endeksler sonuçların çok farklı olabilmelerine neden olmaktadır.

JEL Sınıflandırması

C13, G21, G30

1. GİRİŞ

Asimetrik bilgi olarak tanımlanan bilginin paylaşımına ilişkin problemler piyasaların etkinliğini tehdit etmektedir. Piyasadaki bilgi asimetrisinin en aza indirilmesinin en temel koşulu, yatırım kararlarının verilmesi sürecinde, yeterli bilginin piyasa katılımcılarına zamanında sunulması yoluyla yatırımcı ile kurulan ilişkinin kalitesi ve sıklığının artırılmasıdır. Bu noktada şeffaflık sermaye piyasaları için ayrı bir önem kazanmaktadır.

Günümüzde halka açık şirketlerin yatırımcı ilişkileri politikaları, firma değerini ve firma performansını etkileyen unsurlar içinde yer almaktadır. Yatırımcılar ve yatırımcıları yönlendiren analistler, firma hakkındaki değerlendirmelerini yaparken, artık finansal performans kadar firmanın yatırımcı ilişkileri çerçevesinde şeffaflık uygulamalarını da dikkate almaktadır. Şeffaflık uygulamalarına daha çok yer veren firmalar için öngörülen risk oranı da daha düşük olmaktadır. Bu durum firmalara sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti için avantaj sağlarken, sermaye piyasalarının da etkinliğine katkıda bulunmaktadır. Bu bağlamda şirketlerde şeffaflığının geliştirilmesi önemli bir olgu haline gelmektedir.

Literatür taramalarında incelenen çalışmalarda şeffaf işletmelerin hisse senetlerine ilgisi birçok çalışmaya konu olmuştur. Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin özsermaye maliyetlerine ve firma performanslarına etkileri konusunda çok farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışmada gelişmiş piyasalarda ve gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmalar ile birlikte kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkileri incelenecek, gelişmiş olan piyasalar ve gelişmekte olan piyasalar arasında ne tür benzerlikler ve farklılıklar olduğu açık bir şekilde ortaya konulacaktır.

2. ASİMETRİK BİLGİ KAVRAMI, ŞEFFAFLIĞIN ÖNEMİ

Tasarruf ve yatırım kararlarının ayrı birimler tarafından alındığı ekonomik yapılanmada, sermaye piyasası, bu kararların koordinasyonunu ve kaynakların etkin dağılımını sağlayarak önemli bir görevi yerine getirmektedir. Yatırım kararlarını verecek olan tasarrufçu açısından, piyasadaki çeşitli yatırım fırsatları arasından seçim yapabilmek için alternatif yatırım fırsatları hakkında bir bilgi akışının olması gereklidir. Yatırımcı, topladığı ve değerlendirdiği bilgiler ışığında yatırım tercihlerini belirleyecektir. Bu durumda, piyasadaki etkinliği bozabilecek önemli aksaklıklardan biri, taraflar arasındaki bilgi akışında oluşabilecek sorunlar, kısacası asimetrik bilgi dağılımının ("asimetrik bilgi dağılımı" bundan sonra "asimetrik bilgi" olarak kullanılacaktır) varlığıdır.

Bilginin piyasalarda paydaşlar arasında eşit, simetrik ve homojen dağılmaması asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmaktadır. Bilgi asimetrisi, bir işleme konu olan taraflardan birinin söz konusu işlem için önemli olan bilgilere, diğer tarafa göre daha fazla sahip olması olarak ifade edilmektedir.

Asimetrik bilginin olduğu durumlarda daha fazla bilgiye sahip olan taraflar, bu bilgileri kullanarak diğer taraflara göre daha fazla menfaat elde edeceklerdir (Ökte, 2011).

Piyasa etkinliğinin ve yatırımcı güveninin artırılması için bilgi asimetrisinin en aza indirilmesi gerekmektedir. Yatırım kararlarının verilmesi sürecinde, yeterli bilginin piyasa katılımcılarına zamanında sunulması yoluyla yatırımcı ile kurulan ilişkinin kalitesi ve sıklığının artırılmasıdır. Bu noktada şeffaflık sermaye piyasaları için ayrı bir önem kazanmaktadır.

Şeffaflık, şirketlerin rekabet güçlerini tehlikeye sokacak ticari sır niteliğindeki, henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, gerçeği yansıtan, kapsamlı, karşılaştırılabilir, kolayca analiz edilebilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bir şekilde kamuya sunulmasını ifade etmektedir (SPK, 2005).

Ticari sır kapsamında olmayan ve şirketin rekabet gücünü engellemeyecek bilgilerin bu bilgilerden yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde açıklanması olarak tanımlanan şeffaflık, uluslararası yaklaşımların hemen hepsinde kurumsal yönetimin odağında yer almaktadır. Faaliyet sonuçlarına ilişkin bilgilerin açıklanması, gerek potansiyel yatırımcılar için gerekse diğer tüm menfaat sahipleri için kontrol ve karar verme süreci açısından yeterli olmamakta, artık finansal bilgilerle birlikte şirketin temel amaçlarının, yönetim yapılarının, politika ve uygulamalarının, geleceğe ilişkin hedef ve beklentilerinin de kamuya açıklanması beklenmektedir.

Şeffaflık kavramı, kamunun bilgilene ihtiyacı/talebi ile işletmenin ticari sırlarını saklama hakkının kesişme noktasında yer almaktadır. Kamunun bilgilene ihtiyacı, menfaat sahiplerinin; işletmenin mevcut finansal durumu, yönetimi, faaliyetleri, strateji ve politikaları, geleceğe ilişkin hedef ve planları ile ilgili bilgilene anlamına gelmektedir. İşletmenin sır saklama hakkı ise, işletme ile ilgili tüm bilgilerin işletmenin faaliyetlerini aksatmayacak ve rekabet gücünü zayıflatmayacak şekilde toplanmasının, kullanılmasının ve açıklanmasının kontrolünü elinde tutması anlamına gelmektedir (Borgia, 2005).

Günümüzde finansal piyasalarda artık etik bir zorunluluk olarak kabul edilen şeffaflık, uluslararası finansal sistemlerin yapılanmasında ve bu sistemlerde yer alan ulusal ve uluslararası kuruluşların daha etkin ve daha rekabetçi olarak faaliyetlerini sürdürmelerinde, giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Özellikle son yıllarda, uluslararası piyasalarda kurumsal yönetim uygulamaları çerçevesinde önemini artıran şeffaflığın, halka açık şirketler tarafından benimsenmesi bir zorunluluk haline gelmiştir. Şeffaflığın benimsenmesi ve artırılması çabaları, sadece şirket düzeyinde değil, finansal raporlama sürecinde yer alan tüm taraflarca yürütülmektedir.

Sermaye piyasalarında yaşanan küreselleşme olgusu çerçevesinde artan şeffaflık ihtiyacının, sadece finansal tablolarla giderilemeyeceği açıktır. Şirketler uluslararası alanda kabul görmüş kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi ile birtakım ek finansal ve finansal olmayan bilgileri de kamuya açıklamaktadırlar. Ancak bu bilgilerin, bir takım standartlar geliştirmek suretiyle, uluslararası bir formata sokulması, sermaye piyasalarında şeffaflığın artırılması için önemli bir adım olacaktır (Poroy Arsoy, 2008).

3. FİNANSAL PİYASALARA ŞEFFAFLIĞIN ETKİSİ

Sağlam ve iyi yönetilen şirketlerin, mali konumu, performansı, riski yönetme ve kontrol etme yeteneği hakkında kapsamlı, kesin, eksiksiz ve zamanında bilgi sunmaları teoriye göre avantajlı duruma geçmelerine neden olmaktadır. Bu nitelikteki şirketler, piyasadaki diğer şirketlere göre daha etkin olarak sermaye piyasalarını kullanmaktadırlar.

Piyasa mekanizması ticari ve finansal riskleri etkin bir şekilde ele alan firmaları ödüllendirmektedir. Ekonomi teorisi, artan şeffaflık kavramını desteklemekte ve daha fazla bilginin ekonomide kaynakların dağılımını ve etkinliğini sağlayacağını iddia etmektedir (Vishwanath and Kaufmann, 2001).

Şeffaflığın arttırılması sonucu tüm menfaat sahipleri için daha fazla kullanılabilir bilgi ihtiyacının karşılanması ile şirketin piyasa etkinliği artacak, şirket hakkındaki bilgilerin zamanında ve doğru iletilmesi yatırımcıların gerek sermaye piyasalarına gerekse o şirketin pay senetlerine karşı güvenlerinin artmasına yol açacaktır. Şeffaflığın sağlanmasıyla tüm menfaat sahiplerine bilgiye eşit erişim olanağı sağlanarak piyasa veya şirket hakkında gerçek bilgilerin ihtiyaç sahipleri tarafından temin edilebilmesine, böylece karar vericilerin tutarlı davranmalarına yol açarak piyasalarda şirketlere ait pay senetlerinin fiyat oynaklığını azaltacaktır (Board v.d., 2002).

Bilgi akışındaki düzensizlikler, piyasalarda krizlerin daha sık oluşmasına neden olmaktadır. Bilgilendirme sürdüğü müddetçe piyasa mekanizması disiplini daha erken ve etkin çalışabilir. Bilgilendirmelerin zamanında yapılması piyasalarda yaşanan krizlerin şiddetini azaltmaktadır. Çünkü düzenli yapılan bilgilendirmelerle karar alıcılar mevcut durum hakkında bilgi edinmekte ve bu bilgilere göre karar vermektedirler.

Şeffaflık, sermaye piyasalarında finansal istikrar için gerekli bir unsurdur. 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizde olduğu gibi şeffaflık uygulamalarının eksikliği, finansal istikrarı ve bütünlüğü olumsuz olarak etkileyebilmektedir. Şeffaflık uygulamaları ile birlikte, serbest piyasa mekanizması bilgi akışını firmalardan yatırımcılara erken ve etkin bir şekilde aktararak disiplini sağlamaktadır. Buna ilave olarak şeffaflık, belirsizlik zamanlarında piyasa oyuncularına bilgi sağlayarak piyasaların istikrarına katkı sağlar ve açıklanmış politikaların etkinliğine yardımcı olur.

Zamanında kamuya yapılan bilgilendirme, piyasada yaşanabilecek krizlerin maliyetini azaltır ve karar vericilerin piyasada yaşananlar hakkında daha fazla bilgi sahibi olmasını sağlar.

Sonuç olarak, şeffaflık paydaşların bilgi ihtiyacının karşılanması ve şirketin piyasa etkinliği ile yatırımcı güveninin artmasına katkı sağlar. Bilgi asimetrisini ve piyasalarda şirkete ait pay senedinin fiyat oynaklığını azaltır. Yatırımcıların iyi firmalardan kötü firmaları ayırt edebilmelerine ve yatırım kararlarını vermelerine yardım etmek suretiyle, finansal krizler zamanında daha kırılğan firmaları tespit edebilmelerine olanak sağlar.

4. ŞEFFAFLIK VE BİLGİNİN ÖNEMİ

Şeffaflık ile ilgili yapılan tüm tanımlamalardan görüldüğü üzere, şeffaflık ve kamuyu aydınlatmada en önemli unsur bilgidir. Yapılan tüm çalışmalar, düzenlemeler ve uygulamalar hangi bilgilerin, hangi standartta ve hangi yollarla kamuya paylaşılması gerektiğine yöneliktir. Şeffaflığın sağlanması piyasaya duyulan güvenin sağlanması için şirketlerin menfaat sahiplerine sağladıkları bilginin doğruluğu erişilebilirliği, ulaşılabilirliği ve güvenilirliği ile belirlenir

Bilginin doğru olması, tüm menfaat sahipleri açısından kullanılacak bilginin kapsamlı ve güvenilir olarak sunulmasını sağlayacak ilgili verileri ifade etmektedir. Kapsamlı veriler, şirketin sahiplik yapısı, performansı ve yönetimi ile ilgili tam bilgi sağlayan verilerdir (Bandsuch v.d., 2006). İlgili veriler, menfaat sahiplerinin elde etmek isteyecekleri bilgilerin sunulmasını sağlayan verilerdir. Bilginin erişilebilir olması tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarının korunması için, bilgilere bu kişilerin eşanlı, eşit bir biçimde ve kolaylıkla erişmesi olarak ifade edilir. Bilginin açık olması ortalama bir menfaat sahibinin elde ettiği bilgiyi anlayabilmesi, önemini kavrayabilmesi ve buna

göre hareket edebilmesidir. Bu yüzden bilginin aynı zamanda açık olması da gerekmektedir. Bilgi kullanıcılarının eğitim ve beceri düzeyleri, sunulan bilginin, kullanım ve yorumlamalarında farklılıklar meydana getirecektir. Burada önemli bir husus da bilginin eşit koşullarda sağlanmasıdır.

Kavramsal çerçevede şeffaflık uygulamalarında bilginin niteliksel özelliğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bununla birlikte şeffaflık kapsamında açıklanacak bilgilerin tüm paydaşlar için anlaşılabilirlik, ihtiyaca uygunluk, güvenilirlik, karşılaştırılabilirlik ve maddesellik özelliklerini taşıması gerekmektedir (Poroy Arsoy, 2008) (TBB, 2002).

Literatürde konuyla ilgili yapılan çalışmaların çoğu, şeffaflık ile ilgili düzenleme, uygulama ve bilgilerin, hangi formatta, hangi araçlarla ve hangi sıklıkta kamuya sunulması gerektiğini belirlemeye yöneliktir.

Piyasa mekanizması, risklerini etkin bir şekilde yöneten şirketleri ödüllendiren, risk yönetimi yetersiz ve ihtiyatsız olanları da cezalandıran bir disiplin anlayışına sahiptir. Bununla beraber piyasa disiplini ancak, karar alıcıların şirket faaliyetleri ile bu faaliyetlerin riskleri konusunda zamanında ve güvenilir bilgi temin etmeleri suretiyle sağlanabilir. Bu nedenle şirketlerin piyasa gelişmelerine ve kendi faaliyetlerinin karmaşıklığına göre piyasalara yeterli ve anlamlı bilgi sunmaları gerekir.

5. ŞEFFAFLIĞIN ÖNÜNDEKİ ENGELLER

Piyasaların istenilen bilgiyi istenilen oranda ve istenilen zamanda paylaşma konusunda isteksiz oldukları görülebilmektedir. İhtiyaç duyulan bilginin bilgiyi sunanlar tarafından toplanması, tasnif edilmesi ve daha sonra da kamuoyuna duyurulması, beraberinde birtakım maliyetlerin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Bu noktada bilgi sağlayanlar, kamuoyu bilgilendirmelerinden sağlayacakları marjinal yararları bunun marjinal maliyeti arasında bir denge kurmaya çalışacaklardır ki bu da tamamen şeffaf olmak yerine daha az şeffaf olunmasının tercih edilmesine yol açabilmektedir. Maliyetlerdeki bu artışın bilgiyi kullanacak olanlara aktarılması şeffaf olmanın doğasına aykırıdır.

Çünkü kararlardan etkilenenlerin beklentisi karar alıcılarca karşılanması gereken bir koşul halini almaktadır (Karan ve Karaçabey, 2003).

Bilginin kamuoyuna açıklanmaması için bazı stratejik nedenler etkili olabilmektedir. Kamuya açıklanmayan veya kamuoyunun bilgisine sunulmayan bilgiden, kar elde etme ihtimali bulunmaktadır. Stratejik olarak birbiriyle bağlantılı firmaların olması durumunda, daha fazla bilginin açıklanması rekabet avantajının kaybolmasına ve sonuçta firma karlılığının azalmasına neden olabilir. Açıklanan bilgi şirketlerin piyasada rekabet güçlerini azaltıcı ve rakiplerine avantaj sağlayacak nitelikteyse bu bilgi üçüncü kişilerce paylaşılacak istenmeyecektir (TBB 2002) (Karan ve Karaçabey, 2003).

Son olarak, sektör veya ekonomi içindeki karşılıklı ilişki içindeki şirketlerin varlığı, şirketlerden biri için ulaşılan sonuçların, diğerleri için de kullanılmasına imkan verebilmektedir. Teorik çalışmalara göre bu durumda bilginin yayılması ekonomik verimliliği tehlikeye sokabileceği gibi girişimcilerin ve firmaların sosyal olarak uygun olan bilgi seviyesine ulaşmalarına engel oluşturabilir (Tuzcu, 2004).

6. ŞEFFAFLIK VE KURUMSAL YÖNETİM

Tüm dünyada özel sektöre güvenin artmasıyla birlikte, kurumsal yönetim kalitesi yasalara uygunluk ve kamu güveninin oluşturulması açısından giderek daha da önemli hale gelmektedir. Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları sadece kaynakların boşa harcanmasını önleyen iyi bir muhafız olarak değil, aynı zamanda birçok ülkede talep edilen finansal şeffaflık, ortaklık faaliyetlerinin kontrol edilmesi ve yatırımcıların korunması konusunda önemli bir araç olarak da görülmektedir.

Bu nedenle, gerek kamu sektörü gerekse özel sektör, yatırımcıların güvenini koruyabilmek amacıyla başarılı kurumsal yönetim anlayışı şartlarını oluşturmak ve geliştirmek durumundadır (Uyar, 2004).

Şeffaflık uygulamaları, kurumsal yönetim kalitesinin önde gelen göstergelerinden biridir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamaları ile ilgili olarak finansal tabloları, faaliyet raporları vb. araçların içeriğine yönelik derecelendirme kuruluşları tarafından çeşitli çalışmalar yapılmaktadır. Bu kuruluşlar tarafından yapılan çalışmalarla, şirketler ve ülkeler kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamalarında gösterdikleri performanslar açısından değerlendirilerek, endeksler oluşturulmakta ve karşılaştırmalar da yapılmaktadır. Bununla birlikte bu uygulamaların, sermaye piyasaları ile ilişkisi ve firmaya performanslarına olan etkileri üzerine yoğun araştırmalar yapılmaktadır.

7. ŞEFFAFLIĞIN SAĞLANMASINDA DÜZENLEMELER

Toplumda şirket faaliyetlerinden etkilenen tarafların varlığı, yasal otoriteleri sermaye piyasalarında bu grupların haklarını korumak amacıyla birtakım standart ve kurallar oluşturmak ve bu düzenlemelere uygunluğu denetlemeye yöneltmektedir (Tuzcu, 2004). Sermaye piyasalarında yapılan düzenlemelerin en temel iki amacı yatırımcının korunması ve piyasa etkinliğinin artırılmasıdır. Bilginin kamuoyuna zamanında ve doğru aktarılması ile yatırımcıların korunması ve piyasaların düzgün işleminin sağlanması amaçlanmaktadır.

Kamuya bilgilerin doğru aktarılması ile mevcut ve potansiyel yatırımcılara şirket yönetimi ve performansı hakkında bilgi iletilmekte, yatırımcıların bu bilgiler ışığında hareket etmesi sağlanmaktadır.

Kurumsal yönetim kavramı ilk olarak, İngiltere’de yönetici ücretleri gibi bazı konuların yönetim kurulu sorumluluğunun yerine getirilmesini engellediğine ilişkin eleştiriler ve büyük şirketlerin beklenmedik başarısızlıklarından sonra Sir Adrian Cadbury başkanlığındaki bir komite tarafından hazırlanan ve kısaca “Cadbury Raporu” olarak da adlandırılan 1992 tarihli Rapor ile tartışılmaya başlanmıştır (Cadbury, 1992).

Cadbury Raporu, CEO ve yönetim kurulu başkanının görevlerinin ayrılması, yönetim kurulunun dengeli oluşumu, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin seçim süreci, çeşitli komitelerin rolleri, finansal raporlamada şeffaflık ve iyi içsel kontrol için gerekli unsurlar üzerinde pek çok tavsiye sunmuş, ayrıca bunları şirketlerin uymaları gereken standartlar olarak belirlemiştir. Cadbury Komitesi tarafından oluşturulan öneriler dünya çapında kabul edilen bir model haline gelmiş, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni belirlerken bu önerileri dikkate almıştır.

Dünyada kurumsal yönetim alanında belirli bir çerçeve oluşturmaya yönelik yapılan en önemli çalışmalardan birisi OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'dir.

1998 yılında bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi; hükümetler, diğer ilgili uluslararası örgütler ve özel sektör temsilcileri ile birlikte OECD'yi kurumsal yönetim standartlarını ve buna ilişkin çerçeve ilkeler dizisini geliştirmeye çağırıştır. Yapılan çalışmalar sonucunda, "adillik", "şeffaflık", "hesap verebilirlik" ve "sorumluluk" olarak belirlenen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD Bakanlar Kurulu tarafından 1999 yılında onaylanmış, 2004 yılında çeşitli değişikliklerle revize edilmiştir (OECD, 2004).

ABD'de yaşanan WorldCom ve Enron gibi muhasebe skandalları veya İtalya'daki Parmalat olayları gelişmiş ülkelerde ve bu ülkelerdeki şirketlerde bile muhasebe ve finansal uygulamalara dayalı eksikliklerden kaynaklanan problemlerin giderilmesinde yetersiz kalılabildiğini göstermektedir. Özellikle Amerika'da meydana gelen Enron skandalı ile birlikte sadece gönüllülük esasına dayalı bir kurumsal yönetim anlayışının yeterli olmayacağı konusunda yoğun tartışmalar yaşanmış ve ardından 2002 yılında Sarbanes-Oxley Kanunu yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla piyasaya duyulan güvenin yeniden sağlanması için zamanında doğru ve güvenilir bilgilerin kamuoyuyla paylaşılması hususunda firmalara zorunluluk getirilmektedir. Yine aynı şekilde Avrupa Birliği'nin Şeffaflık Direktifi 2004 yılında kabul edilmiş ve burada sermaye piyasalarının etkinliğinin artırılması için şeffaflığın da artırılması gerektiği hususu ön plana çıkmıştır. Bu düzenlemeleri, dünyadaki diğer ülkelerde yapılan benzer düzenlemeler takip etmiştir.

Ülkemizde ise bu alanda TÜSİAD'ın öncü rolü ön plana çıkmakta, bunu SPK takip etmektedir. 2001 yılında TÜSİAD çatısı altında oluşturulan çalışma grubunun çabalarıyla, 2002 yılında hazırlanan "Kurumsal yönetim: En iyi uygulama kodu" rehberi ülkemizde bu alandaki ilk uygulama niteliğindedir.

Bu çalışmanın ardından Sermaye Piyasası Kurulu, 2003 yılında "Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri" çalışmasını yayımlamış, uluslararası gelişmeleri dikkate alarak 2005 ve 2010, 2011 2012, 2013 ve 2014 yıllarında bu ilkeleri güncellemiştir. 2011 yılında 654 Sayılı KHK'nın SPK'ya vermiş olduğu yetki doğrultusunda ilkeler, ulusal ve uluslararası finansal gelişmeler dikkate alınarak değişiklikler yapılmak suretiyle SPK tarafından tebliğ niteliğinde bir düzenlemeye dönüştürülmüştür. Bu düzenleme ile Kurumsal Yönetim İlkeleri yeniden ve daha ayrıntılı olarak düzenlenmiş ve payları Borsa İstanbul'da işlem gören özel sektörde ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketlere, mezkûr ilkelerin önemli bir bölümüne uyma zorunluluğu getirilmiştir.

Yukarıda da değinildiği üzere şeffaflığın birtakım maliyetleri de vardır. İşte bu durumda düzenleyici otorite şeffaflığın faydaları ile maliyetleri arasında bir denge kurmalıdır.

Şeffaflığın artırılması konusunda atılacak adımların belki de en başında her sektörde iyi yönetim standartlarının uygulanması ve yönetimde şeffaflığın artırılması esası gelmektedir (TTBB, 2002).

Şeffaflığın artırılması için yasal düzenlemeler yapılması tek başına yeterli olmamaktadır. Bu yasal düzenlemelere şirketlerin uyum göstermesi de gerekmektedir. Bazen yasal düzenlemelere gerekli hassasiyet gösterilmemekte veya gösterilememektedir. Şeffaflık sonucunda şirketler bir fayda elde ediyorlarsa yasal düzenlemelere uyum sağlamaya devam edeceklerdir. Ayrıca şirketlerin mevcut mevzuata ne derece uyduklarının, bağımsız kurum ve kuruluşlar tarafından denetlenmesi de şeffaflığı güçlendirecektir.

Bu süreçte, öncelikle şeffaflığın artırılmasının ekonomik faydanın artmasını sağlayıp sağlamayacağı konusu netleştirilmeli ve eğer şeffaflığın artırılmasının gerekli olduğuna karar verilmişse kamuya açıklanacak bilgilerin niteliğinin belirlenmesi ve bu bilgilerin hangi kurumlara ve nasıl açıklanacağına ilişkin yükümlülükler tespit edilmelidir. Son aşamada ise düzenleyici politikalar ve kurumsal altyapı, ilgili piyasanın koşullarına göre şekillendirilmeli, bu kapsamda muhasebe politikaları dâhil tüm kamuyu aydınlatma uygulamalarının nihai hedef olarak sunulan bilginin güvenilirliğini artırmaya, geliştirilmesine yönelik gereken özen gösterilmelidir (Vishwanath ve Kaufmann, 1999).

Piyasadaki bilginin arttırılmasına yönelik olan çözüm önerilerinden, kamu düzenlemeleri yoluyla finansal piyasalarda şeffaflığın artırılarak piyasa disiplininin sağlanmasının son dönemde ön plana çıktığı görülmektedir.

8. LİTERATÜR İNCELEMELERİ

Kurumsal yönetim uygulamaları sermaye maliyetleri, firma değerleri, firma finansal ve faaliyet performansları arasındaki ilişki ulusal ve uluslararası piyasalarda birçok çalışmaya konu olmuştur. Bu çalışmalarda firma değeri temsilcisi olarak; Tobin's Q oranı, piyasa değeri defter değeri oranı, fiyat kazanç oranı, fiyat nakit akımı oranı ve fiyat satış oranı, finansal performans göstergesi olarak hisse senetlerinin getirisi veya düzeltilmiş normalüstü getirileri, faaliyet performans göstergesi olarak da aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı kullanılmaktadır.

8.1. Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişki

Şirketlerin şeffaflık düzeylerinin sermaye maliyeti, likidite düzeyi, firma değeri ve firma performansına olan etkileri, hayli önemli ve ilgi uyandıran bir konu olarak kabul edilmektedir. Botosan (1997) ve Ashbaugh v.d. (2004) ABD piyasalarını kapsayan çalışmalarında, yüksek kamuya açıklama derecesine sahip firmaların, düşük sermaye maliyetine sahip oldukları sonucuna ulaşmıştır. Botosan ve Plumlee (2001) çalışmalarında, daha fazla şeffaflığın daha düşük bir sermaye maliyeti sağladığı, kamuya açıklama skorları yüksek olan hisse senetlerinin, beklenen sermaye maliyetinin daha düşük olduğu belirtilmiştir. Richardson ve Welker (2001) kamuyu daha fazla bilgilendiren işletmelerin sermaye maliyetlerinin düşük olduğunu ortaya koymaktadır.

Lambert v.d. (2007) şeffaflık düzeylerini artıran şirketlerin, sermaye maliyetlerini düşürerek ekonomik ve istatistiksel olarak anlamlı fayda elde ettiklerini belirtmektedirler.

Chen v.d. (2009) Asya'daki gelişmekte olan piyasaları kapsayan çalışmalarında özellikle gelişmekte olan piyasalarda firma düzeyinde kurumsal yönetimin özsermaye maliyeti üzerindeki etkisini ve bu etkinin yatırımcıların ülke düzeyinde yasal olarak korunmalarına göre nasıl değişiklik gösterdiğini 14 gelişmekte olan ülke için incelemişlerdir. Araştırmacılar firma düzeyindeki kurumsal yönetimin bu piyasalarda özsermaye maliyeti üzerinde istatistiki olarak anlamlı negatif etkisi olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Cai v.d. (2002), Patel ve Dallas (2003), Garay ve Gonzalez (2008) ve Leal ve Carvahal-da-Silva (2005)'da yaptıkları çalışmalarda daha büyük şirketlerin daha iyi şeffaflık uygulamalarına sahip olma eğilimlerinin bulunduğu dair kanıtlar elde etmişlerdir.

8.2. Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri temsilcilerinden Tobin's Q oranı arasındaki ilişkiyi inceleyen ve Türkiye'de yapılan çalışmalardan Süer (2011) herhangi bir ilişki bulunmadığı yönünde, Yıldırım (2007) ise kurumsal yönetim endeksi ile Tobin's Q oranı arasında anlamlı pozitif ilişkiler bulunduğu yönünde sonuçlara ulaşmışlardır. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, ABD piyasaları için Brown ve Caylor (2004, 2006), Gompers, Ishii ve Metrick (2003), Japonya piyasaları için Hiraki vd. (2003) kurumsal yönetimin firma değerini Tobin's Q oranı özelinde arttırdığı, Kanada piyasaları için Gupta vd. (2006) firma değerini azalttığı yönünde sonuçlara ulaşmışlardır. Gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalardan Brezilya piyasaları için Leal ve Silva (2005), Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007), Yunanistan piyasaları için Kanellos ve Karathanassis (2007), Venezuela piyasaları için Garay ve Gonzalez (2008) ve Kore piyasaları için Black, Jang ve Kim (2012) kurumsal yönetim uygulamalarının Tobin's Q oranı özelinde firma değerini arttırdığı, Endonezya piyasaları için Herly ve Sisnuhadi (2011) firma değerini azalttığı yönünde sonuçlara ulaşmışlardır.

Firma değeri ile kurumsal yönetim uygulamalarının fiyat kazanç oranı özelinde firma değeri üzerinde etkisini ortaya koymak için yapılan Türkiye'de yapılan çalışmalardan Akdoğan (2009) herhangi bir ilişki bulunmadığı yönünde Özbay (2009) ise fiyat kazanç oranı arasında anlamlı negatif ilişkiler bulunduğu yönünde sonuçlara ulaşmışlardır.

Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, İtalya piyasaları için Regalli ve Soana (2012) pozitif anlamlı ilişki ortaya koymuşlardır. Firma değeri temsilcisi olarak alınan fiyat nakit akımı oranı ve fiyat satış oranı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkinin varlığını ortaya koymak için Türkiye'de yapılan çalışmalardan Özbay (2009) fiyat nakit akımı oranı ve fiyat satış oranı ile anlamlı negatif ilişkiler bulunduğunu, Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ise herhangi bir ilişki bulunmadığı yönünde sonuçlara ulaşmıştır.

Firma değeri temsilcisi olarak analize dahil edilen piyasa değeri defter değeri oranı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkilerin ortaya konulması için Türkiye'de yapılan çalışmalardan Süer (2011), Yıldırım (2007) herhangi bir ilişki olmadığı yönünde sonuçlara ulaşmışlardır. Uluslararası çalışmalarda elde edilen bulgular çok farklı sonuçlar vermektedir. Gelişmiş olan piyasalarda yapılan çalışmalardan, ABD piyasaları için Patel ve Dallas (2003) kurumsal yönetimin piyasa değeri defter değeri özelinde firma değerini arttırdığını, Japon piyasaları için Hiroyuki ve Pascal ise (2008) ise herhangi bir değişime neden olmadığını ileri sürmüşlerdir.

Gelişmekte olan piyasalarda yapılan çalışmalardan Patel, Balic ve Bwakira (2002) Asya piyasaları pozitif anlamlı ilişkiler, Brezilya, Polonya ve Kuzey Afrika negatif anlamlı ilişkiler elde etmişlerdir. Kore piyasaları için Black, Jang ve Kim (2012), pozitif ilişki elde ederken, Brezilya piyasaları için Leal ve Carvahal-da-Silva (2005) ise kurumsal yönetim ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmüşlerdir. Bu sonuçlar gelişmekte olan piyasalardaki sonuçların çok farklı olabileceğini göstermektedir.

Patel, Balic ve Bwakira (2002)'nın, 19 gelişmekte olan ülke piyasasına yönelik 354 firmayı kapsayan S&P şeffaflık ve kamuya açıklama derecelendirme endeksi kullanılarak ülkeler ve sektörler arasındaki şeffaflık düzeyleri karşılaştırdıkları çalışmada, Asya ve Kuzey Afrika'daki gelişmekte olan ülkelerdeki şeffaflık düzeylerinin Latin Amerika, Doğu Avrupa ve Orta Doğu'daki ülkelere göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sektörlerin şeffaflık düzeyleri arasında

herhangi anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı çalışmada, 3 yıllık trend değişiminde ise Brezilya, Polonya, Güney Afrika, Hindistan, Tayland ve Kore piyasaları için ekonomik sektörlerde farklılaşma yaşandığını belirtilmiştir. Piyasa defter değeri oranı ile şeffaflık ve kamuya bilgilendirme endeksi arasında yapılan korelasyon analizinde Asya piyasaları için istatistiksel olarak pozitif anlamlı ilişkiler elde edilmiş, Brezilya, Polonya ve Kuzey Afrika için istatistiksel olarak negatif anlamlı ilişkiler elde edilmiştir.

Klapper ve Love (2004), 14 gelişmekte olan ülke finansal piyasalarında kurumsal yönetimin etkileri üzerine çalışma yapmışlardır. Firma performansı ve firma değeri ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi saptamaya yönelik yapılan korelasyon analizlerinde; firma değeri ve firma performansı ile kurumsal yönetim endeks skorları arasında pozitif ve anlamlı ilişki olduğu ortaya konulmuştur. Kurumsal yönetim açısından, mevzuatı zayıf olan ülkelerdeki firmaların ortalama şeffaflık endekslerinin düşük olduğu savunulan çalışmada, ülkeler bazında endeks skorlarında çok büyük farklılıklar olduğu ayrıca ülkelerdeki kurumsal yönetime ilişkin yasal düzenlemelerin de firmaların şeffaflık seviyelerini doğrudan etkilediği belirtilmiştir.

Brown ve Caylor (2006), ISS'in (Institutional Shareholder Services) sağlamış olduğu verileri kullanarak, ABD piyasalarında 1868 firmanın dahil olduğu 51 farklı faktörden oluşan Yönetim Puanı (Gov Score) ile firma değeri arasındaki ilişkiyi ölçtükleri çalışmada, Gov-Score ile Tobin's Q oranı arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir. Hiraki, Inoue, Ito, Kuroki, Masuda (2003) Japon piyasaları için yapmış oldukları çalışmalarda kurumsal yönetim endeksleri ile Tobin's Q oranı arasında pozitif ve anlamlı sonuçlar elde etmişlerdir.

Bhagat ve Bolton (2008)'un GIM G Endeksi (Global Index Monitor), ve BCF Endeksi (Bebchuk, Cohen and Ferrell Index) gibi kurumsal yönetim endeksleri ile faaliyet performans ölçütleri kaldırıcı, aktif karlılığı, hisse senedi getirisi ve Tobin's Q oranını karşılaştırdıkları çalışmada, G kurumsal yönetim endeksinde meydana gelen %1'lik değişimin faaliyet performansında mevcut dönem %0,854, gelecek yıl %0,763, iki yıl sonra ise %0,287'lik bir değişime neden olacağı ileri sürülmektedir. GIM ve BCF endekslerinin firmanın mevcut ve gelecek yıldaki firma performansları ile pozitif ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Durnev ve Kim (2005) kurumsal yönetim endeksi ile firmaların piyasa değeri arasındaki ilişkinin tespit edilmesi için uluslararası piyasalarda işlem gören hisse senetlerini kullanmıştır. 27 ülkeden 859 büyük firmanın kullanıldığı çalışmada kurumsal yönetim endeksleri olarak CLSA kurumsal yönetim endeksi ve S&P tarafından açıklanan endekslerden faydalanmıştır. Çalışmada hem CLSA hem de S&P tarafından açıklanan kurumsal yönetim endeksleri ile Tobin's Q oranı arasında anlamlı ve pozitif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kanellos ve Karathanassis (2007), Atina Hisse Senedi Borsasında işlem gören hisse senetleri için oluşturmuş oldukları yönetim endeksi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ölçtükleri çalışmalarında, endeks kapsamına aldıkları şirketleri skorlarına göre üç portföye ayırmışlardır. En yüksek skordan en düşüğe göre şirketlere sırasıyla demokratik, yarı demokratik ve diktatör şirketler olarak sıralayıp, portföyler ile portföy performansları arasındaki ilişkiyi ölçmüşlerdir. Örneklemeye aldıkları firmaların çoğunluğunun yarı demokrasi sınıfına girdiği, bunu demokrasi sınıfına giren şirketlerin takip ettiği, en alt grupta ise diktatör şirketlerin bulunduğu çalışmada, demokratik şirketlerin Tobin's Q oranlarının diğer sınıflara göre daha yüksek olduğu sonucu elde edilmiştir. Bununla birlikte normalüstü getiri ile şeffaflık düzeyleri arasında anlamlı ve negatif ilişki ortaya çıktığı belirtilmektedir.

Efecik (2007), firmaların kamuyu aydınlatma düzeyleri ile firma değerleri ve firma karakteristikleri arasındaki ilişkiyi çoklu doğrusal regresyon analizi ile hesaplamıştır. Kamuyu aydınlatma düzeyi ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu öngörülmüştür.

Ancak sadece, firmaların fiyat kazanç oranı, kurumsal yatırımcı oranı ve halka açık kısım piyasa değerleri ile kamuyu aydınlatma düzeyi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Diğer değişkenler için anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Yürütülen her üç regresyon modelinde de, ortak sonuç, firmaların halka açık kısım piyasa değeri ile kamuyu aydınlatma düzeyleri arasında pozitif ilişki olduğu yönündedir.

Yıldırım (2007) çalışmasında, hisse senetleri BİST Ulusal 100 Endeksi "İmalat Sanayi Sektöründe ve BİST 100 endeksinde işlem gören 44 şirketin, 2002–2006 dönemindeki mülkiyet kontrol yapılarının finansal performansa etkilerine ilişkin sonuçları analiz etmiştir. Analiz sonuçlarına göre; örnekleme yer alan şirketlerde en büyük hissedarın pay oranının ortalama olarak %48 olduğu, en büyük hissedarın şirketlerdeki pay oranı en düşük %20; en yüksek %93 düzeyinde gerçekleştiği, bu şirketlerde en büyük hissedarın pay oranı ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişki incelendiğinde; en büyük hissedarın pay oranı ile aktif karlılığı, satışların karlılığı ve özsermayenin karlılığı gibi finansal performans göstergeleri arasında negatif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu, en büyük hissedarın pay oranı ile piyasa değeri ve Tobin's Q değeri gibi finansal performans göstergeleri arasında ise pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunduğu ve korelasyon tablosundaki veriler en büyük hissedarın pay oranı ile aktif karlılığı ve özsermayenin karlılığı arasında negatif yönlü zayıf bir ilişkiyi ifade ederken; en büyük hissedarın pay oranı ile Tobin's Q değeri arasında pozitif yönlü ancak zayıf bir ilişkinin var olduğunu gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Garay ve Gonzalez'in (2008), yapmış oldukları çalışmada; iyi kurumsal yönetim uygulamalarının Venezüella Caracas borsasında işlem gören 46 firma için firmaların değeri üzerinde güçlü bir etkisi olduğu gösterilmiştir.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların değeri ile arasındaki ilişkiyi ölçmeyi amaçlayan çalışmada, KYE'ye (Kurumsal Yönetim Endeksi) ilişkin oluşturulacak endeks ile ilgili sorularının her birinin detaylı bir analizi yapılmış ve CGI endeksi (Corporate Government Index) oluşturulmuştur. Çalışma sonuçlarına göre CGI endeksindeki %1'lik değişim, PD/DD'de %9,9, Tobin's Q oranında ise %2,7 değişime neden olmuştur.

Süer (2011), Türkiye'de kurumsal yönetimin firma değeri üzerindeki etkisini araştırmaya yönelik çalışmada, BİST 100 endeksinde yer alan firmalardan oluşan örnek kütleden 2009 yılına ait bilgiler toplanarak Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) oluşturmuştur. Modelde kontrol değişkenleri şirket büyüklüğü, aktif getiri oranı ve finansal kaldıraçtır. Kullanılan bağımlı değişkenlerden biri hisse başına piyasa fiyatının defter değerine bölünmesi suretiyle hesaplanan piyasa değeri defter değeri oranı, ikinci değişken firma aktiflerinin piyasa değerinin, defter değerine bölünmesiyle bulunan Tobin's Q (TQ) oranıdır. Kurumsal yönetim çalışmalarının pek çoğunda firma değerine ilişkin olarak bağımlı değişken için Tobin's Q oranının kullanıldığı gözlenmektedir.

Sonuç olarak regresyon modellerinde, KYE ile firma değeri arasında, TQ ile beklendiği gibi pozitif fakat istatistiksel olarak zayıf anlamlılık, F/DD ile yine pozitif fakat istatistiksel olarak anlamlı olmayan ilişkiler bulunmuştur.

Black, Jang ve Kim (2012), 2011 yılı için KSE’de işlem gören halka açık 515 Kore firması üzerine Kurumsal Yönetim indeksi (KCGI) oluşturmuşlardır. Bu oluşturulan endeks için firmalardan elde edilen bilgilerden yola çıkılarak 0-100 arası skorlar elde edilmiştir. Çalışmada oluşturulan bu endeks ile firmalara özgü çeşitli değişkenler arasında ilişkiler araştırılmıştır. Bağımsız değişkenler olan Tobin’s Q oranı, piyasa defter değeri oranı ve fiyat satış oranı ile oluşturulan KCGI endeksi arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

Çalışmada elde ettikleri istatistiksel kanıtlar, gelişmekte olan piyasalarda toplam kurumsal yönetim endeksinin Kore’deki halka açık şirketlerin daha yüksek piyasa değerini ve yüksek hisse senedi fiyatlarını açıklamada önemli ve nedensel faktör olarak ortaya koyduğunu ileri sürmektedirler.

8.3. Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

Hisse senedi getirileri ile ilgili Türkiye piyasalarına yönelik olarak yapılan çalışmalardan Churaev (2003), Akdoğan (2009) hisse senedi getirileri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında anlamlı ilişkiler bulunduğu yönünde sonuçlar elde edilirken, Dağlı v.d. (2010) ise herhangi bir ilişki olmadığı yönünde sonuçlar elde etmiştir. Uluslararası çalışmalar incelendiğinde gelişmekte olan piyasalardan Yunanistan için Kanellos ve Karathanassis (2007) endeks ile normalüstü getiriler arasında negatif ilişkiler bulurken, Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007), Yeni Zelanda piyasaları için Bathula (2008), pozitif ilişkiler bulmuşlardır. Gelişmiş piyasalardan ABD’de Ertuğrul ve Hedge (2009) ve Gompers, Ishii, Metrick (2003), Khanna, Palepu, Srinivasan (2004), pozitif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Gompers, Ishii, Metrick (2003), hisse senedi normalüstü getirisi ile kurumsal şeffaflık endeksi arasındaki ilişkiyi inceleyen 1990’lı yıllar boyunca ABD hisse senedi piyasalarında işlem gören 1500 şirket için yapmış oldukları çalışmalarında, kurumsal yönetim derecesi düşük olan şirketlerin hisse senetlerini satıp, yüksek olan şirket hisse senetlerini satın alan bir yatırımcı stratejisinin yıllık % 8,5 kadar normalüstü getiri elde ettiklerini hesaplamışlardır

Ertuğrul ve Hedge (2009), kurumsal yönetim skorları ile firma hisse senedi performansı ve faaliyet performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. ABD’deki üç önemli derecelendirme kuruluşu tarafından verilen kurumsal yönetim notlarının incelendiği çalışmada kullanılan değişkenler; aktif karlılığı, aktif devir hızı ve hisse senedi getirileridir. Çalışmada 2002 yılının skoru ile 2003 yılı performans arasındaki ilişkiler incelenmiştir.

Yazarlar BAR endeksi ile performans değişkenleri arasındaki ilişkiyi tek yıl olduğu için regresyon analizi ile ölçmeye çalışmışlardır. Bu analiz sonucunda BAR endeksi ile firma performans değişkenleri arasında anlamlı ilişki bulunmuş ancak şeffaflık skorlarının genel olarak gelecekteki firma performansını tahminde zayıf olduklarını belirlemişlerdir.

Khanna, Palepu, Srinivasan (2004) 24 Asya-Pasifik ve Avrupa ülkesinden toplam 794 firma için S&P tarafından geliştirilen şeffaflık ve kamuyu aydınlatma endeksi kullanılarak yapılan çalışmada, S&P şeffaflık endeksi ile piyasa değişkenleri arasındaki ilişkiler ortaya çıkarılmıştır. 2000 ve 2001 yılı verilerinin kullanıldığı çalışma kapsamında kullanılan veriler ile S&P tarafından kullanılan yıllık raporlar eşleştirilerek tasnif edilmiştir. Çalışmada korelasyon analizi uygulanmış olup, firma büyüklüğü ile beraber T&D derecelendirmesi, düzeltilmiş hisse senedi performansı (getiri) ile pozitif ve finansal kaldıraç ile negatif anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Leal ve Silva (2005) çalışmalarında, 24 sorudan oluşan anket üzerine oluşturulan CGI indeksi ile çeşitli değişkenler arasındaki ilişkileri ölçmeye çalışmışlardır. Çalışmada, Brezilya ve Şili firmalarının kurumsal yönetimin diğer etkenlerinden ziyade kamuya açıklama derecesi arttıkça daha iyi performans gösterdikleri belirlenmiştir. Firma büyümesi, firma riski, finansal kaldıraç ve firma büyüklüğünün kontrol değişkenleri olarak belirlendiği çalışmada, CGI indeksi ile firma değeri arasında istatistiksel olarak güçlü ve pozitif ilişki bulunmuştur. CGI endeksinde en kötü gelişmeden en iyi gelişme gösteren firmalar arasında 2002 yılında Tobin's Q değerinde % 38 daha fazla gelişme kaydedilmiştir.

8.4. Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Faaliyet Performans Arasındaki İlişki

Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma faaliyet performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen ve Türkiye'de yapılan çalışmalardan Yıldırım (2007) aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı ile kurumsal yönetim endeksi arasında anlamlı ve negatif ilişki, Akdoğan (2009) ise anlamlı ve pozitif ilişki bulmuşlardır. Gelişmekte olan ülkelerden Tayland piyasaları için Jiamsagul (2007) ve Yeni Zelanda piyasaları için Bathula (2008) yapmış oldukları çalışmalarda aktif karlılığı ile şeffaflık endeksleri arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler olduğunu tespit etmişlerdir. Gelişmiş ülkelerden ABD piyasaları için Bhagat ve Bolton (2008) çalışmalarında aktif karlılığı ile şeffaflık endeksleri arasında pozitif anlamlı ilişki, Ettredge v.d. (2002) negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Bauer, Guenster ve Otten (2004), Avrupa ve İngiltere için FTSE Eurotop 300'de yer alan şirketler üzerine yönetim standartları ile kazanç temelli firma performans değişkenleri arasındaki ilişkiyi ölçtükleri çalışmada, Deminor Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi (DGCR) ile firma performans değişkenleri olarak kullandıkları net kar marjı ve özsermaye getirisi arasında anlamlı negatif ilişki bulmuşlardır.

Cheung, vd. (2008) çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamaları ile firma performansları arasında herhangi bir ilişkiye rastlamamışlardır.

Ergincan ve Gürbüz (2004) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarının, bu ilkeleri yeteri kadar uygulamayan şirketlere göre daha yüksek olduğu, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin özsermaye kârlılığının daha yüksek olduğu, yüksek halka açıklık oranlarına sahip şirketlerin ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere güven duygusu verdikleri ve bu şekilde dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı buldukları sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçta kurumsal olarak iyi yönetilen şirketler, dış finansman kaynaklarından daha fazla yararlanma olanağına sahip olmaktadır.

Bhagat ve Bolton (2008)'un GIM G Endeksi (Global Index Monitor), ve BCF Endeksi (Bebchuk, Cohen and Ferrell Index) gibi kurumsal yönetim endeksleri ile faaliyet performans ölçütleri, aktif karlılığı oranını karşılaştırdıkları çalışmada, G kurumsal yönetim endeksinde meydana gelen %1'lik değişimin faaliyet performansında mevcut dönem %0,854, gelecek yıl %0,763, iki yıl sonra ise %0,287'lik bir değişime neden olacağı ileri sürülmektedir. GIM ve BCF endekslerinin firmanın mevcut ve gelecek yıldaki firma performansları ile pozitif ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bathula (2008) Yeni Zelanda hisse senetleri piyasasında, yönetim kurulu yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi, 2004 ile 2007 yılları arasında işlem görmüş 156 firma için yıllık verileri kullanarak genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi ile ortaya çıkarmaya çalışmıştır. Çalışmada firma performansı göstergesi olarak aktif getiri oranı kullanılmıştır. Elde edilen

bulgular aktif getiri oranı ile yönetim kurulu yapısı değişkenleri arasında anlamlı ve pozitif ilişki olduğunu göstermiştir.

ABD piyasaları için Ertuğrul Hedge (2009), üç farklı kurumsal yönetim endeksi ile özsermaye karlılığı arasındaki ilişki analizinde birinci kurumsal yönetim endeksi ile özsermaye karlılığı arasında zayıf ilişki, ikincisi ile pozitif ilişki, üçüncüsü ile negatif ilişki bulmuştur. Yine ABD piyasaları için Brown ve Caylor (2004) GovScore ve G-Index olarak iki kurumsal yönetim endeksi ile özsermaye karlılığı ilişkisini araştırdığı çalışmasında daha iyi GovScore endeksine sahip firmaların daha yüksek özsermaye karlılığına, daha yüksek G-Index skoruna sahip firmaların ise daha düşük özsermaye karlılığına sahip olduklarını belirtmişlerdir. İngiltere piyasaları için Bauer, Guenster ve Otten (2004) özsermaye karlılığı ile kurumsal şeffaflık endeksleri arasında negatif ilişki bulunduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Akdoğan (2009) çalışmasında, BİST 100 Endeksinde yer alan şirketlerin, SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyleri ile finansal performansları arasında ilişki olup olmadığını araştırmaktadır.

Bu çerçevede şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeylerine, standart ve mukayese edilebilir bir nitelik kazandırmak amacıyla kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapılmıştır. Finansal performansa ilişkin göstergeler, muhasebe ve piyasa performansı olmak üzere iki başlık altında incelenmiştir. Analiz sonucunda şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulama düzeyleri ile muhasebe performansı göstergeleri (aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı) arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

9. SONUÇ

Şirketlerin kaynak sağlamak amacıyla hisse senetlerini halka arz ederek veya tahvil ihraç ederek sermaye piyasalarına yönelmeleri, başta hissedarlar ve borç verenler olmak üzere bütün çıkar gruplarına performansları hakkında şeffaf bilgi sunmaları sorumluluğunu da beraberinde getirmiştir. Sadece faaliyet sonuçlarına ilişkin bilginin açıklanması, gerek pay sahipleri, gerek menfaat sahipleri grubunun tüm üyeleri ve gerekse potansiyel yatırımcılar için kontrol ve karar verme süreci açısından yeterli değildir.

Bu çalışma, finansal bilgilerle birlikte şirketin temel amaçlarının, yönetim yapılarının, politika ve uygulamalarının da kamuya açıklanması hususunda ticari sır kapsamında olmayan ve şirketin rekabet gücünü engellemeyecek bilgilerin, bu bilgilerden yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde açıklanması olarak tanımlanan kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri ve firma performansı arasındaki ilişkileri inceleyen çalışmaların taranması ve ilişki varsa olası nedenlerinin tespit edilmesi amacı ile yapılmıştır.

Kuramsal olarak kurumsal yönetim uygulamaları ile firma değeri ve performansları arasında pozitif bir ilişki olduğu savunulsa da literatürde çelişkili sonuçların elde edildiği görülmektedir. Bu çalışmada ülkemizde ve uluslararası piyasalarda yapılan çalışmalarda teorideki bulguları destekleyecek çalışmaların yanında teoriye aykırı sonuçlar bulan çalışmaların varlığı da gözlemlenmiştir.

Bu farklılıkların sebepleri irdelendiğinde, çalışma dönemi ve çalışmada kullanılan ekonometrik modellerin ve kullanılan şeffaflık endekslerinin de önemli olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal yönetim ve şeffaflık ile performans göstergeleri arasındaki ilişkilerin ortaya çıkarılması amacıyla yapılan çalışmalar incelendiğinde örneklem dönemlerinin tek dönem veya çok dönemler şeklinde ele alındığı görülmektedir.

Tek dönem yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçların tesadüfi olduğu mevcut değişimlerin sadece şeffaflık ile açıklanamayabileceği ve analizlerin içine diğer tüm faktörlerin eklenmemesi sonucu içselliğin meydana geldiği düşünülmektedir. Bununla birlikte birkaç dönem şeklinde oluşturulan örneklem veri setlerinin ise dönem uzunluklarının çok kısa olması, veri setine dahil edilen firma sayısının çok az olması, oluşturulan havuzun veri setinin çok düşük olması sorunları göze çarpmaktadır. Aynı zamanda birden çok ancak kısa dönemli analizlerde de ortaya çıkacak olan serbestlik derecesi sorununun, analizlerde sahte sonuçlara yol açabileceği düşünülmektedir.

Son olarak kurumsal şeffaflık kapsamında yapılacak çalışmalarda firma değeri temsilcisi veya performans göstergesi olarak kullanılacak değişkenlerin hesaplanmasında araştırmacıların farklı yöntemler kullanması ve istatistiki verilerin derlenmesinde çok farklı yaklaşımlar sergilenmesi çalışmalardaki sonuçların çok farklı olmasına neden olabilmektedir. Yapılan çalışmalarda sağlıklı sonuçlar alabilmek için uzun dönemli bir analiz yapılması gerektiği ve içselliğin önüne geçmek için literatürde yoğun olarak etkisi olduğu düşünülen değişkenlerin analize kontrol değişkeni olarak katılması ve bu şekilde değerlendirme yapılması gerektiği değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

Akdoğan, Yunus E. (2009), Kurumsal Yönetim ve İMKB 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama, Yayınlanmamış yüksek Lisans Tezi, Konya.

Arsoy, Poroy Aylin, (2008), Kurumsal Şeffaflık ve Muhasebe Standartları, Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, S II, s. 17-38.

Ashbaugh, Hollis, Collins, Daniel W., Lafond, Ryan, (2004), Corporate Governance and The Cost of Equity Capital, The Accounting Review, Vol.: 72(3), s. 329-349

Bathula, Hanoku, (2008), Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand , Yayınlanmamış Doktora Tezi, Auckland University of Technology.

Bauer, Rob, Guenster, Nadja, Otten, Roger, (2004), Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance, Journal of Asset Management, Vol.: 5-2, s. 91-104.

Bhagat, Sanjai, Bolton, Brian, (2008), Corporate Governance and Firm Performance, Journal of Corporate Finance, 14, s. 257-273,

Black, Bernard, S. Kim, Woochan, Jang, Hasung, Park, Kyung-Suh, (2012), How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea, ECGI - Finance Working Paper, No. 103, (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=1365945> (17.01.2014)

Borgia, Frammetta, (2005), Corporate Governance & Transparency Role of Disclosure: How Prevent New Financial Scandals and Crimes?, American University Transnational Crime and Corruption Center School of International Service.

Botosan, Christine A. (1997), Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, The Accounting Review, Vol. 27, Iss 3, s.323-349.

Botosan, Christine, Plumlee, Marlene, (2001), A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, Journal of Accounting Research, s. 21-40.

Brown, Lawrence, Marcus, Caylor,(2004), Corporate Governance and Firm Performance, Georgia State University Working Paper., Vol.:25, s. 1–52

Brown, Lawrence, Marcus, Caylor, (2006), Corporate Governance and Firm Valuation, Journal of Accounting and Public Policy, Vol.:25, s. 409–434

Cadbury, Adrian, (1992), The Report on The Financial Aspects of Corporate Governance,.

Cai, Jie, Liu, Yixin, Qian, Yiming, (2008), Information Asymmetry and Corporate Governance, (çevirimiçi) www.ssrn.com (11.10.2013)

Chen, Kevin.C.W., Chen, Zhihong H., Wei, K.C.John, (2009), Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital, Journal of Corporate Finance, s. 273-289

Cheung, Yan L., Connelly, J. Thomas, Limpaphayom, Piman, Zhou,Lynda, (2006), Determinants of Corporate Disclosure And Transparency: Evidence from Hong Kong and Thailand. China International Conference in Finance, (Çevrimiçi) <http://ccfr.org.cn/cicf2006/cicf2006paper/20060111155540.pdf> (14.01.2014).

Churaev, Kamil, (2003), The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Dağlı, Hüseyin, Ayaydın Hasan, Eyüpoğlu, Kemal, (2010), Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği, Muhasebe ve Finans Dergisi, s.18-31.

Debreceny, Roger, Rahman, Asheq, Gray, Glen L., (2002), The Determinants of Internet Financial Reporting, Journal of Accounting and Public Policy, 21, s. 371-394

Durnev, Art E., Han, Kim, (2005), To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation, Journal of Finance, Vol.:60, s. 1461–1493.

Efecik, Gülin, (2006), Firma Değeri ve Kamuyu Aydınlatma İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.

Ertuğrul, Mine, Hegde, Shantaram, (2009), Corporate Governance Ratings and Firm Performance, Financial Management, s. 139 – 160.

Ettredge, Michael, Vernon J. Richardson, Scholz, Suzan, (2002), Dissemination of Information for Investors at Corporate Websites, Journal of Accounting and Public Policy, 21.

Garay, Urbi, Gonzalez, Maximiliano, (2008), Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela, Corporate Governance, Volume 16, Number 3, s.195-209.

Gompers, Paul, Ishii Joy, Metrick, Andrew, (2003), Corporate Governance and Equity Prices, Quarterly Journal of Economics, 118, s. 107–155.

Gupta, Parveen P., Kennedy, Duane B., Weaver, Samuel C. (2009), Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets, Corp. Ownership & Control Journal, s.1-51.

Gürbüz, Osman, Ergincan, Yakup, (2004), Kurumsal Yönetim; Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Herly, Miranty, Sisnuhadi, (2011), Corporate governance and firm performance in Indonesia, International Journal of Governance, s.1-20.

Hiraki, Takota, Kuroki, Fumiaki, Asuda, Hiroyuki, Ito, Akitoshi, Inoue, Hideaki, (2003), Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998, Pasific Basin Finance Journal, s. 239-265

Hiroyuki Aman, Pascal Nguyen, (2008), Corporate Governance Performance Stock Returns Risk Exposure Market Efficiency, Journal of the Japanese and International Economies.- Elsevier, ISSN 0889-1583, Vol. 22, s. 647-662

Hiroyuki, Aman, Pascal, Nguyen, (2008), Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms? , Journal of the Japanese and International Economies, s. 647-662

Jiamsagul, Suchada, (2007), The Performance Effects of Transparency and Disclosure and Board of Directors: The Case of SET100 Thailand, National Institute of Development Administration, Thailand.

John Board, Charles Sutcliffe, Stephen Wells, (2002), Transparency And Fragmentation: Financial Market Regulation in a Dynamic Environment (Gordonsville, USA, Plagrave Macmillan.

Karan, Mehmet B., Karacabey, Ali, (2003), Türkiye’de Sermaye Piyasası’nın Mali Sistem İçerisindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, SPK Yayınları, Ankara.

Khanna, Tarun, Krishna Palepu, Suraj, Srinivasan, (2004), Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting With U.S. Markets, Journal of Accounting Research, Vol.: 42, s. 475-509.

Klapper, Leora F, Love, Inessa, (2004), Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets, Journal of Corporate Finance, Vol.: 10, s.703-728.

Lambert, Richard A.: Leuz, Christian, Verrecchia, Robert E. (2007), Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital, Journal of Accounting Research, s. 385–420.

Leal, Ricardo, Silva, Carvalhal, (2005), Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile) Inter-American Development Bank Working Paper, #514. (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=726261> (10.01.2014)

Ökte, Kutluğhan Savaş, (2011), Finansal Piyasalarda Asimetrik Enformasyon Problemi: Temel Kavramlar, Literatür ve Çözüm Önerileri, Yayınlanmamış Ders Notları, İstanbul.

Özbay, Mustafa, (2009), The Relationship between Corporate Transparency and Company Performance in the Istanbul Stock Exchange, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Londra.

Patel, Sandeep, Balic, Amra, Bwakira, Liliane, (2002), Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level in Emerging Markets, Emerging Markets Review, Vol.3, s. 325-337

Patel, Sandeep, Dallas, George, (2003), Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results United States, Working Paper, Standard and Poor’s, (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=422800> (16.07.2013)

Regalli, Massimo, Soana, M.Gaia, (2012), Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies, International Journal of Business Administration, Vol. 3, No. 2, March, s.1-16.

Richardson, Alan. J., Welker, Michael, (2001), Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital, Accounting, Organizations and Society, 26, s. 597-616.

SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, SPK, Ankara, 2005.

Süer, Halil, C. (2011), İMKB’de Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisinin Modellenmesine İlişkin Bir Uygulama Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 2011.

TBB, (2002), Şeffaflığın Önemi Üzerine Bir Değerlendirme, Ocak, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/Transparency.doc> (21.01.2014)

Toudas, Kanellos, Karathanassis, George, (2007), Corporate Governance and Firm Performance: Results from Greek Firms, University of Patras, Athens University of Economics and Business, Vol.:20,.

Tuzcu, Arcan, (2005), İMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı, Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi Kitabı, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi, Ankara, s.1-15.

Uyar, Süleyman, (2004), Kurumsal Şeffaflığın Sağlanmasında Kurumsal Yönetim Anlayışının Önemi, Mali Çözüm Dergisi, Sayı:66, s.154-168.

Vishwanath, Tara, Kaufmann, Daniel, (2001), Toward Transparency: New Approaches and Their Application to Financial Markets, World Bank Research Observer, Vol. 16 No. 1, s.41-58.

Yıldırım, Murat, (2007), Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerinde Etkileri, Dokuz Eylül Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi.