

**T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
DOKTORA TEZİ**

**TEMETTÜ POLİTİKASININ TEMSİL MALİYETLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
VE
KURUMSAL YÖNETİME KATKISI**

**Hazırlayan
Sibel KARGIN**

**Danışman
Prof. Dr. A. Tuna TANER**

**MANİSA
2006**

**YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ FORMU**

Tez No:

Konu:

Üniv.Kodu:

Not: Bu bölüm merkezimiz tarafından doldurulacaktır.

Tezin yazarının

Soyadı:

KARGIN

Adı: Sibel

Tezin Türkçe adı:

Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı

Tezin Yabancı adı:

The Effect of Dividend Policy on Agency Costs and the Contribution to Corporate Governance

Tezin yapıldığı

Üniversite: CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
Yılı: 2006

Enstitü: SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Tezin Türü: Doktora

Dili:

Türkçe

Sayfa sayısı:

175

Referans sayısı:

135

Tez Danışmanının

Ünvanı:

Profesör

Adı:

A. Tuna

Soyadı:

TANER

Türkçe anahtar kelimeler:

- 1- Temettü politikası
- 2- Kurumsal yönetim
- 3- Temsil sorunu
- 4- Temsil maliyetleri
- 5- Maliyet minimizasyonu yaklaşımı

İngilizce anahtar kelimeler:

- 1- Dividend policy
- 2- Corporate governance
- 3- Agency problem
- 4- Agency costs
- 5- Cost minimization approach

Tarih: 03 / 02 / 2006

İmza :

ÖZET

Dünyadaki ve Türkiye'deki gelişmeler, kurumsal yönetim kavramına artan bir ilgi yaratmaktadır. Sahiplik ve kontrol ayrılığı nedeniyle ortaya çıkan temsil sorunu ve temsil maliyetleri, kurumsal yönetimin çözüm bulmaya çalıştığı temel sorundur.

Kurumsal yönetim hissedarlar, yönetim ve yönetim kurulu arasındaki ilişkileri, yetki ve sorumlulukları belirleyen mekanizmalar bütünüdür. Amacı, firma içindikiler ile dışarıdakiler arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil maliyetlerini minimize etmektir. Temsil maliyetlerinin minimize edilmesi ise, firmanın temel amacı olan hissedar değerinin maksimizasyonuna katkıda bulunmaktadır.

Türkiye, içsel kurumsal yönetim sistemi olarak tanımlanmaktadır. Çapraz ve piramitsel sahiplik ile yoğunlaşmış sahiplik yapısı oldukça belirgindir. Büyük hissedarlar ve aileler halka açık şirketlerin yarısından fazlasının sahibidirler. Sermaye piyasası yeterince gelişmiş değildir ve çok az sayıda şirket borsaya kayıtlıdır.

Farklı sistemlerde farklı kurumsal yönetim mekanizmaları etkin olabilmektedir. Çalışmada bu mekanizmalar kısaca değerlendirildikten sonra, temettü politikaları ayrıntılı olarak incelenmiş ve etkinliği tartışılmıştır.

Temettü ödemelerinin artması temsil maliyetlerini azaltırken, işlem maliyetlerini artırmaktadır. Firmalar optimum temettü ödeme oranlarını, birbirine zıt hareket eden bu iki maliyet unsuru temelinde belirlemektedirler. Optimum temettü ödeme oranı, temsil maliyetleri ile işlem maliyetleri toplamını minimum kılan ödeme oranıdır.

Çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı şirketlerin temettü politikaları, maliyet minimizasyonu yaklaşımına göre belirlenmeye çalışılmıştır. Temsil maliyeti ve işlem maliyeti göstergeleri olan değişkenler ile temettü ödeme oranları arasında beklenen yönde ilişkiler olup olmadığı, çoklu regresyon analizi ile test edilmiştir.

Elde edilen bulgular, temettü politikalarının temsil maliyetleri ve işlem maliyetlerinin bir fonksiyonu olduğunu göstermektedir. Temettüler temsil maliyetlerini azaltmak için kullanılmakta, ancak bu işlem maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Genel olarak temettü ödemeleri, temsil maliyetlerini azaltarak kurumsal yönetime katkı sağlamaktadır.

ABSTRACT

Developments around the world and in Turkey have created an increasing attention to the corporate governance. The basic problem corporate governance tries to solve is the agency problem and agency costs caused by the separation of ownership and control. Corporate governance is a system of mechanisms that determines the relationships, authorities and responsibilities among shareholders, management and board of directors. Its goal is to minimize the agency costs created by the conflicts of interest between insiders and outsiders. Minimization of the agency costs, in turn, contributes to the fundamental objective of the firm, maximization of the shareholders' wealth.

Turkey has been described as an insider system. Concentrated ownership structures, cross and pyramidal shareholdings are very common. The largest shareholders and families own more than half of the publicly traded corporations. Stock market is not well enough developed and few companies are listed.

Different corporate governance mechanisms could be effective in different systems. In this study, after reviewing these mechanisms briefly, dividend policies have been evaluated in detail and its effectiveness has been discussed.

Increases in dividend payments decrease the agency costs while increasing the transaction costs. Firms determine their optimum dividend payment rates based on these two cost structures, which move in the opposite directions. Optimum dividend payment rate is the rate that minimizes the sum of the agency costs and the transaction costs.

In this study, dividend policies of listed corporations in Istanbul Stock Exchange have been tried to be determined according to the cost minimization approach. Whether relationships between dividend payment rates and agency cost-transaction cost proxies are in the expected directions has been tested by the multiple regression analysis.

Results indicate that dividend policies are functions of agency costs and transaction costs. Dividend payments are used to mitigate agency costs, but this causes an increase in the transaction costs. In general terms, dividend payments contribute to the corporate governance by mitigating agency costs.

YEMİN METNİ

Doktora tezi olarak sunduğum “Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

03 / 02 / 2006

Sibel KARGIN

TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 27/01/2006 tarih ve 3/2 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisans Üstü öğretim Yönetmeliği'nin 24. Maddesi gereğince Enstitümüz İşletme Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Sibel Kargın'ın "Temettü Politikasının Temsil Maliyetleri Üzerindeki Etkisi ve Kurumsal Yönetime Katkısı" Konulu tezi incelenmiş ve aday 03/02/2006 tarihinde saat 14.00 de jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonradakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna OY BİRLİĞİ
DÜZELTME yapılmasına * OY ÇOKLUĞU
RED edilmesine ** ile karar verilmiştir.

* Bu halde adaya 6 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.

BAŞKAN
Prof. Dr. Tuna TANER
(Danışman)

ÜYE
Prof. Dr. Cengiz YILMAZ

ÜYE
Prof. Dr. Semra ÖNCÜ

ÜYE
Prof. Dr. Adem ÇABUK

ÜYE
Yrd. Doç. Dr. Tuncer ÖZDİL

Evet Hayır
*** Tez, burs, ödül veya Teşvik prog. (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.

Tez, mutlaka basılmalıdır.

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

| | |
|---------------------------------|------|
| TEZ VERİ FORMU..... | i |
| ÖZET..... | ii |
| ABSTRACT..... | iii |
| YEMİN METNİ..... | iv |
| TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI..... | v |
| İÇİNDEKİLER..... | vi |
| TABLolar LİSTESİ..... | xi |
| ŞEKİLLER LİSTESİ..... | xiii |
| KISALTMALAR..... | xiv |
| GİRİŞ..... | 1 |

TEMETTÜ POLİTİKASININ TEMSİL MALİYETLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ VE KURUMSAL YÖNETİME KATKISI

BİRİNCİ BÖLÜM

MODERN ŞİRKETLER, TEMSİL MALİYETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM

| | |
|---|---|
| 1.1. Modern Şirketlerde Sahiplik – Kontrol Ayrılığı ve Temsil Sorunu..... | 4 |
| 1.1.1. Modern Şirketlerde Güçlerin Karşılıklı Konumu..... | 5 |
| 1.1.2. Sermaye Şirketlerinin Karakteristikleri..... | 7 |
| 1.1.2.1. Bağımsız Yasal Kimlik..... | 7 |
| 1.1.2.2. Sınırlı Sorumluluk..... | 8 |
| 1.1.2.3. Paylaşılan Sahiplik..... | 8 |

| | |
|--|----|
| 1.1.2.4. Yetki Devredilmiş Yönetim..... | 9 |
| 1.1.2.5. Transfer Edilebilirlik..... | 9 |
| 1.1.3. Sermaye Şirketi Olmanın Üstünlükleri..... | 9 |
| 1.1.4. Sermaye Şirketi Olma Nedeniyle Karşılaşılabilen Olumsuzluklar..... | 10 |
| 1.1.5. Sahiplik ve Kontrol Ayrılığı..... | 11 |
| 1.1.6. Temsil Sorunu..... | 13 |
| 1.2. Firma Amaç Fonksiyonu..... | 15 |
| 1.2.1. Hissedar Değeri Teorisi (Shareholder Theory)..... | 16 |
| 1.2.2. Çıkar Grupları Teorisi (Stakeholder Theory)..... | 16 |
| 1.2.3. Hissedar Değeri ve Çıkar Grupları Teorilerine Yönelik Eleştiri ve Tartışmalar..... | 16 |
| 1.3. Kurumsal Yönetim..... | 20 |
| 1.3.1. Kurumsal Yönetim ve Katılımcılar..... | 21 |
| 1.3.2. Kurumsal Yönetimin Amacı..... | 22 |
| 1.3.3. Kurumsal Yönetim Sistemleri..... | 22 |
| 1.3.3.1. Dışsal Sistem..... | 23 |
| 1.3.3.2. Dışsal Sistemin Kurumsal Yönetim Açısından Sakıncaları..... | 24 |
| 1.3.3.3. İçsel Sistem..... | 26 |
| 1.3.3.4. İçsel Sistemin Kurumsal Yönetim Açısından Sakıncaları..... | 27 |
| 1.3.3.5. Dışsal ve İçsel Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Yakınlaşması (Convergence)..... | 28 |

İKİNCİ BÖLÜM
KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI VE TEMETTÜ POLİTİKASI

| | |
|--|-----------|
| 2.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları..... | 33 |
| 2.1.1. Yönetimsel GÜdüleyiciler..... | 34 |
| 2.1.1.1. Temel Maaş ve Prim..... | 35 |
| 2.1.1.2. Hisse Senedi Opsiyonları..... | 36 |
| 2.1.1.3. Yönetimsel Sahiplik..... | 39 |
| 2.1.2. Yönetim Kurulu..... | 41 |
| 2.1.2.1. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları..... | 42 |
| 2.1.2.2. Yönetim Kurulunun Bileşimi..... | 43 |
| 2.1.2.3. Yönetim Kurulunun Bileşimi ile Kurumsal Performans İlişkisi..... | 44 |
| 2.1.3. Büyük Hissedarlar..... | 48 |
| 2.1.3.1. Hissedarların Yasal Korunması..... | 50 |
| 2.1.3.2. Birden Fazla Büyük Hissedarın Varlığı..... | 52 |
| 2.1.3.3. Kurumsal Yatırımcılar..... | 54 |
| 2.1.4. Muhasebe ve Denetim..... | 56 |
| 2.1.5. Kurumsal Kontrol Piyasası (Market for Corporate Control) ve Düşmanca Ele Geçirmeler (Hostile Takeovers)..... | 58 |
| 2.1.6. Borçlanarak Fon Sağlanması..... | 61 |
| 2.1.7. Temettü Ödemeleri..... | 63 |
| 2.2. Kurumsal Yönetim Mekanizmalarından Biri Olarak Temettü Ödemeleri..... | 65 |
| 2.2.1. Temettü Etkisizliği Teorisi (Dividend Irrelevance Theory)..... | 66 |
| 2.2.2. Temettü Bilmecesi (Dividend Puzzle)..... | 67 |
| 2.2.3. Şirketlerin Temettü Ödeme Gerekçelerine İlişkin Görüşler..... | 69 |
| 2.2.3.1. Eldeki Kuş ve Bilinmezlik Teorisi (Bird-in-the-Hand Theory)..... | 69 |
| 2.2.3.2. Muhasebenin Yönlendirilmesine Kapalı Olma..... | 69 |

| | |
|--|----|
| 2.2.3.3. Davranışsal Finans (Behavioral Finance)..... | 70 |
| 2.2.3.4. İşlem Maliyetleri (Transaction Costs)..... | 72 |
| 2.2.3.5. Vergi Açısından Yatırımcı Tercihi (Tax Clientele Effect)..... | 73 |
| 2.2.3.6. Asimetrik Bilgi ve Nakit Akım İşaretleri Hipotezi (Signalling)..... | 74 |
| 2.2.3.7. Serbest Nakit Akımı ve Fazla Yatırım (Free Cash Flow – Overinvestment)..... | 75 |
| 2.2.3.8. Temsil Maliyetleri (Agency Costs)..... | 77 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN TEMSİL MALİYETLERİNİ AZALTICI BİR ARAÇ OLARAK TEMETTÜ POLİTİKALARI: “MALİYET MİNİMİZASYONU YAKLAŞIMI”

| | |
|---|----|
| 3.1. Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişimi ve Uluslararası Hedefleri..... | 79 |
| 3.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim..... | 81 |
| 3.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri..... | 81 |
| 3.2.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Sistemi..... | 83 |
| 3.3. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Yapısına İlişkin Bir Çalışma..... | 86 |
| 3.3.1. Hissedarlar ile İlgili Sonuçlar..... | 87 |
| 3.3.2. Kamuyu Aydınlatma Esasları ile İlgili Sonuçlar..... | 87 |
| 3.3.3. Çıkar Sahipleri ile İlgili Sonuçlar..... | 88 |
| 3.3.4. Yönetim Kurulu ile İlgili Sonuçlar..... | 89 |
| 3.4. Kurumsal Yönetim Mekanizmalarından Biri Olarak Temettü Politikası – Örnek Uygulama..... | 90 |
| 3.4.1. Literatür Taraması..... | 90 |
| 3.4.1.1. Maliyet Minimizasyonu Modeli..... | 91 |
| 3.4.1.2. Temsil ve İşlem Maliyetlerini Temettü Politikaları ile Birlikte İlişkilendiren Diğer Çalışmalar..... | 97 |

| | |
|---|------------|
| 3.4.1.3. Temsil Maliyetlerini Temettü Politikaları ile Doğrudan İlişkilendiren Çalışmalar..... | 101 |
| 3.4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Kullanılan Veriler..... | 107 |
| 3.4.3. Çalışmada Kullanılan Yöntem ve Çalışmanın Amacı..... | 108 |
| 3.4.4. Analizde Yer Alan Değişkenler ve Beklenen İlişkiler..... | 110 |
| 3.4.4.1. Bağımlı Değişken – Temettü Ödeme Oranı (TÖÖ)..... | 110 |
| 3.4.4.2. Temsil Maliyetinin Göstergeleri Olan Bağımsız Değişkenler..... | 111 |
| 3.4.4.2.1. Büyük Hissedarın Sahiplik Oranı (BHSO)..... | 112 |
| 3.4.4.2.2. Çoğunluğa Sahip Hissedarın Varlığı (ÇHV)... | 113 |
| 3.4.4.2.3. İkinci Büyük Hissedarın Varlığı (İBHV)..... | 114 |
| 3.4.4.2.4. Kurumsal Yatırımcının Varlığı (KYV)..... | 116 |
| 3.4.4.2.5. Yaygın Sahiplik Oranı (YSO)..... | 117 |
| 3.4.4.3. İşlem Maliyetinin Göstergeleri Olan Bağımsız Değişkenler..... | 118 |
| 3.4.4.3.1 Beta (BETA)..... | 119 |
| 3.4.4.3.2. Kaldıraç – Yabancı Kaynak / Toplam Kaynak Oranı (YKTKO)..... | 121 |
| 3.4.4.3.3. Satışlardaki Büyüme Oranı (SBO)..... | 122 |
| 3.4.4.3.4. Varlıklardaki Büyüme Oranı (VBO)..... | 124 |
| 3.4.4.4. Temsil ve İşlem Maliyetinin Göstergesi Olan Büyüklük – Satışların Doğal Logaritması (LNS)..... | 125 |
| 3.4.5. Regresyon Analizi ve Elde Edilen Sonuçlar..... | 127 |
| | |
| SONUÇ VE ÖNERİLER..... | 137 |
| | |
| KAYNAKÇA..... | 142 |
| | |
| EK: Çalışmada Kullanılan 2003 Yılına Ait Veriler..... | 154 |

TABLolar LİSTESİ

| | | |
|--------------------|--|-----|
| Tablo-3.1. | TÖO ile Temsil Maliyeti ve TÖO ile İşlem Maliyeti Arasında Beklenen İlişki | 111 |
| Tablo-3.2. | BHSO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 113 |
| Tablo-3.3. | BHSO ile Temsil Maliyeti ve BHSO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki | 113 |
| Tablo-3.4. | ÇHV Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 114 |
| Tablo-3.5. | ÇHV ile Temsil Maliyeti ve ÇHV ile TÖO Arasında Beklenen İlişki | 114 |
| Tablo-3.6. | İBHV Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 115 |
| Tablo-3.7. | İBHV ile Temsil Maliyeti ve İBHV ile TÖO Arasında Beklenen İlişki | 115 |
| Tablo-3.8. | KYV Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 116 |
| Tablo-3.9. | KYV ile Temsil Maliyeti ve KYV ile TÖO Arasında Beklenen İlişki..... | 117 |
| Tablo-3.10. | YSO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 118 |
| Tablo-3.11. | YSO ile Temsil Maliyeti ve YSO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki | 118 |
| Tablo-3.12. | BETA Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 121 |
| Tablo-3.13. | BETA ile İşlem Maliyeti ve BETA ile TÖO Arasında Beklenen İlişki..... | 121 |
| Tablo-3.14. | YKTKO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 122 |
| Tablo-3.15. | YKTKO ile İşlem Maliyeti ve YKTKO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki | 122 |
| Tablo-3.16. | SBO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 123 |
| Tablo-3.17. | SBO ile İşlem Maliyeti ve SBO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki..... | 123 |
| Tablo-3.18. | VBO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 124 |

| | | |
|--------------------|--|-----|
| Tablo-3.19. | VBO ile İşlem Maliyeti ve VBO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki | 124 |
| Tablo-3.20. | LNS Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet | 125 |
| Tablo-3.21. | LNS ile Temsil Maliyeti, LNS ile İşlem Maliyeti ve LNS ile TÖO Arasında Beklenen İlişki | 126 |
| Tablo-3.22. | Bağımsız Değişkenler ile Temsil – İşlem Maliyetleri ve Bağımlı Değişken (TÖO) ile Bağımsız Değişkenler Arasında Beklenen İlişkiler | 126 |
| Tablo-3.23. | Regresyon Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları Matrisi | 128 |
| Tablo-3.24. | Regresyon Analizi Sonuçları | 130 |

ŞEKİLLER LİSTESİ

| | | |
|------------|------------------------------------|----|
| Şekil-3.1. | Maliyet Minimizasyonu Modeli | 94 |
|------------|------------------------------------|----|

KISALTMALAR

| | | |
|--------------|---|---|
| BHSO | : | Büyük Hissedarın Sahiplik Oranı |
| CEO | : | Chief Executive Officer (Faaliyetlerden en üst düzeyde sorumlu yönetici) |
| ÇHV | : | Çoğunluğa Sahip Hissedarın Varlığı |
| ECGI | : | European Corporate Governance Institute (Avrupa Kurumsal Yönetim Enstitüsü) |
| İBHV | : | İkinci Büyük Hissedarın Varlığı |
| İMKB | : | İstanbul Menkul Kıymetler Borsası |
| KYV | : | Kurumsal Yatırımcının Varlığı |
| LNS | : | Satışların Doğal Logaritması |
| OECD | : | Organization for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü) |
| SBO | : | Satışlardaki Büyüme Oranı |
| SPK | : | Sermaye Piyasası Kurulu |
| TKYD | : | Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği |
| TÖO | : | Temettü Ödeme Oranı |
| VBO | : | Varlıklardaki Büyüme Oranı |
| YKTKO | : | Yabancı Kaynak/Toplam Kaynak Oranı |
| YSO | : | Yaygın Sahiplik Oranı |

TEMETTÜ POLİTİKASININ TEMSİL MALİYETLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ VE KURUMSAL YÖNETİME KATKISI

GİRİŞ

Modern şirketler, ülkelerin ekonomik gelişmişlik düzeyi üzerinde yadsınamaz derecede önemli rol oynamaktadırlar. Şirketleşmenin sağladığı üstünlüklerden birisi, firmaların ölçek ekonomilerinden yararlanabilecek düzeyde, sermaye birikimi sağlamasıdır. Şirketlerin sahiplik yapısı yaygınlaştıkça, daha çok sayıda ve çeşitli kaynaktan, uygun koşullarda fon sağlanabilmekte, bu da daha büyük yatırımların gerçekleştirilebilmesini sağlamaktadır.

Rekabet, özellikle küreselleşmenin etkisi ile, uluslararası boyutlara taşmakta ve şiddeti artmaktadır. Bu koşullar altında, firmaların birkaç büyük yatırımcının sermayesine dayanarak, büyük boyutta ekonomik faaliyetler gerçekleştirilmesi, neredeyse mümkün olamamaktadır. Bu nedenle, şirketlerin sahipliği çok sayıda yatırımcı arasında yaygınlaştırılarak, farklı kaynaklardan uygun koşullarda fon sağlanması gerekmektedir. Bu şekilde fon sağlanması, ancak gelişmiş sermaye piyasalarının varlığı ile gerçekleşebilecektir. Sermaye piyasası fazla gelişmiş olmayan ülkelerde, sahiplik yapısı fazla yaygınlaşmamakta ve firmalar daha kısıtlı fonlarla uluslararası piyasalarda rekabet etmeye çalışmaktadırlar.

Sermaye piyasalarının gelişimini engelleyen faktörlerden bir tanesi, temsil sorunu olarak bilinen, şirketleşmenin yarattığı potansiyel sorundur. Pek çok üstünlüğüne rağmen, şirketleşme yani hisse sahipliğinin çok sayıda sınırlı sorumlu kişi veya kurum arasında paylaşılması, farklı gruplar arasında çıkar çatışmalarına neden olabilmektedir. Şirketin sahipliği ile faaliyetlerin kontrolünü ellerinde bulunduranların ayrılığı, temsil maliyetlerine neden olabilmektedir. Yüksek temsil maliyetleri ise, firma değerini azaltan ve hissedar değerini maksimize etme amacına zarar veren bir sorun olmaktadır.

Temsil sorununun çözümüne yönelik faaliyetler, kurumsal yönetimin esasını teşkil etmektedir. Kurumsal yönetim, bir firmanın tarafları ve özellikle de hissedarlar, yöneticiler ve Yönetim Kurulu arasındaki ilişkileri, yetki ve sorumluluk sınırlarını düzenleyen mekanizmalar bütünüdür. Kurumsal yönetim aynı zamanda, sahipler ile kontrolü elinde bulunduranlar arasındaki çıkar çatışmalarını minimize ederek temsil maliyetlerini azaltmak ve firma değerine katkı sağlamak amacıyla taşımaktadır.

Kurumsal yönetim mekanizmaları ülkelerin kurumsal yönetim sistemine ve firmaların kendi özelliklerine göre farklılık göstermektedir. Farklı koşullarda farklı mekanizmaların kullanımı, firma değerini artırmaya katkı sağlamaktadır.

Kurumsal yönetim mekanizmalarının bir kısmı birbirini tamamlayıcı özelliklerde iken, bir kısmı birbirinin ikamesi olarak kullanılabilir. Firma, değerini, etkinliğini ve performansını artırabilmek için, kendi koşullarına uygun kurumsal yönetim mekanizmaları bileşimini belirlemek zorundadır. Özellikle sermaye piyasalarından fon elde etme ihtiyacında olan, hatta yabancı sermayeyi çekmeye çalışan firmalar için, iyi bir kurumsal yönetim zorunluluk haline gelmektedir. Yapılan çalışmalar yabancı yatırımcıların, firmaların performansları kadar kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğine de önem verdiklerini ortaya koymaktadır.

Bütün sistemlerde tek bir kurumsal yönetim mekanizması bileşiminin uygulanamayacağı gerçeği, yaygın bir şekilde kabul görmesine rağmen, OECD'nin 1999'da yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri doğrultusunda, ülkeler kendi Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamaktadırlar. Türkiye'de Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır ve uygulanması konusunda firmaların bilinçlendirilmesine yönelik çalışmalar gerçekleştirmektedir.

OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin referans alınması, temel ilkelerin dünya çapında yaygınlaşmasını ve birbirine yakınlaşmasını sağlamaktadır. Bu ilkeler doğrultusunda ülke koşullarında uygun mekanizmalar kullanılarak, bir ülkedeki kurumsal yönetim düzeyi yükseltilebilmekte ve sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlanabilmektedir.

Firmaların temettü ödeme politikaları, temsil maliyetlerini azaltmaya yönelik olarak kullanılabilir kurumsal yönetim mekanizmalarından bir tanesidir. Şirketler

temettü ödeme oranlarını artırarak, sahipler ile kontrolü elinde bulunduranlar arasındaki çıkar çatışmalarını minimize edebilirler.

Literatürde temettü politikalarının temsil maliyetleri üzerindeki etkisi ve kurumsal yönetime katkısı konusunda çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Çalışmaların temelinde, “Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımı” yer almaktadır. Bu yaklaşıma göre, firmaların optimum bir temettü ödeme oranı bulunmaktadır. Optimum temettü ödeme oranı, temsil maliyetleri ile işlem maliyetleri toplamını minimum kılan temettü oranı olarak ifade edilmektedir.

Çalışma, Türkiye’de “Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımı”nın geçerli olup olmadığını test etmeye yöneliktir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı şirketlerden oluşan gözlem kümesinde, bu yaklaşım çerçevesinde firmaların temettü politikalarına yön verdiklerine ilişkin kanıtlar bulunmuştur.

Çalışmanın birinci bölümünde, modern şirket kavramı, şirketleşmenin getirdiği üstünlükler ve neden olduğu sorunlar ortaya konulmakta, bu sorunların en belirgin olan temsil sorunu ve temsil maliyetleri değerlendirilmektedir. Firma amaç fonksiyonu hakkındaki yaklaşımlara değinilerek, bunlar hakkındaki tartışmalara yer verilmektedir. Daha sonra ise, kurumsal yönetim sistemleri ve sistemlerin yakınlaşmasına ilişkin tartışmalar ele alınmaktadır.

İkinci bölümde, temsil sorunlarının çözümüne yönelik kurumsal yönetim mekanizmaları tartışılmaktadır. Genel olarak bütün mekanizmalara değinildikten sonra, temettü ödeme politikaları değerlendirilmektedir. Firmaların neden temettü ödediklerine ve hissedarların neden temettü ödeyen firmaların hisse senetlerini tercih ettiklerine ilişkin teoriler tartışılmaktadır. Her teorinin geçerliliği ortaya konulmakla birlikte, temettülerin genel anlamda temsil sorunlarını azaltmaya yardımcı bir mekanizma olduğu vurgulanmaktadır.

Üçüncü bölümde, Türkiye’deki kurumsal yönetim sistemi ve kurumsal yönetim anlayışının geliştirilmesine yönelik çalışmalar değerlendirilmektedir. Kurumsal yönetim mekanizmalarından bir tanesi olan temettü politikalarının değerlendirilmesi amacıyla, “Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımı” çerçevesinde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı şirketlerin temettü ödeme oranları incelenmekte ve elde edilen bulguların genel değerlendirmesi yapılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MODERN ŞİRKETLER, TEMSİL MALİYETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM

1.1. MODERN ŞİRKETLERDE SAHİPLİK – KONTROL AYRILIĞI VE TEMSİL SORUNU

Modern şirketler¹ ülkelerin ekonomik, sosyal ve hatta politik gelişim süreçleri içinde önemli bir yer tutmaktadır. Bu önem, özellikle uluslararası düzeyde, küreselleşmenin de etkisiyle, giderek artan bir ağırlığa dönüşmektedir. Şirketleşmenin getirdiği en belirgin özelliklerden birisi, şirket yapısı içinde, şirket sahipleri ile şirketi yönetenlerin, başka bir deyişle, faaliyetleri kontrol altında tutanların, birbirinden ayrılmasıdır. Literatürde klasik olarak "sahiplik ve kontrol ayrılığı" olarak tanımlanan bu durum, sahipler ile yöneticiler arasında temsil sorununa yol açmaktadır.

Yöneticiler ile hissedarlar, kendi faydalarını maksimize etme güdüsünü de taşıyan rasyonel kişilerdir. Her ne kadar hissedarlar ile onların temsilcisi olan yöneticiler arasında, temsil edilenin çıkarlarını korumak için sözleşmeler hazırlansa da, yöneticilerin kendi amaçlarını gözetme duygusundan kaynaklanan temsil sorunu, tamamen ortadan kaldırılamamaktadır. Temsil sorunu, çağdaş yönetim anlayışının başlıca kavramlarından biri olan kurumsal yönetimin çözüm bulmaya çalıştığı temel alanlardan birisi olmuştur.

Sahipler, yöneticiler ve Yönetim Kurulu arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik olan kurumsal yönetim mekanizmaları, modern şirketler ortamında gelişen bu etkileyici sorunun ve dolayısıyla temsil maliyetlerinin azaltılmasına yönelik arayışlarını sürdürmektedirler. Gerçekten, temsil maliyetlerinin fazlasıyla yüksek oluşu, firma

¹ Çalışma çerçevesinde “şirket” kavramı aksi vurgulanmadığı sürece sermaye şirketlerini ve özellikle de halka açık anonim şirketleri ifade edecek şekilde kullanılmaktadır. Temsil sorunları ve kurumsal yönetim sistemleri büyük ölçüde sermaye şirketlerine ilişkin unsurlar olduğu için, şahıs şirketleri çalışmanın kapsamı dışında tutulmaktadır.

değeri ve hissedar değerini olumsuz yönde etkileyebilecek en önemli faktörlerden bir tanesidir.

1.1.1. Modern Şirketlerde Güçlerin Karşılıklı Konumu

Çağdaş yaklaşımlarda firmayı belirli faydalar ve maliyetler doğrultusunda gerçekleştirilen kollektif bir üretim birimi şeklinde benimseme eğilimi gelişmektedir (Easterbrook ve Fischel, 1989, s. 1425). Firma, bu açıdan, girdi ve çıktılara bağlı olarak ve belirli marjinal koşulları sağlamak üzere faaliyet gösteren, bu faaliyet sonucunda da karını, ya da daha doğru bir ifade ile, bugünkü değerini maksimize eden bir varlık, bir “kara kutu” olarak görülmektedir (Jensen ve Meckling, 1976, s. 306-307).

Firmanın tanımında kullanılan “kara kutu” terimi, aslında, firma değerini maksimize etmek için, her bir katılımcının birbirleri ile çatışan amaçları esas alındığında, nasıl bir denge oluşturulacağını açıklayan, tek bir teoriye dayanmamasından kaynaklanmaktadır.

Firmaların bir alt seti olan şirket ise, en basit şekliyle bir “sözleşmeler ağı” veya bir “sözleşmeler sistemi” (nexus of contracts) olarak tanımlanmaktadır (Coase, 1937; Jensen ve Meckling, 1976; Easterbrook ve Fischel, 1989; Monks ve Minow, 2001). Şirket, yöneticiler ve katılımcılara, kendi çıkarlarını ön planda tutan, diğer taraflar ile olan ilişkilerinde büyük ölçüde takdir yetkisi sağlayan bir sözleşmeler seti olarak düşünülmektedir (Easterbrook ve Fischel, 1989, s. 1418).

Eisenberg (1989, s. 1487) şirketi, bireylerin ve varlıkların oluşturduğu kurallar içinde örgütlenen, kar amaçlı bir kuruluş olarak tanımlamaktadır. Bu kuralların çoğu, sözleşmelerle oluşmakla birlikte, bazıları yasalar ve büyük bir bölümü ise şirket organları veya yöneticileri tarafından tek taraflı olarak belirlenen çerçevelerdir.

Şirket, aslında sermaye katılımları ile karakterize edilen finansal bir araçtan başka bir şey değildir. Şirket, yatırım karşılığında “hisse senedi” ihraç eder. Bu hisse senetlerinin sahipleri, büyük çoğunlukla firmanın yöneticileri veya çalışanları değildir. Hisse senetlerini satın alan yatırımcılar, başarısızlık riskini üstlenirken, firma başarılı olduğunda yaptıkları yatırımların ödülünü alırlar.

Sermaye yatırımcılarına yapılacak ödemeler, borç verenlerden, çalışanlardan ve göreceli olarak daha “sabit” alacakları olanlardan sonra gerçekleştirilir. Sermaye sağlayanların elde edebilecekleri değer, “artık değer” (residuals) olarak nitelendirilebilir. Bunun nedeni, belirtilen değer kendilerine, diğer bütün ödemeler yapıldıktan sonra dağıtılabilmesi ile açıklanabilir (Easterbrook ve Fischel, 1989, s. 1425).

Şirket yapısı içinde, farklı grupların kendilerine maksimum düzeyde fayda sağlamak için sermaye, uzmanlık ve emek olarak katkıda bulunduğu bir mekanizma oluşturulmaktadır. Şirket çatısı altında yatırımcılar, faaliyetlerin gerçekleştirilmesi konusunda herhangi bir yük almaksızın, firmanın karlarından pay alma şansı bulmaktadırlar. Yönetim, kişisel olarak fon sağlama sorumluluğu taşımaksızın, şirketi yürütme şansını elde etmektedir. Her iki kesimin bir arada bulunabilmesinin koşulu, hissedarların gerek şirket işleri ve gerekse şirket ile ilişkilerinde sınırlı tutumlar içinde kalabilmeleridir. Teorik düzenlemede hissedarların şirket işleri ile ilişkisi, Yönetim Kurulunu seçerek, çıkarlarını koruma konusunda, Yönetim Kurulu ve dolayısıyla yöneticilere yetki ve sorumluluk devri ile sınırlandırılmıştır (Monks ve Minow, 2001).

Şahıs şirketlerinde ve halka kapalı aile şirketlerinde, şirket faaliyetleri sonucu yaratılan artı değer sahipliği ve kontrol hakları birlikte, belirli karar vericiler yani yöneticilere bırakılmıştır.

Anonim şirketler yaratılan artı değere, kimin sahip olacağını sınırlandırmadıkları için diğer şirket türlerinden farklıdır. Anonim şirketlerde riski üstlenen kişilerin kimlikleri değişse bile kontrol hakları, riski üzerine alan kişilere devredilmektedir. Riski üstlenen kişiler dışında, yani şirketin sahipleri ötesinde herhangi bir kişi veya grubun kontrol haklarını elinde bulundurması, başkasının parasının riske atılmasına izin vermek anlamını taşıyacaktır.

Riskin yatırımcılar tarafından üstlenilmesi ise, tüketicilerin, yöneticilerin, çalışanların ve tedarikçilerin işletmenin riskini taşımaktan kurtulmalarına olanak sağlamaktadır.

İşletme tarafından yaratılan artı değer sahibinin belirlenmesine ilişkin kısıtlamaların olmaması, yatırımcıların risk alma konusunda uzmanlaşmalarını sağlamaktadır. Bunun sonucunda da, anonim şirketler riskin üstlenilmesi konusunda

yüksek etkinliğe ulaşmakta, bu etkinlik, maliyetleri büyük ölçüde düşürmekte ve piyasa talebine cevap verme açısından, anonim şirketlere, diğer şirketlere oranla üstünlük kazandırmaktadır (Jensen, 2000a, s. 1).

1.1.2. Sermaye Şirketlerinin Karakteristikleri

Sermaye şirketlerinin varlığı ve sürekliliğini sağlayan ve bu şirketleri çekici kılan bazı temel karakteristikler bulunmaktadır. Bunlardan ilki, sermaye şirketlerinin teknolojik gelişmeye yatkınlığı nedeniyle sağlanan ölçek ekonomileri, diğeri ise, büyüyen firmaların, büyüyen ve geçmişe oranla daha fazla sayıda kaynaktan karşılanacak sermaye ihtiyacıdır (Monks ve Minow, 2001).

Hansmann ve Kraakman (2004, s. 34) sermaye şirketlerinin karakteristiklerini şöyle sıralamaktadır:

- Bağımsız Yasal Kimlik,
- Sınırlı Sorumluluk,
- Paylaşılan Sahiplik,
- Yetki Devredilmiş Yönetim,
- Transfer Edilebilirlik.

1.1.2.1. Bağımsız Yasal Kimlik

Bir şahıs şirketi ortakları ile birlikte ölür, veya aksi belirtilmedikçe, ayrılma kararları ile sona erer. Ortakların ölümü veya ortaklıktan ayrılan ortaklar sonrasında, ortaklığın devam ettirilmesi karmaşık ve pahalı olabilir. Bir sermaye şirketi ise genelde sermayesi olduğu sürece yaşamaya devam eder.

Şirketin bağımsız bir yasal varlık olması, şirket ortaklarının varlığından bağımsız kimliği ile çok daha uzun bir yaşam döngüsüne sahip olmasına olanak vermektedir. Bu özellik yatırımcıların sınırlı yetkisine dayanmaktadır (Monks ve Minow, 2001).

1.1.2.2. Sınırlı Sorumluluk

Sınırlı sorumluluk şirketin sahiplerinden ve çalışanlarından ayrı olması ile gerçekleşmektedir. Şirketin borcu, grubu oluşturan insanların borcu değildir ve şirkete olan borç, şirketi oluşturan gruptaki kişilere borcu ifade etmemektedir. Bu nedenle, eğer şirket iflas ederse ve alacaklılar tarafından alacaklarının temini için dava edilirse, şirketin sahipleri kişisel olarak bundan sorumlu olmamaktadırlar.

Sermaye şirketlerinde yatırımcılar, şahıs şirketlerindeki yatırımcılar ölçüsünde büyük bir risk almazlar. Bir hisse senedine yatırım yapmanın en önemli üstünlüklerinden birisi, ne olursa olsun zarar riskinin yatırım tutarı ile sınırlı olduğu gerçeğidir. Sınırlı sorumluluk, doğal olarak şirket faaliyetleri üzerinde, sınırlı yetkiyi de beraberinde getirmekte, ancak sınırsız sorumluluğun yatırımcıyı tedirgin edici etkisini gidererek, sermayenin büyümesine ortam hazırlamaktadır.

1.1.2.3. Paylaşılan Sahiplik

Sermaye şirketlerinde sahiplik hisselerine bölünmüştür ve bu hisseler aracılığı ile çok da yaygın olabilir. Az sayıda, birbirlerini kontrol altında tutabilecek kişinin sermayesi ile kurulan şahıs şirketlerinde sermaye yapısı pek güçlü olamamaktadır.

Sermaye şirketleri, paylaşılan sahiplik yoluyla, çok sayıda ve farklı kaynaktan elde edilebilecek sermaye yapısı ile büyük yatırımlar ve projeler gerçekleştirebilmektedirler. Bu ortamda şirket açısından güçlü bir sermaye yapısı kurulabilmekte, ayrıca büyük sermayesi olmayan çok sayıda küçük yatırımcıların fonlarını değerlendirebileceği bir finansal çerçeve oluşmaktadır.

Bunun ötesinde risk paylaşıldığı için, sermaye sağlayanlar sınırsız riske maruz kalmamakta ve birçok şirkete ortak olarak, çeşitlendirme (diversification) yolu ile risklerini daha da azaltabilmektedirler. Büyük ve güçlü şirketlerin varlığı istihdam, büyüme ve kalkınma gibi parametreleri olumlu yönde etkilemektedir.

1.1.2.4. Yetki Devredilmiş Yönetim

Sermaye şirketlerinde, şirketin genel gidişatını belirleme gücü Yönetim Kuruluna ve günlük faaliyetleri kontrol etme yetkisi yönetime verilmiştir. Bu, yatırımcılara verilen sınırlı yetkinin bir diğer unsurudur. Şirketin maksimum etkinlikle çalışabilmesi için, hissedarlar işletmenin karşılaştığı genel durumlar dışındaki konularda karar verme hakkından, sınırlı sorumluluk karşılığında vazgeçmektedirler (Monks ve Minow, 2001).

Şirketler ölçek ve yaş olarak büyüdükçe, sahiplikleri artan bir şekilde yaygınlaşmakta ve piyasalarda anında likiditeyi sağlamayı garanti edecek şekilde gelişmektedirler. Bu durum sorumluluklarını azaltırken, dayanıklılıklarını ve ölçeklerini artırmaktadır.

Küçük bir şirkette Yönetim Kurulu üyeleri hissedarları temsil etmektedirler çünkü genellikle kendileri hissedardır. Şirketler büyüdükçe ve karmaşıklaştıkça, Yönetim Kurulu üyeleri, hissedarlar dışındaki kişiler olmaya başlar.

1.1.2.5. Transfer Edilebilirlik

Yatırımcılar şirketlere sermaye sağladıklarında, kendileri için kabul edilebilir düzeyde bir riski üstlenmektedirler. Kabul edilebilir bir risk için, en az sınırlı sorumluluk kadar gerekli olan bir diğer unsur ise, kişinin sahip olduğu ortaklık hakkını serbestçe transfer edebilme yeteneğidir.

Hisse senetlerinin el değiştirebileceği bir borsa ve piyasa mevcuttur, dolayısıyla da şirketlerin ortaklık hakları neredeyse nakit kadar likittir. Hisse senedinin değer kaybedeceği endişesi taşıyan bir hissedar, anında hissesini satabilir. Hisse senetlerinin transfer edilebilirliği de sınırlı yetki sayesinde mümkün olan bir özelliktir.

1.1.3. Sermaye Şirketi Olmanın Üstünlükleri

Bütün bu karakteristikler çerçevesinde, sermaye şirketi yapısındaki bir işletmenin en büyük avantajı, sermaye piyasalarına erişimidir. Halka açık şirketler, gelişen koşullara uyum sağlayabilmek ve ölçek ekonomilerinden yararlanabilmek için,

sermaye piyasalarında yatırımcılara yönelik olarak hisse senedi ve tahvil ihraç ederek fon sağlayabilmektedirler.

Halka açık şirketlerde hissedarlar, hisse senetlerini edinerek şirketin sahibi olmaktadır. Bu hissedarlar firma tarafından yaratılan bütün değerlerin sahibi oldukları gibi, firmanın iflası halinde, bütün yatırımlarını da kaybedebilmektedirler.

Bu sürecin iki faydası vardır. İlkinde, bir miktar parası olan herhangi bir kişi, bir şirkete yatırım yapıp uzun dönemde varlığını artırabilmektedir. İkincisinde ise, büyüme potansiyeline sahip işletmeler, büyümek için ihtiyaç duydukları sermayeyi sağlayabilmekte, bu da ekonomik değer, iş ve vergi yaratmaktadır. Bir şirket, iflas yoluyla veya başka bir firmayla birleşme yoluyla ortadan kalkmadıkça, sonsuz ömre sahiptir.

1.1.4. Sermaye Şirketi Olma Nedeniyle Karşılaşılabilen Olumsuzluklar

Sermaye şirketi yapısındaki bir işletmenin taşıdığı üstünlüklerin yanı sıra, karşılaşılabileceği önemli olumsuzluklardan da söz edilebilir. Şirket karları, henüz temettü formunda, hissedarlara gitmeden önce kurumlar vergisine tabidir. Daha sonra ise, hissedarlar da temettü gelirleri üzerinden gelir vergisi ödemek zorundadırlar. Böylece, hissedarlar ikinci bir vergilemeye tabidirler.

Bunun yanında, konusunun uzmanı kişileri işe alma, hissedarlarla iletişim, yasal düzenlemelere uyma ve benzeri maliyetler nedeniyle bir şirketi işletmek oldukça pahalı olabilir.

Son olarak, belki de en önemli olumsuzluk, şirketlerin potansiyel kurumsal yönetim sorunları nedeniyle zarar görebilmeleridir.

Yatırımcıların çoğu halka açık büyük bir şirkette, sadece küçük bir paya sahiptirler. Bunun sonucu olarak tek kişilik bir işletme veya şahıs ortaklığında olduğu gibi, hissesine sahip oldukları şirkete yönelik olarak, gerçek anlamda bir sahiplik duygusu veya kontrol güdüsü hissetmezler (Kim ve Nofsinger, 2003).

1.1.5. Sahiplik ve Kontrol Ayrılığı

Bir şirketin belirli bir oranına “sahip” olan kişi, soyut bir varlığa ilişkin fiziksel olmayan haklara sahiptir. Kuruluşun kendisi birçok maddi varlığa sahip iken, bu varlıkların “sahipler” ile ilişkisi sorgulanabilir niteliktedir. Hissedar, sadece elinde bulundurduğu hisse senedi ile kontrol hakkını kazanmıştır.

Sınırlı sorumluluk koşuluna bağlı olarak, hissedar, şirketin varlıklarının kontrolünü elinde bulundurma hakkını, başkalarına yani şirketin yönetimine devretmektedir. Gerçekten, bu durum şirket yapılanmasının yatırımcıya sağladığı faydalardan bir tanesidir. Yatırımcı kendi sahip olmadığı uzmanlığa ve zamana sahip kişilere parasını emanet etmektedir. Bu emaneti bırakmanın ise, çeşitli olumsuzluklara neden olacağı beklenebilir. Dolayısıyla, sahiplik ve kontrol ayrılığı, kurumsal yönetim çabalarının odak noktasını oluşturmaktadır.

Bir şirketin hissedarının “sahip” olduğu, şirketin belirli bir payı konusundaki yetkiyi temsil eden bir belgedir. Bu belgenin hissedara sağladığı haklar klasik olarak; “hisse senedini satma”, “vekil seçmek için oy kullanma”, “şirketin Yönetim Kurulu veya yöneticileri sorumluluklarını yerine getirmede başarısız olurlarsa zararlar için dava açma” ve “şirketin belirli bilgilerine ulaşma” hakları ile “işletmenin tasfiyesini takiben, alacaklılar ve diğer hak sahiplerine ödeme yapıldıktan sonra kalan, artık değer üzerinde talepte bulunma” hakkı olarak sıralanabilir (Monks ve Minow, 2001, s. 93).

Sermaye yapısı güçlü, modern şirketlerde hissedarlar, sahip oldukları varlık üzerindeki kontrol hakkından feragat etmekte, sadece sermayenin tedarikçisi olarak riski üstlenmektedirler. Sahipliğin iki temel unsuru, yani “kontrol” ve “ekonomik haklar” buna göre aynı kişi veya gruplar ile ilişkilendirilmemektedir. Şirket sahipliği ve kontrolü, hissedarlar ve yöneticiler olmak üzere iki grup arasında ayrılmıştır. Hissedarlar şirketin sahibidirler, şirketin yönetimi ve kontrolü de yöneticilerin ellerindedir (Kim ve Nofsinger, 2003).

Büyük modern şirketlerdeki bu sahiplik ve kontrol ayrılığı veya diğer bir ifadeyle riski üstlenenler ile karar verenlerin ayrılığı, ilk olarak Berle ve Means (1932) tarafından tanımlanmıştır (Monks ve Minow, 2001, s. 94).

Sahipliğin sağladığı en önemli haklarından bir tanesi, sahipliğin bir başkasına transfer edilebilmesi hakkıdır. Hisse senedi sahipleri transfer edilebilirlik hakkını daha üst bir hak şeklinde kabul ederek, sahipliğin sağladığı diğer hakların bazılarını feragat etmeye gönüllü olmaktadır.

Hisse senedinin serbestçe transfer edebilmesi için, hissedarların sınırlı sorumluluğa sahip olması ve hisselerin oldukça düşük fiyatlarla işlem görmesi gerekir.

Aslında her iki koşul da sahiplik ve kontrol arasındaki bağı gevşetmektedir. Hissedarların sınırlı sorumluluk sahibi kalabilmek için, kurumsal kararlar dışındaki kontrol haklarından vazgeçmeyi kabullenmeleri söz konusudur. İşlem fiyatlarının likiditeyi sağlayabilecek kadar düşük olabilmesi için, hissedarların aynı şekilde işletmelerinin çok sayıda hisse senedi ihraç etmesine rıza göstermeleri beklenebilecektir. Bu türden nedenler ile hissedarların önemli bir bölümü firmanın faaliyetlerinde söz sahibi olmak yerine, yatırımcı gibi hareket etmeye yöneleceklerdir.

Yatırımcı ile sahip arasındaki fark hemen göze çarpmamakla birlikte, oldukça önemlidir. Sahipler, firmanın faaliyet performansı üzerine odaklanırlar. Yatırımcılar ise kendi hisse senedi portföylerinin risk ve getirisi üzerinde dururlar. Çeşitlendirme, yatırımcının riskini azaltırken, birçok işletmenin sahipliği, o işletmelere katılım ve işletmeleri etkileme olanağını azaltır. Bu nedenle, yatırımcılar, birçok firmanın aktif olmayan hissedarları olma eğilimini benimseyeceklerdir (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 4).

Transfer edilebilirlik, aslında, hissedarın etkin kullanabildiği tek hak gibi görülebilir. Anglo-Sakson literatüründe “yönetime oy ver veya borsaya git, fiyatları düşür” (Wall Street Rule) olarak bilinen yaklaşım, transfer edilebilirliğin gücünü ifade etmektedir.

Teoriye göre, hissedarlar, hisse değerini düşürebilecek kadar büyük bloklar halinde hisselerini satarak, yönetime uyarı gönderebilmektedirler. Bunun sonucunda, hisse senedi fiyatı işletmeyi cazip bir şekilde devralma hedefi haline getirebilecek kadar düşeceğinden karşılaşılabilecek risk, yönetimi hissedarların çıkarlarına yönelik çalışmaya itecektir (Monks ve Minow, 2001, s. 99-100). Gözlemler, hissedarların, transfer edilebilirlik hakkı dışında, sahiplikten doğan diğer haklarını pek kullanmama eğiliminde olduklarını göstermektedir.

Modern şirketlerde sahiplikten doğan hakların büyük bir bölümü kullanılmadığı ve şirketlerin yönetimi, iç hiyerarşiye devredildiği için, “temsil sorunu” olarak bilinen ve şirketler açısından çok büyük olumsuzluklar oluşturan potansiyel bir sorunla karşılaşılabilir.

1.1.6. Temsil Sorunu

Bir şirket yasal bir varlıktır ve bu varlık ekonomik kaynakların sahipleri ile bu kaynakların kullanımı ve kontrolünden sorumlu olan yöneticiler arasındaki bir sözleşmeler sisteminden oluşmaktadır. Bu bakımdan, şirket temsil edilenler ile temsilciler arasındaki sözleşmeler sistemi olarak nitelenmektedir. Temsil sorunu (agency problem), veya literatürde geçen diğer bir ifade ile temsil edilen-temsilci sorunu (principal-agent problem), Coase (1937), Jensen ve Meckling (1976) ve Fama ve Jensen (1983a, b) gibi yazarlar tarafından ortaya konulan, “sözleşmeye dayalı firma” görüşünün temel unsurudur.

Temsil sorununu ortaya çıkaran temel neden, finansman ve yönetimin ayrılığı, veya – daha standart bir terminoloji ile – sahiplik ve kontrolün ayrılığıdır.

Temsil ilişkisi, bir veya daha fazla kişinin (temsil edilenin) belirli hizmetleri kendisi adına yerine getirmesi için, karar otoritesini başka bir kişiye (temsilciye) devrettiği bir sözleşme olarak tanımlanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976, s. 308). Sözleşmeye dayalı bu ilişki çerçevesinde, temsilci (yönetici) temsil edilenden (yatırımcı) fon sağlamaktadır. Sağlanan bu fon karşılığında, temsil edenin yatırımcıya daha sonra uygun bir getiri sağlayacağı ve yatırımcının çıkarlarına yönelik olarak hareket edeceği varsayılır.

Teorik olarak, temsil ilişkisinde, tarafların, yöneticilerin fonlarla ne yapacağını ve getirilerin aralarında nasıl paylaşılacağını belirleyen, tam ve ayrıntılı bir sözleşme yapacakları varsayılır. Ancak uygulamada, gelecekteki bütün şartlar önceden tahmin edilemediğinden, kapsamlı bir sözleşme hazırlamak olanağı bulunamamaktadır. Bu nedenle sahipler, sözleşmede öngörülemeyen koşullara ilişkin kararları verme hakkını yöneticilere devretmek durumunda kalmaktadırlar. Kontrol yetkisinin devri ise, aslında sahipliğin bir unsuru olan kontrol haklarının büyük ölçüde, yöneticilerin ellerinde yoğunlaşmasına neden olmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997, s. 741).

Temsil teorisi, temelde temsil ilişkisinden kaynaklanan iki sorunun çözümü ile ilgilenmektedir. Bu sorunlardan ilki, temsil edilen ile temsilcinin çıkarları ya da beklentileri çatıştığında ve temsil edilen için temsilcinin gerçekte ne yaptığının doğrulanması ya çok zor ya da çok masraflı olduğunda, ortaya çıkmaktadır.

Burada sorun, temsil edilenin, temsilcinin uygun bir şekilde hareket edip etmediğinden emin olamamasından kaynaklanmaktadır.

İkinci sorun, temsil edilen ile temsilci, risk karşısında farklı tutumlar içerisinde olduğunda ortaya çıkan, risk paylaşımı ikilemidir. Buradaki sorun, farklı risk tercihlerine sahip oldukları için, temsil edilen ile temsilcinin farklı faaliyetleri tercih etmeleridir (Eisenhardt, 1989).

Firmada yöneticiler hissedarların aleyhine, ancak kendi çıkarlarına yönelik olarak hareket ettiklerinde, temsil maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Sahiplik ve kontrol birbirinden ayrıldığı zaman, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları, temsil maliyetlerinin kaynağını oluşturmaktadır (Uğurlu, 2000).

Temsil edilen, temsilci için uygun motifler (güdüler) yaratarak ve temsilcinin uygun olmayan faaliyetlerini kısıtlamak için, izleme maliyetlerine katlanarak, temsil edenin kendi çıkarlarından sapmasını sınırlandırabilir.

Bazı durumlarda, temsilcinin temsil edilene zarar verecek belirli davranışlarda bulunmamasını veya bulursa bile, bu zararın karşılığının temsil edilene ödenmesini garanti edecek sözleşmeler düzenlenerek, buna ilişkin maliyetlere katlanılabilmektedir. Temsilcinin, temsil edilenin beklentileri doğrultusunda optimal kararlar vermesinin garanti altına alınması, hemen hiçbir zaman sıfır maliyetle mümkün bulunmamaktadır.

Çoğu temsil ilişkisinde, temsil edilen ve temsilci, parasal veya parasal olmayan izleme ve sözleşme altına alma maliyetlerine katlanacaklar ve buna rağmen temsilcinin kararları ile temsil edilenin refahını, maksimize edecek kararlar arasında bir farklılık olacaktır. Bu farklılığın parasal ifadesi, temsil ilişkisinin ortaya çıkardığı bir maliyet olacak ve “arta kalan zarar” olarak ifade edilecektir.

Bu bakımdan temsil maliyetleri şu unsurların toplamından oluşmaktadır:

- Temsil edilen tarafından katlanılan izleme maliyetleri (monitoring expenditures),

- Temsilci tarafından katlanılan sözleşmeye bağlama maliyetleri (bonding expenditures),

- Arta kalan zarar (residual loss) (Jensen ve Meckling, 1976, s. 308).

Yukarıda belirtilen unsurların toplamından oluşan temsil maliyetlerini minimum kılmak, modern şirketlerin karşı karşıya kaldıkları en önemli çabalardan bir tanesidir ve bunun için çeşitli mekanizmalar kullanılmaktadır.

Çalışmanın devamında değinilecek olan mekanizmalar, firmanın amaç fonksiyonunun ortaya konulmasını gerektirmektedir. Çünkü bu mekanizmalar, firma amaç fonksiyonunun özelliklerine bağlı olarak, belirli ölçülerde farklılık gösterebilmektedir.

1.2. FİRMA AMAÇ FONKSİYONU

Amaç fonksiyonu firmanın üretkenliği, verimliliği ve sosyal refahı ile yöneticilerin ve Yönetim Kurulu üyelerinin hesap verebilirliği üzerinde etkin bir role sahiptir.

Modern şirketlerdeki en belirgin olumsuzluklardan birisi olan temsil sorununun çözümüne ilişkin çabalarda, amaç fonksiyonu ile ilgili yaklaşımın belirlenmiş olması önem taşır. Kurumsal yönetimin gelişimi açısından en belirgin özellik, “şirketlerin öncelikle hissedarların çıkarlarına yönelik olarak mı faaliyet göstermesinin beklendiği”, yoksa “çıkar grupları teorisinin mi uygulandığı” noktasında ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden, kurumsal yönetim sistemlerinin şekillenmesinde, işletme amaç fonksiyonu ve buna yönelik olarak geliştirilen teoriler önem taşımaktadır.

Firma amaç fonksiyonunun ne olması gerektiğine ilişkin literatürde temelde iki görüş mevcuttur ve bu görüşler hissedar değeri teorisi (shareholder theory) ve çıkar grupları teorisi (stakeholder theory) olarak adlandırılmaktadır.

1.2.1. Hissedar Değeri Teorisi (Shareholder Theory)

Hissedar değeri ya da değer maksimizasyonu teorisine göre, firmanın amacı firma değerini veya diğer bir deyişle hissedar değerini maksimum kılmaktır.

Bu goruş, yöneticilerin bütün kararlarını işletmenin uzun dönemde toplam piyasa değerini artırmak için alması gerektiğini önermektedir. Toplam değer, işletme üzerindeki bütün finansal beklentilerin toplamı olarak ifade edilmektedir ve bu beklentilere özkaynaklar, borçlar, imtiyazlı hisse senetleri ve teminatlar da dahildir (Jensen, 2000b, s. 38).

1.2.2. ıkar Grupları Teorisi (Stakeholder Theory)

ıkar grupları (ilgi grupları) teorisine göre ise, yöneticiler sadece firmadan finansal beklentileri olanların yani hissedarların değil, aynı zamanda firma ile ilgili bütün çıkar gruplarının yani çalışanların, müşterilerin, tedarikicilerin, alacaklıların, toplumun, devlet kuruluşlarının ve hatta çevrenin faydalarını göz önünde bulundurarak karar almak zorundadırlar.

ıkar grupları teorisini savunanlar, bir firmaya katkıda bulunmaları nedeniyle yasal sınırlar dahilinde, firmadan belirli beklentileri olan bütün kişi veya grupların fayda sağlamak için bu katılımda bulduklarını ve belirli çıkar veya fayda türlerinin diğerleri karşısında, bir ustunluge sahip olmadığını savunmaktadırlar (Donaldson ve Preston, 1995, s. 68).

1.2.3. Hissedar Değeri ve çıkar Grupları Teorilerine Yönelik Eleştiri ve Tartışmalar

Yöneticilerin öncelikli sorumlulukları hissedarlara karşıdır, hissedarların belirledikleri amaçları gerçekleştirebilmek için hizmet verirler ve bu amaca doğrultusunda onları temsil etmektedirler.

Hissedarlar sermayenin tedarikicileri olarak riski üstlenirler ve yatırımlarının karşılığında mümkün olan en yüksekte getiriye elde etmek isterler. Amaçları varlıklarını maksimize etmektir. Yöneticilere ve Yönetim Kuruluna, sadece kendilerine para

kazandırılırsa ödeme yaparlar. Başka bir ifade ile, yöneticiler, sonuçta hissedarlara ait olan şirket kazançlarını, hissedarlara hisse değer artışı veya temettü olarak dağıttıkları sürece para kazanabilirler. Yönetim Kurulu ve yönetim hiyerarşisi, hissedarların varlıklarını maksimize etmekle yükümlü olduklarından, öncelikli bağlılıkları şirketin amacına dönük olmalıdır.

Çıkar-ilgi grupları teorisinin firmanın alacağı bütün kararlarda, firma ile ilgili bütün tarafları dikkate alması gerektiğini savunması, kuşkusuz onu üstün kılmaktadır.

Ancak işletme ile ilgisi bulunan farklı çıkar gruplarının, çoğu zaman birbirleri ile çelişen ve rekabet halinde yürüyen çıkarları bulunmaktadır. Müşteriler düşük fiyat, yüksek kalite ve hizmet, çalışanlar yüksek ücret, ücretsiz sağlık hizmetleri, iyi emekli maaşları, yüksek kalitede çalışma ortamı ve tatiller gibi unsurları içeren ücret ve ücret dışı haklar talep ederler. Sermaye sahipleri düşük risk ve yüksek getiri beklentisi içindedirler. Toplum genel anlamda kendisine fayda sağlayacak şekilde sosyal harcamalar, artan yatırımlar ve istikrarlı istihdam gibi beklentilere sahiptir. Akla gelebilecek diğer çıkar grupları benzer şekilde farklı taleplerde bulunurlar.

Çıkar grupları teorisi, yöneticilere ve Yönetim Kuruluna, çıkar gruplarının birbirleri ile çelişen beklentileri arasında, nasıl bir seçim yapacaklarına ilişkin kriterler sunmakta yetersiz kalmaktadır.

Yöneticiden cari kar, pazar payı ve gelecekteki kar artışı gibi birçok unsuru aynı anda maksimize etmesini istemek, onu rasyonel karar verme açısından önceliksiz ve yöntemsiz bırakacaktır. Bu durumda firma, süreklilik rekabeti koşullarında, amaçlarını sıralayamama karmaşası ile karşı karşıya kalacaktır.

Firmaların piyasa koşullarında rekabet edebilmek ve uzun vadede varolabilmek için, tek bir amaç fonksiyonuna sahip olmaları gerektiği genel kabul görmektedir. Çok amaçlı bir fonksiyonda, boyutlar arasında tekdüze bir değişim olmadıkça, birden fazla boyutu aynı anda maksimize etmek mantıksal olarak imkansızdır.

Bu yüzden Jensen (2000b), firmanın amaçsal veya rasyonel bir davranış ortaya koyabilmesi için tek değerli bir amaç fonksiyonuna duyacağı ihtiyacı ihmal etmesi nedeniyle, çıkar grupları teorisinin, temelde kusurlu olduğunu ileri sürmektedir.

Çıkar grupları teorisine göre, firma kolaylıkla herkese karşı sorumlu olabilmektedir. Ancak Gregg (2001) ve Sternberg (1997) herkese karşı sorumlu olan bir firmanın aslında hiçbirine karşı sorumlu olamayacağını ileri sürmektedirler. Ayrıca çıkar grupları teorisi, bunun ötesinde firmanın bütün çıkar sahiplerinin faydalarının dengelenmesi gerektiğini ileri sürerek, bireysel sahiplik kavramını yeterince dikkate almamaktadır.

Risk olarak bir getiri beklentisi içinde olan mevcut hissedarlar ve potansiyel yatırımcılar, risk almaksızın şirketten kendilerinden önce çıkar sağlayacak grupların varlığı durumunda, üstlendikleri riski almaktan vazgeçeceklerdir.

Çıkar grupları teorisi bu yüzden daha zayıf, durağan ve riskten kaçınan şirketler yaratacak, bu da aynı özelliklere uygun bir ekonomi yaratacaktır.

Belirtilen gerekçelerle Gregg (2001, s. 36), çıkar grupları teorisinin gerçekte her bir çıkar grubunun faydasını maksimize etme amacı uğruna, tam aksine sonuçlar vereceğini ileri sürmektedir.

Sternberg (1997) de bütün çıkar gruplarının faydalarının dengelenmesinin gerçekleştirilemeyecek bir amaç olduğunu ileri sürmektedir. Firmayı etkileyen veya onun faaliyetlerinden etkilenen herkes çıkar grupları içerisinde yer alacağı için, faydaları göz önünde bulundurulacak kişi veya grup sayısı sınırsızdır. Bir denge oluşturulabilmesi için öncelikle bu sayının sınırlı olması gerekecektir.

Çıkar grupları teorisi, ayrıca çıkar grupları tanımlanabilse ve yönetilebilir bir sayıda sınırlandırılabilse bile, faydaların dengelenebilmesi açısından, hangi faydaların hesaba katılacağını da açıklamamaktadır.

Çıkar grupları tarafından faydalı kabul edilebilecek her unsurun, hesaba katılamayacağı açıktır. En önemlisi ise, hesaba katılabilecek uygun bütün faydalar tanımlanabilse bile, çıkar grupları teorisi, dengenin nasıl kurulacağına ilişkin bir şema sunmamaktadır. Farklı çıkar gruplarının birbirleri ile çelişen beklentileri olduğu gerçeği kabul edildiğinde, bir gruba fayda sağlayan bir karar, genellikle diğer bir gruba zarar vereceğinden, hangi faydaların diğerleri karşısında daha üstün tutulacağı konusu, karmaşa oluşturmaya devam edecektir.

Çıkar grupları teorisi birden çok unsuru aynı anda maksimize etmeyi amaçlarken, bunu gerçekleştirebilmek için belirli kriterler sunmadığından, çeşitli grupların çıkarlarının ne ölçüde karşılandığına ilişkin bir değerlendirme ölçütü de vermemektedir. Dolayısıyla çıkar grupları teorisi, yöneticileri faaliyetlerinden dolayı objektif kriterler çerçevesinde sorumlu kılamamaktadır.

Muhtemelen bu nedendir ki, çıkar grupları teorisi yöneticiler ve yönetim kurulları tarafından geniş ölçüde kabul görmektedir. Bu teori, iyinin tanımını yapmadığı için, işletmelerdeki yöneticileri ve yönetim kurullarını, firmanın kaynakları üzerindeki yönetimi konusunda sorumlu tutmamaktadır. Başarı için kriter olmaksızın, yöneticiler kurallı bir şekilde değerlendirilemeyeceğinden çıkar grupları teorisi, firmaları, belki de bütün çıkar gruplarının zararına, kendi çıkarlarının peşine düşebilen yöneticilerin ellerine bırakmakta ve ekonomik sistemdeki temsil maliyetlerini artırmaktadır (Jensen, 2000b).

Jensen (2000b) çıkar grupları teorisine göre yönetilen firmaların, değeri maksimize etmek üzere hareket eden işletmelerle rekabet etmeleri halinde, zaman içinde başarısızlığa uğrayacaklarını savunmaktadır.

Hissedar değeri teorisi ise yöneticilere, çıkar gruplarının birbirleriyle çatışan çıkarları arasında tercih söz konusu olduğunda, karar kriteri sağlamaktadır. Ürün kalitesini artırmak, çalışanlar için çalışma şartlarını iyileştirmek veya tedarikçilere hizmet vermek için yapılacak her harcamanın, firma değerini en az bu harcama tutarı kadar arttırması ilkesini kabul etmektedir. Bu koşulun, yapılacak harcama tüketiciler, çalışanlar ve tedarikçiler için de, en az harcama tutarı kadar değer oluşturduğu ölçüde, geçerli olacağı benimsenmektedir.

Firmanın toplam piyasa değerinin maksimum kılınması, çıkar grupları nezdinde yapılacak harcama en az harcama tutarı kadar bir değere sahip olacağı için, bütün olarak topluma en büyük katkıyı sağlamış olmaktadır (Jensen, 2000a, s. 2).

Gerçekte firmada herhangi bir çıkar grubunun göz ardı edilmesinin, firmanın uzun dönem piyasa değerinin maksimizasyonunu olumsuz etkileyeceği açıkça bilinmek durumundadır. Müşterilerle, çalışanlarla, finansal destekçilerle, tedarikçilerle, yasal düzenleyicilerle, toplumla iyi ilişkiler içinde olmaksızın değer yaratılamayacağı

ortadadır. Ancak bu gerçeğin kabul edilmesinden sonra, rekabet halindeki çıkarlar arasında seçim yapmak için, değer yaratma kriterinin kullanılabilmesi söz konusu olur.

Temelde bir firmanın ürettiği ürünler, üretimde tükettiği değerden daha yüksek bir değerle değerlendiriliyorsa, kar ve sosyal değer yaratılır. Firma değeri ise, basitçe, firmanın yarattığı bu faydaların uzun dönem piyasa değeri olarak ölçülmektedir.

Sonuç olarak, firmalar tek amaçlı bir fonksiyonu maksimize edebilmektedirler. Tek bir fonksiyonda birbirleri ile çelişen amaçların maksimizasyonu olanaksızdır. Belirlenecek tek amaç ise hissedar değeri maksimizasyonu olacaktır. Hissedar değeri maksimizasyonu, kesinlikle hissedarlar dışındaki diğer çıkar gruplarının ihmal edilmesi anlamı taşımamaktadır. Aksine, ortaya konulan kriter doğrultusunda, değer maksimizasyonu her bir çıkar grubu için de belirli kriterler sağlayacak ve birbirleri ile çelişen çıkarların yönetilmesi daha objektif koşullarla mümkün olacaktır. Bunun için herhangi bir harcamanın firmaya uzun dönemde kattığı değer, bir birim veya daha fazla ise, herhangi bir çıkar grubu için bu bir birimlik harcamanın gerçekleştirilmesi benimsenecektir. Bu kriter yöneticilerin sorumluluk sınırlarını daha net ortaya koyacağı için, şirketler daha verimli çalışacak ve temsil maliyetleri daha düşük olacaktır.

Kurumsal yönetim sisteminin oluşturulmasında da işletme amaç fonksiyonu önem taşımaktadır. Firmada kararlar alınırken amacın değer maksimizasyonu olması veya bütün çıkar gruplarının beklentilerinin gerçekleştirilmeye çalışılması, kullanılacak kurumsal yönetim mekanizmalarını belirli ölçüde etkilemektedir.

1.3. KURUMSAL YÖNETİM

“Kurumsal Yönetim” veya “Kurumsal Şirket Yönetimi”, aslında çok yeni bir kavram değildir. Birbirinden farklı ekonomik, sosyal, yasal ve politik şartlara sahip ülkeler için tek bir kurumsal yönetim sisteminden söz edilmemektedir.

Ülkelerin içinde buldukları koşullar çerçevesinde en etkin kurumsal yönetim sistemini geliştirmeleri ve bunu yasalarla desteklemeleri, o ülkedeki şirketlerin kendi yapılarına özgü kurumsal yönetim mekanizmalarını uyarlamaları, finansal piyasaların işlerliğini geliştirecek, uluslararası düzeydeki rekabet koşullarında ülkeleri ve şirketleri

güçlü kılacak, şirketlerin uluslararası finansal piyasalara ulaşarak fon sağlamalarına yardımcı olacaktır.

Temelde, finansal piyasaların ülke sınırlarını aşması ve uluslararası düzeyde artan rekabet, ülkelerin çeşitli açılardan farklılıklarına rağmen, ortak bir kurumsal yönetim sistemi oluşturulması konusundaki gerekliliği de beraberinde getirmektedir. Bu nedenle kurumsal yönetim sistemlerinin yakınlaşması ve bu yakınlaşmanın yönü, literatürde yer alan özel bir konu haline gelmiştir.

1.3.1. Kurumsal Yönetim ve Katılımcılar

Kurumsal yönetim, genel çerçevesiyle şirketin yönü ve performansının belirlenmesinde çeşitli katılımcılar arasında oluşan ilişkiler olarak bilinmektedir. Bu ilişkiler içinde organizasyonla ilgili çeşitli katılımcıların yetki ve sorumluluklarını belirleyen yapı ve güç sistemleri meydana gelmektedir (Alkhafaji, 2001, s. 188). Firma yönetiminde en önemli katılımcılar hissedarlar, CEO (Chief Executive Officer) başkanlığındaki yönetim ve Yönetim Kuruludur. Diğer katılımcılar arasında çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar ve toplum yer almaktadır (Monks ve Minow, 2001, s. 1).

Kurumsal yönetim, bir bakıma modern şirketlerin yarattığı sahiplik ve kontrolün ayrılması nedeniyle, ortaya çıkan potansiyel temsil maliyetlerini en aza indirmeye yarayan bir mekanizmalar bütünüdür. Bu mekanizmaların uygun bileşimlerde optimum kullanımı, ortaya çıkan ya da çıkması beklenebilecek temsil maliyetlerini en aza indirgeyerek, şirketin amaç fonksiyonunu gerçekleştirilmesine katkıda bulunmaktadır.

Şirketin amaç fonksiyonu, firma değerinin maksimum kılınması olduğuna göre, etkin bir kurumsal yönetim, temsil maliyetlerini minimize ederek şirket değerini artırmaya yönelik bütünleşik ve karmaşık bir sistemdir.

Piyasa ekonomisi için gerekli olan sahiplik ve kontrol kavramlarının veya firmadan beklentileri olanlar ile faaliyetleri yönetenlerin birbirinden ayrılmış olması durumunda, ilgili tarafların yönetimi nasıl kontrol ettikleri kurumsal yönetimin konusudur. Bu nedenle, kurumsal yönetimin varlığı için ilk neden, sahiplik ve kontrolün ayrılması ve bunun ortaya çıkardığı temsil sorunlarıdır (John ve Senbet, 1998).

1.3.2. Kurumsal Yönetimin Amacı

Kurumsal yönetim temsil sorunu ile ilgilidir. Yöneldiği temel konu, şirkete fon verenlerin yatırımları karşılığında getiri elde etmelerinin nasıl sağlanabileceğidir (Shleifer ve Vishny, 1997, s. 773).

Firmaların amacı hissedar değerini artırmaktır. Ancak, firma, hissedarların güvenini sağlayamazsa, firma değeri de yok olur. Şirketleşmenin sağladığı bütün üstünlükler ancak güven sağlanabilirse gerçekleşebilir. Etkin bir kurumsal yönetim sistemi, yatırımcıların işletmelere ve piyasalara karşı güven duymalarını sağlayabilir (Kim ve Nofsinger, 2003).

Kurumsal yönetim şirketlerin iyi yönetilebilmeleri ve optimum verimlilikte faaliyet göstermeleri açısından oldukça önemlidir. Mallin (2004, s. 4)'e göre kurumsal yönetim; şirket içinde uygun kontrol sistemlerinin uygulanmasına ve böylece varlıkların korunabilmesine yardımcı olur, tek tek kişilerin etki yaratabilecek ölçüde fazla güç sahibi olmalarını engellemeyi hedefler, şirketin, hissedarların ve diğer çıkar gruplarının çıkarlarına yönelik olarak yönetilmesini garanti altına almayı amaçlar, şeffaflık ve hesap verebilirliği geliştirmeyi öngörür.

İyi bir kurumsal şirket yönetimi, yatırımcının güvenini sağlamak açısından gerekli olduğu kadar, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, direkt yabancı yatırımları çekebilmek açısından da önemli bir araç niteliğindedir.

1.3.3. Kurumsal Yönetim Sistemleri

Kurumsal yönetim sistemleri ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Farklılığı yaratan en önemli unsurlardan bir tanesi, söz konusu ülkelerde şirketlerin sahiplik yapılarıdır. Bazı ülkelerde şirket sahiplikleri çok yaygın iken, bazılarında ise küçük bir grubun elinde toplanmıştır.

Diğer faktörler ise, sermaye piyasalarının gelişmişliği veya gelişmemişliği ile yasal düzenlemelerin hissedarları yeterince koruyup koruyamamasıdır.

Söz konusu faktörler çerçevesinde, kurumsal yönetim ile ilişkili literatür incelendiğinde, “Dışsal” ve “İçsel” olarak nitelendirilebilecek iki temel kurumsal yönetim sistemi ağırlık kazanmaktadır:

Dışsal (Outsider) Sistem, Anglo-Amerikan sistemi veya “piyasa odaklı” (market-oriented) sistem olarak adlandırılan kurumsal yönetim sistemidir.

İçsel (Insider) Sistem, Kara Avrupası ve Japonya sistemi veya “ağ odaklı” (network-oriented) sistem olarak adlandırılan kurumsal yönetim sistemidir.

Dışsal sistem veya Anglo-Amerikan sistem, temel olarak Amerikan ve İngiliz modellerini bir araya getirmektedir. Bu sistem, firmanın öncelikle hissedar değerini maksimize etmeye çalışan bir araç olduğu, serbest piyasa faaliyetlerini ön plana çıkarmaktadır. Dışsal kurumsal yönetim sistemlerinde temel çıkar çatışması, güçlü yöneticiler ve çok yaygın zayıf hissedarlar arasındadır.

İçsel sistem, genel olarak İngiltere dışındaki Kara Avrupası ülkelerinde, Japonya’da ve Kore’de uygulanan sistemi ifade etmektedir. İçsel sistemlerde ise temel çıkar çatışması, kontrolü elinde bulunduran (veya büyük) hissedarlar ile zayıf azınlık hissedarlar arasındadır. Bu veriler çerçevesinde, ülkelerin kurumsal yönetim sistemleri arasındaki en çarpıcı farklılığın, firmaların sahiplik ve kontrol yapıları ile kontrolü elinde bulunduran hissedarların değer yargılarından kaynaklandığı anlaşılmalıdır (Maher ve Andersson, 2002, s. 386).

Kurumsal yönetim sistemlerinin yakınlaşması (convergence) konusundaki tartışmalar ise büyük ölçüde dışsal sistemin, dünya çapında bir referans olup olmayacağı üzerine yoğunlaşmıştır. Dışsal sistem ile içsel sistem arasındaki temel farklılıklar analiz edilirken, kurumsal yönetim sisteminin dört boyutu değerlendirilmektedir: Bunlar, işletmenin finansal yapısı ve sermaye piyasalarının rolü, sahiplik yapısı ve kontrol, Yönetim Kurulu sistemi ve firmanın öncelikleri ve toplum içindeki rolü şeklinde ele alınabilir (Van den Berghe, 2002, s. 9).

1.3.3.1. Dışsal Sistem

Dışsal sistem (outsider system) sermaye piyasaları ve kurumsal tahvil piyasaları aracılığıyla sağlanan uzun vadeli fonlar ile karakterize edilmektedir. Sermaye piyasalarına yüksek ölçüde bağımlılık nedeniyle dışsal sistem “piyasa-odaklı” sistem olarak da adlandırılmaktadır.

Burada hisseler, genel olarak birçok küçük paya sahip hissedar arasında çok geniş bir şekilde yayılmıştır. Bu sistemde sermaye piyasalarına kayıtlı şirketler çoğunluktadır ve hissedar değerinin maksimizasyonu amacı çerçevesinde faaliyetlerini sürdürmektedirler.

Firmanın temel amacı, sadece kontrolü elinde bulunduran bazı hissedarların değil, bütün hissedarların varlığını maksimize etmektir. Yasal düzenlemeler, bilgiye eşit koşullar ve maliyetlerle ulaşmanın mümkün olduğu ve küçük hissedarların yasal olarak korunduğu bir ortam yaratarak, hissedarları önemli ölçüde korur ve hisse senetleri piyasalarını destekler.

Yönetim kurulları, hissedar varlığını maksimize edecek bir araç olarak hizmet verirler. İşletme ile ilgili bütün çıkar gruplarının çıkarları göz önünde bulundurulmak zorunda olsa da, yönetim kurulları sadece hissedarlara karşı sorumludurlar. Amerikan modeli bu sistemin tipik örneğidir (Van den Berghe, 2002, s. 9).

1.3.3.2. Dışsal Sistemin Kurumsal Yönetim Açısından Sakıncaları

Yöneticilerin hissedarların çıkarları doğrultusunda faaliyetlere yön verecek olmalarına karşın, sahipliğin çok yaygın olması, genelde zayıf hissedarlar yaratır. Hissedarların güçsüzlüğü firmanın faaliyetleri konusunda pasif kalmalarına neden olur. Hissedarlar, hissedar haklarının korunması konusunda katlanacakları maliyetler karşılığında, elde edilebilecek potansiyel faydanın sadece küçük bir kısmından yararlanacakları için, bu konuda yük altına girmek istemezler. Uç durumlarda, küçük hissedarlar için mümkün olan tek düzenleyici mekanizma, hisselerini satmaktır. Kaçış, sesini yükseltmekten daha pratiktir. Bu nedenle, işletme varlıkları ve politikaları üzerindeki kontrol hakları kullanılmadığından, bu haklar o anki yönetimin ellerine bırakılmaktadır. “Zayıf sahip” çoğunlukla “güçlü yönetici”ye neden olur, bu da potansiyel olarak, yerlerini garantilemiş yöneticiler ile yaygın hissedarlar arasında bir çatışma yaratır (Van den Berghe, 2002, s. 10).

Dışsal sistemde kurumsal yönetim, geleneksel olarak, “temsil” sorunu ile ilişkilendirilmektedir. “Temsil edilen – temsilci” ilişkisi firmanın sahibi ile yöneticisi aynı kişi olmadığında ortaya çıkmakta, başka bir deyişle, sahiplik ve kontrol ayrılığı söz konusu olduğunda ortaya çıkmaktadır. Dışsal sistemde sahiplik çok yaygın olduğu için,

çıkar çatışmaları yaygın sahipler ile güçlü yöneticiler arasında yoğunlaşmaktadır (Maher ve Andersson, 2002, s. 389).

Sahiplerin güçlü olmaması, temsil sorunlarına karşı belirli izleme mekanizmalarını gerekli kılmaktadır. Yönetimi izlemek için ilk araç “Yönetim Kurulu” olduğu için, Yönetim Kurulu yöneticilerden bağımsız olmalıdır.

Yönetimin ve hissedarların çıkarlarını düzenlemekte kullanılan ikinci mekanizma, yöneticileri hissedar olmaları için özendirme. Yönetici ödeme planları, yönetici ve hissedar çıkarlarını dengeleme konusunda yararlı olmaktadır. Bu açıdan, dışsal sistemlerde hisse senedi opsiyonlarına ilişkin planların çok etkin olduğu kanıtlanmıştır. Bununla birlikte, yönetimin bu şekilde ödüllendirilmesi, finansal raporların üçer aylık dönemler itibarıyla sunulması ve hisse senedi piyasası miyopluğu nedeniyle, aynı zamanda yöneticilerin zaman zaman kısa-vadeli amaçlar edinmesine de neden olabilmektedir. Üçüncü mekanizma, firmaları ve yönetimlerini disipline edecek fonksiyonlara sahip, aktif bir dışsal kurumsal kontrol piyasasının varlığıdır (Van den Berghe, 2002, s. 10).

Şirket sahiplerinin yoğun olarak şirketin hisse senetlerini satmaları halinde, şirketi düşmanca ele geçirme hedefi haline getirmeleri söz konusu olur (Wall Street Kuralı). Bunu önleyebilmek için de yöneticiler, şirketin hisse değerini artırmak amacı taşıyacaklardır. Aksi takdirde, yönetimin kendi çıkarlarına yönelik tutumları hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olarak, şirketi devralma hedefi haline getirecektir.

Sahiplerin “dışsal” karakteri göz önünde bulundurulduğunda, yatırım kararları verebilmeleri veya yatırımlarını sürdürebilmeleri için güvencikleri tek kaynak olarak, kamuya sunulan bilgilere ihtiyaç duymaları ağırlık kazanır. Bu da dışsal sistemde açıklama, şeffaflık ve hesap verebilirlik konularında katı kurallar gerektirmektedir.

Son yıllarda, kurumsal yatırımcıların artan oranda firmaların hisse senetlerine sahip olmaları, dışsal sistem için güçlü bir izleme imkanı yaratmaktadır (Van den Berghe, 2002, s. 10). Hissedarların portföyünde şirkete ait hisselerin artması ile, elde edecekleri fayda izleme konusunda katlanılması gereken maliyetleri aşmakta, bu da “Wall Street Kuralı”nı daha az etkili kılmaktadır. Yani kurumsal yatırımcılar hisseleri satarak kaçmak yerine, yönetimi izleme konusunda daha etkin olmaktadır, hatta yönetim değişiminde aktif rol almaktadırlar.

1.3.3.3. İçsel Sistem

İngiltere dışındaki Avrupa ülkelerinde, Japonya’da ve Kore’de geçerli olan “içsel sistem”, yoğunlaşmış sahiplik veya oy kullanma gücü ile ve firmalar arası iç içe geçmiş ilişkiler ve hisse sahiplikleri ile karakterize edilmektedir.

Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar, dışsal sisteme göre kurumsal yönetim açısından, çok daha küçük bir rol oynarlar. Ailesel kontrol, bankalarla yakın ilişkiler, çapraz hisse sahiplikleri ve piramitsel yapılar içsel sistemin öne çıkan özellikleridir. Bu faktörler, hissedarların çok düşük maliyetlerle kontrol güçlerini artırmalarına izin vermektedir.

Çoğunluktaki hissedarlar veya kontrolü elinde bulunduran hissedarlar, bu sistemde yönetimi izleme konusunda, hem güdüye hem de karar verme sürecini etkileyebilecek güce sahiptirler (Maher ve Andersson, 2002, s. 389).

İçsel sisteme sahip ülkeler, nispeten küçük bir hisse senedi piyasasına sahiptirler ve bu piyasada kayıtlı olmak, firmanın gelişim sürecinde önemli bir etken değildir. Sermaye piyasası ve kurumsal tahvil piyasası, dışsal sisteme göre çok daha az belirgin bir rol oynamaktadır.

Bunun yerine, banka finansmanı ile bireysel hissedarların ve ailelerin sahip olduğu holding türü işletmeler tarafından, hisselerine yapılan direkt yatırımlar, daha önemli bir rol oynamaktadır. İçsel sisteme sahip ülkelerin bazılarında bankalar, işletmenin temel alacaklısı olduğu kadar, hissedarı olarak da önemli bir rol oynamaktadır (Van den Berghe, 2002, s. 11).

Ailesel kontrol, çapraz hisse sahiplikleri ve piramitsel yapılar nedeniyle sahiplik yoğunlaşmıştır. Hissedarlar ya aynı zamanda yöneticilerdir, ya da değilse bile yönetimi izleme maliyetlerine katlanarak, daha büyük faydalar elde edeceklerdir.

Bu sistemde ortaya çıkan temel çatışma, dışsal sistemde olduğu gibi hissedarlar ile yöneticiler arasında değil, kontrolü elinde bulunduran sahipler ile dışarıdaki azınlık hissedarlar arasındadır (Maher ve Andersson, 2002, s. 389). Azınlıktaki hissedarlar şirkete ilişkin bilgilere ulaşamazken, içerideki hissedarlar tam bilgiye sahip olduklarından, bilgi asimetrisi oldukça fazladır. Bu durum kontrolü elinde bulunduran hissedarların, azınlıktaki hissedarlar aleyhine kendi çıkarlarına yönelik faaliyetlerine

zemin hazırlamakta ve azınlıktaki hissedarların haklarının kötüye kullanılması olasılığını kuvvetlendirmektedir. Bu da hisse senedi piyasalarının gelişimini olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Yoğunlaşmış sahiplik nedeniyle devralmalar da dışsal sisteme göre oldukça az gerçekleşmektedir.

Yönetim Kurulu yapısı, içsel sistemde daha karmaşıktır. Genellikle Yönetim Kurulları iki kademeli olmak zorundadır. Üst kademe, işletmeyi yönlendirecek, yönetici olmayan Yönetim Kurulu üyelerini ve ikincil kademe ise yönetici üyeleri içerir.

Yönetici olmayan üyelerin varlığı, Kurulun yönetimden bağımsızlığını artırmaktadır. Yönetim Kurulunun dağılımı bütün önemli çıkar gruplarını temsil etmelidir. Genel olarak içsel sistem, sadece hissedarların değil, bütün çıkar gruplarının çıkarlarına yönelik bir sistemdir (Van den Berghe, 2002, s. 11).

1.3.3.4. İçsel Sistemin Kurumsal Yönetim Açısından Sakıncaları

Bu sistemin en önemli dezavantajı, çoğunluğa sahip büyük hissedarın kendi çıkarlarına yönelik politikalar uygulayabilmesinden kaynaklanmaktadır. Eğer küçük yatırımcılar hisselerini korumak için yasal haklara sahip değillerse, bu sistem içinde zarar görebilmektedirler. Bu ortamda, yasal girişimde bulunmanın maliyeti çoğunlukla getirisini aşar, çünkü davacı katlanacağı maliyet karşısında sadece küçük bir oranda kazanç elde eder. Bu nedenle, içsel sistemde azınlıktaki hissedarların korunması önemli bir unsurdur.

Yönetim Kurulunun kontrol gücünü elinde bulunduran hissedarlardan bağımsızlığı, genel anlamda firmanın çıkarlarını ve özel olarak azınlıktaki hissedarların çıkarlarını korumak için bir araç niteliğindedir (Van den Berghe, 2002, s. 11).

Kontrolü elinde bulunduran hissedarların, azınlık hissedarların zararına kendi faydalarını maksimum kılma eğilimi bu sistemdeki temel çatışma nedenidir. Bu çıkar çatışmasının sonuçlarından bir tanesi, sermaye maliyetinin yükselmesidir, çünkü azınlık hissedarlar, sahip oldukları hisseler üzerinden katlandıkları bu risk ölçüsünde getiri talep etmektedirler.

Bu sorun özellikle küçük hissedarların, yatırımlarından getiri elde etmelerini garanti altına alacak yasal mekanizmalar olmadığında, daha ciddi boyutlara ulaşmaktadır. Yatırımcılar fonlarını şirketin hisselerini almak yerine ellerinde tutacaklarından, ikincil piyasalarda likidite eksikliğine yol açacak ve likit olmayan piyasalar nedeniyle risk çeşitlendirmesi olanağı azalacaktır. Bu nedenle içsel sistemde sermaye piyasaları, dışsal sisteme göre çok daha az gelişmiş olma durumundadır (Maher ve Andersson, 2002, s. 389).

Bankalar bu koşullarda, genellikle hissedar ve temel alacaklı olmak üzere, ikili bir rol üstlenmektedirler. Bu bir çeşit çıkar çatışması yaratır, çünkü banka alacaklı olması niteliği ile firmanın üstleneceği riskin azaltılmasını ister ve riskten kaçınma politikası da, firma tarafından gerçekleştirilebilecek yatırım olanaklarını azaltır.

Yoğunlaşmış sahiplik ve kontrolü elinde bulundurma isteği arasındaki yakın ilişki, işletmelerin büyüme potansiyelini de sınırlandırabilir. Yoğunlaşmış sahiplik yapısına sahip firmalar, optimal küresel bir büyüklüğe ulaşma yeteneğine sahip olamayacaklar ve bu nedenle küreselleşme ve ekonomik entegrasyondan yararlanamayabileceklerdir (Van den Berghe, 2002, s. 12).

Diğer taraftan, yoğunlaşmış sahiplik bütün çıkar grupları arasında daha uzun süreli ilişkilerin gelişmesine, bağlılığın artmasına ve şirket hedeflerinin daha uzun vadeli ele alınmasına zemin hazırlamaktadır. Bu sayede şirketler, uzun dönemde firma değerini artıracak yatırımları gerçekleştirebileceklerdir (Maher ve Andersson, 2002, s. 389).

İçsel sistem bütün olumsuzluklarına rağmen, kurumsal performansa katkı sağlayan bir konuma da sahiptir.

1.3.3.5. Dışsal ve İçsel Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Yakınlaşması (Convergence)

Dışsal ve içsel kurumsal yönetim sistemlerinin birbirine yakınlaşması, temelde finansal piyasalardaki küreselleşmenin sonucudur. Sermaye piyasalarında ve endüstriyel piyasalardaki küresel rekabet, şirketler üzerinde, özellikle muhasebe standartları ve

şeffaflık açısından, bazı genel zorunluluklara uyma konusunda artan bir baskı yaratmaktadır.

Küreselleşme kurumsal yönetim alanında yeni bir oluşum ortaya çıkarmaktadır. Şirketler artık sadece kuruldukları ülkedeki performans kriterlerine bağlı değildirler. Uluslararası şirketler, uluslararası sermayeye ulaşmak için, fonun temel sağlayıcıları olan kurumsal yatırımcıların beklentilerine cevap vermek durumunda olacaklardır. Bu nedenle de hissedar değerini artıracaklar ve kurumsal yönetim standartlarını uygulamayı kabul edeceklerdir (Carlsson, 2001, s. 95).

Carlsson (2001, s. 96) kurumsal yönetim ilkelerinin küreselleşmesini ve sonuçta ortak bir kurallar dizisinin oluşumunu zorunlu kılacak güçleri ortaya koymaktadır. Öncelikle, uluslararası sermaye talep eden şirketler, özellikle dünyadaki finansal merkezlerin standartlarına uymak zorundadırlar. Söz konusu standartlar, hesap verebilirlik ve şeffaflığa ilişkin zorunluluklar içermektedir.

Aktif yatırımcıların gözünde şirketin çekiciliği, eğer şirket kendilerinin kurumsal yönetim ilkelerine uyuyorsa artacaktır. Büyük aktif kurumsal yatırımcılar mutlak değer olarak ve oransal olarak yabancı yatırımlarını artırmaktadırlar.

Bunun yanında, birçok ülkedeki kamu-emeklilik sistemleri zorluklarla karşı karşıyadır ve bu durum özel çözümlerin aranmasına neden olmaktadır. Ayrıca, hisse senedi piyasaları kendileri de, ülke sınırları dışına taşmaktadır. Son olarak da, Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı (International Corporate Governance Network) ve OECD gibi organizasyonlar, kurumsal yönetim ilkelerinin uluslararası boyutta standartlaşması konusunda çalışmalarını sürdürmektedirler.

İçsel sistemin tipik örnekleri olan ülkelerde bile, olay oldukça karmaşıktır. İşletmeler uluslararası anlamda büyüme isteğine sahip oldukça, temel finansman aracı olarak daha çok hisse senedi piyasalarına yöneleceklerdir. Bu durum hisse senedi borsalarına artan bir ilgi yaratacağından, tercih edilecek yaklaşım pazar-odaklı model yönünde değişecektir.

Hisse senedi borsalarına artan talebin, temel sonuçlarından birisi, hissedar değerinin öncelikleri belirlerken daha önemli bir yere oturmasıdır (Van den Berghe, 2002, s. 12).

Literatür incelendiğinde, kurumsal yönetim sistemlerinin ve bu sistemlerde kullanılan mekanizmaların birbirinden farklılık gösterdiği görülmektedir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyi, yasal düzenlemeler, sermaye piyasalarının güçlülüğü veya yetersizliği gibi konular uygulanan mekanizmaların da farklılaşmasına neden olmaktadır.

Ancak dünyada süregelen küreselleşmenin etkisi, her alanda olduğu gibi kurumsallaşma ve kurumsal yönetim alanlarında da kendini göstermektedir. Uluslararası düzeyde artan rekabet, şirketlerin büyümesini ve özellikle de dışsal finansman ihtiyacını artırmaktadır. İçsel sistemde olduğu gibi, büyük hissedarlardan ve bölgesel finansal kuruluşlardan sağlanabilecek fonlar, şirketin rekabet koşullarına uyum sağlayabileceği düzeyde büyümelerine ve güçlenmelerine olanak vermemektedir. Dolayısıyla sermaye piyasalarından artan oranda fon bulunmasına ihtiyaç vardır. Bu noktada yeterince gelişmemiş ulusal sermaye piyasaları da ihtiyacı karşılayamayacağından, şirketler uluslararası sermaye piyasalarına yönelme ihtiyacı duyacaklardır.

Uluslararası düzeyde fon sağlanması için ise, şirketlerin uluslararası standartlara uyumu bir ön koşul olmaktadır. Dış yatırımcılar bir ülkeye ve o ülkedeki şirketlere güven duymadıkça, fon temini güçleşecektir.

Bu gelişim nedeniyle, zaman içinde kurumsal yönetim sistemlerinin dışsal sisteme yaklaşacağı görüşü ağırlık kazansa da, her iki sistemin en iyi uygulamalarından oluşan, karma bir uluslararası kurumsal yönetim sisteminin gelişeceğini ileri sürenler de vardır.

Carati ve Rad (2000), kurumsal yönetim sistemlerinin birbirine yaklaşmasında, firmaların hissedar değerinin maksimizasyonu üzerine odaklanması gerektiğini ileri sürmektedirler. Dışsal kurumsal yönetim sistemleri hissedar değeri üzerine daha fazla odaklanırken, içsel kurumsal yönetim sistemleri hissedarların çıkarları üzerinde daha az durmaktadır. Sistemlerin yaklaşması ise, içsel sistemin de hissedar değeri üzerine daha fazla odaklanmasını gerektirmektedir.

İçsel kurumsal yönetim sistemi Kara Avrupası ve Japonya'da güçlü ekonomik büyümenin yaşandığı, finansal piyasaların birbirinden bağımsız olduğu ve rekabetin ülke sınırları içinde kaldığı dönemlerde oldukça iyi işlemiştir. Ancak ürün piyasalarında

ve finansal piyasalardaki küreselleşme, bu sistemin yeni ekonomik koşullardaki etkinliğini tartışılır hale getirmiştir. Küreselleşmenin etkisi ile kurumsal yönetim sistemlerinin birbirine yaklaşacağı ve yeni sistemin daha çok dışsal kurumsal yönetim sistemine benzeyeceği beklenmektedir (Carati ve Rad, 2000).

Thomsen (2003) yaygın olarak içsel sistemin dışsal sisteme yaklaşacağına dair inanışların aksine, her iki sistemin de belirli açılardan birbirlerine yaklaşacağını ileri sürmektedir. Son yıllarda İngiltere dışındaki Avrupa ülkelerinde yoğunlaşmış olan sahiplik daha yaygın hale gelmekte, Amerika'da ise yaygın iken daha yoğunlaşmış bir hal almaktadır. Fakat bu yaklaşma, oldukça yavaştır ve iki sistemin birbirine benzemesi daha uzun yıllar gerektirmektedir.

Thomsen (2003) son yıllardaki önemli finansal piyasa çöküşlerinin, piyasa odaklı sistemin bazı zayıflıklarını ortaya çıkardığını ve kontrol-temelli kurumsal yönetim mekanizmalarının gelişmesine sebep olacağını ileri sürmektedir. Son yıllarda, Enron ve Worldcom gibi büyük firmalardaki aldatmacalar, piyasa odaklı sistem konusunda şüpheler doğurmuştur. Bazılarına göre, bunlar iyi işleyen bir sistemde oluşabilecek istisnalar iken, diğerlerine göre Amerikan kurumsal yönetim sisteminin temel sorunlarını ortaya çıkarmaktadır.

Kurumsal yönetim sistemlerinin birbirine yaklaşması kaçınılmaz bir olgu olmakla birlikte, yaklaşmanın bir yöne ve özellikle de dışsal sisteme doğru mu olacağını, yoksa karma yeni bir sistemin mi oluşacağını zaman gösterecektir. Ancak değişim süreci oldukça yavaş işlediği için, tek bir küresel kurumsal yönetim sisteminin oluşmasının uzun yıllar alacağı düşünülebilir.

Şirketler açısından önemli olan ise, bilgi asimetrisini azaltacak ve dış sermayeyi cezbedecek mekanizmaları uyarlayabilmesidir. Özellikle büyüyen ve dış pazarlara açılan firmaların, ülkenin dinamikleri ve kurumsal yönetim sistemi ile sınırlı kalmaması gerekmektedir. Kullandığı kurumsal yönetim mekanizmaları yoluyla, sahiplik ve kontrol ayrılığından kaynaklanan temsil maliyetlerini en aza indirgeyen ve bunu şeffaf bir biçimde kamuya açıklayabilen, hesap verebilirlik düzeyleri yüksek şirketler, uluslararası piyasalarda büyük bir avantaj sağlayacaklardır. Bu firmalar, küresel rekabet koşullarında varolabilecekleri düzeyde yatırımlar yapabilecek ve bu yatırımları destekleyebilecek fonları daha sorunsuzca temin edebileceklerdir. Dolayısıyla, uzun

vadede firma değerini maksimize edebilmek adına, etkin kurumsal yönetim mekanizmalarını kullanamayan firmalar karşısında, göreceli bir üstünlüğe sahip olacaklardır.

Kurumsal yönetim mekanizmaları farklı sistemler için belirli ölçüde farklılıklar gösterebilmektedir. Şirketin özellikleri, vizyonu, faaliyet gösterdiği ülkenin finansal ve yasal yapısı doğrultusunda, ikinci bölümde yer alan mekanizmalardan uygun olanlarını uyarlayan şirketlerin vizyonlarına ulaşma şansları yükselmektedir. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki daha iyi kurumsal yönetim arayışları, şirketlerin bu konuda duyarlı olması için bir çağrı niteliğindedir.

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI VE TEMETTÜ POLİTİKASI

2.1. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARI

Yöneticilerin, hissedarlar zararına kendi faydalarını maksimize etmeye yönelmeleri durumunda temsil maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Şirketin sahipleri ile faaliyetlerini kontrol altında bulunduranlar birbirlerinden farklı kişiler olduğunda, hissedarlar ile yöneticiler arasında meydana gelen çatışmalar, temsil maliyetlerinin kaynağını oluşturmaktadır.

Kurumsal yönetim çabaları temelde, dışsal sistemlerde hissedarlar ile yöneticiler arasındaki, içsel sistemlerde ise kontrolü elinde bulunduran büyük ortaklar ile azınlıktaki ortaklar arasında oluşan çıkar çatışmalarını minimize etmeyi amaçlamaktadır.

Çıkar çatışmalarını minimize ederek temsil maliyetlerini düşürebilmek için çeşitli mekanizmalardan yararlanılmaktadır. Şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkelerdeki kurumsal yönetim sistemlerinin, içsel ya da dışsal sistemler olması kullanılacak mekanizmalarda rol oynamaktadır. Dışsal sistemde etkin olabilecek mekanizmaların, içsel sistemde aynı etkiyi vermeyebileceği ve hatta kullanımının bile mümkün olmayabileceği ileri sürülebilir.

Fama (1980) yöneticilerin disipline edilmesi konusunda, riski üstlenenlere başka bir ifadeyle şirketin sermayesini sağlayanlara güvenilmesinin yeterli olmadığını belirtmektedir. Yatırımcılar, genellikle, birçok şirketin hissesine yatırım yaparak riski dağıtmakta ve bu nedenle tek bir firmadaki yönetimin izlenmesi ile ilgilenmemektedirler. Hissedarların çıkarlarını koruyabilmek için yöneticileri izlemesi yetersiz kaldığından, bu işlev için farklı kurumsal yönetim mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Kullanılacak kurumsal yönetim mekanizmalarının seçimi sahiplik yoğunlaşması ve firma içindeki kontrol yapısına bağlı olarak farklılık göstermektedir.

Sahiplik ve kontrol yapısı Yönetim Kurulu bileşiminin belirlenmesi ve CEO'nun seçimi ve ücretlendirilmesi ile firmanın borçlanma ve temettü politikası gibi unsurları etkilemektedir. Her bir mekanizma temsil maliyetlerini azaltmayı amaçlarken başka bazı maliyetleri de beraberinde getirmektedir. Bu nedenle, temsil maliyetlerini azaltacak bu mekanizmaların optimum bileşiminin aranması gerekmektedir (Uğurlu, 2000).

Kurumsal yönetim mekanizmaları temelde hissedar ile yöneticilerin çıkarlarını dengeleyecek şekilde yöneticileri güdüleyen mekanizmaları, izleme mekanizmalarını ve sahiplik yapısına ilişkin mekanizmaları içermektedir.

2.1.1. Yönetimsel Güdüleyiciler

Hissedarlar varlıklarını maksimize etmeyi amaçlarken, yöneticiler büyüyen firmada konumlarını koruyup geliştirmek, yüksek ödenekler elde etmek ve kişisel faydalar sağlamak amacındadırlar. Her ne kadar yöneticiler hissedarların temsilcileri olarak, onların çıkarlarını koruma ve onlara maksimum düzeyde fayda sağlama vaadiyle konumlarını elde etmiş olsalar da, çoğunlukla kendi faydalarını maksimum kılacak kararlar alabilmektedirler ve hissedar çıkarları ikinci plana itilebilmektedir. Temsil sorununun kaynağı olan bu durum, yöneticiler ve hissedarların çıkarları birbirine yaklaştıkça ortadan kalkabilmektedir.

Tihanyi ve Ellstrand (1998), sahiplik ve kontrol ayrılığının iki açıdan temsil sorunu yarattığını vurgulamaktadırlar. Birincisi, yöneticilerin hissedarlardan farklı amaçlara sahip olabilmesidir. Yöneticiler elde edecekleri ödülleri maksimize edilmesi ve iş güvenliği isterlerken, hissedarlar mümkün olan en yüksek getiriyi elde etmeyi bekleyeceklerdir. İkincisi, yöneticiler ile hissedarların risk karşısında farklı tutumlara sahip olabilmesidir. Hissedarlar portföylerini çeşitlendirebildikleri için, yüksek risk taşıyan ve yüksek getiri potansiyeli olan yatırımları tercih edebilmektedirler. Ancak yöneticiler, başarısızlık potansiyeli nedeniyle riski yüksek projelerden kaçınmaktadırlar, çünkü karşılaşılabilecek bir başarısızlık yöneticilerin işini kaybetmesine neden olabilecektir.

Yöneticilerin çıkarlarını yatırımcılarınki ile birleştirmeyi sağlayacak etkin bir yol, yöneticilerle, yüksek ölçüde performansa dayalı, uzun vadeli bir yönetimsel ödenek

sözleşmesini başlangıçta hazırlamaktır. İşletmelerde üst düzey yöneticiler, çok farklı şekillerde ücretlendirilmektedirler. Emeklilik katılımları ve temel maaşa ek olarak, genellikle muhasebe tabanlı performans ölçümleri ile ilişkilendirilmiş bir prim alabilirler. Diğer bir güdüleyici unsur, firmanın hisse senedi fiyatındaki artışlar için yöneticiyi uzun vadede ödüllendiren hisse senedi opsiyonlarıdır. Yöneticilere hisse senedi tahsisi yani yönetsel sahiplik oranının artırılması da uzun vadeli ödüllendirmenin yaygın bir yoludur.

Firma faaliyetlerini sürdürürken, yöneticilerin sahip olduğu kontrolün sağladığı kişisel faydaların marjinal değeri, yöneticinin performansa dayalı ödeneğinin marjinal değerini aşabilmektedir. Ancak bu durum, yönetici ödeneği güdüleyici unsurlar içerdiğinde daha seyrek söz konusu olmaktadır.

Sözleşmelerin yetersiz olduğu bir ortamda yöneticilerin şirket faaliyetleri, rekabet koşulları ve ekonomik veriler gibi alanlarda hissedarlardan daha çok bilgi ve deneyime sahip olmaları, genellikle kontrol haklarını ellerine tamamen geçirmelerine neden olmaktadır. Bu durum yöneticilere, kendi çıkarlarına yönelik olarak hareket edebilmeleri konusunda büyük hareket olanakları sağlamaktadır. Bazı durumlarda, bu olanaklar yöneticilerin yüksek ölçüde etkin olmayan faaliyetlere girişmesine neden olabilmekte, bu da yatırımcılara, yöneticilerin kendilerine sağladıkları kişisel çıkarlardan çok daha fazlasına mal olmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997).

2.1.1.1. Temel Maaş ve Prim

Şirketlerde üst düzey yöneticiler ve özellikle CEO, kıyaslama (benchmarking) yöntemiyle belirlenen temel bir maaş alır. Benzer koşullardaki diğer şirketlerin üst düzey yöneticilerinin aldıkları ücretlerle kıyaslanarak belirlenen bu maaş, üstlenilen pozisyonun gerektirdiği sorumlulukları karşılayacak düzeyde bir ödenektir.

Buna ek olarak, genellikle her yılın sonunda nakit olarak prim alırlar. Primin büyüklüğü, bir önceki yıl firmanın elde ettiği performansa bağlıdır. Performans ölçüsü olarak, genellikle “hisse başına kar” ve “faiz ve vergilerden önceki kar” gibi Gelir Tablosu ölçümleri kullanılmaktadır.

Performansın ölçülmesinde Gelir Tablosu kar basamaklarının kullanımı, bazı potansiyel sakıncalar ortaya çıkarabilmektedir. İlk sakıncası, yakın dönemdeki muhasebe karlarını artırmak için, firmanın gelecekteki karlılığını artırabilecek maliyetli araştırma ve geliştirme faaliyetlerinden vazgeçilebilmesidir. Araştırma ve geliştirme maliyetlerinden kaçınılması bugünkü karın artırılması, uzun dönemde firmaya ve hissedar değerine zarar verebilir. İkincisi, bugünkü karlılığı yüksek gösterecek muhasebe uygulamalarına yönelmenin gündeme gelebilmesidir. Üçüncüsü, yöneticinin prim planı her yıl yeniden tasarlanmaktadır ve hedeflere bir yıl ulaşamıyorsa, yönetici bugünkü karları geleceğe kaydırmak konusunda bir güdüye sahip olabilir. Bu, gelecek yılki prim planı hazırlanırken beklentileri düşürür ve yöneticilerin o primi alma şansını yapay olarak artırır. Özetle, CEO uzun vadede karlılık ve hissedar değeri üzerine odaklanmak yerine, kısa vadede karlılık ve hatta kar manipülasyonu üzerine odaklanabilir (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 12).

2.1.1.2. Hisse Senedi Opsiyonları

Yönetimsel hisse senedi opsiyonları, en yaygın piyasa odaklı güdüleyici ödeneklerden bir tanesidir. Hisse senedi opsiyonları yöneticilere, kullanma fiyatı olarak adlandırılan önceden belirlenen sabit bir fiyattan, hisse senetlerini satın alma opsiyonu verir. Böylece, hisse senedi fiyatı kullanma fiyatını aşarsa, yönetici aradaki farkı kar olarak kazanır.

Tipik bir yönetici opsiyon sözleşmesi, kullanma fiyatını opsiyonun düzenlendiği andaki cari hisse senedi fiyatında belirler. Opsiyon sözleşmesinde en yaygın süre 10 yıldır. Bu yüzden, CEO hisse senedinin fiyatını artırmak ve opsiyonunu kullanmak için 10 yıla sahiptir.

Yöneticiler opsiyonlarını satamaz veya başkalarına aktaramazlar. Yöneticiler hisse senedi opsiyonlarını bir ödeme türü olarak değerlendirirler. Opsiyonlarını genelde hisse senedi almak için kullanır sonra opsiyonları ile aldıkları hisse senetlerini satarak sermaye kazancı elde ederler (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 13).

Hisse senedi opsiyonları firma yöneticilerini, firmayı hisse senedi fiyatını artıracak şekilde yönetmeleri için özendirilmektedir. Hisse senedi sahiplerinin istediği de tam olarak budur. Bu nedenle, hisse senedi opsiyonlarının hissedarların amaçları ile

yöneticilerin amaçlarını yakınlaştırdığına inanılmaktadır. Bu yakınlaşma sahiplik ve kontrolün ayrılması nedeniyle ortaya çıkan bazı sorunların üstesinden gelmeye yardımcı olur. Bu yöntem özellikle gelişmiş finansal piyasalara sahip dışsal kurumsal yönetim sistemlerinin var olduğu ülkelerde, 1980'li yıllardan beri çekiciliği artarak devam eden bir yönetsel ödenek formu haline gelmiştir (Denis vd., 2005)

Hisse senedi opsiyonları, yöneticilerin güdeleri ile hissedarların amaçlarını yakınlaştırmada bazen başlangıçta düşünüldüğü kadar etkin olmayabilir. Hisse senedi opsiyonlarının sahip olduğu üstünlükler, aynı zamanda önemli sorunlara da yol açabilmekte ve hissedar ile yöneticilerin çıkarlarını dengelemede etkisiz kalabilmektedirler (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 14). Sorunlardan bir bölümüne şöylece değinilebilir.

Hissedar getirileri hem hisse senedi fiyat artışlarını hem de temettüleri içerir. Hisse senedi opsiyonları sadece fiyat artışlarından etkilenmektedir çünkü CEO opsiyonlarla aldığı hisse senetlerini satarak nakit elde etme eğilimindedir. Bu nedenle CEO, gücünü hisse senedi fiyatlarını artırmak için kullanıp temettüleri alt düzeylerde tutabilir. Çünkü daha az temettü ödenmesi sermaye kazancını artıracaktır.

Hisse senedi fiyatlarının artma olasılığı, riskli projelerin kabul edildiği süreçlerde daha yüksek olur. Bu yüzden, firma üst yönetimi ödüllendirmek amacıyla hisse senedi opsiyonlarını kullandığı zaman, CEO'nun aşırı riskli stratejileri seçme eğilimi artar. Eğer riskli projeler başarılı olursa, CEO zengin olur ve hissedarlar varlıklarında artış elde ederler. Ancak, eğer projeler başarısız olursa, hissedarlar para kaybederler. Buna karşın, CEO kuruldan opsiyonların tekrar fiyatlandırılmasını ister ve aynı stratejiyi tekrar edebilir.

Hisse senedinin fiyatı, kullanma fiyatının çok altına düştüğü zaman, hisse senedi opsiyonları CEO için güdüleyici niteliğini kaybeder. Bu durumda, opsiyonlar yöneticiyi etkin bir şekilde motive etmekten çok uzak kalır.

Hisse senedi opsiyonları firmanın hisse senedi fiyatlarıyla ilişkilendirilmiştir, ancak yöneticiler hisse senedi fiyatları üzerinde sadece belirli ölçülerle etkiye sahiptirler. Hisse senedi fiyatları işletme performansından etkilenir, ama aynı zamanda kontrol dışı faktörlerden, özellikle ekonominin güçlü veya zayıf olmasından da etkilenir.

Ekonomik göstergeler iyileştiğinde, hisse senedi fiyatları da yükselir. Daha başarılı rakiplerinkine kadar olmasa da, kötü yönetilen bir işletmenin hisse senedi fiyatları bile yükselebilir. Bu oluşum, hak etmedikleri halde opsiyonları yoluyla kötü yönetilen firmaların yöneticilerini çok önemli bir ölçüde ödüllendirir. Tersine, hisse senedi piyasası kötü ekonomik koşullar veya yatırımcı kötümserliği nedeniyle düşebilir. Yönetimi rakiplerinden daha başarılı olan bir işletme, yine de hisse senedi fiyatında düşüşle karşılaşabilir. Bu durumda, yöneticilerin ödüllendirilmeleri gerekirken, piyasa düşüşte olduğundan opsiyonları değersiz olacağı için ödüllendirilememesi ile karşı karşıya kalabilirler.

Yöneticilerin hisse senedi opsiyonlarıyla ödüllendirilmeleri ile hisse senedi değerlerinin artması arasında nedensellik bulunduğu ilişkin kanıtların yeterince net olmadığı da ileri sürülmektedir (Agrawal ve Mandelker, 1987; Mehran, 1995; Yermack, 1997; Denis vd., 2005). Bazı çalışmalar yöneticilere sağlanan hisse senedi opsiyonları ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu ortaya koymaktadır, bazıları ise diğer kurumsal yönetim mekanizmalarını (örneğin sermaye yapısı, kurul yapısı, kurumsal sahipler ve benzeri) kontrol altında tutmakta ve hisse senedi tabanlı özendiriciler ile firma performansı arasında bir ilişki bulamamaktadırlar. Bu nedenle, tek başına hisse senedi opsiyonlarının kullanımı ile temsil maliyetlerinin düşürülebileceğini ileri sürmek pek geçerli olmamaktadır.

Agrawal ve Mandelker (1987), yönetici ödenek sözleşmeleri büyük ölçüde opsiyonlardan oluştuğunda, fazla riskten kaçınmadan kaynaklanan sorunlarda azalış gözlemlemektedirler. Normalde yöneticiler, pozisyonlarını koruyabilmek için çok fazla risk almaktan kaçınıp, yüksek pozitif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yapmamayı tercih edebilirler. Risk almaktan kaçındıkları için zarar etme olasılıkları düşüktür, ancak yüksek performans elde etme şansları da fazla olmaz. Bu da uzun dönemde firma değerini olumsuz etkileyebilir.

Hisse senedi opsiyonları, kabul edilebilir düzeyde risk alınarak daha karlı projelere yatırım yapılması için bir güdü de yaratabilir. Bu durum, uzun dönemde hissedar değerine katkı sağlayacak bir unsurdur. Mehran (1995) ile Morgan ve Poulsen (2001) güdüleyici sözleşmelere ve özellikle hisse senedi opsiyonlarına dayanan bir ödenek planı ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki ortaya koymaktadırlar. Bu

sonuçlar, nakit ödemelere nazaran güdüleyici sözleşmelerin, hissedarlar ile yöneticilerin çıkarlarını birbirine yakınlılaştırdığı ve firma değerine olumlu katkıda bulunduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

Diğer taraftan, Yermack (1997) st düzey yöneticilere verilen hisse senedi opsiyonlarının zamanlamasını incelediği çalışmasında, hisse senedi fiyatlarındaki değişim ile opsiyonların verilme zamanı arasında çok güçlü bir ilişki bulmuştur. Faaliyet dönemi sona erdikten birkaç ay sonra açıklanmasına rağmen, hisse senedi getirilerinin yükseldiği dönemlerden yaklaşık iki ay öncesinde, CEO'ların opsiyon verilerek ödüllendirildiğini saptamıştır. Yermack (1997) bu sonucu, CEO'ların firma hakkında olumlu bilgiler açıklanmadan kısa bir süre önce hisse senedi opsiyonları aldıkları, bu dönemlerde opsiyon elde edebilmek için Yönetim Kurulunu etkileyerek performansa dayalı denek sözleşmeleri hazırlanmasını sağladıkları şeklinde yorumlamaktadır.

Opsiyonların yöneticileri daha yüksek performans konusunda gdlemeleri beklenirken, bu sonuç, yüksek performansın opsiyonlarla ödüllendirildiğini ve bir bakıma neden-sonuç ilişkisinin yer değiştirdiğini ortaya koymaktadır. Denis vd. (2005) ise, hisse senedi opsiyonlarının avantajlarına rağmen, bir de "karanlık yüzü" olduğunu ve performans göstergelerinde hile yapılması ihtimalini artırabileceğini ileri sürmektedir. Bu sonuçlar, opsiyonların yöneticilerle hissedarların çıkarlarının dengelenmesinde, beklendiği kadar etkin olmayabileceğini göstermektedir.

2.1.1.3. Yönetsel Sahiplik

Firma faaliyetlerinin kontrolünü elinde bulunduran st düzey yöneticiler ile yaygın hissedarların çıkarlarını birbirine yaklaştırmanın bir diğer ve belki de en etkin yolu, yöneticilerin önemli oranlarda şirket hisselerinin sahibi olmalarıdır. Bu durumda hissedarlar gibi yöneticiler de, hisse değeri artışından yüksek fayda sağlayacaklardır. Aynı amaçlarla kararlar alarak ve yatırımlarda risk-getiri dengesini optimum düzeyde sağlayarak, hissedar değerini maksimum kılmayı hedefleyeceklerdir. Bu nedenle sözleşmeler hazırlanırken, CEO'ya hisse ayırımı optimum denek bileşimi içinde önemli bir kalem olarak değerlendirme kapsamına alınmaktadır.

Morck vd. (1988)'nin çalışması, firma değeri ile yönetsel sahiplik arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını ortaya çıkarmıştır. Yönetsel sahiplik %5 düzeyine kadar arttıkça, firma değeri yükselmektedir. Firma değeri, yönetsel sahiplik düzeyi %5'den %25'e çıkarken azalmakta ve sahiplik düzeyi %25'in üstüne çıktığında tekrar artmaktadır.

Böylece, düşük yönetsel sahiplik düzeylerinde, hisse sahipliğindeki ve dolayısıyla bu sahiplik nedeniyle nakit akımlarındaki artışın, yöneticilerin hissedar değerini maksimize etmek için güdüleyici olduğu görülmektedir.

%5 ila %25 sahiplik düzeylerinde, ek sahiplik yöneticileri kendilerini sağlama almaya yönelmektedir. Bu sahiplik düzeylerinde, negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yapılarak firmanın büyümesi için girişimlerde bulunmaktadır. Büyük firma, üst düzey yönetici açısından yüksek ödenekler anlamını taşımaktadır. Üst düzey yönetici bu arada kendi pozisyonunu da garanti altına almaktadır.

Yönetsel sahiplik %25'i aştığında, kendini sağlama alma etkisi ortadan kalkmakta, yöneticinin elde edeceği fayda ile firma performansı arasındaki pozitif ilişki, yöneticinin hissedar değerini maksimize etmek üzere faaliyet göstermesini sağlamaktadır.

McConnell ve Servaes (1990) firma değeri ve sahiplik yapısı arasındaki ilişkileri inceledikleri çalışmada, doğrusal olmayan güçlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Ancak elde ettikleri sonuçlar Morck vd. (1988)'den farklıdır. Düşük yönetsel sahiplik oranlarında, güçlü bir pozitif ilişki vardır. Yüksek yönetsel sahiplik düzeylerinde ise ilişki negatif yönlüdür, ancak aşağı yönlü eğim göreceli olarak daha düşüktür. Firma değeri içsel sahiplik düzeyi %40-50 düzeyine ulaştığında maksimum düzeye ulaşmakta ve sonra daha yüksek sahiplik düzeyleri için yavaşça azalmaktadır. Stulz (1988) da yönetsel sahiplik ile firma değeri arasında, firma değerinin önce arttığı ve sonra azaldığı, doğrusal olmayan bir ilişki saptamıştır.

Uygulamada yöneticilerin çıkarlarını hissedarlarıinki ile bir kılacak güdüleyici sözleşmeler oldukça yaygındır. Ampirik literatürde genel anlamda güdüleyici sözleşmeler, özellikle de, yönetsel sahiplik üzerine çok sayıda çalışma yer almaktadır.

Güçlü güdüleyici sözleşmeler, bazen ciddi sorunlara da yol açabilmektedir. Sözleşmeler, büyük yatırımcılar yerine zayıf bir Yönetim Kuruluyla anlaşılabilir.

gerçekleştirilmişse, yöneticilerin çıkarlarını gerçekleştirmede çok büyük olanaklar doğmaktadır. Yöneticiler, karlar veya hisse senedi fiyatlarının artacağını bildiklerinde sözleşmeler konusunda pazarlığa oturabilmekte, hatta muhasebe rakamlarını kötü yönde kullanmaya girişebilmektedirler. Örneğin, Yermack (1997) yöneticilerin iyi haberlerin duyurulmasından kısa bir süre önce hisse senedi opsiyonları şeklinde ödenekler aldıklarını ve kötü haberlere ilişkin duyurular söz konusu olduğunda ise bu tür ödeneklerin ertelendiğini ortaya koymaktadır.

Optimal güdüleyici sözleşmelerin belirtilen yönelimler dikkate alınarak, yöneticinin risk karşısındaki tutumuna, alacağı kararların firma performansı üzerindeki etkisine, serbest nakit tutarlarını hissedara dağıtma niyetine ve dolayısıyla yatırım eğilimine göre belirlenmesinin yararlı olacağı düşünülebilir (Shleifer ve Vishny, 1997).

2.1.2. Yönetim Kurulu

Yönetim Kurulu, kurumsal yapının önemli bir parçasıdır. Şirket sermayesini sağlayan hissedarlarla, değer yaratmak için bu sermayeyi kullanan yöneticiler arasındaki bağdır. Bunun anlamı, Yönetim Kurulunun firmayı işleten küçük ve güçlü bir grup ile firmanın iyi işlediğini görmek isteyen çok geniş, yaygın ve göreceli olarak güçsüz bir grup arasındaki bileşke noktası olmasıdır.

Yasal düzenlemeler firmanın, hissedarların uzun dönemli çıkarlarının en iyi biçimde korunmasını sağlayacak şekilde yönetilmesini garanti etmek için, kurula kesin ve güven esasına dayalı görevler yüklemektedir (Monks ve Minow, 2001, s. 164).

Herhangi bir şirketin gücü ve varlığını sürdürebilmesi birbirinden farklı iki gücün dengesine bağlıdır. Bunlar, şirket sahipleri ile şirketi yönetenlerin güçleridir. Bu iki grubun birbirinden ayrı olması, şirketin sahipler tarafından yönetilmesine oranla çok daha yüksek etkinlik sağlamaktadır.

Şirketler oybirliği ile yönetilemezler. Şirket yapısı içinde, yöneticilere karar verebilmeleri ve belirli ölçüde risk alabilmeleri konusunda yetki verilmektedir. Hissedarlar yöneticilere gücü önemli ölçüde devrederken, bu gücün kötüye kullanılmayacağından ve sahip oldukları varlıkların kötü yönetilmeyeceğinden emin olmak isteyeceklerdir.

Bir şirkette sahipler, çok fazla sayıda ve dünya çapına yaygın olabilirler. Her bir hissedarın şirketteki toplam payı oldukça düşük olabilir. Hissedarların işe aldıkları yöneticileri, hissedarların çıkarlarına yönelik faaliyet gösterdiklerinden emin olmak için izleyebilmeleri olanak dışıdır. Bu nedenle hissedarlara, kendi adlarına yönetimi izleyecek temsilcileri yani Yönetim Kurulunu seçme hakkı verilmiştir. Kurul üyeleri sahiplerin temsilcileridir ve amaçları şirketin varlıklarını korumaktır (Monks ve Minow, 2001, s. 165).

2.1.2.1. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

Hissedarlar genel kurulu tarafından seçilen Yönetim Kurulunun öncelikli rolü, hissedarlar adına yönetimi izlemektir. Şirketlerde Yönetim Kurulunun yerine getirmesi gereken başlıca dört önemli işlev bulunmaktadır (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 31). Bunlar başta CEO olmak üzere, üst düzey yönetimi işe almak, performans değerlendirmesini yapmak ve gerektiğinde görevden almak; faaliyetlere ilişkin, örneğin, büyük sermaye harcamaları ve satın almalar gibi temel önerileri oylamak; hisse senedi ve tahvil ihracı, temettü ödemeleri ve hisse senedi geri alımları türünden önemli finansal kararlar hakkında karar vermek; yönetime uzman görüşler önermek olarak gruplandırılabilir.

Yönetim Kurulu üyelerinin bu işlevleri yerine getirirken, hissedarların çıkarlarını en iyi şekilde temsil ettikleri varsayılmaktadır.

Yönetim Kurulunun izleme rolü, kurumsal yönetimin önemli bir parçasıdır. Hissedarların yönetimi kontrol altında tutması, hisse senedi sahipliğinin yaygınlığı nedeniyle zor olmaktadır. İzleme ile ilgili bu sorun, sahipliğin yaygın olduğu birçok büyük şirket için geçerlidir. Bireysel (atomik) hissedar, yönetimi yakından izlemek için harcayacağı kaynaklara degecek ölçüde, firmada bir çıkara sahip olmadığından, yönetimin izlenmesi konusunda diğerlerine güvenme ihtiyacı duyacaktır (John ve Senbet, 1998). Her bireysel (atomik) hissedar aynı şekilde düşündüğünde, yönetimi izleyecek güç olarak bir tek Yönetim Kurulu kalacaktır.

Zahra ve Pearce (1989), Yönetim Kurulunun firmanın finansal performansına katkısının, yasal sorumluluklar taşımaları nedeniyle mümkün olduğunu ileri

sürmektedirler. Yasal çerçeveler Yönetim Kurulu üyelerine, sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için önemli ölçüde güç sağlamaktadır.

2.1.2.2. Yönetim Kurulunun Bileşimi

Yönetim Kurulunun bileşiminden söz edildiğinde, önce Kurulun ölçeği, sonra ise Yönetim Kurulunda yer alan iç (yönetici) ve dış (yönetici olmayan) üyelerin birbirlerine oranı ortaya konmaktadır. İç üyeler, firmanın veya yan kuruluşlarının çalışanları veya üst düzey yönetiminde yer alan kişilerdir. Dış üyeler ise, firma ile bu tür bir ilişkiye sahip değildirler.

Ancak dış üyelerin bir kısmı üst düzey yönetici veya çalışan olmamakla birlikte, firma ile bazı sınırlı ilgileri ve geçmişteki bağları nedeniyle yakın ilişki halindedirler. Bu üyelerin yönetimden tamamen bağımsız olduğu söylenemez. Üyelerin bir kısmı ise, tamamen bağımsızdırlar. Genellikle tanınmış kişiler olmaları, uzmanlıkları ve yetenekleri sayesinde kurul üyeliğine seçilmişlerdir. Teoride bu bağımsız üyelerin, şirket yönetiminin kontrolü altında bulunmadıkları kabul edilir (Pearce ve Zahra, 1992).

Yönetim Kurulunda işlerin büyük bölümü, alt komiteler düzeyinde gerçekleştirilir. En yaygın alt komiteler “Denetim Komitesi”, “Ödenekler Komitesi” ve “Aday Belirleme Komitesi”dir. Denetim Komitesi, firmanın finansal tabloları için bağımsız denetçi seçmek ve denetçinin tarafsızlığını sağlamakla yükümlüdür. Ödenekler Komitesi, üst düzey yöneticilerin ödenek paketinin tasarımından sorumludur. Aday Belirleme Komitesi ise, yıllık hissedarlar toplantısına kadar boşalacağı beklenen kurul koltuklarını dolduracak adaylar için araştırma yapar ve adayları önerir. Bazı kurullar, diğer komiteler yanında “Yönetim Komitesi”, “Finans Komitesi” ve bir “Halkla İlişkiler Komitesi” içerirler. Komitelerin çalışmaları daha sonra tüm kurulun onayına sunulur ve genel oylama ile kararlar alınır (Kim ve Nofsinger, 2003).

Kurumsal yönetimin temel ilkesi, hissedarların Yönetim Kurulunu seçmesi, daha sonra da Yönetim Kurulunun üst yönetimi belirlemesidir. Bununla birlikte yaygın uygulama, kurulun hissedarlar tarafından üst yönetimin onayladığı adaylar listesinden seçilmesidir (John ve Senbet, 1998). Weisbach (1988), her ne kadar yönetim kurullarının hissedarların iş başındaki yönetime karşı ilk savunma mekanizması

olduğunu ileri sürse de, uygulamadaki işleyiş yönetimin kendilerini izleyecek ve denetleyecek üyelerin seçiminde önemli rol oynadıklarını göstermektedir.

Kurul bileşimi belirlenirken, CEO ile kurul üyeleri arasında bağımsızlığın sağlanabilmesi için alınacak önlemler, temsil maliyetlerinin azaltılması açısından beklenen faydanın elde edilmesinde önemli bir unsur olacaktır.

Büyük ya da küçük olsun, karar verenlerin, kararlarının sonucu olan servet etkisine katlanmadığı işletmelerde, en önemli karar kontrol sistemi yine de Yönetim Kuruludur. Yönetim Kurulunun bileşimi, yönetimin etkin bir şekilde izlenmesi açısından önemli bir faktördür (Fama ve Jensen, 1983a).

Pearce ve Zahra (1992), kurul bileşiminin firmanın kendi yapısal özelliklerine, stratejik gerekliliklere, genel ekonomik faktörlere ve çevresel faktörlere bağlı olarak belirleneceğini ifade etmektedirler.

2.1.2.3. Yönetim Kurulunun Bileşimi ile Kurumsal Performans İlişkisi

Yönetim Kurulunun sorumluluklarını ve özellikle izleme fonksiyonunu yerine getirmedeki etkinliğini, büyüklüğü, dış üye oranı ve bağımsızlığı etkilemektedir.

Yönetim Kurulu büyüklüğünün, kurumsal performans üzerindeki etkilerinin olumlu ya da olumsuz olacağı konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Bazı önerilerde büyük kurulların sağlayabileceği üstünlükler yer alırken, aksine görüş ve deneysel gözlemlere de rastlanmaktadır.

Yönetim Kurulu üyelerinin sayısının fazla olmasının, performansı olumlu etkileyeceğini ileri sürenler, kurul büyüklüğünü uzmanlığın göstergesi olarak değerlendirmektedirler. Büyük kurulların, farklı eğitim düzeylerinden, uzmanlıklardan ve endüstrilerden üyelere sahip olacağı için, daha geniş bir bakış açısı ile, firmanın daha etkin ve kaliteli faaliyetler gerçekleştirmesini sağlayacağı ileri sürülmektedir. Ayrıca kurul büyüklüğü arttıkça CEO'nun üyeler üzerinde baskı oluşturması daha güçleşeceğinden, Yönetim Kurulu üyelerinin şirketin yönlendirilmesinde daha fazla etkin olacakları düşünülmektedir. Bu nedenlerle kurul büyüklüğü ile firma performansı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir (Zahra ve Pearce, 1989).

Büyük kurullar aslında olumsuzluklar da getirmektedir. Kurul büyüdükçe Yönetim Kurulu üyelerinin zamanında ve etkin kararlar almaları zorlaşmaktadır.

Yönetim Kurulunun çok büyük oluşu halinde, bütün kurul üyelerinin yapılması gereken iş ile aktif olarak ilgilenme şansı azalacağından, işleri bütün olarak kavrama ve üstlenme duyguları zayıflayabilmektedir (Correria da Silva vd., 2004, s. 25).

Bazı çalışmalara göre, daha az kurul üyesine sahip firmalar daha yüksek piyasa değerine sahiptirler, bu da etkin olduklarını göstermektedir. Lipton ve Lorsch (1992) ve Jensen (1993) büyük yönetim kurullarının performansını eleştirmektedirler. Onlara göre, zayıf iletişim ve karar alma sürecindeki sorunlar, büyük kurulların etkinliğini zedelemektedir. Yermack (1996) Amerika Birleşik Devletleri'nde 452 büyük halka açık şirket üzerinde yaptığı çalışmasında, kurul büyüklüğü ile firma değeri arasında ters yönlü bir ilişki bulmuştur.

Yönetim Kurulu üyeleri firmanın önemli faaliyetleri ve finansal kararlarını tam olarak anlayabilmek ve onaylamak için gerekli zaman ve uzmanlığa sahip olmayabilirler. Birçok kurul üyesi, yüksek ölçüde çaba gerektiren tam zamanlı işlere sahiptirler. Genellikle, kendileri de işletme yöneticileridir ve birden fazla kurulda hizmet vermektedirler. Bu da, bir firmanın Yönetim Kurulu üyeliğine yeterli zaman ayıramayacak kadar meşgul olmaları demektir. Ek olarak, bazı Yönetim Kurulu üyeleri bir kurul üyesi olabilecek uzmanlığa da sahip değildirler (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 37).

Kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olan Yönetim Kurulu ile ilgili en çok incelenen ilişki, dış üye sayısı ile ölçülen kurulun yönetimden bağımsızlığı ile işletme performansı arasındaki ilişkidir. Yüksek derecede Kuruldan bağımsızlıkları nedeniyle, dış Yönetim Kurulu üyeleri, iç üyelere oranla yönetimin izlenmesinde daha büyük bir rol oynamaktadırlar. Çünkü üst düzey yönetimin, hissedar değerini düşürebilecek faaliyetler gerçekleştirme olasılığının, dış kurul üyelerinin kurula dahil olmasıyla azalacağı ileri sürülmektedir (Fama, 1980).

Tihanyi ve Ellstrand (1998), iç üyelerin ağırlıklı olduğu kurulların, yönetimi izlemede daha az etkin olabileceğini vurgulamaktadır. İç üyeler firmanın CEO'su ile ilişkileri nedeniyle, kendi statülerini korumak için yöneticilerin çıkarlarına yönelik kararlarında onu destekleyeceklerdir (Patton ve Baker, 1987). Dış Yönetim Kurulu

üyeleri ise, etkin ve tarafsız bir kurumsal yönetim sisteminin uygulanabilmesinin garantisi olarak görülmektedir (Fama, 1980; Eisenhardt, 1989).

Bu görüşün aksine, iç Yönetim Kurulu üyelerinin etkinliği artırabileceğine ilişkin görüşler de mevcuttur. Baysinger ve Hoskisson (1990), yönetimi izleme fonksiyonunu yerine getirirken her bir kurul üyesinin kapasitesinin eşdeğer olmadığını, iç üyelerin sahip olduğu bilginin hacmi ve kalitesinin dış üyelerden oldukça fazla olduğunu ileri sürmektedirler. Dış üyeler, genellikle başka kurullarda da Yönetim Kurulu üyesi olduklarından, her bir şirketi gerçek anlamda etkin olacak kadar iyi tanıma şansını bulamayabilirler. Firmanın kötü finansal performansının zayıf yönetimden mi yoksa yönetimin kontrolü dışındaki faktörlerden mi kaynaklandığını doğru olarak ayıramayabilirler. Karar verme sürecinin bir parçası olan iç üyeler, yönetimi daha etkin bir şekilde değerlendirebilirler.

Dış üyeler, CEO'dan daha bağımsız oldukları için, hissedar değerini korumada daha etkin olacaklardır. Dış üyeler firmanın günlük faaliyetlerine ilişkin bilgiye sahip olmadıklarından, finansal performans üzerine odaklanmaktadır. Kurul kararlarının oylama ile alındığı göz önünde bulundurulduğunda, kurul bileşimi alınan kararları ve izleme sorumluluklarını etkileyebilecektir. Bu nedenle, Yönetim Kurulunun öncelikli sorumluluğu olan üst düzey yönetimin izlenmesi, dış üyelerin üzerine kalmaktadır. Gerçekten Hermalin ve Weisbach (1988), kötü performans sonrasında şirketlerin yönetim kurullarında dış üye sayısının arttığını bulmuşlardır.

Üst düzey yöneticiler, risk karşısında hissedarlara oranla daha çekingendirler. Johnson vd. (1993), firma performansını değerlendirmedeki daha yüksek objektiflikleri nedeniyle, dış üyelerin ağırlıkta olduğu kurulların daha yüksek riski destekleyeceklerini ifade etmektedir. Optimum düzeyde risk almak, firma performansına olumlu katkı sağlayacak bir unsurdur.

Uygulamalı çalışmalar, Yönetim Kurulu bileşiminde dış üye oranının artmasının, hissedar çıkarlarını daha iyi koruduğunu göstermektedir. Dış üyelerin çoğunlukta olduğu kurulların, hisse senedi fiyatı ve muhasebe performansı düşük olduğunda, CEO'yu görevden alma olasılıkları daha yüksektir. Buna karşın, içeriden üyelerin çoğunlukta olduğu kurullarda, CEO devri performansa bağlı değildir (Weisbach, 1988; Johnson vd., 1993). Bu sonuç, dışarıdaki üyeler tarafından kontrol

edilen kurulların CEO'yu izlemede, içeridekiler tarafından kontrol edilen kurullardan daha iyi olduğunun göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

Bathala ve Rao (1995), dış kurul üyelerinin oranındaki artış ile temsil sorununu azaltacağı ileri sürülen diğer mekanizmaların kullanımı arasında ters yönlü bir ilişki bulmuştur. Dış üye sayısı arttıkça, yönetsel sahiplik, temettü ödeme oranı ve firmanın borçlanma oranı azalmaktadır. Bu da kurumsal yönetim mekanizması olarak dış üye sayısının fazlalığının, etkin bir mekanizma olarak değerlendirildiğini göstermektedir.

Firmalar bütün kurumsal yönetim mekanizmalarını aynı anda kullanamazlar, çünkü her birinin kendine özgü maliyetleri vardır. Her bir firma kendi dinamikleri içinde optimum kurumsal yönetim paketini uygulamak zorundadır. Diğer mekanizmaların kullanımı ile ters yönlü ilişki, Yönetim Kurulunda dış üye oranının yüksek olmasının etkin bir mekanizma olduğunun ve diğer mekanizmaları bir ölçüde ikame edebildiğinin de göstergesidir.

Literatürde diğerleri kadar yaygın tartışılmamakla birlikte, yönetim kurulları ile ilgili iki sorun daha dikkat çekmektedir. Birincisi, birçok şirkette Yönetim Kurulu başkanının aynı zamanda şirketin CEO'su olmasıdır. Bu şirketlerde, firmayı yöneten kişi aynı zamanda kurul toplantılarını da yönetmekte ve toplantıların içeriğini belirlemektedir. Durum böyle olunca, kurulun ciddi olarak CEO'yu değerlendirme ve onu zorlama yeteneği zayıflamaktadır. Yönetim Kurulu başkanının, bütün kurulla birlikte, önemli sorumluluklarından birisi CEO'yu değerlendirmektir. CEO aynı zamanda Yönetim Kurulu başkanı olduğunda ise, başkan kendi kendisini değerlendirmek zorunda kalmaktadır. Bu değerlendirmenin objektif bir şekilde yapılacağını düşünmek ise, pek mantıklı olmayacaktır. Bu çatışmanın ortadan kaldırılabilmesi için, CEO ve Yönetim Kurulu başkanlığı pozisyonlarının farklı kişiler tarafından üstlenilmesi gerektiği önerilmektedir (Petra, 2005).

İkinci sorun ise, Yönetim Kurulu üyelerinin firma ile önemli bir çıkar ilişkisinin bulunmamasıdır. Birçok Yönetim Kurulu üyesi, firmanın hisselerine hiç sahip değildir veya çok önemsiz bir ölçüde sahiptir. Yönetsel sahiplikte olduğu gibi, Yönetim Kurulu üyelerinin sahipliklerinde bir artış olması, onların çıkarlarını hissedarlarınkı ile bir kılacaktır. Bunun da, yönetimin izlenmesi, temsil maliyetlerinin minimum kılınması ve

firma değerinin maksimize edilmesindeki etkinliği artıracadı ęngör÷lmektedir (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 36).

2.1.3. Büyük Hissedarlar

Pay sahipliklerinin çok küçük oranlarda olduğu, birçok hissedara sahip Şirketlerde, herhangi bir hissedarın yönetimin performansını izlemesi ona yüksek getiri sağlamamaktadır. Elde edilecek getiriler bütün hissedarlar tarafından paylaŐılmakta ve tek bir kişinin katlandığı izleme maliyeti, o kişinin elde edeceği getiriyi fazlası ile aÇmaktadır. Bu sorunun üstesinden gelebilecek mekanizmalardan bir tanesi, Şirkette büyük paya sahip hissedarların varlığıdır.

Büyük oranda Şirket hisselerine sahip hissedarların varlığının, firma değerini artıracak bir unsur olduğuna inanılmaktadır. Büyük oranda hisse sahipliği, yönetimin izlenmesi konusunda daha yüksek g ve güdü sağlamaktadır. Yönetimin aldığı kararların büyük hissedarların varlıkları üzerindeki etkileri, küçük hissedarlarinkine oranla daha yüksek olacaktır. Hisse sahiplikleri yüksek olduğu için, oy kullanarak yönetimi disipline etme ve hatta deęiŐtirme gücü de olduğundan, büyük hissedarın yönetimi izlemesi mümkün olmaktadır.

Yönetimin yakından izlenmesi, yöneticilerin hissedar değerini maksimize etmek için hareket etmesini sağlayacak ve temsil maliyetlerini azaltacak bir unsurdur. Yatırımcıların nakit akım ve kontrol haklarını eşit kılmanın en direkt yolu, hisse sahipliğini yoęunlaŐtırmaktır. Büyük hissedarlar, alınan kararların sağlayacağı değer maksimizasyonundan hisseleri oranında yüksek bir Şekilde yararlanmaktadırlar (Shleifer ve Vishny, 1997).

La Porta vd. (1998) 49 ülke verisini içeren çalışmalarında ve La Porta vd. (1999) 27 zengin ülkedeki büyük firmaların sahiplik yapısını inceledikleri çalışmalarında, çok iyi hissedar korunmasının olduğu ülkeler dışındaki yerlerde, firmaların çok azında sahipliğin yaygın olduğunu bulmuşlardır. Firmalar çoğunlukla aileler tarafından veya devlet tarafından kontrol edilmektedirler. Finansal kurumların sermaye sahipliği çok azdır. Kontrolü elinde bulunduran hissedarlar, nakit akım haklarına oranla önemli ölçüde fazla güce sahiptirler. Kontrol haklarının nakit akım haklarından fazla olması ise, piramitsel sahiplik ve yönetime katılma ile mümkündür.

Amerika Birleşik Devletleri'nde büyük hisse sahipliği, özellikle de çoğunluk payına sahiplik, göreceli olarak daha seyrek. Fakat orada bile sahiplik tamamen yaygın değildir, aileler ve zengin yatırımcılar tarafından yoğunlaşmış sahiplik düşünüldüğünden yaygındır. Sahipliğin genellikle oldukça yaygın olduğu bir diğer ülke, İngiltere'dir. Dünyanın geri kalanında ise, standart nitelikte olan büyük hisse sahipliğidir.

Büyük hissedarlar yüksek nakit haklarına, dolayısıyla yönetimi izlemede yeterli güdüye sahiptirler. Hatta çoğunlukla kontrol güçleri, nakit akım haklarından daha fazladır. Büyük kurumsal yatırımcılar, örneğin bankalar, vekalet yoluyla oy kullanarak, nakit haklarından daha yüksek kontrol gücü elde edebilirler.

Kontrol haklarının nakit akım haklarını aşmasının diğer yolları, çoğunluk hisse sahipliği veya piramitler aracılığı ile kontrolün bir ailede olmasıdır. Bir şirketin %51'ine sahip olan çoğunluk bir hissedar veya aile, şirketin kontrolünü tamamen kendi elinde tutabilir. Piramitlerde ise, büyük sahip genellikle bir işletmenin yüzde 51'ine sahip olur, bu işletme de bir iştirakinin yüzde 51'ine sahiptir ve piramit bu şekilde devam etmektedir. Piramitler, uçtaki sahibin en az sermayeyle varlıkları kontrol etmesine olanak sağlar (Shleifer ve Vishny, 1997).

Hisse sahipliğinin yoğunlaşmış olması, nakit akım hakları ile kontrol hakları birbirine eşit veya yakın olduğunda, temsil maliyetlerini azaltan bir unsurdur. Ancak, Maury ve Pajuste (2005), büyük hissedar sermaye haklarından daha yüksek oranda oy kullanma hakkına sahip olduğunda, firma değerinin düştüğünü bulmuşlardır. Bu nedenle sahiplik yoğunlaşmasının yüksek olduğu sistemlerde, "bir hisseye – bir oy" gibi mekanizmalarla, büyük ortakların nakit akım hakları ile kontrol hakları eşitlenmelidir.

Büyük hissedarların varlığı, bazı maliyetlere de neden olabilmektedir. Bu maliyetlerin en belirginini, büyük yatırımcıların çeşitlendirme yapmamaları ve bu nedenle de yüksek riske katlanmalarınıdır.

Ancak şirketlerdeki sahipliğin dünyanın hemen her yerinde yoğunlaşmış olduğu gerçeği karşısında, çeşitlendirme eksikliği nedeniyle katlanacakları maliyetlerin, kontrolden vazgeçmenin getireceği kişisel maliyetler kadar büyük olmadığı ifade edilebilir (Shleifer ve Vishny, 1997).

Daha önemli bir sorun, büyük yatırımcıların kendi çıkarlarını temsil etmeleridir. Bu çıkarlar firmadaki diğer yatırımcıların veya yöneticilerin çıkarları ile aynı olmak zorunda değildir. Başka bir deyişle, büyük yatırımcılar, hissedarlar ile yönetim arasındaki çıkar çatışmasını ortadan kaldırmakla birlikte, yeni tür bir temsil maliyeti yaratmaktadırlar.

Büyük hissedarlar, kendi refahlarını maksimum kılmak için, kontrol haklarını kullanarak şirket varlıklarını etkin olmayacak şekillerde yeniden dağıtabilmektedirler. Özellikle kontrol hakları nakit akımı haklarından fazla ise, bunu gerçekleştirme güçleri daha da artmaktadır. Bu durumda büyük yatırımcılar, bütün yatırımcılara oransal bir dağıtım yerine, nakit akımlarının sadece kendilerine dağıtılması konusunda büyük bir güce sahip olurlar (Shleifer ve Vishny, 1997).

Holderness ve Sheehan (1988), halka açık ve büyük hissedar ağırlıklı 114 Amerikan firmasını incelemiştir. Büyük sahiplerin neredeyse yarısı kurumlar, diğer yarısı ise bireylerdir ve çoğunluğu hem Yönetim Kurulu üyesi, hem de yöneticilerdir. Holderness ve Sheehan (1988)'in elde ettiği sonuçlar, büyük hissedarların diğer hissedarları istismar edeceği ve şirket kaynaklarını kendi çıkarlarına yönelik kullanacakları beklentisi ile uyum göstermemektedir. Büyük hissedarlara sahip firmalar sürekliliklerini korumaktadırlar ve iyi performans göstermektedirler. Bu durum, herhangi bir büyük hissedar sistematik olarak şirket kaynaklarını kendi lehine kullanıyor olsaydı mümkün olmazdı. Ancak bu firmalarda büyük hissedarlar yönetimi izlememekte, kendileri yönetimde ve Yönetim Kurulunda yer almaktadırlar. Dolayısıyla elde edilen fayda yönetimin izlenmesinden değil, yüksek yönetsel sahiplikten kaynaklanmaktadır.

Birçok ülkede büyük ortaklar aynı zamanda firmada yönetici ve / veya Yönetim Kurulu üyesi olduğu için, elde edilecek faydanın büyük hisse sahipliğinden mi yoksa yönetsel sahiplikten mi kaynaklandığını ayırtırmak, oldukça güç görünmektedir.

2.1.3.1. Hissedarların Yasal Korunması

Hisse senetleri sahiplerine, şirketin Yönetim Kurulunu seçme hakkı verir. Hisse senetleri ile elde edilen bu hak, firmaların yöneticileri kendi çıkarlarını kolladıklarında önemli hale gelmektedir.

Yönetim Kurulunu seçme hakkı yatırımcılara, yöneticilerden beledikleri getiriye alabilme gücünü verir. Hissedarların temettü almaları, yöneticilerin temettü ödemesi yapmadıkları takdirde, hissedarların Yönetim Kurulunu değiştirebilmek için oy kullanma gücüne sahip olmasına bağlıdır.

Hisse senetleri, garanti ödeme sağlayan bir belge olmadığı için, yatırımcılara her hangi bir ödeme de yapılmayabilir. Bu durumda da, firmalar için dışsal finans temini zorlaşır ve finansal piyasaların gelişimi güçleşir. Buna bağlı olarak her ülkede hissedar korunmasına ilişkin yasal düzenlemeler yapılır. La Porta vd. (1998), 49 ülkede yatırımcıların korunmasına yönelik yasal düzenlemeleri incelemişlerdir.

Yasal düzenlemeler ve bu düzenlemelerin etkin bir şekilde uygulanması, ülkeden ülkeye oldukça büyük farklılıklar göstermektedir. La Porta vd. (1998), yatırımcıların korunmasına yönelik yasal düzenlemelerdeki farklılıkların, firmaların farklı şekillerde fon sağlamalarının nedenlerini açıklayabileceğini vurgulamaktadırlar. Elde ettikleri sonuçlar, yatırımcı korunmasının zayıf olduğu ülkelerde bunun yerini alabilecek farklı mekanizmaların kullanılmakta olduğunu göstermektedir.

Bu mekanizmalardan bir tanesi, sahiplik yoğunlaşmasıdır. Dünya çapında şirket sahipliğinin yüksek ölçüde yoğunlaşmış olması, ortalama olarak hissedar korunmasının zayıf olduğunun bir göstergesidir. Ülkeler ortalamasında, toplam sermayenin yarısından fazlasına büyük üç hissedarın sahip olduğu ve iyi muhasebe standartları ve hissedar korunması ölçümleri ile yoğunlaşma arasında ters yönlü bir ilişki bulunduğu dikkate alındığında sahiplik yoğunlaşmasının, zayıf hissedar korunması sonucunda ortaya çıktığı anlaşılmıştır.

Hissedarlar oy kullanma hakları aracılığı ile yönetime katıldıkları için, güçleri oylarının yasal korunma derecesine dayanmaktadır. Yasal sistemin zayıf olduğu ülkelerde çoğunluk sahiplik, büyük azınlık sahipliğe göre daha yaygındır. Çoğunluk hissedarlar tercihlerini ortaya koyduktan sonra oy sayımına gerek kalmaz. Çoğunluğa sahip hissedar veya aile, firmaya kendi kararlarını kabul ettirir.

Çoğunluğa sahip olmayan büyük hissedarların varlığı durumunda, olay çok daha karmaşıklaşır. Büyük hissedarlar, kontrolü ellerinde tutabilmek için diğer yatırımcılarla işbirliği yapmak durumunda kalırlar.

Uygulamalar büyük azınlık hissedarların haklarının korunmasında, yargıya düşen yükün oldukça fazla olduğunu göstermektedir. Bu nedenle büyük azınlık hisse sahipliği veya yaygın sahiplik, yalnızca gelişmiş bir yasal sisteme sahip ülkelerde etkin olabilir. Yasal sistemin gerçekten zayıf olduğu ülkelerde ise, çoğunluk sahiplik çok daha yaygındır (Shleifer ve Vishny, 1997).

Burkart vd. (2003), dünyadaki firmaların çoğunun kurucuları tarafından kontrol edildiğini belirtmektedirler. Azınlık haklarının yasalarla korunduğu ülkelerde, kurucuların şirket yönetimini devam ettirmelerine gerek yoktur. Kuruculardan sonra yönetim, genellikle profesyonel yöneticilere devredilmektedir. Bu da yasal korunmanın güçlü olduğu ülkelerde, sistemin Anglo-Amerikan sisteme yaklaşması sonucunu doğuracaktır. Ancak azınlık hissedarların haklarının yasalarla korunmasının zayıf olduğu ülkelerde, firmalar kurucular tarafından yönetilmeye veya en azından yönetimin yakından izlenmesine devam edilmektedir.

Sahiplik ve kontrol ayrımı üst düzeyde kurumsal yönetim şartlarının sağlandığı sistemlerde etkin olabilmektedir. Burkart vd. (2003), sahiplik ve kontrol ayrılığının yüksek olmaması ve aile firmalarının sistemde yoğun bir şekilde varoluşunu, finansal gelişmemişliğin bir kanıtı olarak değerlendirmektedirler.

Farklı sistemlerde farklı kurumsal yönetim mekanizmalarının kullanılması gerekmektedir. Yasal sistemin gelişmiş olduğu ülkelerde, finansal piyasaların etkinliği ve fon teminindeki kolaylıklar yaygın sahipliğe olanak sağlarken; yatırımcı haklarının korunmasının zayıf olduğu ülkelerde, gelişmiş finansal piyasaların sağlayacağı faydalardan vazgeçilerek, sahipliğin yoğunlaşmış olmasından kaynaklanan faydalar gündeme gelmektedir.

2.1.3.2. Birden Fazla Büyük Hissedarın Varlığı

Büyük hissedarın varlığı, bu hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında çıkar çatışmasına neden olabilmekte, bu da yeni bir tür temsil sorunu yaratmaktadır. Bu soruna bir ölçüde çözüm olabilecek bir diğer mekanizma ise, birden fazla büyük hissedarın varlığıdır.

Faccio ve Lang (2002), 13 Batı Avrupa ülkesindeki 5232 şirketi inceledikleri çalışmalarında, şirketlerin %39'unda oyların %10'undan fazlasını ellerinde bulduran en az iki büyük hissedar olduğunu, şirketlerin %16'sında ise en az üç büyük hissedar olduğunu ortaya koymuşlardır. Maury ve Pajuste (2005), Amerika Birleşik Devletleri dışındaki ülkelerde önemli oranda hisseye sahip birden fazla büyük hissedarın varlığının yaygın olduğunu belirtmektedirler.

Birden fazla büyük hissedarın varlığı, firma üzerinde iki farklı etki yaratmaktadır. Bir taraftan, büyük oranda oy hakkı olduğu için, büyük hissedar en büyük hissedarı izleyebilecek güce ve güdüye sahiptir, böylece değer maksimizasyonundan uzaklaşan faaliyetleri azaltabilmektedir. Diğer taraftan, büyük hissedar diğer büyük hissedarlarla işbirliği yaparak, elde edilecek faydaları kendilerine yönlendirecek şekilde hareket edebilmektedir (Maury ve Pajuste, 2005).

Bolton ve Von Thadden (1998), büyük hissedarın sahip olduğu hisse oranına yakın hisseye sahip ikinci büyük bir hissedarın varlığının, firma değerini artıracığını ileri sürmektedir. İkinci veya daha fazla sayıda büyük hissedarın varlığı, diğer büyük hissedarın izlenmesi olasılığını artıracaktır. Ancak Bennedsen ve Wolfenzon (2000), büyük hissedarların ortak çıkarlarını koruyabilmek adına, işbirliği içerisine girebileceklerini dile getirmektedirler. Azınlık veya yaygın hissedarlar aleyhine oluşturulacak bir koalisyon, onlara yüksek kontrol gücü sağlayabilmektedir.

Maury ve Pajuste (2005), oy kullanma haklarının bütün hissedarlar arasında daha eşit bir şekilde dağılımının, firma değerine katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadırlar. Bu etki, özellikle belirli bir aile tarafından kontrol edilen firmalarda daha güçlüdür. İçeridekiler yani aile üyeleri, eğer güçleri karşısında başka bir grup yoksa, değer maksimizasyonundan uzaklaşan faaliyetleri daha kolaylıkla gizleyebilir ve daha fazla kişisel çıkarlar temin edebilirler.

En büyük hissedarın oy kullanma gücü nakit akım haklarını aşyorsa, firma değeri düşmektedir (Maury ve Pajuste, 2005).

Ayrıca, bir aile tarafından kontrol edilen bir şirkette ikinci büyük hisseyi aile üyelerinden biri elinde tutuyorsa, firma değeri düşmektedir. Buna karşın, aile kontrolünde olan bir firmada ikinci büyük pay sahipliği aile dışından bir kişideyse, bu durum firma değerini artıran bir unsur olmaktadır (Maury ve Pajuste, 2005).

Bu kanıtlar, kontrolü elinde bulunduran aile ile işbirliği yapılması veya onun izlenmesinde, ikinci büyük sahip tipinin önemli olduğunu göstermektedir. İşbirliği yapan iki büyük ortak, diğerlerinin haklarının kötüye kullanımını kuvvetlendirebilirken, birbirinden bağımsız iki büyük ortak kurumsal yönetimi olumlu etkileyebilmektedir.

2.1.3.3. Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcıların herhangi bir şirketteki sahiplik oranı, geçmişe göre artış eğilimindedir. Kurumsal yatırımcılar, Amerika Birleşik Devletleri'nde en önemli yatırımcı grubu haline gelmiştir ve toplam sermayenin %50'sinden fazlasına sahiptirler.

Gerek küçük gerekse büyük şirketlerde, kurumsal hissedarların sahiplik oranında süregelen bir artış gözlemlenmektedir (Grinstein ve Michaely, 2005). Emeklilik fonları, sigorta şirketleri, menkul kıymet yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcıların sahip oldukları hisse oranları, OECD ülkelerinde de artmaktadır. İngiltere'de kurumsal yatırımcılar sermayenin %30 ila %40'ına sahiptirler. Almanya, Japonya ve Kanada'da yaklaşık %20'sine sahiptirler (Davis, 2002). Bütün dünyada kurumsal yatırımcıların şirket sahipliklerindeki artış, büyük ortaklar olarak etkin bir şekilde kurumsal yönetim faaliyetlerine katkıda bulunmalarını sağlamaktadır.

Kurumsal yatırımcılar, yönetimin izlenmesi ve hissedar çıkarlarına yönelik kararlar alınmasında etkin bir mekanizmadır. Özellikle tek bir bireyin yüksek bir sahiplik oranına sahip olmasının zor olduğu dışsal sistemlerde, büyük hissedarın sağlayacağı fayda kurumsal yatırımcılar tarafından sağlanabilmektedir.

Büyük kurumsal yatırımcılar hissedar değerini korumak üzere, oy kullanma, aktif hissedarlar olma, Yönetim Kurulu üyelerini seçme ve yönetimi etkileme yeteneği gibi formal ya da formal olmayan mekanizmalar kullanmaktadırlar. Ayrıca, şirket yönetimi ile, yatırımcıların çıkarlarına yönelik olarak özel pazarlıklar yapabilmektedirler.

Büyük kurumsal yatırımcılar, bireysel hissedarlara göre daha fazla güce ve uzmanlığa sahiptirler. Birçok şirkette önemli oranlarda hisseleri vardır ve yatırımlarını izleyecek deneyimli uzmanlara sahiptirler. Bu nedenle de yaygın hissedarlardan daha etkin bir şekilde yönetimi izleyebilmektedirler. Ayrıca üst düzey yönetimin, Yönetim

Kurulu üzerindeki etkisini azaltmakta ve kurul üyelerinin daha objektif bir şekilde yönetimi izlemesine ve değerlendirmesine katkıda bulunmaktadır (Khan vd., 2005).

Chung vd. (2002), şirkette önemli ölçüde hissesi bulunan kurumsal yatırımcıların, yönetimin kullandığı muhasebe uygulamalarını yakından takip ettiklerini belirtmektedirler. Yöneticiler performans ölçümlerini iyileştirmek için, raporlanan cari karları yüksek gösterecek muhasebe uygulamalarını tercih etme eğilimindedirler. Bunların kullanımı konusunda, kurumsal yatırımcılar yönetimi izlemekte ve bu uygulamaların sınırlandırılmasında etkin olmaktadır.

David ve Kochhar (1996) kurumsal yatırımcıların etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olabileceğini, ancak etkilerinin çeşitli engellerden dolayı gözlemlenemeyeceğini ileri sürmektedirler.

Şirketlerin kurumsal yatırımcılarla yakın iş ilişkileri, bu engellerden bir tanesidir. Şirketlerle iş ilişkisi olmayan kurumsal yatırımcıların etkin olabileceği vurgulanmaktadır.

İkinci bir engel, yasal düzenlemelerin kurumsal yatırımcının yönetim üzerindeki otoritesini sınırlayabilmesidir.

Üçüncü engel ise, kurumsal yatırımcıların portföyündeki her bir şirkette aktif rol alabilmesinin, mevcut bilgi edinme sürecinde zor olmasıdır. Ancak bu engeller aşılarak, etkin bir şekilde yönetim izlenebilir ve değerlendirilebilir.

Kurumsal hissedarlar, yatırımlarını uzun dönemli değerlendiren aktif yatırımcılardır. Hisselerini, büyük bloklar halinde kolayca elden çıkaramazlar çünkü bu hisse senedi fiyatının önemli ölçüde düşmesine neden olabilir (Coffee, 1991). Bu nedenle büyük kurumsal yatırımcılar, uzun dönemde yüksek getiri elde etme fırsatlarını değerlendireceklerdir. Yatırım yaptıkları şirketleri izleyecek ve performanslarını değerlendirecek analistleri işe alacaklardır. Uzun dönemde yüksek getiri sağlayacak projeler konusunda yöneticileri destekleyeceklerdir. Bu da, uzun dönemde firma değerine olumlu katkılar sağlayacak bir unsurdur.

Hem emeklilik fonları, hem yatırım fonları, birçok küçük yatırımcı adına parayı yönetmektedirler. Bu fonlara yatırım yapan bireysel yatırımcı, kuruluşları daha aktif hissedarlar olmaları için zorlayabilmektedir. Bu nedenle, kurumsal yatırımcılar, her

geçen gün daha aktif hissedarlar olmaktadır. McConnell ve Servaes (1990) da, firma değeri ve kurumsal yatırımcılar tarafından sahip olunan hisse oranı arasında pozitif doğrusal bir ilişki bulmuşlardır.

2.1.4. Muhasebe ve Denetim

Muhasebeciler ve denetçiler, yönetimin izlenmesi sisteminin önemli bir parçasıdır. Finansal muhasebe dış kullanıcılar için bilgi sağlar. Firmanın dışındakiler, şirket içinde muhasebeciler tarafından üretilen ve bağımsız bir denetimden geçmiş muhasebe bilgilerini, kısacası finansal raporları kullanırlar.

Yatırımcılar, bankalar, devlet ve diğer çıkar grupları firmanın finansal sağlığına ilişkin bilgilere güçlü bir şekilde ilgi duyarlar. Bankalar ve diğer alacaklılar firmanın borçlarını ödeme yeteneğinin bulunup bulunmadığını, hissedarlar firmanın ne kadar karlı olduğunu ve gelecekteki kar potansiyelini bilmek isterler (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 23).

Finansal muhasebe sistemi içinde, öncelikli olarak gelir tablosu, bilanço ve nakit akım tablosu olmak üzere temel finansal tablolar ve diğer önemli bilgiler hazırlanır ve bu veriler dış kullanıcılar tarafından firma değerinin, karlarının ve riskinin belirlenmesinde kullanılır. Dış kullanıcılar, firmaların performanslarını kolaylıkla karşılaştırabilmek isterler. Bu nedenle, Sermaye Piyasası Kurulları bu raporların halka açık şirketler için genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri doğrultusunda, standart tek bir formata bağlı olmasını zorunlu kılar. Bu tablolar firmanın muhasebecileri tarafından hazırlanır ve bir denetim firmasından bağımsız denetçiler tarafından incelenir.

Finansal muhasebe bilgileri, şirketin muhasebe ve dışsal raporlama sistemlerinin ürünüdür. Halka açık şirketlerin finansal pozisyonunu ve performansını ortaya koyan, denetimden geçmiş sayısal verilerin değerlendirilmesi ve kamuya açıklanması sonucu elde edilen bilgilerdir.

Finansal muhasebe sistemleri, kurumsal kontrol mekanizmalarının işleyebilmesini sağlayacak doğrudan verilerin yanı sıra, hisse senedi fiyatına yansıtacak bilgilere katkıları anlamında, dolaylı bilgiler de sunmaktadır.

Kurumsal yönetim çalışmalarında muhasebe ile ilgili olarak gerçekleştirilen temel öncelik, hangi bilginin ne ölçüde temsil sorunlarını azaltabileceğinin ve kısıtlı finansal kaynakların kar potansiyeli yüksek yatırımlara yönlendirilmesini sağlayacağını belirlenmesidir (Bushman ve Smith, 2001). Sloan (2001) finansal muhasebenin, yöneticilerin performansları hakkında yatırımcılar açısından birincil veri niteliğinde olan, bağımsız denetimden geçmiş bilgi ürettiğini vurgulamaktadır. Bu nedenle, kurumsal yönetim ile finansal muhasebe arasında köklü ve etkin bir ilişki bulunmaktadır.

Baiman (1990) ise yönetim muhasebesinin, yönetimin daha etkin bir şekilde izlenebilmesi konusunda fayda yarattığını ileri sürmektedir. Yönetim muhasebesi ve bunun bir alt dalı olan sorumluluk muhasebesi, yönetsel performansın değerlendirilmesi için bilgi üretir, sorunla karşılaştığında sorunun yerinin ve çözümünün belirlenmesine olanak sağlar.

Bu tür performans değerlendirmeleri, özellikle yöneticinin ödeneğinin belirlenmesinde ve güdüleyici sözleşmelerin hazırlanmasında kullanılmaktadır.

Halka açık şirketlerde hazırlanan finansal raporlar, Sermaye Piyasası Kurulları'nca belirlenmiş kurallar çerçevesinde üç aylık ve yıllık finansal tablolar halinde yayınlanmakta ve kamunun genel kullanımına sunulmaktadırlar. Ancak bu finansal raporların ve sundukları bilgilerin, çıkar grupları tarafından kullanılabilmesi için güvenilir olması gerekmektedir. Güvenilirliği sağlayacak mekanizma ise, bağımsız denetçiler tarafından yapılacak denetimdir.

Denetçiler firmanın dışından muhasebecilerdir. Firmanın finansal tablolarını ve bu tabloları oluşturmak için kullanılan prosedürleri incelerler. Onların işleri tabloların doğruluğunu, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygunluğunu ve firmanın durumunu büyük ölçüde yansıttığını belirlemektir.

Denetçiler, şirketlerin izlenmesinde uygun bir pozisyona sahiptirler çünkü denetim sırasında firmanın bütün verileri, bilgi ve belgeleri onlara açılır. Bu süreçte, denetçiler şirket hakkında diğerlerinin edinmeyeceği özel bilgilere ulaşırlar. Şirketin kamuya açık finansal tablolarının, yapılan işin düzeyini doğru yansıtır yansıtmadığını belirlemek için bu bilgileri kullanırlar. Bankalar, alacaklılar ve diğer çıkar grupları

firmanın faaliyetleri ve finansal sağlığı hakkında bilgilenmek için, bu tablolara güvenirler.

Yatırımcılar, kamuya açık bu tabloları Şirketin değerini belirlemede kullanırlar. Bu nedenle, denetçinin bu tabloları tarafsız bir Şekilde değerlendirmesi önemlidir (Kim ve Nofsinger, 2003, s. 28).

Etkin bir kurumsal yönetim sisteminin sağlanabilmesi ve diğer mekanizmaların iŐlemesi için, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin kullanımı ve muhasebe sistemi içerisinde üretilen bilginin ve finansal raporların genel kabul görmüş denetim ilkeleri doğrultusunda bağımsız denetimden geçmiş olması gerekmektedir.

Muhasebe ve denetim sisteminin güvenilir bilgiler üretebilmesi, finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunacak bir unsurdur. Dış kullanıcılar, bu bilgiler doğrultusunda kararlar alacaktır. Hissedarlar, yöneticilerin kendi çıkarlarına yönelik faaliyette bulunup bulunmadıklarını, bu bilgiler ışığında değerlendirecektir. Yönetim Kurulu yeleri bile, kararlarını büyük lde yönetim tarafından kendilerine sunulan bu bilgilere göre verecekler ve yöneticilerin denek paketini oluŐturacaklardır. Bu nedenle, yasal sistemin muhasebe uygulamalarını geliştirecek ve onlara uyulmasını zorlayacak önlemler alması, kurumsal yönetim mekanizmalarının işleyebilmesini önemli lde kolaylaŐtıracaktır.

2.1.5. Kurumsal Kontrol Piyasası (Market for Corporate Control) ve Düşmanca Ele Geçirmeler (Hostile Takeovers)

Yaygın hisse sahipliği, özellikle piyasa odaklı sistemlerde, sahiplik ve kontrol ayrılığı nedeniyle ortaya çıkan temsil sorunlarına neden olabilmektedir. İçsel sistemlerde, bir veya daha fazla sayıda büyük hissedarın varlığı ve bu hissedarların yönetimde ve yönetim kurullarında yer almaları, hissedar ile yöneticilerin çıkar çatışmalarından doğan temsil maliyetlerini azaltacak unsurlardır.

Hisse sahipliğinin genellikle yaygın olduğu ülkelerden ikisi olan İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri'nde, belirgin bir yoğunlaşmış sahiplik mekanizması olarak ‘‘düşmanca ele geçirmeler (hostile takeovers)’’ kavramı oluŐmuŐtur.

Tipik bir düşmanca ele geçirmede, diğer firmayı ele geçirmeye çalışan firma hedef firmanın yaygın hissedarlarına bir öneride bulunur. Hedef firmanın hissedarları bu öneriyi kabul ederlerse, ele geçirme niyetini güden firma hedef firmanın kontrolünü edinir ve böylece yönetimi değiştirebilir veya en azından kontrolü altına alır. Bu yüzden düşmanca ele geçirmeler, içsel sistemlerdeki sahiplik konsantrasyonunun sağlanması için hızlı ateşleme mekanizması olarak görülebilirler (Shleifer ve Vishny, 1997).

Jensen (1986)'a göre, yöneticilerin kendi amaçlarını gerçekleştirmeye çalışmaları ve yönetsel sahiplik, yönetsel güdüleyici ödenekler, Yönetim Kurulu yapısı gibi firma içi unsurlarla sağlanabilecek kontrol sistemlerinin başarısızlığı, 1980'lerde düşmanca ele geçirme girişimlerini artırmış veya diğer bir ifade ile kurumsal kontrol piyasasını hareketlendirmiştir.

Jensen ve Ruback (1983) kurumsal kontrol piyasasını, başka bir firma kaynaklarının yönetimini ele geçirme girişimlerinin mümkün olduğu piyasa olarak tanımlamaktadırlar. Öneri veren firma hedef firmayı satın alırsa, hedef firmanın kontrol hakları satın alan firmanın Yönetim Kuruluna geçmektedir. Yönetim kurulları en üst düzeyde kontrol haklarını ellerinde bulundurmalarına rağmen, genellikle bu hakları içerideki kendi yönetimlerine devretmektedirler. Bu şekilde, satın alan firmanın üst düzey yönetimi, hedef firmanın kaynaklarını yönetme hakkını ele geçirmektedir.

Kurumsal kontrol piyasası, önemli bir kurumsal yönetim aracıdır. Piyasa odaklı ekonomiler için, kontrol değişiminin disipline edici rolü üzerine kanıtlar ortaya koyan çok sayıda çalışma mevcuttur (Jensen ve Ruback, 1983; Jarrell vd., 1988; Jensen, 1993).

Genel anlamda ele alındığında, bu piyasa Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere'deki başka bir şirketin yönetiminin düşmanca ele geçirilmesi girişimlerine dayanmaktadır.

İçsel sisteme sahip ülkelerde ise, genellikle bir kurumsal kontrol piyasası mevcut değildir. Bu sistemlerde yoğunlaşmış sahiplik yapısı hakim olduğu için, yüksek hisse sahipliği sayesinde farklı yollarla yönetimin el değiştirmesi mümkün olmaktadır. Kötü performans, kontrolü elinde bulunduranların yani mevcut yönetimin değişim olasılığını artırmaktadır. Köke (2004), içsel sistemlerdeki kontrol değişimlerinin, piyasa odaklı ekonomilerdeki kurumsal kontrol piyasasına benzer disipline edici bir rol oynadığını

belirtmektedir. Ancak yüksek ölçüde yoğunlaşmış bir sahiplik yapısı, kontrol değişimi ihtimalini azaltmaktadır. Bu durum sıkı hissedar kontrolünün, kontrol değişiminin yaratacağı disipline edici etkisine ikame olacak bir unsur olduğu görüşünü desteklemektedir.

Çok sayıda teori ve kanıt, düşmanca ele geçirmelerin kurumsal yönetim sorunlarına çözüm olabileceği fikrini desteklemektedir. Düşmanca bir ele geçirme sonrasında, hedef firma ve satın alan firmanın toplam değeri artmaktadır. Hedef firmanın hissedarları kesinlikle normalden yüksek getiriler elde etmekte, kontrolü ele geçiren firmanın hissedarları ise yüksek getiri elde edebilmekte ancak kesinlikle bir kayıp yaşamamaktadırlar.

Düşmanca ele geçirme hedefleri, genellikle zayıf performansa sahip firmalardır ve ele geçirme başarıyla sonuçlandıktan sonra yöneticileri çoğunlukla işten alınırlar. Beklenen daha yüksek getiriler, daha etkin ve hissedar değerini maksimize eden bir yönetimden kaynaklanıyor görünmektedir (Jensen ve Ruback, 1983; Shleifer ve Vishny, 1997).

Hedef haline gelen firmaların etkinsizliğinin en önemli nedeni, bu firmalarda serbest nakit akımının önemli ölçüde yüksek olmasıdır. Ülke olarak, bütün pozitif net bugünkü değere sahip olan projeleri finanse ettikten sonra kalan nakit akımı olarak tanımlanan serbest nakit akımı, temettüler veya hisse senedi geri alımları yoluyla hissedarlara dönmelidir. Jensen (1986, 1988) ele geçirmelerin serbest nakit akımı sorununu çözdüğünü ileri sürmektedir, çünkü bunlar genellikle firma karlarının zaman içinde yatırımcılara dağıtılmasına yol açmaktadır. Özellikle fazla kapasitede çalışan ve küçülmesi gereken endüstrilerde, kurumsal kontrol piyasası disipline edici bir rol üstlenmektedir (Jensen, 1993).

Kurumsal kontrol piyasası, dışsal kurumsal yönetim sistemlerinde önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olarak yorumlanmaktadır. Çünkü düşmanca ele geçirme tehdidi olmaksızın, yönetsel ihtiyarilik etkin bir şekilde kontrol edilemeyecektir (Shleifer ve Vishny, 1997).

Hissedarlar ile yönetim arasında çıkar çatışmaları ve dolayısıyla temsil maliyetleri arttığı zaman, yaygın hissedarlar ellerindeki hisseleri sattıkları takdirde, şirketi düşmanca ele geçirme hedefi haline getireceklerdir. Bu firmanın kontrolünü

elinde bulunduran yönetim açısından büyük bir tehdit oluşturacağı için, yöneticiler hissedarların çıkarlarına yönelik faaliyette bulunmak, dolayısıyla da şirketin hisse değerini artırmak amacı taşıyacaklardır.

Aktif bir kurumsal kontrol piyasasının varlığı, dışsal sistemin hakim olduğu ülkelerde etkin bir mekanizmadır (Van den Berghe, 2002, s. 10).

2.1.6. Borçlanarak Fon Sağlanması

Borç, borçlananın borcu verenden fon elde ettiği ve borcu verene gelecekte önceden belirlenmiş ödemelerin yapılacağı sözünü verdiği bir sözleşmedir. Borç alan, genellikle sözleşmede belirtilen koşullara uyacağı sözünü verir.

Eğer borç alan herhangi bir koşula uymazsa ve özellikle borcunu ödemekte gecikirse, borç veren firmanın varlıklarını (teminatları) ele geçirme veya firmayı iflasa götürme gibi belirli haklar elde eder. Bu nedenle borcun en temel unsuru, borç alanın sözleşme şartlarını yerine getirmedeki başarısızlığının, kontrol haklarının kendisinden borç verene aktarılması sürecini başlatabilmesidir (Shleifer ve Vishny, 1997).

Bazı makaleler, borçlanma yolu ile fon temin edilmesinin faydalarını incelemektedir. Borçlanmanın en önemli faydası, genellikle temsil maliyetini düşüren bir unsur olmasıdır (Jensen ve Meckling, 1976). Borçlanma yolu ile fon temin edildiğinde, önceden belirlenen vadelerde bu borcun geri ödemesi yapılacağı için, serbest nakit akımı azalacaktır.

Jensen (1986) borçlanarak fon temininin, serbest nakit akımını azaltacağını ve firmanın negatif değer yaratan projelere yatırım yapmasını kısıtlayacağını ileri sürmektedir. Borçlanarak fon temin edildiğinde, faaliyetlerden elde edilen kazançlar ile borcun anapara ve faiz ödemeleri yapılmak zorundadır, bu da serbest nakit akımını azaltır.

Borç yerine özkaynak şeklinde fon temin edilerek bir proje gerçekleştirildiğinde, elde edilen kazançların yatırımcılara dağıtılmayarak firmada bırakılma ve değeri zedeleyecek şekilde, kişisel çıkarlar için kullanılma olasılığı yüksek olacaktır. Çünkü özkaynak sağlandığında, karşılığında belirli bir ödeme planı önceden tasarlanmamıştır.

Firma sadece kar ederse temettü öder ve hatta kar etse bile uzunca bir dönem hissedarlara temettü dağıtmayabilir.

Yapılan çalışmalarda, firmalar serbest nakit akımına sahip olduklarında, borçlanmanın, yönetimin net bugünkü değere sahip projelere yatırım yapmaktan vazgeçmesini sağlayacak bir araç olduğunu ortaya koyan kanıtlar elde edilmiştir. Bunlardan ilki, yüksek kaldıraç oranına sahip olan firmaların karlı olmayan yatırımlarda tutulabilecek fazla kaynağa sahip olmamalarıdır. Ayrıca, iflas riskinin artması nedeniyle daha fazla borç kullanan firma yöneticilerinin, daha fazla çalışacakları ve pozitif net bugünkü değer yaratan projelere yatırım yapmaya özen gösterecekleri beklenir (Harris ve Raviv, 1990; Stulz, 1990; Garvey, 1992; Maloney vd., 1993; Gul ve Tsui, 1998).

Ciddi tutarlarda borçlanmanın sağladığı bir diğer üstünlük ise, firmayı ve firma yönetimini sermaye piyasasının gözetimi altına sokmasıdır. Önemli alacaklılar, örneğin bankalar, büyük ve potansiyel olarak aktif yatırımcılardır. Büyük hissedarlar gibi, büyük alacaklılar da firmalarda büyük yatırımlara sahiptirler ve yatırımlarının getiriye dönüştüğünü görmek isterler.

Büyük alacaklıların güçleri, firmalar ödeme güçlüğüne düştüklerinde veya teminatlarında sorun çıktığında elde edebilecekleri çeşitli kontrol haklarından kaynaklanmaktadır. Alacaklıları güçlü kılan ikinci özellik ise, genellikle kısa vadeli borç vermeleridir. Kısa vadeli olarak borç verdikleri firmalar, daha fazla fon için düzenli bir şekilde ve kısa aralıklarla kendilerine gelmek zorundadır. Bu da yönetimin izlenmesi konusunda onları büyük ölçüde güdülemekte ve güçlendirmektedir. Bu anlamda bankalar ve diğer büyük alacaklılar, büyük hissedarlara benzetilmektedir. Özellikle içsel sistemlerde alacaklı izlemesi, etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olarak değerlendirilmektedir.

Diamond (1984), banka izlemesinin rolü ile ilgili çalışmasında, bankanın borç verme portföyü yeterince çeşitlendirildiği takdirde, yönetimin izlenmesinin ve bankalara devredilmesinin etkin sonuçlar verdiğini göstermektedir.

Ayrıca Kaplan ve Minton (1994) ve Kang ve Shivdasani (1995), kötü performans karşısında yöneticilerin değiştirilme olasılığının, önemli ölçüde banka ilişkileri olan şirketlerde, olmayanlara göre çok daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır.

Bu kanıtlar alacaklı izlemesinin, yöneticileri hissedarların çıkarları doğrultusunda çalışmaya yönlendireceğinin ve temsil maliyetlerini azaltacağıının göstergeleridir.

Büyük alacaklıların etkinliği, büyük hissedarların etkinliği gibi yasal hakların varlığına dayanmaktadır. Almanya ve Japonya'da bankalar hem firmalara borç vermekte, hem de firmaların önemli oranda hisselerini ellerinde bulundurmaktadırlar. Aktif hissedarlar olarak, firmalar üzerindeki güçleri oldukça belirgindir. Çünkü bankalar, büyük bloklar halinde hisselerce oy kullanır, Yönetim Kurulunda oturur, borç vermede belirgin bir rol oynar ve alacaklıların lehine yasal sistem içinde faaliyet gösterirler. Diğer ülkelerde, özellikle de kontrolün bankalara devri prosedürlerinin yeterince oluşturulmadığı ülkelerde, bankanın kurumsal yönetim etkinliği daha düşük olacaktır (Shleifer ve Vishny, 1997).

2.1.7. Temettü Ödemeleri

Yöneticilerin elde edilen karın bir bölümünü hissedarlara dağıtması, etkin kurumsal yönetim mekanizmalarından biri olarak değerlendirilmektedir. Hissedarın amacı, yatırımı karşılığı katlandığı risk ölçüsünde bir getiri elde etmektir. Yatırımcılar hisse sahiplikleri vasıtasıyla, iki tür getiri elde etmektedirler. Birincisi, hisse senedi değer artışı nedeniyle elde edilen sermaye kazancıdır. İkincisi ise, temettü ödemeleri ile elde edilen kazançtır. Bu iki getiri türünün toplamı, hisse senedi sahibinin toplam getirisini oluşturmaktadır.

Kurumsal kontrol mekanizmaları içinde temettülerin rolü, çeşitli teorilerle açıklanmaya çalışılmaktadır. Yapılan çalışmalar, temettü ödemelerinin etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olabilmesine yönelik gerekçe ve kanıtları ortaya koymaktadır.

Firmaların temettü ödeme nedenlerine ilişkin teoriler, çalışmanın devamında ayrıntılı olarak işlenecektir. Ancak literatürde en yaygın olarak yapılan açıklamalardan bir tanesi, temettü ödemelerinin yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil sorunlarına çözüm olabileceğidir.

Düzenli olarak yapılan temettü ödemeleri, firmanın sahip olacağı serbest nakit akımlarını minimize ederek, serbest nakit akımının yarattığı temsil maliyetlerini azaltacaktır. Temettü ödemesi, yöneticileri önceden değer maksimizasyonuna yönlendirecek bağlayıcı bir mekanizma olabilmektedir.

Yüksek temettü ödemeleri, yöneticilerin yeterli nakit akımları yaratmak ve bunların sermaye maliyetinin altında getiri sağlayan projelere yatırılmamasını sağlamak üzerine odaklanmalarını garanti etmektedir. Böylelikle, sıkı temettü politikaları hissedarların izleme çabalarını azaltmalarına olanak sağlamaktadır.

Ayrıca daha fazla temettü ödeyen firmalar, büyüme olanaklarını değerlendirmek için daha sıklıkla dış fon sağlama ihtiyacı duyacaklardır. Borç ya da özkaynak şeklinde fon sağlamak için, daha sık finansal piyasalara başvurmak zorunda kalacak ve fon sağlayanların izlemesine maruz kalacaklardır.

Finansal piyasaların izlemesine maruz kalmaları, bilgi asimetrisini azaltacak ve hissedar değerini artıracak projelere yönelmeyi zorunlu kılacaktır.

Bu bakımdan yüksek temettü ödemeleri, serbest nakit akımını azaltarak ve firmaları finansal piyasaların izlemesine maruz bırakarak, temsil maliyetlerini azaltmaktadır. Kurumsal yönetim sisteminin amacı, hissedarlar ile yatırımcılar arasındaki, veya içsel sistemlerde büyük yatırımcılar ile küçük yatırımcılar arasındaki, temsil sorunlarını azaltmak olduğuna göre, bu amaca hizmet eden bir temettü politikası, firmaların kurumsal yönetim etkinliğini artıracak bir unsurdur (Black, 1976; Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Lloyd vd., 1985; Jensen, 1986; Lang ve Litzemberger, 1989; Dempsey ve Laber, 1992; Moh'd vd., 1995; Shleifer ve Vishny, 1997; Frankfurter ve Wood, 2002; Correria da Silva vd., 2004).

2.2. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARINDAN BİRİ OLARAK TEMETTÜ ÖDEMELERİ

Hisse senedine yatırım yapan bir yatırımcı, firmaya kendisinin etkin bir şekilde işletemeyeceği nakdi teslim ederek, o firmanın hisse senedi ile temsil edilen payının sahibi olmaktadır. Bu yatırımı karşılığında, aldığı risk ölçüsünde bir getiri beklentisi içindedir. Risk, yatırımı karşılığında elde edeceği getirinin ne kadar olacağını bilmemesinden kaynaklanmaktadır. Getirisi, firmanın başarısız olması halinde negatif olabilir ve hatta iflas halinde yatırımının tamamını kaybedebilir.

Yatırımcının elde edeceği getiri, hisse senedi değer artışı yoluyla veya elde edilen karın belli bir oranının hissedarlara temettü olarak dağıtılması yoluyla gerçekleşmektedir. Bu ikisinin toplamı ise toplam getiriyi ifade etmektedir.

Teoride, toplam getiri içinde hangi unsurun yüksek olduğu önemsizdir. Hatta sermaye kazançları, genellikle temettü ödemelerinden daha düşük oranlarda vergilendirildiği için, temettü ödemelerine nazaran daha avantajlı olmaktadır. Ancak uygulamada, vergi olumsuzluğuna rağmen, temettü ödemeleri sermaye kazançlarına tercih edilmektedir. Finans literatürü içinde, bu olgunun nedeninin araştırılması, önemli bir yer tutmaktadır.

Gerek yatırımcıların temettü ödemelerini tercih etmeleri, gerekse yöneticiler ve Yönetim Kurulu üyeleri arasında temettü ödemelerinin firma değerini artıracığı inancı, temettü politikalarını kurumsal yönetim sisteminin geliştirilmesi çabası içerisinde önemli bir yere yerleştirmiştir.

Temettü ödemeleri hissedarlar ile yönetim arasındaki çıkar çatışmalarını azaltarak, temsil sorununa çözüm olmaktadır. Bu nedenle de gerek dışsal sistemlerde, gerekse içsel sistemlerde etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olarak değerlendirilmektedir.

Temettü ödemelerinin, hisse senedi fiyatlarını, dolayısıyla firma değerini etkileyen etmenler arasında bulunup bulunmadığı, etkileme koşulları ve biçimleri ile temettü ödeme güdüleri ve gerekçeleri, bu ayırımın konusunu oluşturmaktadır.

2.2.1. Temettü Etkisizliği Teorisi (Dividend Irrelevance Theory)

Firmanın temettü politikasının, hisse senedinin cari fiyatı üzerindeki etkisi, sadece bu politikayı belirlemek zorunda olan yöneticiler için değil, yatırımcılar ile sermaye piyasalarının işlevlerini değerlendirmeye çalışan ekonomistler için de oldukça önemlidir. Yıllardır firmanın hisselerinin değerini maksimize edecek optimum bir temettü ödeme rasyosu arayışını hedefleyen çalışmalar sürmektedir.

Miller ve Modigliani (1961), “mükemmel sermaye piyasaları”, “rasyonellik” ve “mükemmel kesinlik” varsayımları altında, firmanın yatırım politikası değişmediği sürece, seçtiği temettü politikasının hisselerinin cari fiyatını ve hissedarlara toplam getirisini etkilemeyeceğini ileri sürmektedirler.

Ekonomi literatürü içerisinde sık sık sözü geçen bu varsayımlar şöylece derlenebilir.

“Mükemmel Sermaye Piyasaları”nda, menkul kıymetlerin hiçbir alıcı veya satıcısı piyasa fiyatını etkileyecek ölçüde büyük tutarlarda işlem yapmamakta, bütün işlemciler hisse senetleri ile ilgili tüm bilgilere eşit ve maliyetsiz olarak ulaşabilmektedirler. Menkul kıymetler alınıp satıldığında veya ihraç edildiğinde aracı komisyonları, işlem vergileri veya diğer işlem maliyetleri söz konusu değildir. Dağıtılan ile dağıtılmayan karlar arasında veya temettüler ile sermaye kazançları arasında hiçbir vergilendirme farkı bulunmamaktadır.

“Rasyonellik” yatırımcıların her zaman için daha yüksek serveti, daha düşük servete tercih ettikleri ve servetlerindeki artışın nakit ödeme şeklinde olması ile hisse senetlerinin piyasa değerinde bir artış olması arasında, bir ayırım yapmadıkları anlamına gelmektedir.

“Mükemmel Kesinlik” ise, her bir yatırımcının her şirketin yatırım programı ve gelecekteki karları hakkında tam bir garantiye sahip olmasını ifade etmektedir. Diğer faktörlerle birlikte, bu garanti nedeniyle analiz aşamasında fon kaynağı olarak hisse senetleri ile tahviller arasında bir ayırım yapmaya gerek kalmamaktadır. Bu durumda kolaylık açısından, finansal araçlar olarak sadece hisse senetlerinin var olduğu varsayımıyla analizler gerçekleştirilebilmektedir.

Bu varsayımlar altında, hisselerin fiyatları oluşurken, piyasadaki her hisse senedinin getiri oranının (yatırılan bir birim nakit için temettüler artı sermaye kazançları) belirli bir zaman aralığında aynı olması beklenmektedir. Aksi takdirde, düşük getiriye sahip hisseleri ellerinde bulunduranların, bu hisseleri satmaları ve elde ettikleri para ile yüksek getiri oranına sahip hisseleri satın almaları, bu sayede servetlerini artırabilecekleri varsayılmaktadır. Sürecin, getiri oranlarındaki farklılık ortadan kalkana kadar, düşük getiri oranına sahip hisselerin fiyatlarını aşağıya ve yüksek getiri oranlarına sahip hisselerin fiyatlarını ise yukarıya çekeceği öngörülmektedir (Miller ve Modigliani, 1961).

Bu mekanizma içinde Miller ve Modigliani (1961) klasik çalışmalarında “temettü politikalarının etkisizliği” (dividend policy irrelevance) teorisini ileri sürmüşlerdir.

Firma değeri, firma varlıklarının verimliliğine dayanmaktadır ve firmanın yatırım politikası değişmediği sürece, ödenen temettü oranının firma değerini etkilemeyeceği kabul edilmiştir.

Hissedarın istenilen herhangi bir nakit akımını, hisse senedini satın alarak veya satarak gerçekleştirebileceği, dolayısıyla yatırımcıların dağıtılacak temettüden elde edecekleri gelir ile sermaye kazancı arasında bir seçim yapmayacakları düşünülmüştür. Yüksek temettü ödemeleri daha düşük ve düşük temettü ödemeleri ise daha yüksek dağıtılmayan kar ve sermaye kazancına yol açtığından, durum hissedarın toplam varlığını değiştirmemektedir (La Porta vd., 2000).

Etkisizlik düşüncesi, yöneticiler firmaların temettü politikasını belirlemede ne kadar özenli olurlarsa olsunlar, seçilen politikanın hissedar değeri üzerinde olumlu herhangi bir etkiye sahip olmayacağını ve bütün temettü politikalarının eşdeğer olduğunu ileri sürmektedir.

2.2.2. Temettü Bilmecesi (Dividend Puzzle)

Temettü politikalarının etkisizliği hipotezine rağmen, yönetim kurulları düzenli olarak temettü dağıtım kararı almakta ve firmalar düzenli olarak temettü

ödemektedirler. Aksi takdirde, yatırımcıların tepkilerine maruz kalacaklarını düşünmektedirler.

Yöneticilerin büyük bir çoğunluğu, yüksek temettü ödemelerinin yüksek hisse senedi fiyatı anlamına geldiğine inanmaktadırlar (Baker vd., 1985; Baker ve Powell, 1999).

Bununla birlikte, yatırım politikasında herhangi bir değişiklik olmaksızın temettü ödeme oranları yüksek olan firmaların, optimal yatırım politikalarını sürdürebilmek için firmaya dış piyasalardan yeni nakit girişi sağlamak zorunda kalacakları ve bunların maliyetlerine katlanacakları varsayılmaktadır.

Gerek yeni sermaye sağlanması gerekse yeni borç bulunmasının maliyeti, işlem maliyetleri nedeniyle, eldeki karların dağıtılmayarak kullanılmasından çok daha yüksektir. Dolayısıyla yüksek temettü dağıtım oranına sahip firmalar, genellikle daha yüksek işlem maliyetlerine katlanmaktadırlar.

Birçok ülkede temettüler, sermaye kazancından çok daha yüksek oranda vergilendirildiğinden, firmalar, elde ettikleri karları firmada bırakıp yeniden yatırıma yönlendirerek vergileri düşürebilmektedirler.

Bu yüzden, temettülerin firmanın yatırım politikasında değişiklik yapıldığında anlamlı olabileceği kabul edilmektedir. Aksine, yatırım politikalarında değişiklik olmadıkça, temettülerin hiçbir fayda sağlamayacağı, ek maliyetlere neden olacağı öngörülmektedir (Rozeff, 1982).

Temettülerin etkisizliği hipotezine göre, yatırımcıların elde edeceği bir birimlik temettü ile bir birimlik sermaye kazancı arasında bir tercih de söz konusu olmamalıdır. Ancak yapılan çalışmalar, yatırımcıların, genellikle temettü ödemelerini sermaye kazancına tercih ettiklerini ve yöneticilerin yüksek temettü ödemelerinin hisse senedi fiyatını artıran bir unsur olduğuna inandıklarını göstermektedir.

Özetle, yatırımcı açısından temettü ödemelerinin vergi nedeniyle daha maliyetli olması, firma açısından ise temettü dağıttığı takdirde yeni fon ihtiyacının artması ve bunun işlem maliyetleri yaratması verileri ortada iken, temettülerin tercih edilmesi “Temettü Bilmecesi” (Dividend Puzzle) olarak yorumlanmaktadır (Black, 1976).

2.2.3. Şirketlerin Temettü Ödeme Gerekçelerine İlişkin Görüşler

Miller ve Modigliani'nin idealize edilmiş ortamı dışına çıkıldığında, temettü etkisizliği düşüncesi tartışma konusu olmaktadır.

Firma yöneticileri (Baker ve Powell, 1999) ve kurumsal yatırımcılar (Farrelly ve Baker, 1989) temettü politikasının firma değerini etkilediğine inanmaktadırlar. Temettü politikasının etkisizliği hipotezine rağmen, acaba firmalar neden temettü ödemekte ve acaba yatırımcılar neden daha düzenli temettü ödeyen firmaların hisselerine yatırım yapmaktadırlar?

Maliyetlerine rağmen temettülerin neden varolduğu üzerinde görüş birliğine varılamamakla birlikte, "bilmeceyi" açıklamaya yönelik çeşitli açıklamalar ve teoriler ortaya konmuş, test edilmeye çalışılmıştır.

Bunlardan en çok ilgi çekenler ve tartışılanlar "Eldeki Kuş ve Bilinmezlik Teorisi", "Muhasebenin Yönlendirilmesine Kapalı Olma", "Davranışsal Finans", "İşlem Maliyetleri", "Vergi Açısından Yatırımcı Tercihi", "Asimetrik Bilgi ve Nakit Akım Bildirimleri", "Serbest Nakit Akımı ve Fazla Yatırım" ve "Temsil Maliyetleri" başlıkları ile ele alınanlardır (Baker vd., 2002).

2.2.3.1. Eldeki Kuş ve Bilinmezlik Teorisi (Bird-in-the-Hand Theory)

Gordon (1962) işletme dışındaki hissedarların yüksek temettü politikasını tercih edecekleri iddiasındadır. Hisse senedi satın alan kişiler, aslında temettü beklentisi satın almaktadırlar ve bu beklentinin değerlendirilmesinde kullanılan getiri oranı da temettü büyüme oranının bir fonksiyonudur. Diğer ifade ile hissedarlar, bugün ödenecek temettüyü, gelecekte sorgulanabilir bir yatırımdan elde edilecek yüksek ölçüde belirsiz bir sermaye kazancına tercih etmektedirler (Eldeki Kuş Teorisi).

Temettüler, hisse senedi fiyat artışlarına oranla bir kesinliği temsil etmektedirler. Sermaye kazançlarından daha az riskli olarak algılandıkları için, firmaların hisse senedi fiyatını maksimum kılmak amacıyla yüksek bir temettü ödeme rasyosu belirlemeleri önerilmektedir.

Bhattacharya (1979) ise yüksek temettü ödemelerinin firma değerini maksimize edeceğini savunan "eldeki kuş teorisi"nin yanlış olduğunu vurgulamaktadır. Firmanın

riskini, gerçekleştirdiği projelerden elde edeceği nakit akımlarının riskliliğinin belirleyeceğini, bugün temettü ödeme oranının artırılmasının, hisse senedinin temettü ödemesi sonrasındaki fiyatını eşdeğer şekilde düşüreceğini ileri sürmektedir. Bhattacharya'ya göre, temettüleri bugün artırmanın, gelecekteki nakit akımlarının riskini azaltmayacağı için, firmanın değerini yükseltmemesi söz konusudur.

2.2.3.2. Muhasebenin Yönlendirilmesine Kapalı Olma

Genelde sağlıklı bir şekilde temettü ödeyen firmaların, göreceli olarak daha dürüst ve muhasebe yönlendirilmesine daha kapalı firmalar olduklarına inanılmaktadır. Düzenli olarak temettü ödeyen firmaların, defter üzerinde gerçek dışı yönlendirmeler yapmak yerine, çok daha uzun vadeli olarak gerçek kazançlar elde ettikleri düşünülmektedir (Dong vd., 2005).

Temettü ödemeksizin, yüksek karlar rapor eden firmaların karlılıklarının gerçek olup olmadığı sorgulanabilmektedir.

Bu teori bir ölçüde bilinmezlik çözümüne benzemektedir. Şirketin finansal raporlarında kamuya sunulan karların gerçek olduğunun kanıtı olarak algılanan temettüler, gelecekte elde edilebilecek belirsiz sermaye kazancına tercih edilmekte ve böylece daha düşük düzeyde risk tercihi yapıldığı düşünülmektedir.

2.2.3.3. Davranışsal Finans (Behavioral Finance)

Miller ve Modigliani (1961), temettülerin etkisizliği hipotezinde yatırımcıların rasyonel olduklarını ve daha çok varlığı daha azına tercih edeceklerini varsaymaktadırlar. Ancak yatırımcıların her zaman rasyonel olmadıklarını gösteren çeşitli çalışmalar, davranışsal bazı unsurlar nedeniyle temettülerin sermaye kazançlarına tercih edildiğini ortaya koymaktadır.

Shefrin ve Statman (1984), bireylerin nakit temettü konusundaki güçlü tercihlerini açıklamaya yönelik davranışsal bir çerçeve sunmaktadırlar. Bu çerçeve, Thaler ve Shefrin (1981) tarafından ortaya konulan kendi kendini kontrol teorisine ve Kahneman ve Tversky (1979) tarafından tanımlanan belirsizlik altında karar teorisine dayanmaktadır.

Thaler ve Shefrin (1981) insanların plan yaparken uzak görüşlü olduğunu, ancak planları uygularken aynı bakış ve tutumda olmadıklarını ileri sürmektedirler. Kişiler gelecekte kendilerini kontrol edebilmek için, bugünden gelecekteki davranışları konusunda kısıtlar koyma eğilimindedirler.

Thaler ve Shefrin (1981), kişilerin kısa dönem ve uzun dönemde farklı tercihleri olduğu varsayımından yola çıkmaktadırlar. Kişiler hem plan yapmakta hem de bu planı uygulamaktadırlar. Plan yaparken yaşam boyunca elde edilecek fayda göz önünde bulundurulmakta, plan uygulanırken içinde bulunulan dönem ve koşullar ön plana geçmekte ve rasyonellik kaybolmaktadır. Bu nedenle, bugün gerçekleştirilecek faaliyetler üzerine bazı kısıtlar konulmaksızın, uzun dönem planların gerçekleşmesi mümkün olmamaktadır.

Kahneman ve Tversky (1979) ise, belirsizlik durumunda karar verirken, genellikle temel fayda maksimizasyonuna aykırı sonuçlar elde edildiğini ileri sürmektedirler. İnsanlar, kesin bir sonuç ile neredeyse kesin bir başka sonucu karşılaştırırken, neredeyse kesin olan alternatifte çok daha az önem yüklemektedirler. Kesinlik etkisi olarak adlandırılan bu etki, kesin kazanımlar sağlayan alternatiflerin varlığı durumunda riskten kaçınılmasına neden olmaktadır.

Shefrin ve Statman (1984) temettü elde etmek ile hisse senedi satımı yoluyla nakit elde etmenin birbirinin ikamesi olmadığını iddia etmektedirler. Birçok yatırımcı belirli bir temettü ödemesini tercih etmektedir.

Shefrin ve Statman ayrıca, düşük ve yüksek temettü ödeme rasyolarını tercih eden yatırımcıların demografik özelliklerinin birbirinden farklı olduğunu ortaya koymuşlardır. Örneğin, emekli kişiler günlük harcamalarını finanse etmeye yardımcı olacak yüksek ve istikrarlı temettüleri tercih ederler ve bu nedenle yüksek temettü ödeme rasyosuna sahip firmaları tercih edebilirler. Bu kişiler yüksek temettü elde etmekle, ellerindeki hisseleri nakde dönüştürerek ihtiyaçları olan nakit akımını sağlamanın maliyetinden ve zahmetinden kaçınmayı tercih etmektedirler. Shefrin ve Statman bu görüşlerini destekleyen bulgular elde etmişlerdir.

Shefrin ve Statman (1984)'a göre, bazı yatırımcılar nakit temettüyü kendini kontrol amaçlı olarak tercih etmektedirler. Bu düşünce, yatırımcıların kendilerini çok fazla tüketimden alıkoyma isteklerine dayanmaktadır. Sermayelerini tüketmekten

kaçınıp, kendilerine sadece temettü gibi cari gelirleri tüketme izni vermektedirler. Burada temettü gelirlerinin, sermayeye dokunmaksızın harcanabilecek para olduğu kabulü bulunmaktadır. İlk bakışta bu teori Gordon (1962)'un eldeki kuş teorisine benzemektedir. Fakat, eldeki kuş teorisi gelecekteki temettü ödemelerinin belirsizliğine dayanmakta, Shefrin ve Statman'ın teorisi ise sermaye kazancı yerine, temettülerini tüketmeyi tercih eden yatırımcılara dayanmaktadır.

Baker vd. (2002), alışkanlıkları değiştirmek zor olduğu için bazı firmaların temettü ödemeye devam ettiklerini ileri sürmektedirler. Geçmişte temettü elde eden hissedarların, firmanın ekonomik anlamda bir zorluğa düşmeksizin temettü ödemelerini azaltmalarını farklı değerlendirebilecekleri fikriyle, temettü ödemeye devam edilmektedir.

2.2.3.4. İşlem Maliyetleri (Transaction Costs)

Temettülerden elde edilen getirinin nakde dönüştürülmesi ile, hisse senetlerinin bir kısmı satılarak nakit temin etmenin işlem maliyetleri birbirinden farklıdır. Küçük bireysel bir yatırımcı için temettüleri nakde dönüştürmenin maliyeti, hisselerinin bir kısmını satarak nakit elde etmenin işlem maliyetlerinden önemli ölçüde düşük olabilir (Dong vd., 2005). Bu nedenle elinde bulundurduğu hisse senedinden düzenli gelir bekleyen yatırımcılar, senetlerini satarak nakit elde etmenin işlem maliyetlerinden ve zahmetinden kaçınmak için, yüksek temettü ödemelerini tercih etmektedirler.

Dong vd. (2005) yatırımcıların temettüleri neden tercih ettiklerini araştırdıkları çalışmalarında, diğer unsurlarla birlikte işlem maliyetlerinin etkisini de incelemişlerdir. Buldukları sonuçlar, bütün yatırımcıların yüksek temettü ödemelerini tercih ettiklerini göstermektedir.

İşlem maliyetleri açısından temettü tercihi, demografik özelliklere bağlı olarak farklılık göstermektedir. Yaşlı, gelir düzeyi düşük ve üniversite eğitimi almamış yatırımcılar, işlem maliyetlerinden kaçınmak amacı ile yüksek temettü talep etmektedirler. Diğer taraftan, genç, yüksek gelire sahip ve üniversite eğitimi almış yatırımcıların yüksek temettü talepleri, işlem maliyetlerinden kaçınma güdüsüne dayanmamaktadır.

2.2.3.5. Vergi Açısından Yatırımcı Tercih (Tax Clientele Effect)

Yatırımcılar, vergiye bağlı nedenlerle fonların firmada tutulmasını temettü ödemelerine tercih edebilirler. Temettülere göre sermaye kazançlarının daha iyi koşullarda vergilendirilmesi ve sermaye kazançları üzerinden ödenecek verginin, kazancın elde edildiği zamana kadar ertelenmesi, yatırımcıları düşük temettü ödemelerini tercih etmeye yöneltebilir (Baker ve Powell, 1999).

Farklı yatırımcılar, vergilendirmelerden farklı şekilde etkilenebildikleri için, yatırımcılar kendi vergi koşullarına en uygun temettü politikasına sahip firmalara yönelebilirler. Vergi açısından farklı tercihlere sahip yatırımcıya yönelik temettü politikası, vergi açısından yatırımcı tercihi “tax clientele effect” teorisi olarak adlandırılmaktadır.

Genellikle üst vergi dilimlerinde bulunan yatırımcılar, elde ettikleri temettüler üzerinden yüksek vergi vermeleri gerekeceği için, düşük temettü ödeyen veya hiç temettü ödemeyen firmaların hisse senetlerini tercih edeceklerdir. Alt vergi dilimlerinde bulunan yatırımcılar ise, daha düşük vergi oranlarına maruz kalacakları için yüksek temettü ödeyen firmaların hisse senetlerini tercih edebilirler. Ayrıca temettü gelirleri vergiden muaf tutulan kurumsal yatırımcılar, yüksek temettü getirisi sağlayan firmalara yönelmektedirler (Baker vd., 2002).

Vergi açısından yatırımcı tercihi, yatırımcıların içinde buldukları vergi dilimine, gerçek ve tüzel kişiler olarak temettü ve sermaye kazançlarının vergi açısından değerlendiriliş şekline, şirkete ilişkin bilgi edinmedeki olanaklara ve işlem yapma maliyetlerine bağlı olarak değişmektedir.

Bütün bu unsurlara dayalı olarak, temettü getirisine yönelik talep açısından farklı yatırımcı grupları oluşmaktadır. Belirli bir yatırımcı grubu, yüksek temettü ödeyen firmaları tercih ederken, diğer bir grup düşük temettü ödeyen veya temettü ödemeyen firmaları tercih edecektir (Korgun, 1999). Dolayısıyla firmalar, farklı yatırımcı gruplarını hedef kitle alan temettü politikaları belirlemektedirler.

Yüksek vergi diliminde olan hissedarların düşük temettü ödeyen firmaların hisse senetlerini tercih edecekleri, düşük vergi oranlarına tabi olan veya hiç vergi ödemeyen yatırımcıların ise yüksek temettü ödeyen firmaların hisselerine yatırım yapacakları

beklentisine rağmen, gerçekleştirilen ampirik çalışmalar, vergi açısından yatırımcı tercihi hipotezinin şaşırtıcı şekilde zayıf olduğunu ortaya koymaktadır (Crockett ve Friend, 1988; Baker vd., 2002).

2.2.3.6. Asimetrik Bilgi ve Nakit Akım İşaretleri Hipotezi (Signalling)

Firmaların temettü ödeme gerekçelerini açıklayan bir diğer görüş, temettü politikasının, firmanın gelecekteki amaçları hakkında yatırımcılara bilgi iletmek için kullanılması ile ilgilidir. Asimetrik bilgi, şirket yöneticilerinin dış yatırımcılara oranla bilgi üstünlüğüne sahip olmasıdır.

Yöneticiler yatırımcıların sahip olmadıkları bilgilere sahip olduklarında, temettülerdeki değişimi, bu özel bilgi hakkında işaret verecek bir araç olarak kullanabilmekte ve asimetrik bilgiyi azaltabilmektedirler. Böylece yatırımcılar da temettü bildirimlerini, firmanın hisse senedi fiyatını belirlemede kullanabilmektedirler (Baker ve Powell, 1999). Temettü artışları durumunda pozitif ve temettü azalışları durumunda ise negatif fazla getiri beklenmektedir (Gugler ve Yurtoğlu, 2003).

Lintner (1956) ve Fama ve Babiak (1968) temettü ödeyen firmaların, sadece yüksek ödemelerin devam edeceği konusunda emin olduklarında, temettülerini artırdıkları görüşünü destekleyen sonuçlar elde etmişlerdir. Buradaki en önemli unsur, firmaların düzenli olarak ödeme yapma zorunluluklarıdır. Yöneticiler şu andaki ve gelecekteki nakit akımları hakkında yatırımcıların sahip olmadıkları bilgiye sahip olduklarında, hisse senedi değerini artırmak için bu bilgiyi açıklama eğilimine gireceklerdir.

Yatırımcılar temettü artışlarını, yönetimin nakit akımlarında kalıcı bir artış beklediğinin işareti olarak ve temettü azalışlarını ise yönetimin sürekli olarak düşük nakit akımları beklediğinin belirtisi olarak değerlendireceklerdir (Lang ve Litzenberger, 1989).

Bhattacharya (1979), John ve Williams (1985) ve Miller ve Rock (1985) tarafından geliştirilen asimetrik bilgi modelleri, yöneticilerin yatırımcılara özel bilgiler hakkında işaret vermek için temettü ödeme düzeyleri ve artışlarını kullanmalarını önermektedir.

Yöneticiler firma hisse senedinin cari piyasa fiyatının, gerçek değerinin altında olduğuna inandıkları zaman, bu özel bilgiler hakkında yatırımcılara işaret verme konusunda istekli olmaktadır. Bu nedenle, temettü ve işaret verme öngörüsünün önemli bir çıkarımı, nakit temettülerinde değişim bildiriminde bulunan firmaların olumlu veya olumsuz fiyat reaksiyonları yaşayacaklarıdır (Baker vd., 2002).

Yöneticiler temettüleri, yararlı bilgileri kamuya sunmak için kullanabilseler de, temettü değişimleri mükemmel işaretler olmayabilir. Easterbrook (1984)'a göre, piyasa, büyümekte olan firmalar ile yeni yatırım olanaklarından yoksun ve küçülen firmaları birbirinden ayırt edemediği sürece, temettü artışları anlamsız ve hatta yanıltıcı işaretler olacaktır.

Temettü artışları, büyüme olanaklarından yoksun firmalar veya küçülen firmalar için, yöneticilerin nakdi daha verimli bir şekilde kullanamamalarından kaynaklanıyor olabilir. Bu durumda, gelecekte daha yüksek nakit akımları beklemek yatırımcıyı yanıltabilir.

Bu eleştirilere rağmen Baker ve Powell (1999)'ın New York Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı şirketlerin yöneticilerine yönelik yaptığı anket çalışmasına göre, yöneticiler temettü politikasının firma değerini etkilediği ve diğer fonksiyonları yanında en çok yatırımcılara işaret verdiği için, bu etkiyi yarattığı görüşündedirler.

2.2.3.7. Serbest Nakit Akımı ve Fazla Yatırım (Free Cash Flow – Overinvestment)

Serbest nakit akımı, pozitif net bugünkü değer yaratan tüm projeler gerçekleştirildikten sonra kalan nakit akımıdır. Serbest nakit akımlarının yarattığı temsil maliyetleri, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından ortaya çıkmaktadır. Jensen (1986) serbest nakit akımının temsil maliyetini, negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırılan nakit akımı olarak tanımlamaktadır. Hissedarlar, yöneticilerden hisselerinin değerini maksimum kılmalarını beklerken, yöneticiler kişisel bir gündeme sahip olabilirler ve kendilerine kişisel çıkarlar sağlayabilirler. Jensen (1986)'a göre, yöneticiler büyük bir firmanın daha prestijli olduğunu ve onlara daha fazla ödeme yapacağını düşündükleri için, firmanın

büyükliğini artırmak isterler ve bu nedenle de temettü ödemek yerine negatif net bugünkü değer getiren projelere yatırım yapabilirler.

Literatürde hükümdarlık kurma (empire building) veya fazla yatırım (overinvestment) sorunu olarak bilinen bu olgunun, firmanın varolan hissedarlarının yararına olmadığı açıktır. Bu nedenle, eğer yöneticiler nakit akımlarını temettü olarak öderlerse ve daha az negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yaparlarsa, firma değerinin yükseleceği ileri sürülmektedir. Black (1976) temettü ödemelerinin, serbest nakit akımı miktarını azalttığı için fazla yatırım sorununu hafiflettiğini iddia etmektedir.

Serbest nakit akımı olan ve aynı zamanda düşük büyüme potansiyeline sahip firmalarda, temsil sorunu önemli boyutlara ulaşmaktadır. Çünkü böyle firmalarda yöneticiler hissedar değerini düşürecek harcamalar yapabilmektedirler. Değeri maksimize etmeyen yatırımların etkilerini kamufle edebilmek için de, rapor edilen karları artıracak muhasebe yönlendirilmelerini kullanabilirler (Chung vd., 2005).

Jensen (1986) önemli ölçüde serbest nakit akımına sahip bir firmanın, negatif net bugünkü değere sahip marjinal yatırımları kabul ederek, fazla yatırım yapma eğiliminde olacağını ileri sürmektedir. Eğer yöneticiler fazla yatırım yapıyorlarsa, diğer koşullar değişmeden temettülerdeki bir artış, fazla yatırım derecesini azaltmakta ve firmanın piyasa değerini artırmaktadır. Temettülerdeki bir azalış ise, tersi bir sonuç yaratmaktadır. Jensen (1986), temettü değişiklik duyuruları ile hisse senedi fiyatı hareketleri arasındaki pozitif ilişkinin, serbest nakit akımı varsayımını desteklediği görüşündedir.

Jensen (1986) şirketin borçlanması, serbest nakit akımları nedeniyle ortaya çıkan temsil maliyetlerini azaltacak bir diğer mekanizma olarak önermektedir. Borçlanmaya ilişkin faiz ödemeleri, yönetimin takdirine bırakılmış nakit akımını azaltmaktadır. Çalışmasında elde ettiği bulgular, borçlanmanın, serbest nakit akımının temsil maliyetini azalttığını göstermektedir. Temettü ödemeleri de, serbest nakit akımını azaltacak ve serbest nakit akımının temsil maliyetini düşürecektir. Bugün ödenecek yüksek temettüler, yöneticilerin gelecekte temettü ödemelerini azaltmasını engelleyememektedir. Diğer bir deyişle, temettü ödeme sözü önceden sözleşme altına alınamamaktadır. Diğer taraftan, bir borçlanma önceden sözleşme altına alınır, borcunu

ödemediği takdirde firma iflas edebilir ve yöneticiler işlerini kaybedebilirler. Borcun ödenmemesi nedeniyle karşılaşılabilecek yasal yaptırımlar nedeniyle, borçlanma serbest nakit akımlarının temsil maliyetini azaltmada etkili bir mekanizmadır.

Lang ve Litzenberger (1989) nakit akım işaretleri ile serbest nakit akımları hipotezlerini birbirinden ayırmaya yönelik çalışmalarında, elde ettikleri bulguların fazla yatırım hipotezini desteklediği sonucuna varmışlardır. Fazla yatırım hipotezi, önemli bir temettü değişim duyurusu karşısında, fazla yatırım yapan firmalar için ortalama getirilerin değer maksimize eden firmalara göre daha yüksek olduğunu önermektedir. Lang ve Litzenberger (1989)'in bulguları da bu hipotezi destekler niteliktedir.

2.2.3.8. Temsil Maliyetleri (Agency Costs)

Rozeff (1982), Easterbrook (1984) ve Jensen (1986) firmaların temsil maliyetlerini azaltabilmek için temettü ödediklerini açıklayan modeller geliştirmişlerdir.

Rozeff (1982) temettü ödemelerinin, firmanın optimal izleme ve kontrol altına alma politikasının bir parçası olduğunu ve temsil maliyetlerini azaltmaya hizmet ettiğini ileri sürmektedir.

Easterbrook (1984) temettü ödemelerinin ve bunları takip eden yeni sermaye temininin, temsil maliyetlerini azaltmasına neden olan mekanizmaları açıklamaktadır. Firma yeni fon sağlanması için sürekli sermaye piyasasına başvurmak zorunda ise, temsil maliyetleri daha düşük olacaktır.

Fon temini için yeni menkul kıymetler ihraç edildiğinde, firmanın faaliyetleri, finansal pozisyonu ve performansı yatırım bankası veya benzer bir aracı kurum tarafından, hissedarların kolektif çıkarlarına yönelik olarak değerlendirilmektedir. Üçüncü bir parti tarafından böyle bir değerlendirme süreci olmaksızın, temettüler belirsiz işaretler verecektir. Bu durumda piyasa, büyüyen firmalar ile küçülen ve bu yüzden temettü ödeyen firmaları birbirinden ayıramayacaktır.

Jensen (1986), yüksek serbest nakit akımlarına sahip firmaların temettülerini artırmaları gerektiğini, aksi takdirde negatif net bugünkü değere sahip projelere yatırılarak ziyan edileceğini ileri sürmektedir. Diğer bir deyişle, yüksek temettü ödemeleri serbest nakit akımlarının temsil maliyetlerini azaltabilmektedir.

Temettü politikalarının temsil maliyetleri üzerindeki etkisi ve kurumsal yönetime katkısı konusunda, literatürde çok sayıda çalışma bulunmaktadır (Rozeff, 1982; Lloyd vd., 1985; Crutchley ve Hansen, 1989; Dempsey ve Laber, 1992; Born ve Rimbey, 1993; Schooley ve Barney, 1994; Moh'd vd., 1995; Singh ve Davidson, 2003; Mitton, 2004).

Örneğin Mitton (2004), gelişmekte olan piyasalarda kurumsal yönetim ve temettü politikası ilişkisini incelediği 19 ülkeden 365 firmayı içeren çalışmasında, güçlü bir kurumsal yönetim yapısına sahip firmaların daha yüksek temettü ödemesine yöneldiğini göstermektedir. Bu sonuç, temettü ödemelerinin temsil maliyetlerini azaltmada etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olarak kullanıldığının bir göstergesidir.

Politikalarındaki bireysel farklılıklara rağmen, şirketlerin temettü ödeme politikalarında süregelen tanımlanabilir motifler mevcuttur. Yöneticiler finansal darboğaz yaşadıkları dönemlerde bile, temettüleri azaltmak konusunda isteksizdirler ve temettüleri sadece yüksek temettü ödemeleri sürdürülebilir olduğunda artırılmaktadır. Yöneticiler hissedarların önemli ölçüde temettü ödemesi talep ettiklerini düşünmekte ve hissedarlar ise bu temettüleri hak ettiklerine inanmaktadırlar. Ayrıca, vergi yüklerini artırmasına rağmen hissedarlar temettü ödemelerini tercih etmektedirler.

Temettü ödemeleri gerçekte hissedarlar ve şirket yönetimi arasında yazılmamış bir sözleşme niteliğindedir (Frankfurter ve Wood, 2002).

Temettü ödemeleri ile kurumsal yönetim etkinliği arasındaki ilişkiler incelenirken, genellikle yoğunlaşmış sahiplik yapısı, yönetsel sahiplik, Yönetim Kurulunun bileşimi, kurumsal hissedarların varlığı, firmanın kaldıraç yapısı, büyüme potansiyeli gibi birçok faktör bir arada değerlendirilmektedir.

Bu mekanizmalar bazen birbirinin tamamlayıcısı, bazen de ikamesi durumunda olabilirler. Firma kurumsal yönetim arayışında, içinde bulunduğu dinamiklere bağlı olarak, bu mekanizmalardan birkaçını bir arada kullandığı için, her birinin tek tek etkisini incelemek neredeyse mümkün görünmemektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASINDA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN TEMSİL MALİYETİNİ AZALTICI BİR ARAÇ OLARAK TEMETTÜ POLİTİKALARI: “MALİYET MİNİMİZASYONU YAKLAŞIMI”

3.1. KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞININ GELİŞİMİ VE ULUSLARARASI HEDEFLERİ

Kurumsal yönetim ile özdeşleşen anonim şirketlerin tarihçesi 1800’lü yılların ortalarına dayansa da, modern kurumsal yönetim anlayışının tarihçesi çok eski değildir. Amerika Birleşik Devletleri’nde 1930 buhranı ile birlikte şirketlere yönelik yasal düzenlemelerle ortaya çıkan kurumsal yönetim akımı, İngiltere’de 1980’lerde gelişmiştir. Uluslararası düzeyde “Kurumsal Yönetim İlkeleri” 26-27 Mayıs 1999’da OECD tarafından düzenlenmiş ve onaylanmıştır.

Hissedarların çıkarlarını güvence altına alma amacı taşıyan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, ilk planda Amerika ve İngiltere’deki kurumsal yönetim modellerinin ışığında şekillense de, sadece Türkiye’deki değil Almanya, Fransa, Kore, Rusya ve diğer birçok ülkedeki kurumsal yönetim ilkelerine temel teşkil etmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004, s. 16-18). İlkeler son yirmi yılda OECD, Dünya Bankası, kurumsal yatırımcılar, ulusal ve uluslararası piyasalar gibi belirleyici ögelerin etkisi ile önem kazanmıştır (TKYD web sitesi).

Kurumsal yönetim anlayışı ile ilgili Avrupa Birliği’nin 21 Mayıs 2003 tarihinde “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” referans alınarak hazırlanmış olduğu “Avrupa Birliği’nde Şirket Hukukunun Modernleştirilmesi ve Kurumsal Yönetimin Güçlendirilmesinin Eylem Planı”, konu ile ilgili önemli bir düzenlemedir (ECGI web sitesi). Eylem planında ortaya konulan ilkeler bütün üye ülkeler ve adaylar için uyum sağlama mekanizması olarak görülmektedir.

Eylem planının amacı hissedar haklarının güçlendirilmesi ve çalışanların, alacaklıların ve diğer çıkar gruplarının korunması sağlanırken, aynı zamanda farklı şirket türleri için uygun yasal düzenlemelerin ve kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesidir. Bir diğer amaç ise, sınır ötesi konulara özel olarak eğilerek, şirketlerin etkinliğinin ve rekabetçi gücünün sağlanmasına yardımcı olmaktır. Planın başlıca konuları şöyle özetlenebilir:

- Hisseleri borsalarda işlem gören şirketler, Yıllık Kurumsal Yönetim Tablosu'nu hazırlamak ve bunu yıllık faaliyet raporlarının bir parçası olarak kamuya açıklamak konusunda zorunlu kılınmalıdırlar. Şirketler kurumsal yönetim yapılarını ve uygulamalarını kamuya ayrıntılı olarak bildirmekle yükümlü olmalıdırlar.
- Hissedarların haklarına dair düzenlemeler için bir çatının geliştirilmesi gerekmektedir. Hissedar hakları Avrupa Birliği çatısı altında eşitlenmeli ve sınır ötesi oy kullanımına ilişkin sorunlar çözümlenmelidir.
- Yönetim Kurullarındaki bağımsız üyeler desteklenmelidir. Kurulların oluşumu, bileşimi, alt komitelerin oluşturulması ve seçimler için aday gösterilmesi gibi konularda standardizasyon sağlanarak, bütün üye ülkelerin bu standartlara uyumu gerçekleştirilmelidir.
- Yöneticilerin ödenekleri konusunda şeffaflık oluşturulmalıdır. Üye ülkeler hissedarlara daha yüksek oranda şeffaflık sağlayacak ve faaliyetleri etkileyecek yasal düzenlemeler konusunda, özellikle de yöneticilerin ödeneklerine ilişkin bilginin kamuoyuna sunulması konusunda cesaretlendirilmelidir.
- Ulusal kurumsal yönetim ilkelerinin koordinasyonu ve birbirine yaklaşması ile bu ilkelerin uygulanması ve izlenmesi konularında yardımcı olacak bir Avrupa Kurumsal Yönetim Forumu oluşturulmalıdır (ECGI web sitesi).

Eylem planı, üye ülkelerin kurumsal yönetim çabalarının uyumlaştırılması ve hissedar haklarının sınır ötesinde de korunmasını sağlamayı amaçlamaktadır.

3.2. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM

Gelişmiş piyasalara sahip ülkelerle karşılaştırıldığında, Türkiye'de kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili yasal düzenlemeler ve uygulamaların henüz başlangıç aşamasında bulunduğu gözlemlenebilir.

Türkiye'de hisseleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) işlem gören şirketler, Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) düzenlemelerine tabidir ve bu düzenlemeler yasal olarak bağlayıcı niteliktedir. Kurumsal yönetim mekanizmalarının geliştirilmesinde en büyük sorumluluk, yasal bir yaptırımı da beraberinde getirmesi nedeniyle, SPK'na düşmektedir.

Bu nedenle, Türkiye'de kurumsal yönetim ile ilgili düzenleyici çerçeveler, SPK öncülüğünde başlatılmıştır. SPK, dünyadaki gelişmelere paralel olarak, ilki Temmuz 2003 ve ikincisi Şubat 2005'te olmak üzere "Kurumsal Yönetim İlkeleri" ile ilgili iki bildiğe yayınlamıştır. İlkelerin hazırlanmasında 1999 tarihli "OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri" başta olmak üzere, uygulamada genel kabul gören dış ülke örneklerinden yararlanılmıştır.

3.2.1. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD ilkeleri temel alınarak hazırlanmıştır. İlkelerin hazırlanmasında aşağıdaki kavramların ön planda tutulmasına büyük önem verilmiştir.

Eşitlik kavramı, şirket faaliyetleri yerine getirilirken bütün hissedarlara ve menfaat gruplarına eşit davranılmasını ifade etmektedir. Eşit davranılması, ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarının minimize edilmesine yardımcı olacaktır.

Şeffaflık kavramı, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir ve düşük maliyetle herkes tarafından erişilebilir bir şekilde kamuya sunulmasını ifade etmektedir.

Hesap verebilirlik, şirket yöneticilerinin ve özellikle Yönetim Kurulunun hissedarlara karşı hesap verme zorunluluğunu belirtmektedir.

Sorumluluk ise, şirket yönetiminin gerçekleştirdiği faaliyetlerin şirket ana sözleşmesine, ilgili düzenlemelere ve yasalara uygunluğunu ve denetlenmesi konusundaki titizliği ifade etmektedir.

İlkeler öncelikle halka açık şirketleri ilgi odağı almakla birlikte, uygulamanın zaman içinde bütün şirketlere yayılması ikinci ve temel hedeftir.

Uygulama bugün için, halka açık şirketler için bile, “uygula, uygulamıyorsan nedenini açıkla” şeklinde bir yaptırımdan öteye gitmemektedir. İlkelere şirketlerin uyması şimdilik zorunlu değildir. Ancak uymadıkları takdirde, neden uymadıklarına ilişkin açıklamaya yıllık faaliyet raporlarında yer vermek durumundadırlar.

“Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu” (SPK web sitesi) şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında bir bölüm olarak yer almak zorundadır. Raporla ilkelerden uyulanlar ve uyulmayanlar, uyulanlara ne ölçüde uyulduğu ve uyulmayanlara neden uyulmadığı, uymama nedeniyle ortaya çıkan çıkar çatışmaları ile ilgili bilgilerin varlığı istenmektedir.

SPK tarafından yapılacak düzenlemeler çerçevesinde, ilkelerin uygulanma derecelerini kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşları saptayacaklardır. Bu amaçla “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi” oluşturulmuştur (İMKB web sitesi). Böylece, kurumsal yönetim ilkelerine uyum açısından belirlenmiş derecelendirme notunu elde eden şirketlerin, fiyat ve getiri performansları ölçülecektir.

SPK'nun hazırladığı “Kurumsal Yönetim İlkeleri” dört ana bölümden oluşmaktadır. Bu bölümler hissedarlara, kamuyu aydınlatma ve şeffaflığa, çıkar sahiplerine ve yönetim kuruluna ilişkin düzenlemeleri içermektedir.

İlk bölümde, hissedarların haklarına ilişkin ilkelere yer verilmektedir. Düzenlemede her hissedarın eşit koşullarda bilgi alma ve inceleme, genel kurula katılma ve oy kullanma hakları ile azınlık hakları tanımlanmaktadır. Hissedarlara ilişkin kayıtların güvenliği ve hisse senetlerinin serbestçe devri ve satış koşulları belirli temellere bağlanmaktadır.

İkinci bölüm, kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilişkili ilkeleri içermektedir. Burada şirketlerin hissedarları bilgilendirme konusunda belirli bir politikasının olması gerekliliği vurgulanmakta ve kamuyu sağlıklı bir şekilde

aydınlatmak için gerekli olan ilkeler saptanmaktadır. Bu bölümde mali tablolarda ve faaliyet raporlarında yer alacak unsurlar, belirli standartlar çerçevesinde ortaya konulmaktadır.

Üçüncü bölüm, çıkar gruplarına ilişkin ilkeleri belirlemektedir. Dördüncü bölüm ise, yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, bileşimi, alt komiteler, yöneticiler ve yönetim kuruluna sağlanan finansal haklara ilişkin temelleri ortaya koymaktadır.

SPK'nun eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramlarını ön planda tutarak OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri paralelinde hazırladığı ilkeler, Türkiye'de kurumsal yönetim arayışı içerisinde atılan en büyük adımlardan birisidir. Bu geçiş sürecinde, hangi şirketlerin kurumsal yönetim konusunda daha duyarlı olduğunu ise zaman gösterecektir. Özellikle yabancı yatırımcıyı çekmek isteyen şirketlerin, bu konu üzerine daha sıkı bir şekilde eğileceği beklenmektedir.

Geleneksel olarak aile şirketlerinin fazla olduğu ve firma yönetiminin aile içinde nesilden nesile aktarılmasının yaygın olduğu piyasalarda, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ve örgüt kültürü halini alması zaman alacaktır. Ancak bu konudaki düzenlemelerin zorunlu olarak uygulanması, geleneksel yönetim yapısının terk edilip modern yönetim anlayışının hakim kılınmasına katkı sağlayabilir.

3.2.2. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Sistemi

Bir ülke ekonomisinin ve o ülkede faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim faaliyetlerini geliştirebilmesinin en önemli ön koşulu, ülkenin kurumsal yönetim sisteminin belirlenmesidir. Daha önce de belirtildiği gibi, ülkeler kurumsal yönetim açısından "dışsal sistem" ve "içsel sistem" olarak sınıflandırılmaktadır. Dışsal sistemde kullanılacak mekanizmalar, zaman zaman içsel sistemde de kullanılabilirlikle birlikte, sistemin gerektirdiği bazı farklılıklar söz konusudur.

Bir ülkede kurumsal yönetim anlayışının geliştirilebilmesi için, hangi sisteme yakın olduğunun analizi önem taşımaktadır. Franks ve Mayer (1998), "içsel kurumsal yönetim sistemleri"nin üç temel özelliğini belirlemişlerdir. Bunlar "çok az sayıda borsaya kayıtlı ve işlem gören şirketler", "yoğunlaşmış hisse sahipliği" ve "çapraz hisse

sahiplikleri” olarak gruplandırılabilir. İçsel sistemlerde bu özellikler oldukça belirgindir. Dışsal sistemler ise “çok sayıda borsaya kayıtlı şirket”, “likit bir sermaye piyasası” ve “daha düşük düzeyde çapraz hisse sahiplikleri” ile sınıflandırılmaktadır.

Bu özellikler çerçevesinde Yurtoğlu (2000; 2001; 2003) Türkiye’yi bir “içsel kurumsal yönetim sistemi” ortamı olarak nitelemektedir.

Türkiye’de çok az sayıda halka açık ve hisseleri borsada işlem gören şirket mevcuttur, sahiplik çok yoğunlaşmış bir yapıdadır.

Borsada işlem gören şirketlerin çoğunluğu, ailelerin sahip olduğu veya onlar tarafından kontrol edilen şirketlerdir. Piramitsel bir sahiplik yapısı veya karmaşık bir işletmeler arası sahiplik ağı içerisinde organize olmuşlardır. Aileler direkt ya da endirekt olarak bütün şirketlerin hisselerinin neredeyse %75’ini ve buna bağlı olarak, şirket kontrolünü ellerinde bulundurmaktadırlar.

İşlem gören tipik bir şirketin yoğunlaşmış ve dışa kapalı sahiplik yapısı nedeniyle, bir kurumsal kontrol piyasası mevcut değildir. Kontrolü elinde bulduran ailenin onayı olmaksızın, hisseleri borsada işlem gören firmaları düşmanca ele geçirmek neredeyse imkansızdır.

Türkiye için belirleyici bir diğer özellik, finansal sistemin özelliği ve iş gruplarının varlığıdır. Hemen hemen bütün özel bankalar, diğer finansal ve endüstriyel şirketlerin kontrolünü de elinde bulduran ailelerin kontrolü altındadırlar. Bu özellikler dikkate alındığında, Türkiye’nin bir “içsel sistem” olduğu açıkça belirtilebilir.

Az sayıda büyük sahibin yöneticileri direkt olarak izleyebilmesi, sistemin kesinlikle en önemli üstünlüğüdür. Bir diğer üstünlük, iş grubu içerisinde organize olmuş büyük şirketlerin, kısa dönem değerlendirmeleri göz ardı ederek, uzun dönemli büyüme stratejileri üzerinde yoğunlaşabilmeleridir. Ayrıca, Türkiye’de faaliyet gösteren çoğu iş grubu, gelişimlerinin erken dönemlerinde bir banka kurmuşlar veya sonradan bir banka satın almışlardır. Finansal piyasaların düşük gelişmişlik düzeyine rağmen, bu durum dışsal sermaye piyasalarına ihtiyacı belirli ölçüde azaltan işlevsel bir ikamedir. Bunun sonucu olarak, iş grubunun tipik bir şirketi aynı ülkedeki bağımsız bir şirketle kıyaslandığında, daha az kısıtla karşı karşıya olarak faaliyetlerini gerçekleştirmektedir (Yurtoğlu, 2001, s. 182).

Bununla birlikte, yoğunlaşmış sahipliğin en azından üç olumsuzluk taşıdığı kabul edilmelidir. İlk olarak, yoğunlaşmış sahiplik riskin dağıtılması olanağını ve likiditeyi azaltmaktadır.

İkincisi, yoğunlaşmış sahipliğin küçük hissedarların çıkarlarını riske sokmasıdır. İçsel sistemde sahipler ile yöneticiler arasındaki temsil sorunları azalırken, büyük hissedarlar ile yaygın küçük hissedarlar arasında çıkar çatışmaları doğmaktadır.

Bu sistemin üçüncü olumsuzluğu ise, ürün piyasasında yüksek yoğunlaşma oluşması olasılığıdır. Firmalar arası sermaye bağları, hileli davranışları besleyebilir ve piyasaya yeni firmaların girişi için engel olarak işlev görebilir. Ayrıca, firmalar arası sermaye bağları, ekonominin genel etkinliğini artırmak için kullanılan rekabet politikaları için gerekli şeffaflığı azaltabilecek bir etkendir (Yurtoğlu, 2001, s. 182).

Ararat ve Uğur (2003), Türkiye’de yatırım ortamının yeterince güven verici olmadığını ifade etmektedirler. Sermaye piyasası düşük likidite, yüksek ölçüde değişkenlik, yüksek sermaye maliyeti ve sınırlı yeni sermaye sağlama ölçekleri ile tanınmaktadır. Kontrolü elinde bulunduran hissedarlar, özel hisseler ve piramitsel sahiplik yapısı nedeniyle çok yüksek nakit akımı haklarına sahiptirler. İçeridekilerin dış hissedarların haklarını kötüye kullanma olasılığı yüksektir. Yasal ve düzenleyici sistemdeki eksiklikler ve yatırımcı korunmasının düşük olması, sermaye piyasasında yatırım yapmanın riskliliğini artırmaktadır.

Türkiye’de yeniden yapılanma çalışmaları, özellikle yabancı direkt yatırımları engelleyen unsurları ortadan kaldırmayı öngören ve finansal sektörün kurumsal yönetim açısından gelişimine yönelik programlar içermektedir.

Bunlar kadar önemli bir diğer faktör, ulusal tasarrufları yatırıma yönlendirecek ve yabancı kurumsal yatırımcılar açısından cazip olabilecek bir sermaye piyasasının gelişmişliğini sağlayabilmektir. Şirketler, şirket sözleşmelerini şeffaflığı ve azınlık haklarının korunmasını sağlayacak şekilde düzenlemelidirler. Muhasebe standartları yükseltilmeli ve uygulanması zorunlu kılınmalıdır. Yasal düzenlemeler azınlık haklarının korunmasına yönelik olarak düzenlenmeli ve bu düzenlemelerin uygulanması sağlanmalıdır. Ararat ve Uğur (2003) bu önerilere ek olarak, Avrupa Birliği üyeliği için çaba sarf eden Türkiye’nin, Şirketler Hukuku’nun Avrupa ile uyumunun sağlanması gerektiğini belirtmektedirler.

La Porta vd. (2000) güçlü hissedar korunmasının, etkin bir kurumsal yönetim için gerekli olduğunu belirtmektedirler. Yasal korunma, sermaye piyasalarının gelişmişliğini artıracak ve özellikle yabancı sermayeyi çekecek en önemli unsurlardan bir tanesidir. Azınlık hissedar korunmasının yetersiz olduğu Türkiye’de, Ararat ve Uğur (2003)’un belirttiği gibi sermaye piyasalarına güven zayıftır ve kurumsal yönetim çabaları öncelikle bu güvenin yerleştirilmesini sağlayacak mekanizmalara yönelik olmalıdır.

3.3. TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM YAPISINA İLİŞKİN BİR ÇALIŞMA

Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları açısından firmaların mevcut durumlarının bilinmesi, kurumsal yönetim anlayışının düzeyini ortaya koyacak önemli bilgiler sağlayabilir. Bu nedenle, mevcut şirket yönetimlerinin durumu ile ilgili yapılmış araştırmalara ihtiyaç duyulmaktadır. Bu araştırmalar kurumsal yapının karakterinin analiz edilmesi için önemli katkılar sağlayacaktır. Ayrıca kurumsal yönetimin mevcut yasalarla ilgisinin irdelenmesi ve gelecekle ilgili yapılacak düzenlemelerin gerekliliğinin saptanması, kurumsal yönetim ilkelerinin yerleşmesini hızlandıracaktır.

SPK, hisse senetleri İMKB’nda işlem gören şirketlere yönelik olarak, bu şirketlerin uygulanması ihtiyari “Kurumsal Yönetim İlkeleri”nden haberdar olmalarını sağlamak ve kurumsal yönetim düzeylerini ölçmek amacıyla, kapsamlı bir “Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi” hazırlamış ve sonuçlarını Kasım 2004’te yayınlamıştır (SPK web sitesi).

SPK tarafından yapılan bu çok kapsamlı anket, kurumsal yönetim ile ilgili şimdiye kadar gerçekleştirilen uygulamalar hakkında çok değerli ipuçları vermektedir. Anket, şimdiye kadar bu konu ile ilgili yapılmış en önemli uygulama olarak kabul edilebilir. Anketi gönderen kurumun SPK olması nedeni ile, katılım ve yanıtların güvenilirliği ile ilgili soru işaretleri nispeten daha azdır.

Hazırlanan anket, 26. 07. 2004 tarihinde elektronik posta aracılığı ile 303 şirkete ulaştırılmıştır. Ankete 249 şirket yanıt vermiş ve bunlar arasında 248'i değerlendirmeye alınmıştır. 248 şirket arasında, İMKB-30 endeksine dahil olan şirket sayısı ise 26'dır. Anket, aşağıda dört başlıkta kısaca özetlenen önemli kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili çarpıcı sonuçlar sağlamıştır. Başlıkların sınıflandırılması Kurumsal Yönetim İlkeleri Raporu'ndaki sıralama dikkate alınarak yapılmıştır (SPK web sitesi):

3.3.1. Hissedarlar ile İlgili Sonuçlar

- Şirketlerin yarısının, kurumsal yönetim anlayışı bakımından oldukça önemli olan “hissedarlar ile ilişkiler” birimine sahip oldukları görülmüştür. İMKB-30 Endeksinde yer alan şirketlerde ise bu oran %81'e yükselmektedir.
- Şirketler genel olarak hisse devrine ilişkin kısıtlamalara gitmemektedirler. Şirketlerin %23'ünde esas sözleşmede hisse devrine ilişkin çeşitli şartlar getirilmektedir. İMKB-30'da ise bu oran %27'dir.
- Şirketlerin %75'nin kamuya açıklanmış bir kar dağıtım politikaları yoktur. Bu oran İMKB-30 için %61 düzeyindedir. Kar dağıtım politikası olan 61 şirketin 16'sı bu endekse dahil olan şirketlerdir.
- Şirketlerin %42'sinde en yaygın olarak ortaya çıkan imtiyaz şeklinin, yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı olduğu görülmektedir. Bunu sırasıyla oy kullanma konusunda imtiyaz yani bir hisseye birden fazla oy hakkı ve denetim kuruluna aday göstermede imtiyaz izlemektedir (%21 ve %18). Yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını, İMKB-30 Endeks şirketlerinin belirgin şekilde daha az tanıdıkları (%19) saptanmıştır.

3.3.2. Kamuyu Aydınlatma Esasları ile İlgili Sonuçlar

- Şirketlerin %97'sinin kamuyu aydınlatmadan sorumlu ve imza yetkisine sahip iki yöneticisi bulunmaktadır.
- Şirketlerin %77'si yönetim kurulu tarafından hazırlanarak genel kurulda hissedarların onayına sunulan “Bilgilendirme Politikası”na sahip değildir.

- Şirketlerin sadece %31'i faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyup uymadıkları konusunda bilgi vermektedirler. İMKB-30 için bu oran %42'dir.
- Şirketlerin %84'ü kendilerine ait bir internet sitesine sahip olduklarını belirtmektedirler. Ancak bu sitelerin kamuyu aydınlatma amacıyla kullanımında büyük eksikliklere rastlanmaktadır.
- Şirketlerin sadece %36'sı dolaylı ortaklıktan arındırılmış gerçek kişi nihai ortaklarını kamuya açıklamaktadır.
- Şirketlerin %71'i üst düzey yöneticiler ile önemli ortakların hisse senetleri ile ilgili yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklamaktadırlar. Şirketlerin %68'i grup içi ticari veya ticari olmayan ilişkileri kamuya duyurmaktadır.
- Faaliyet raporları ile ilgili olarak istenilen standartlara henüz ulaşılmamıştır. Şirketlerin faaliyet raporlarında yer alması gereken unsurların büyük bir bölümü, faaliyet raporlarında yer almamaktadır.

3.3.3. Çıkar Sahipleri ile İlgili Sonuçlar

- Şirketlerin %82'si çalışanların bilgi, beceri ve görgülerini artırmalarına yönelik eğitim planları ve politikaları oluşturma konusuna önem verdiğini belirtmektedir. İMKB-30 Endeksi kapsamındaki şirketlerde bu oran %100 olmuştur.
- Şirketlerin yarısının çalışanlar, müşteriler, pay sahipleri ve alacaklılar konusunda belirlenmiş politika ve prosedürlerinin olduğu anlaşılmıştır.
- Şirketlerin %56'sı (İMKB-30 için %57'si), çalışanların şirket yönetimine katılımlarını destekleyici mekanizmaların oluşturulması konusunda çaba sarfettiklerini belirtmektedirler.
- Şirketlerin ancak %23'ü sosyal sorumluluk konusunda kamuya açıkladıkları politikaları olduğunu belirtmişlerdir. Bu da sosyal sorumluluk bilincinin henüz zayıf olduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

3.3.4. Yönetim Kurulu ile İlgili Sonuçlar

- Ankete katılan işletmelerin yarısının, yönetim kurulu tarafından kamuya açıklanmış misyon ve vizyonlarının olmadıkları anlaşılmıştır.
- Şirketlerin yarısının risk yönetim ve iç kontrol mekanizmasının olmadığı görülmüştür.
- Şirket ve çalışanları için etik kuralları şirketlerin %56'sında mevcuttur. Ancak bunları kamuya açıklayanların oranı, sadece %11 düzeyinde kalmaktadır.
- Şirketlerin yaklaşık olarak yarısı yöneticilerine şirket ile rekabet etmeyi yasaklamaktadır.
- Şirketlerin %15'i yönetim kurulu üyelerinin bilgi, beceri, tecrübe ve eğitim düzeyleri bakımından taşımaları gereken özelliklerle ilgili açıklamalar yapmışlardır.
- Şirketlerin %80'i yönetim kurulunda yürütmede görevli olan ve olmayan üyeye sahiptir.
- Ankete katılan işletmelerin %26'sında, yönetim kurulunda bağımsız üye bulunduğu belirtilmektedir. Ancak, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yer alan bağımsızlık kavramı ile, ankete cevap veren şirketlerin bağımsızlık kavramı anlayışı arasında farklılık olabileceği vurgulanmaktadır.
- Şirketlerin %96'sında yönetim kuruluna sağlanacak mali hakların tespitinde, performansa göre ödüllendirme uygulanmamaktadır.
- Şirketlerin sadece %9'u kurumsal yönetim komitesinin faaliyetlerini yerine getirirken izleyeceği prosedürlere sahiptirler.

Anket sonuçları değerlendirildiğinde, İMKB-30 Endeksi'nde yer alan şirketler için sonuçlar daha iyi olsa da, genel anlamda Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin uygulanmasında eksiklikler olduğu görülmektedir. İlkelerin uygulanmasının zorunlu olmaması, kurumsal yönetim anlamında istenilen sonuçlara ulaşmayı geciktirecek bir unsurdur. Belirli ölçüde ilkelere uyulmasına çalışılsa bile, ilkelerin amacı daha net ortaya konulabilmelidir. Örneğin, yönetim kurullarında bir "Kurumsal Yönetim

Komitesi” oluşturulmaya başlanmıştır. Ancak, komitenin çalışma esaslarına ilişkin genellikle açıklayıcı bir prosedür söz konusu değildir. Bu da şekilsel çabalara karşın, fonksiyonel anlamda kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinin zaman alabileceğine işaret etmektedir.

Uluslararası düzeydeki Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum sağlanmaksızın güçlü bir finansal sistemin oluşturulması olarak içi görünmemektedir. Türkiye Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanması ve geliştirilmesi konusunda evrensel hareket noktalarından ve kendi içsel gözlemlerinden yararlanarak, öngördüğü düzeylere ulaşacaktır.

3.4. KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMALARINDAN BİRİ OLARAK TEMETTÜ POLİTİKASI – ÖRNEK UYGULAMA

Çalışmanın uygulamayı da kapsayacak olan bu bölümünde, önce firmaların ödedikleri temettülerin temsil maliyetlerini minimize edip etmediği ve kurumsal yönetime sağladığı katkıları değerlendiren bir literatür taraması yapılacaktır. Bu aşamada, Rozeff (1982)’in “Maliyet Minimizasyonu Modeli” gözden geçirilecek ve daha sonra modeli geliştirmeye yönelik çalışmalar ve sonuçları incelenecektir.

Çalışmanın uygulama bölümünde ise, “Maliyet Minimizasyonu Modeli” temel tutularak, İMKB’nda işlem gören firmaların temettü ödeme oranları ile literatürde bu verileri etkilediği varsayılan ögelerin ilişkisi test edilecek, elde edilen sonuçlar ortamında, Türkiye koşulları itibarıyla temettü ödeme politikalarının kurumsal yönetime katkısı tartışılacaktır.

3.4.1. Literatür Taraması

Klasik çalışmalarında Miller ve Modigliani (1961), firmanın yatırım politikasını değiştirmedeği sürece, temettü politikasının etkisiz olduğu teorisini ileri sürmüşlerdir. Ödenen nakit temettülerin hisse senedi fiyatını aynı oranda düşüreceği, bunun da hissedarın elde edeceği getiriyi ve dolayısıyla firma değerini sabit kılacağı dolayısıyla, firma yöneticilerinin temettü ödeyerek hisse değerini etkileme olanağına sahip

olmadıkları belirtilmişti. Bu teori, işlem maliyetlerinin, vergilerin, bilgi asimetrisinin, temsil maliyetlerinin olmadığı mükemmel piyasalarda geçerli olmakla birlikte, gerçek piyasalar bu kadar mükemmel olmamaktadır.

Mükemmel olmayan piyasalarda, temettü politikası, firma değerini etkileyebilecek bir öge olarak kabul edilmektedir. Yapılan çalışmalar, piyasanın temettü bildirimlerine olumlu tepki verdiğini ve hisse senedi fiyatlarının yükseldiğini göstermektedir (Born ve Rimbey, 1993).

Mükemmel olmayan piyasalarda, farklı güdülerle, yatırımcılar temettü ödeyen firmaların hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. Bu tercihin altında yatan mantık, yapılan çok sayıda çalışmanın ortaya koyduğu gibi, temettü ödemelerinin temsil maliyetini azaltıcı etkisidir.

Temettü ödemelerinin temsil maliyeti ile ilişkisini ortaya koyan ilk ve önemli çalışmalardan birisi “Maliyet Minimizasyonu Modeli”dir. Bu model, temettü ödemelerinin temsil maliyetini azaltırken, işlem maliyetlerini artıracakını varsaymaktadır. Aşağıda bu model ayrıntılı olarak incelendikten sonra, diğer çalışmalar iki grupta toplanarak sunulacaktır.

Yapılan diğer çalışmalar, temsil ve işlem maliyetlerini temettü politikaları ile birlikte ilişkilendiren çalışmalar ve temsil maliyetlerini temettü politikaları ile doğrudan ilişkilendiren çalışmalar olarak sınıflandırılmaktadır.

3.4.1.1. Maliyet Minimizasyonu Modeli

Temettü politikasının, temsil maliyetleri üzerindeki etkisini benimseyen ve ölçmeye yönelik bakışlar arasında Rozeff (1982)’in “Maliyet Minimizasyonu Modeli”, temsil ve işlem maliyetlerini öncelikli odak olarak değerlendiren çalışmalardan en belirgin olandır.

Lintner (1956), firmaların hedef temettü ödeme rasyolarının olduğunu ve temettü ödeme düzeylerini, elde ettikleri karların ardından yeniden ayarladıklarını ileri sürmektedir. Firmalar karlardaki artış düzeylerinin kalıcı olduğunu düşündüklerinde, temettü ödeme rasyolarını yükseltmektedirler.

Temettü ödeme rasyolarını etkileyen iki önemli faktör firmanın yatırım amaçları için ihtiyaç duyduğu fon tutarı (Higgins, 1972) ve firmanın borç ile fon temin etme düzeyidir (McCabe, 1979). Firma yatırımları için fon ihtiyacı duyuyorsa, elde ettiği karın daha düşük bir oranını temettü olarak hissedarlara dağıtma eğiliminde olacaktır. Ayrıca, yeni uzun dönem borçlanma ödenen temettü tutarı üzerinde olumsuz bir etki yaratacaktır. Çünkü firmanın sabit ödeme düzeyi yüksekken, yarı sabit kabul edilebilecek bir ödeme taahhüdünde bulunma ihtimali düşecektir.

Rozeff (1982) ise, temettü politikasını etkileyen bir üçüncü faktörün temsil maliyetleri olduğunu ileri sürmektedir. Rozeff (1982)'e göre firmanın optimal temettü ödemesi, firma hissedarlarının talepleri tarafından belirlenmektedir. Mükemmel sermaye piyasalarında temettü politikası etkisiz olduğuna göre, soru hangi piyasa eksikliklerinin hissedarların temettülere olan talebini veya kaçınımını etkilediğidir.

Rasyonel bir hissedarın, diğer koşullar sabitken, yönetimin menkul kıymetler ihraç ederek, sağladığı fonların işlem maliyetlerini minimum kılmasını isteyeceği varsayılmaktadır. Tek başına bu faktör bile, karların dağıtılmamasını ve temettü ödemelerini yatırım amaçlı olarak şu anda kullanılmayan ve gelecekte de kullanılmayacak fazla fonlarla sınırlamayı önermektedir. Bunun aksi yönde işleyen bir diğer olgu ise, diğer şartlar eşitken, hissedarların temsil maliyetlerini minimum kılacak temettü talebidir.

Temsil maliyetleri, temelde firma sermayeye yüzde yüz sahip olan yöneticiler tarafından yönetilmediğinde ortaya çıkmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Büyük şirketlerde sermaye sağlamak için hisse sahipliklerinin bir kısmı veya yoğunlaşmışlık oranına bağlı olarak tamamına yakını “dışsal” olarak adlandırılan ve yönetim üzerinde hiç etkisi olmayan yatırımcılara devredilmektedir.

Yüzde yüz sahipler tarafından yönetilen firmanın değeri ile, yüzde yüzden daha az oranda sahipler tarafından yönetilen firmanın değeri arasındaki fark, temsil maliyetinin ölçüsüdür. Bu maliyeti azaltmak için, sahipler taahhüt altına alma maliyetleri, izleme maliyetleri ve denetleme maliyetleri gibi maliyetlere katlanmayı yararlı bulabilmektedirler.

Değer maksimizasyonu amacı taşıyan bir firmanın, temsil maliyetlerini azaltacak optimal bir “taahhüt altına alma ve izleme” paketi uygulaması söz konusu olacaktır.

Temettü ödemelerinin ise, yöneticileri taahhüt altına alma maliyeti veya izleme maliyeti gibi sermayenin temsil maliyetini azaltmak için kullanılan bir araç olduğu varsayılmaktadır.

Rozeff (1982) şirketlerin optimal temettü politikasının belirlenmesine yönelik analizinde, hissedarlara nakit temettü ödemeleri yapılmasının, genellikle yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonların dış piyasalardan temini ile birlikte gerçekleşeceğini ileri sürmektedir. Dolayısıyla, rasyonel hissedarların firmanın temettülerini yeni fonlarla finanse ettiğini ve bunun maliyetli olduğunu bildiklerini, buna rağmen, hissedarların bu süreci arzu ettiklerini varsaymaktadır.

Yeni borç verenlerin veya sermaye sağlayanların, fonların amaçlanan kullanımları konusunda bilgi edinmeksizin bu fonları sağlamayacakları açıktır. Firma potansiyel yatırımcılardan fon sağlayabilmek için, fonların kullanımı ve firmanın beklentileri konusunda onları bilgilendirmelidir. Bu durum, mevcut hissedarların da yönetimin niyetleri konusunda yeni bilgiler edinmelerini sağlayarak, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çatışmaları azaltmaktadır.

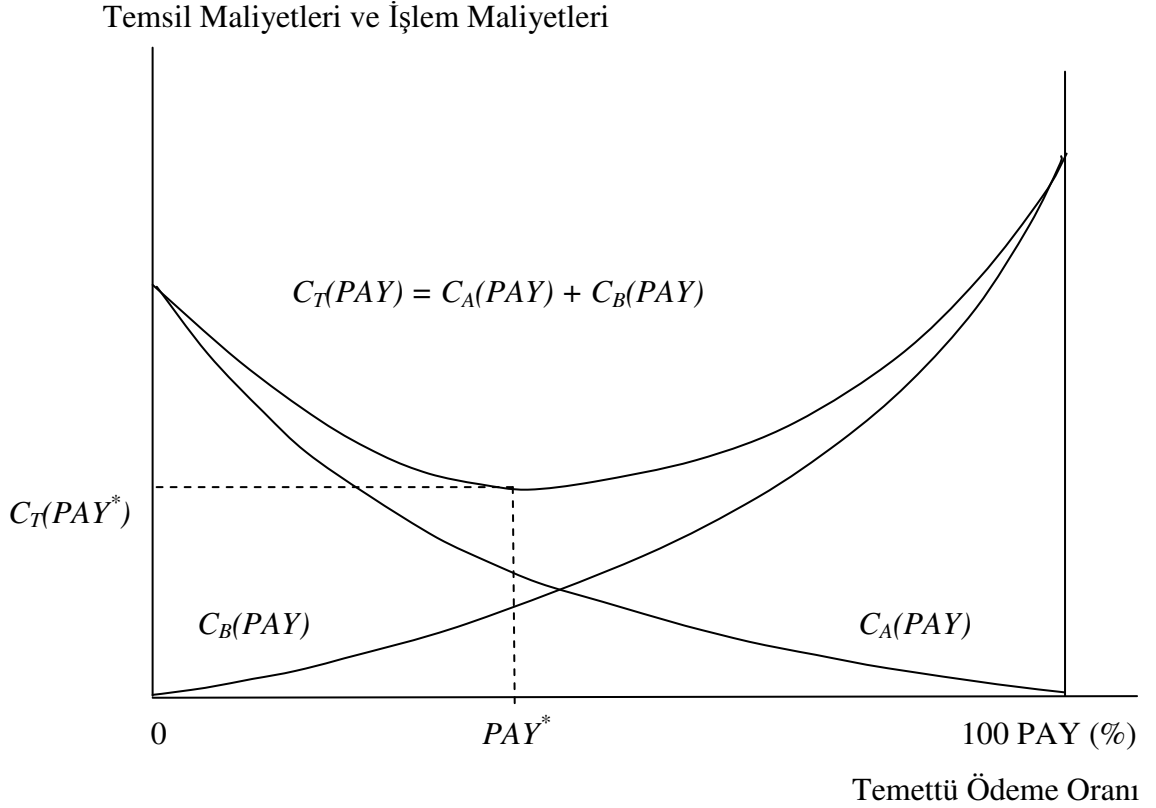
Rozeff (1982), firmanın ödediği temettü oranı arttıkça, temsil maliyetlerinin azalacağını, bununla birlikte firmanın yatırım politikası sabit iken, yeni fonlara ihtiyacı olacağı ve bunun da işlem maliyetlerini artıracığını ileri sürmektedir.

Rozeff (1982) artan temettülerin, temsil maliyetlerini azaltırken dışsal finansmanın işlem maliyetini artırdığı bir ortamda, optimal bir temettü ödeme rasyosu belirlemeye yönelik “Maliyet Minimizasyonu Modeli”ni önermektedir. Optimal temettü ödemesi, temsil maliyetleri ile işlem maliyetlerinin toplamını minimum kılmaktadır.

Optimal temettü ödeme rasyosunun belirlenmesine yönelik olarak Rozeff (1982) tarafından ortaya konulan “Maliyet Minimizasyonu Modeli”nin temel unsurları, optimal sipariş miktarını açıklamak üzere stok teorisinde kullanılan türde bir maliyet minimizasyonu diyagramıdır.

Rozeff (1982) Maliyet Minimizasyonu Modelini aşağıdaki Şekil-3.1 üzerinde açıklamaktadır:

Şekil-3.1. Maliyet Minimizasyonu Modeli



Kaynak: Rozeff, 1982, s. 252.

Burada $C_T(PAY)$, temsil maliyetleri ile işlem maliyetlerinin toplamını ifade etmektedir ve ödenen temettü oranının (PAY) bir fonksiyonudur. $C_A(PAY)$ temsil maliyetini, $C_B(PAY)$ ise dışsal finansmanın işlem maliyetini ifade etmektedir. $C_T(PAY^*)$, optimal temettü ödeme rasyosunda (PAY^*) minimum toplam maliyeti ifade etmektedir. Temettü ödemeleri üzerinde, birbirine zıt iki etki bulunmaktadır ve bu bir optimum üretmek için yeterlidir.

Şirket temettü ödemesini arttırdıkça temsil maliyetleri azalıyor ve aynı şirket temettü ödemesini arttırdıkça mevcut yatırımları ve gelecekteki yatırım imkanları için fon temin etmesi gerekeceği için işlem maliyetleri artıyorsa, bu iki maliyet toplamının minimizasyonu, belirli bir firmaya özel tek bir optimum nokta üretir. Şekil-3.1., belirli bir firma için optimum ödemeyi ortaya koymaktadır.

Şekil-3.1.'deki gibi diyagramlar farklı ödeme politikalarını mantıklı kılmak için kullanılabilir.

Firma büyüme konusunda pozitif bir beklenti içindeyse, işlem maliyeti eğrisi daha yüksek ödeme rasyolarında yüksek olabilir. Bu, optimumun daha düşük bir ödeme rasyosunda gerçekleşmesi eğilimi yaratır.

Diğer taraftan, firmanın sahipliği çoğunlukla dış hissedarların elinde ise ve bu nedenle temettü ödemeleri düşükken temsil maliyetleri yüksekse, bu durum optimumu daha yüksek temettü ödeme rasyosuna doğru yükseltme eğilimine götürür.

A ve B olmak üzere iki firmanın birbirinin aynı işlem maliyeti eğrilerine ve farklı temsil maliyeti eğrilerine sahip olduğunu varsayalım. A firması yüksek iç sahiplik ve daha düşük temsil maliyeti eğrisine sahipken, B firması düşük iç sahiplik ve daha yüksek temsil maliyeti eğrisine sahiptir. Bu durumda A firmasının optimal ödeme rasyosunun B firmasının optimal ödeme rasyosunun solunda yer alacağı beklenmektedir.

Maliyet Minimizasyonu Modeli, temettü ödeme rasyoları ile temsil maliyetleri ve dışsal finansmanın işlem maliyetlerini temsil eden değişkenlerin tahmin edilen yönde sistematik olarak ilişkilendirilebilirliğini test etmektedir.

Kullanılan çoklu regresyon modelinde, Rozeff 1974-1980 yılları arasındaki yedi yıllık bir dönemi değerlendirmektedir. Kullanılan modelde bağımlı değişken, firmanın hedef temettü ödeme rasyosudur.

Rozeff (1982) temettü ödeme rasyolarını açıklamak için, beş bağımsız değişkeni değerlendirmektedir. Bunlardan üç tanesi, dışsal finansman sağlama nedeniyle katlanılacak işlem maliyetlerini ifade eden değişkenlerdir. Satışlardaki geçmiş beş yıllık büyüme ve satışlarda beklenen büyüme, yatırım için fon ihtiyacı olacağı beklentisi yaratmaktadır. Her iki değişkenin de temettü ödeme rasyosu ile negatif bir ilişkiye sahip olacağı beklenmektedir. Faaliyet kaldırıcı ve finansal kaldıraç etkilerini modele katabilmek için, risk göstergesi olarak firmanın betası modele eklenmiştir. Beklenen ilişki ters yönlüdür. Rozeff'in iki temsil maliyeti değişkeni, içeridekilerin sahiplik oranı ve hissedar sayısının doğal logaritmasıdır. İçeridekilerin sahiplik oranı ile temettü ödemeleri arasında negatif bir ilişki beklenmektedir. Çünkü yönetimin izlenmesi içeridekiler tarafından gerçekleştirilebilir ve bu durumda temsil maliyetleri düşük olacaktır. İkinci değişken sahipliğin yaygınlığını ifade eder ve pozitif bir ilişki beklenmektedir. Sahiplik yaygınlaştıkça izleme daha güç olmaktadır. Temettüler,

geleneksel izlemenin zor olduğu bu durumda temsil maliyetlerini azaltmak için kullanılabilir. Dolayısıyla, sahipliği yaygın olan firmaların yüksek temettü ödemeleri yapmaları beklenmektedir.

Rozeff'in beş değişkenli modeli, beklenen işareti ile aşığıda gösterilmektedir.

$$PAY = b_0 - b_1INS - b_2GROW1 - b_3GROW2 - b_4BETA + b_5STOCK$$

Burada;

PAY = yedi yıllık ortalama temettü ödeme oranını,

INS = yedi yıllık dönem sonunda içeridekilerin sahiplik oranını,

GROW1 = satışlardaki geçmiş beş yıllık ortalama büyüme oranını,

GROW2 = satışlardaki gelecekteki beş yıl için tahmin edilen büyüme oranını,

BETA = tahmin edilen beta katsayısını,

STOCK = yedi yıllık dönem sonunda hissedar sayısının doğal logaritmasını,

ifade etmektedir.

Uygulanan regresyon analizi ile Rozeff, literatürde önceden önerilen faktörler ve temsil maliyetlerinin etkisi konusunda yeni kanıtlar sunmaktadır. Elde edilen sonuçlar temettülerin temsil sorununa bir ölçüde çözüm getirdiği hipotezini desteklemektedir.

Rozeff, işletmelerin yatırım politikalarının temettü politikasını etkilediğini göstermektedir. Bu çalışmada (Rozeff, 1982, s. 249-250) elde edilen bulgular aşığıdaki üç hipoteze uygunluk göstermektedir:

- Firmalar daha yüksek gelir artışı yaşıyorlarsa veya yaşayacaklarını bekliyorlarsa daha düşük temettü ödeme rasyoları belirlemektedirler, çünkü muhtemelen bu büyüme daha yüksek yatırım harcamaları gerektirmektedir. Bu bulgu yatırım politikasının temettü politikasını etkilediği görüşünü desteklemektedir. Yatırım politikasının temettü politikasını etkilemesinin temel nedeni, dışsal finansmanın maliyetli olmasıdır.

- Firmalar daha yüksek beta katsayısına sahip olduklarında daha düşük temettü ödeme rasyoları belirlemektedirler, çünkü muhtemelen yüksek betalar daha yüksek faaliyet kaldıracı ve finansal kaldıracın varlığının bir işaretidir. Bu bulgu temettü ödemelerinin diğer sabit ödemeler yerine konulabilecek yarı-sabit ödemeler olduğu görüşünü desteklemektedir. Çünkü daha yüksek sabit ödemelere sahip firmalar dışsal finansman maliyetlerinden kaçınmak için daha düşük temettü öderler.

- Firmalar, iç hissedarlar daha düşük oranda sermayeyi ellerinde bulundurduklarında ve daha fazla sayıda hissedar dışsal sermayeyi ellerinde bulundurduklarında, daha yüksek temettü ödemeleri belirlemektedirler. Bu sonuç, temettü ödemelerinin firmanın optimum sözleşme altına alma / izleme paketinin bir parçası olduğu ve temsil maliyetlerini azaltmaya hizmet ettiği görüşünü desteklemektedir.

3.4.1.2. Temsil ve İşlem Maliyetlerini Temettü Politikaları ile Birlikte İlişkilendiren Diğer Çalışmalar

Literatürde, Rozeff (1982)'in elde ettiği sonuçları tekrarlayan ve onun çalışmasını geliştiren çok sayıda çalışma bulunmaktadır. Gerçekleştirilen çalışmalardan bir bölümü, Rozeff (1982)'in “Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımı” paralelinde, temettü politikasının temsil ve işlem maliyetleri toplamını minimum kılacak şekilde belirlendiğini ispatlayan çalışmalardır.

Yapılan ampirik çalışmalar, elde edilen sonuçların farklı ortamlarda ve zaman dilimlerinde geçerliliğini koruduğunu kanıtlamaktadır. Bu çalışmalar arasından belirleyici olanlar, ayrıntılı bir şekilde özetlenmeye çalışılmıştır.

Lloyd vd. (1985)'nin çalışması, Rozeff'in çalışmasını tekrarlamakta ve geliştirmektedir. Rozeff'in modelindeki değişkenlere ek olarak, başka değişkenlerin de temettü ödeme oranına etkisi incelenmiştir. Bu değişkenlerden bir tanesi firma büyüklüğüdür ve satış gelirlerinin doğal logaritması ile ifade edilmektedir. Büyüklük ile temettü ödeme oranları arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir. Büyük firmalar daha olgundurlar ve sermaye piyasalarına daha kolay ulaşabilmektedirler. Bu durum, içsel fonlara daha az bağımlı olmalarını sağlamaktadır. Firmalar büyüdükçe temsil maliyetleri artmaktadır. Temsil maliyetlerini azaltabilmek için, temettü ödeme oranı

daha yüksek olmalıdır. Firmalar büyüdükçe dış piyasalardan fon temini daha kolay olacağı için, işlem maliyetleri de büyüklük ile birlikte azalmaktadır. Bu nedenle büyüklük ile temettü ödemeleri arasında beklenen ilişki pozitifdir.

Lloyd vd. (1985) en küçük kareler yöntemi kullanarak gerçekleştirdikleri analizde, Rozeff'in elde ettiği sonuçları doğrularken, büyüklük ile temettü ödeme oranı arasında da beklenen yönde bir ilişki tespit etmişlerdir.

Baskin (1989) yöneticilerin temettü politikasını, yatırımcı açısından hisse senedi riskini etkilemek için kullanabileceklerini ileri sürmektedir. Yüksek temettü ödemelerinin ve muhtemelen daha az yatırım yapmanın riski düşüreceğini belirtmektedir.

Rozeff (1982) ve diğerlerinden farklı olarak, Baskin satışlardaki büyüme oranı yerine, varlıklardaki büyüme oranını kullanmaktadır. Bu analize göre büyümenin göstergesi olarak kullanılacak iki alternatif, satışlardaki ve varlıklardaki büyüme oranlarıdır.

Dempsey ve Laber (1992), Rozeff'in analizini 1980'li yıllara taşımaktadır. Bu dönemde düşük enflasyon, daha yüksek ekonomik büyüme ve daha düşük vergiler söz konusudur. İki dönem arasındaki önemli ölçüde farklı ekonomik koşullara rağmen, tahmin edilen model açıklayıcı gücünü korumakta ve istatistiksel olarak Rozeff'in orijinal döneminden farklılık göstermemektedir. Dolayısıyla Dempsey ve Laber, modelin zaman içinde yapısal bir oturmuşluğa sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Moh'd vd. (1995) de, kaynakları nakit temettü formunda dağıtmanın yöneticileri dışsal sermaye bulmaya zorlayacağını, bunun da yöneticileri sermaye piyasasının yakın gözetimi altında bırakarak temsil maliyetlerinin azalmasına sebep olacağını vurgulamaktadırlar. Bu senaryo altında optimum temettü ödeme düzeyi, temsil maliyetleri ile işlem maliyetleri toplamını minimize etmektedir.

Daha önceki çalışmalarda Rozeff (1982) ile Dempsey ve Laber (1992), belirli bir dönemdeki verilerin ortalamalarını kullanarak, kesit verisi ile analizlerini gerçekleştirmişlerdir. Moh'd vd. ise 18 yıllık bir döneme ilişkin zaman serisi ve kesit verisini bir arada kullanarak, temettü ödemelerini belirleyen unsurları ortaya koymaya çalışmakta ve analizi dinamik koşullarda gerçekleştirmektedirler.

Bu yöntemde amaç, firmalar arasında olduğu kadar, zaman içinde de değişkenlerin etkisini ölçebilmektir. Ayrıca diğer çalışmalardan farklı olarak, işletmenin riskliliğini ifade eden beta katsayısı yanında, faaliyet kaldıracı ve finansal kaldıraç ölçüleri modele eklenmiştir.

Modelde, temsil maliyeti yapısının göstergeleri, içsel hisse sahipliği, hissedar yaygınlığı ve kurumsal sahipliktir. İşlem maliyeti yapısının göstergeleri ise geçmişte gerçekleşen ve gelecekte beklenen büyüme oranları, faaliyet kaldıracı ve finansal kaldıraç ile işletmenin riskidir. Firma büyüklüğü ve endüstri, kontrol değişkeni olarak modelde yer almaktadır. Modelde bağımlı değişken, firmaların yıllık temelde hesaplanan temettü ödeme oranlarıdır. Temettü ödeme oranını etkilediği varsayılan bağımsız değişkenler ve temettü ödeme oranı ile ilişkilerinin yönü aşağıdaki şekilde özetlenmektedir:

- (-) Büyüme oranı,
- (-) İçeridekilerin sahiplik oranı,
- (+) Hissedar sayısının doğal logaritması,
- (+) Firma satışlarının doğal logaritması,
- (-) Faaliyet kaldıracı riski,
- (-) Finansal kaldıraç riski,
- (-) Beta,
- (+) Kurumsal hissedarların sahiplik oranı,

Endüstri kodu.

Burada büyüme, Rozeff (1982)'in kullandığı şekilde işlem maliyetinin göstergesi olarak kullanılmaktadır. Geçmişte olduğu gibi gelecekteki büyüme de hızlı ise, yöneticilerin fonları yeniden yatırıma yönlendirmek için ellerinde tutacakları ve temettü ödemelerini azaltacakları beklenmektedir. Büyümenin alternatif göstergesi, toplam varlıklardaki değişimin dönem başındaki toplam varlıklara oranıdır (Baskin, 1989).

İçeridekilerin sahiplik oranı ve hissedar sayısının doğal logaritması temsil maliyetinin göstergeleridir. Büyüklük hem işlem maliyetleri hem de temsil maliyetlerinin göstergesidir ve satışların doğal logaritması ile ifade edilmektedir. Temettü ödemeleri, firma büyüklüğünün bir fonksiyonu olarak artmaktadır. Bu durum, büyük firmaların daha yüksek temsil maliyetlerine sahip oldukları görüşünü ve küçük firmalardan daha düşük işlem maliyetlerine sahip oldukları görüşünü desteklemektedir (Jensen ve Meckling, 1976).

Sahiplik yapısı ile ilgili olarak Jensen ve Meckling (1976), yönetimin faaliyetlerinin izlenmesinde kurumsal yatırımcıların büyük bir rol üstlendiğini ileri sürmektedirler. Shleifer ve Vishny (1986), küçük hissedarların izleme fonksiyonunu üstlenecek büyük hissedarları yani kurumları firmaya çekebilmek için, yüksek temettü ödemeleri istediklerini iddia etmektedirler. Hissedarlar, kurumsal yatırımcılar açısından firmaların çekici olabilmesi için temettü ödemeleri yapılmasını istemektedirler. Moh'd vd. (1995) de, kurumsal sahiplik ile temsil teorisi arasındaki ilişkiyi test etmek için kurumsal sahiplik oranını modele eklemişlerdir. Beta, firmanın faaliyet ve finansal kaldıracı yerine kullanılmaktadır. Yüksek kaldıracı sahip firmalar, dışsal fon maliyetlerini azaltmak için temettü ödemelerini azaltacaklardır. Firmanın beta katsayısı, standart market modeli kullanılarak tam yıl için günlük getirilerle hesaplanmıştır. Eşit ağırlıklandırılmış endeks, piyasa getirisini temsil edecek şekilde kullanılmıştır. Bütün veriler yıllık bazda toplanmıştır.

Moh'd vd. (1995) temettü ödemelerinin, işlem ve temsil maliyetleri ilişkisinin bir fonksiyonu olarak zaman içinde değişip değişmediğini incelemek için zaman serisi ve kesit verisini bir arada kullanmaktadırlar. Bu metodolojinin avantajları ekonometri literatüründe açıkça ortaya konulmuştur. Fakat bu avantajların maliyeti de vardır. Bu metodoloji, doğası gereği kesit verilerinin kullanıldığı modellere göre daha az açıklayıcı güce sahiptir (R^2). Bu nedenle, analizde daha çok açıklayıcı değişkenlerin anlamlılık düzeyleri üzerine yoğunlaşmak gerekmektedir. Model bütün firmalar ve zaman periyotları için ortak bir sabit terim ve bütün firmalar ve zaman periyotları için ortak bir katsayılar vektörü varsaymaktadır. Bu “sabit etkiler” modelinin oluşturulmasıdır.

Moh'd vd. (1995) gerçekleştirdikleri analizler sonucu, firmanın temettü ödeme oranının belirlenmesinde, temsil maliyeti ve işlem maliyetine ilişkin değişkenlerin beklenen yönde etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

3.4.1.3. Temsil Maliyetlerini Temettü Politikaları ile Doğrudan İlişkilendiren Çalışmalar

Temettü politikasına ilişkin çalışmaların bir kısmı ise, işlem maliyetlerine ilişkin etkiyi değerlendirmeksizin, temettü ödemeleri ile temsil maliyeti arasındaki ilişkiyi doğrudan değerlendirmektedir. Sahiplik yapısı, büyüklük, büyüme oranı, kaldıraç, beta gibi değişkenlerin temettü ödemesi üzerindeki etkisini incelemektedir.

Bu çalışmalar arasından belirleyici olanlar, ayrıntılı bir şekilde özetlenmeye çalışılmıştır.

Easterbrook (1984), piyasa büyüyen ve küçülen firmaları birbirinden ayıramadığı sürece, temettü ödemelerinin yanlış işaretler verebileceğini ileri sürmektedir. Büyüyen firmalar temettü artışlarına yönelirken, aynı zamanda daha fazla fon ihtiyacı duymaktadırlar. Büyüyen firmaların hisse senedi değerinin, temettü artış bildirimleri karşısında, finansman ihtiyacı artmaksızın sadece temettü artışı bildiren firmaların hisse senetlerinin değerine göre daha fazla yükseleceği beklenmektedir.

Easterbrook (1984), modelini sahiplik ve kontrol ayrılığından doğan temsil maliyetleri üzerine kurmaktadır. Temsil maliyetleri, "izleme maliyetleri" ve "fırsat maliyetleri" olarak sınıflandırılmaktadır. Yönetimi izleme maliyetlerinin yüksek olması ve tek bir hissedarın, temsil maliyetlerinin azalmasıyla elde edilen faydanın sadece bir kısmından yararlanabilmesi, hissedarları genellikle izleme maliyetlerine yatırım yapmamaya yöneltmektedir. Easterbrook, bununla birlikte, dışsal finansmanın yöneticilerin izlenmesi olanağı yaratacağını ileri sürmektedir. Yeni sermaye ihtiyacı nedeniyle yöneticiler bir sonraki fon temininde daha düşük maliyet elde edebilmek için, temsil maliyetlerini azaltacaklardır. Varolan hissedarlar temettü ödemelerini tercih etmektedirler. Çünkü ödemeler firmanın dış piyasalara bağımlılığını artırmaktadır ve yöneticiler temsil maliyetlerinin azaltılması konusunda, dış piyasanın gözetimi altındadırlar. Yöneticileri disipline etmesinin yanında, yeni sermaye sağlama, bilgi asimetrisini de azaltmaktadır.

Easterbrook (1984) temettülerin, firmanın sermaye piyasasına gidiş sıklığını artırarak, işlem maliyetlerini artırmasına rağmen temsil maliyetlerini daha yüksek ölçüde azaltmaları dışında etkisiz olduklarını ileri sürmektedir. Temettü ödemeleri yaparken yeni fon teminine giden firmaların değerinin, sadece temettü ödemeleri yapan firmalardan yüksek olacağını ileri sürmektedir. Yeni finansman temini, küçülen firmalar ile büyüyen firmaları birbirinden ayırmaya yardımcı olmaktadır.

Dyl ve Hoffmeister (1986) temettü politikasının, firma hisse senedi üzerindeki riskliliğin önemli bir belirleyicisi olduğunu ileri sürmüşlerdir. Yapılan çalışmalar firmanın betası ile temettü politikası (temettü ödeme oranı) arasında deneysel bir ilişki bulmuşlardır. Temettü politikası firmanın piyasa, enflasyon, faiz oranları gibi firma dışı faktörlerden kaynaklanan sistematik riskini, firmanın kendi özelliklerinden kaynaklanan sistematik olmayan riskini ve toplam riskini etkileyebilmektedir.

Dyl ve Hoffmeister, firmaların hisse senetlerinin riskliliğini etkilemek için nakit temettü ödediklerini ileri sürmektedirler. Buna göre firmalar ne kadar yüksek nakit temettü öderlerse, hem toplam hem de sistematik riskleri o kadar düşük olmaktadır.

Crutchley ve Hansen (1989), temsil çatışmalarından kaynaklanan maliyetleri azaltabilmek için yöneticilerin hisse sahiplik düzeyini, firmanın dışsal borçlanma ve sermaye finanslaması karmasını ve temettü düzeylerini uygun şartlarda belirlemeye çalıştıklarını vurgulamaktadırlar.

Temsil maliyetlerini azaltmanın bir yolu, yöneticilerin firmadaki sahiplik oranının artırılmasıdır. Yönetimsel sahiplik oranının artması, hissedarlar ile yöneticilerin çıkarlarını birbirine yaklaştırmaktadır. Ancak, temsil maliyetlerini kontrol etmek için yöneticinin hisse sahipliğinin artırılması maliyetsiz değildir. Hisse sahipliğinin artması ile, yöneticilerin mal varlığı çok daha az çeşitlendirilmiş olacağı için, daha yüksek ödenek talep etmektedirler (Crutchley ve Hansen, 1989).

Temsil maliyetlerini azaltmanın ikinci bir yolu, temettülerin artırılmasıdır. Yüksek temettü ödemeleri, dışsal sermayeye ihtiyaç duyulması olasılığını artırmaktadır. Yeni sermaye sağlandığında, yöneticiler sermaye piyasaları, sermaye piyasası kurulları, yatırım bankaları ve yeni finansmanı sağlayanlar tarafından izlenmektedir. Bu izleme, pozisyonlarını korumak isteyen yöneticilerin, daha fazla hissedarların çıkarlarına yönelik olarak hareket etmesini sağlayacaktır.

Temettü ödemeleri yapabilmek için dışsal finansman temin edildiğinde ise, yatırım bankalarına veya diğer aracı kurumlara önemli ölçüde işlem maliyetleri ödenmektedir. Beklenen işlem maliyetleri yüksek olan firmalar, daha düşük temettü ödemektedirler.

Crutchley ve Hansen (1989) temsil maliyetlerini azaltmanın üçüncü yolunun, daha fazla borçlanma olduğunu belirtmektedirler. Borçlanma oranının yani kaldıraç yüksek olması, serbest nakit akımlarının yaratacağı temsil maliyetlerini azaltmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976).

Born ve Rimbey (1993) çalışmalarında Easterbrook modelinin geçerliliğini belirlemek için, finansal faaliyetler, temettü politikasındaki değişimler ve hissedar değeri arasındaki ilişkiyi incelemeye çalışmışlardır. Yeni fon sağlayan firmaların büyüyen firmalar olduğu varsayımıyla, büyüyen firmaların hisse senedi değerinin, temettü ödemelerine ilişkin duyurulara daha yüksek ölçüde pozitif tepki verdiğini ölçmeyi amaçlamaktadırlar. Bunun için finans literatüründe sıklıkla kullanılan bir yöntemden yararlanarak (event study), belirli bir olay karşısında hisse senedi fiyatı veya getirisinin tepkisini ölçmeye çalışmaktadırlar. Yeni fon sağladıktan sonra firmaların temettü duyurusu yapması durumunda hisse senedi değeri, yeni finansman bulmaksızın temettü duyurusu yapan firmalara oranla sıçrayış kaydetmektedir.

Bu sonuç Easterbrook (1984)'un hipotezini desteklemektedir. Temettü ödeme oranlarının artırılması, firmanın aynı anda yeni fon sağlayabilmesi ölçüsünde, temsil maliyetlerini azaltan bir unsurdur. Aksi takdirde, firma sadece küçüldüğü için temettü oranını artırıyor olabilir ve bu durumda temettü artışı firma değerinin arttığı anlamına gelmemektedir.

Crutchley vd. (1999) temsil maliyetlerini etkilediği varsayılan dört değişkenin etkisini bir arada incelemişlerdir. Bu dört değişken kaldıraç, temettü ödemeleri, içsel sahiplik ve kurumsal sahipliktir. Daha önceki çalışmalarında, Crutchley ve Hansen (1989) kaldıraç, temettü ödemeleri ve içsel sahipliğin temsil maliyetleri üzerindeki etkilerini değerlendirmişlerdir.

Crutchley vd. (1999) ise bu dört unsuru iki farklı zaman periyodunda incelemişlerdir. 1987 yılı verileri ile gerçekleştirdikleri incelemede kurumsal sahipliğin etkili olmadığını bulmuşlardır. Ancak 1993 yılı verileri ile gerçekleştirdikleri analizde

kurumsal sahiplik, temsil maliyetlerini etkileyen bir unsur haline gelmiştir. Bu bulgu, özellikle emeklilik fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kurumsal yatırımcıların, şirket yönetimini izleme konusundaki artan ilgisinin bir sonucu olarak yorumlanmaktadır. Aktif kurumsal yatırımcılar, temsil maliyetlerinin azaltılmasında son yıllarda artan bir şekilde etkili olmakta ve bu durum finansal kararları ve temettü politikalarını etkilemektedir.

Ang vd. (2000), temsil maliyetleri ile sahiplik yapısı arasındaki ilişkileri inceledikleri çalışmalarında temsil maliyetlerinin, yönetsel sahiplik ile azaldığını, sahiplik yaygınlaştıkça arttığını ve bankalar tarafından izleme gerçekleştiğinde daha düşük olduğunu bulmuşlardır.

Temsil maliyetleri, en büyük hissedarın sahiplik oranı ile ters yönlü bir ilişkiye sahip olmaktadır. Aynı zamanda firmanın yöneticisi olan büyük ortak için özel çıkarlar edinme güdüsü, sahiplik oranı arttıkça düşecektir. Çünkü sahiplikle birlikte firma karlarından kendisine düşen pay artmaktadır. Dışarıdan bir yöneticiyi işe alan büyük ortak için ise, sahiplik oranı arttıkça yöneticiyi izleme maliyeti karşılığında elde edeceği temsil maliyetinin düşmesinden kaynaklanan fayda oranı artmaktadır. Dolayısıyla, büyük ortağın sahiplik oranı arttıkça, kendisi firmayı yönetse de bir başkasına yönetimi devretse de, temsil maliyeti azalacaktır.

Eğer büyük ortak veya bir aile toplam hisselerin %50'inden fazlasını elinde bulunduruyorsa, yani kontrolü bir kişi veya aile elinde bulunduruyorsa, temsil maliyeti azalacaktır.

Temsil maliyetleri, yönetici olmayan hissedarların sayısı arttıkça artacaktır. Hissedar sayısı arttıkça, sınırlı sorumlu ortağın izleme güdüsü azalmaktadır. Daha az izleme ise temsil maliyetlerini artıracaktır.

Faccio vd. (2001) Batı Avrupa şirketlerini referans alarak, Doğu Asya şirketlerindeki sahiplik ve kontrol yapısının kapsamlı bir analizini yapmaktadırlar. Temettü politikasının sahiplik ve kontrol yapısı ile ilişkisini inceleyerek, piramitler yolu ile sahipliğin yoğunlaşmış olduğu şirketlerde, dışarıdaki hissedarların haklarının sistematik bir şekilde kötüye kullanıldığına ilişkin kanıtlar bulmuşlardır. Kontrolü elinde bulunduran hissedarlar, firma için negatif getiriler sağlayan projelerden yüksek getiriler elde edebilmektedirler.

Kurumsal yönetim konusunda yapılan araştırmalar, çoğunlukla Amerika Birleşik Devletleri'ne yöneliktir. Amerika Birleşik Devletleri'nde iyi düzenlenmiş Şeffaf finansal piyasalar ve yaygın sahiplik, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsil problemini göz önüne çıkarmaktadır. Doğu Asya'da ise, yaygın hissedarlara sahip şirketler azınlıktadır. Baskın sahiplik yapısı, üst düzey yöneticinin de aralarından çıktığı bir aile tarafından sahip olunan şirketlerdir. Bu özellikler Batı Avrupa'da da belirgindir. Bu ekonomilerde belirgin olarak ortaya çıkan sorun, kontrolü elinde bulduran hissedarın dışarıdaki diğer hissedarların haklarını kötüye kullanmasıdır (expropriation).

Temettüler, içeridekilerin dışarıdaki hissedarların haklarını kötüye kullanmalarının kısıtlanmasında önemli bir role sahiptir. Çünkü şirket varlıklarını, içsel kontrolün elinden bir ölçüde almaktadır.

Temettülere ilişkin bu görüş, La Porta vd. (2000) tarafından da ortaya konulmaktadır. La Porta vd. (2000), şirketler tarafından ödenen temettülerin azınlıkların yasal korunmasının güçlü olduğu ülkelerde, daha yüksek olduğunu rapor etmektedirler.

Faccio vd. (2001) de, makalelerinde bu unsuru incelemektedirler. Araştırmaları sonucunda, belirli bir grupta bağlı olan şirketlerin Batı Avrupa'da Doğu Asya'dan önemli ölçüde yüksek temettü ödedikleri belirlenmiştir.

Birden fazla büyük hissedarın varlığı Avrupa'da temettü oranlarını artırırken, Asya'da azaltmaktadır. Bu nedenle, Avrupa'da diğer büyük hissedarlar, kontrolü elinde bulduran hissedarın azınlık hissedarların haklarını kötüye kullanmasını kontrol altında tutmada yardımcı olmaktadır, Asya'dakiler ise bu istismara katılmaktadırlar. Dolayısıyla Faccio vd. (2001) sahiplik yapısının tek başına temettü ödeme oranlarını etkilemediğini, hissedar haklarının yasal korunma derecesine bağlı olarak temettü ödeme politikalarını farklı yönde etkileyebileceğini ortaya koymaktadırlar.

Frankfurter ve Wood (2002), politikalarındaki bireysel farklılıklara rağmen, şirketlerin temettü ödeme politikalarında süregelen tanımlanabilir güdülerin mevcut olduğunu belirtmektedirler. Yöneticiler finansal darboğazlar yaşadıkları dönemlerde bile, temettüleri azaltmak konusunda isteksizdirler. Temettüler, sadece yöneticiler yüksek temettü ödemelerinin sürdürülebilir olduğuna inandıkları takdirde artırılmaktadır. Yöneticiler hissedarların önemli ölçüde temettü ödemesi talep ettiklerine inanmakta ve hissedarlar da bu temettüleri hak ettiklerine inanmaktadırlar. Son olarak,

vergi yüklerini artırmasına rağmen hissedarlar temettü ödemelerini tercih etmektedirler. Temettü ödemeleri gerçekte hissedarlar ve şirket yönetimi arasında yazılmamış bir sözleşme niteliğindedir.

Frankfurter ve Wood (2002) şirketlerin temettü ödeme uygulamalarının, 300 yıldan fazla bir zamandır süregelen bir geleneğin ve evrimin sonucu olduğunu ifade etmektedirler. Oysa kurumsal temettü politikasına ilişkin olarak geliştirilen modellerin, yöneticilerin ve hissedarların davranışsal ve sosyoekonomik etkilerini büyük ölçüde göz ardı ettiğine inanılmaktadır. Bu etkilerin gelecekte modellere dahil edilmemesi halinde temettü tercihlerini açıklamamanın iyice zorlaşacağı görüşüne varılmaktadır. Bu nedenle Frankfurter ve Wood, temettü politikalarını belirleyen yöneticilerin davranışsal ve sosyoekonomik unsurlardan etkilendiklerini, bu unsurların gelecekte temettü ödeme politikalarını açıklamada göz önünde bulundurulmaları gerekeceğini belirtmektedirler.

Crockett ve Friend (1988), tek bir ekonomik mantığın temettü bilmecesini açıklayamayacağını ifade etmektedirler. Hissedarların temettü yönündeki tercihini tek bir faktör ile açıklamaya çalışmak, genellikle istatistiksel olarak anlamsız sonuçlar sağlamaktadır. Hissedarların vergi açısından olumsuzluklarla karşılaşmasına rağmen temettü ödemelerini tercih etmeleri, belirli ölçüde birçok faktörün bileşkesi ile açıklanabilir.

Kurumsal yönetime ilişkin araştırmaların çoğu temsil sorunu üzerine odaklanmakta ve hangi unsurların temsil maliyetlerini azaltmaya katkıda bulunduğunu belirlemeye çalışmaktadır. Kurumsal yönetim mekanizmaları olarak değerlendirilen değişkenlerin, temsil maliyeti üzerindeki etkisi, gerek teorik gerekse ampirik çalışmalarda ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Literatürde, bu mekanizmalardan biri olan temettü politikaları ile temsil maliyeti ilişkisini inceleyen birçok çalışma mevcuttur. Temettü ödeme oranlarının temsil maliyeti üzerindeki etkisi, diğer mekanizmalarla ilişkisi, firma değerine katkısı ve dolayısıyla etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olup olmadığı yaygın bir şekilde tartışılmaktadır.

Kurumsal yönetimi geliştirmenin tek bir yolu ya da bunun için kullanılan tek bir mekanizma olmadığı için, birden fazla mekanizma ya da değişken bir arada değerlendirilmektedir. Burada konu ile ilgili en belirgin ve sıkça referans verilen

çalışmalar özetlenmeye çalışılmıştır. Diğer çalışmalarda da, bu çerçevede farklı mekanizmaların bir arada değerlendirilmesi söz konusudur.

Çalışmanın devamında, literatürde temsil maliyetlerini ve kurumsal yönetimi etkilediği belirtilen unsurlar ışığında, firmaların temettü ödeme politikaları değerlendirilmeye çalışılacaktır. Temettü politikaları, finans literatürü içinde farklı bakış açıları ile incelenmiştir. Burada odak noktası, temettü politikalarının temsil maliyeti üzerindeki etkisi ve kurumsal yönetime katkısıdır.

3.4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Kullanılan Veriler

Türkiye’de kurumsal yönetimin geliştirilmesine katkıda bulunacağı varsayılan araçlardan birisi temettü politikalarıdır. Çalışmanın uygulama kesiminde, gerçekleştirilen bir sayısal analizle, temettü ödemeleri ile kurumsal yönetim açısından önemli ögeler olan temsil ve işlem maliyetleri arasındaki ilişkilerin incelenmesine girişilmiştir.

Çalışmada çeşitli kısıtların da etkisi ile, 1998-2003 yıllarını içeren altı yıllık bir dönem, analize temel dönem olarak alınmıştır. Kullanılan veriler, şirketlerin halka açıklanması zorunlu yıllık finansal raporlarından derlenmiştir. Şirketlerin yıl sonu itibari ile bağımsız denetimden geçtikten sonra yayınlanan ve İMKB internet sitesinden elde edilen başta bilanço, gelir tablosu gibi finansal tablolar olmak üzere, diğer dipnot ve açıklayıcı bilgileri içeren raporları esas veri kaynağı olarak kullanılmıştır.

1998 yılı öncesine ait raporlar, özellikle sahiplik yapısına ilişkin veriler açısından yeterince ayrıntılı olmadığı için, 1998 yılı öncesi analiz dışı bırakılmıştır. 2004 yılına ait finansal tablolar ise “enflasyon muhasebesine göre düzeltilmiş” olarak yayınlanmıştır. Tarihi maliyet esasına göre hazırlanan 2003 yılı ve öncesi veriler ile, enflasyon muhasebesine göre düzenlenmiş verilerin karşılaştırılma olanağı bulunmadığı için, 2004 yılı çalışma kapsamı dışında tutularak, analiz dönemi 2003 mali yılı sonu olarak ele alınmaktadır. Yine 2003 yılında isteyen şirketler enflasyon muhasebesine göre finansal tablolarını düzenledikleri için, söz konusu şirketler analiz dışı tutulmaktadır.

Bu kısıtlar çerçevesinde, 1998-2003 yılları arasında İMKB'na kayıtlı, tam veriye sahip halka açık anonim şirketler, temettü ödemeleri – temsil maliyetleri – işlem maliyetleri ilişkileri içinde değerlendirilmeye çalışılmıştır. Ancak kayıtlı şirketler arasından, öncelikle finansal şirketler çalışma kapsamı dışına alınmıştır. Genel amaçlı bir araştırmada, finansal şirketlerin diğer şirketlerden ayrılmasıyla gerçekleştirilen analiz, daha homojen verilerle yapılan ve daha gerçekçi sonuçlar veren bir analiz olmaktadır. Bankalar, sigorta şirketleri, yatırım ortaklıkları gibi finansal kurumların tabi olduğu yasal düzenlemeler, denetim, gözetim ve karlılık yapıları diğer şirketlerden hayli farklı olduğu için, analizin veri yapısını değiştirmeleri olasılığı dikkate alınmaktadır. Bu nedenle bu tür çalışmalarda finansal sektör, analiz dışında tutulmaktadır. Sektörlerin belirlenmesinde İMKB sektörler sınıflandırması temel alınmıştır. Belirtilen kısıtlar çerçevesinde, 132 şirketin verileri esas alınarak çalışmaya devam edilmiştir.

Ancak firmaların finansal raporları dışında, sistematik risklerinin göstergeleri olan beta değerleri de analizde kullanılmaktadır. Betalar, firmanın hisselerinin getirileri tüm hisse senetlerinin getirileri ile karşılaştırılarak haftalık bazda hesaplanmıştır. Bazı dönemlerde firma hisse senetlerinin borsada işlem görmemesi gibi çeşitli nedenlerle, haftalık getirilerine ulaşamamakta ve beta değerleri hesaplanamamaktadır. 132 şirket içerisinde beta değerleri hiçbir dönem için hesaplanamayan şirketler, yine çalışma kapsamı dışında tutulmuştur ve bu kısıt ile şirket sayısı 99'a gerilemiştir. Bu kısıtlar çerçevesinde 99 şirket içerisinde, 88 şirket için 6 yıllık veriler ve birer yıllık betaları hesaplanamayan 11 şirket için ise 5 yıllık verilerin kullanılması ile, 583 gözlemden oluşan bir örnek kütle belirlenerek, incelenmeye başlanmıştır.

3.4.3. Çalışmada Kullanılan Yöntem ve Çalışmanın Amacı

Regresyon analizinde, temel olarak Rozeff (1982)'in "Maliyet Minimizasyonu Modeli" esas alınmaktadır. Rozeff temettü ödemeleri arttıkça firmanın temsil maliyetlerinin azalacağını, ancak yatırımların devamı için yeni fon ihtiyacı doğacağını ve yeni fon temini nedeniyle de temettü artışının işlem maliyetlerini artıracığını varsaymaktadır. Bir firma için optimum temettü ödeme oranı, temsil maliyetleri ile işlem maliyetleri toplamını minimum kılacak ödeme oranıdır.

Rozeff (1982), yedi yıllık bir dönemin ortalamalarını kullanarak, kesit verisi ile analizini gerçekleştirmektedir. Moh'd vd. (1995) ise temettü ödemelerinin, işlem ve temsil maliyetleri ilişkisinin bir fonksiyonu olarak zaman içindeki değişimini değerlendirmek için, 18 yıllık zaman serisi ve kesit verisini bir arada kullanmaktadırlar.

Bu çalışmada, 99 şirketin 6 yıllık verisinden oluşan 583 gözlem ile analize başlanmıştır. Model, bütün firmalar ve zaman periyotları için ortak bir sabit terim ve bütün firmalar ve zaman periyotları için ortak bir katsayılar vektörü varsaymaktadır. Yılları ifade eden kukla değişkenler modele eklenmemiş, “sabit etkiler” modeli kullanılmıştır.

Moh'd vd. (1995) firmaların temettü ödeme oranlarını, finansal yapılarındaki ve sahiplik yapılarındaki değişime ayak uyduracak şekilde yeniden düzenlediklerini, yani temettü ödeme politikasının dinamik bir karar süreci olduğunu belirtmektedirler. Zaman ve kesit verisini bir arada kullanmak, olayın dinamik yapısını daha iyi yansıtmaktadır. Ancak üstünlüğüne rağmen, bu yöntemin kullanılması modelin açıklayıcı gücünü düşürmekte yani düşük R^2 'ye neden olmaktadır. Bu nedenle Moh'd vd., analizde daha çok açıklayıcı değişkenlerin anlamlılık düzeyleri üzerine yoğunlaşmak gerektiği uyarısında bulunmaktadırlar.

Çalışmada yöntem olarak çoklu regresyon analizi kullanılmıştır. En küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan analizde bağımlı değişken, firmaların ödedikleri temettü oranlarıdır. Kurumsal yönetim ve temsil maliyetleri açısından temettü ödeme oranları değerlendirilmeye çalışıldığı için, temettü ödeme oranlarını etkilediği varsayılan unsurlar bağımsız değişken olarak kullanılmışlardır. Literatürde yer alan birçok faktör bağımsız değişken olarak değerlendirilmiş ve Türkiye koşullarında hangisinin temettü ödeme oranlarını etkilediği saptanmaya çalışılmıştır.

Analiz, bir ölçüde kademeli regresyon analizi şeklinde yapılmıştır. Paket programlarda kademeli analiz, bağımsız değişkenleri verilen sırada tek tek sürece alarak veya hepsi analizde yer alacak şekilde başlanmışken, her birini tek tek analizden çıkartarak yürütülmektedir. Kademeli regresyon analizinde hangi bağımsız değişkenin hangi öncelik sırası ile analize gireceğini, araştırmacı belirlemektedir.

Bu yöntem çeşitli yararlar sağlamakla birlikte, hangi faktörün bağımlı değişkeni açıklayıcı unsurunun yüksek olduğunu bilmeyi gerektirir. Bu nedenle kademeli analiz

farklı bir şekilde, bütün kombinasyonlar için tek tek hesaplanarak yapılmıştır. Temettü ödeme oranını etkileyebileceği düşünülen ve beklenen bağımsız değişkenler, mümkün olan bütün kombinasyonlarda ayrı ayrı analiz edilmiş ve çeşitli modeller önerilmiştir. Burada amaç, birden fazla bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklayabilme özelliği olduğu bir analizde, en uygun açıklayıcı değişkenleri seçebilmek ve modelin istatistiksel anlamda güvenilirliğini yükseltebilmektir.

Regresyon analizinin uygulanmasında “EViews 3.1” paket programı kullanılmıştır.

Çalışmanın amacı, İMKB’nda işlem gören halka açık şirketler için Türkiye koşullarında “Maliyet Minimizasyonu Modeli”nin geçerli olup olmadığının test edilmesidir.

3.4.4. Analizde Yer Alan Değişkenler ve Beklenen İlişkiler

Çalışmada, işlem maliyetlerinin ve temsil maliyetlerinin göstergeleri kabul edilen değişkenler, temettü ödeme oranlarını açıklayıcı gücü açısından analiz edilecektir. En küçük kareler yöntemi ile gerçekleştirilen çoklu regresyon analizinde, literatürde temettü ödeme oranını belirleyecek faktörler olarak tanımlanan değişkenler, değerlendirilecektir. Bağımsız değişkenler farklı kombinasyonlarda bir arada analiz edilerek, temettü ödeme oranını en iyi açıklayan model veya modeller belirlenmeye çalışılacaktır.

3.4.4.1. Bağımlı Değişken – Temettü Ödeme Oranı (TÖO)

Literatürde, yüksek temettü ödemelerinin temsil maliyetleri ile ilişkisinin kurulabildiği ve diğer kurumsal yönetim mekanizmaları ile ikame edilebilecek bir araç olabileceği belirtilmektedir. Etkin bir kurumsal yönetim mekanizması olarak, optimum temettü ödeme oranını hangi unsurların belirlediği incelenmeye çalışılmaktadır.

Bu nedenle, çoklu regresyon analizinde bağımlı değişken, firmaların temettü ödeme oranlarıdır (TÖO). Firmanın belirli bir yıldaki temettü ödeme oranı;

$$\text{TÖO} = \text{Nakit Ödenen Temettü Tutarı} / \text{Net Kar}$$

olarak hesaplanmaktadır.

Maliyet Minimizasyonu Modeli çerçevesinde, bir firma temettü ödeme oranını artırdıkça temsil maliyeti azalmaktadır. Yani temsil maliyetleri ile temettü ödeme oranı arasında ters yönlü bir ilişki beklenmektedir. Temettü ödemeleri arttıkça, firma yatırımlarının devamı için yeni fon bulmak zorunda kalacağı için, işlem maliyetleri artacaktır. Bu nedenle işlem maliyetleri ile temettü ödeme oranı arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Tablo-3.1. TÖO ile Temsil Maliyeti ve TÖO ile İşlem Maliyeti Arasında Beklenen İlişki

| | Temsil Maliyeti | İşlem Maliyeti |
|------------|------------------------|-----------------------|
| TÖO | Negatif | Pozitif |

3.4.4.2. Temsil Maliyetinin Göstergeleri Olan Bağımsız Değişkenler

Maliyet Minimizasyonu Modelinde temettü ödeme oranını etkilediği varsayılan iki grup değişken söz konusudur. Bunlardan bir tanesi, temsil maliyetleridir. Temsil maliyetleri yüksek olan bir firmada, temettü ödeme oranı artırılarak temsil maliyetlerinin azaltılabileceği varsayılmaktadır. Maliyet minimizasyonu diyagramında, temsil maliyeti eğrisi temettü ödeme oranının azalan bir fonksiyonu olarak gösterilmektedir. Yani temettü ödeme oranındaki artış temsil maliyetlerinin azalmasına neden olmaktadır. Ya da olaya diğer açıdan bakarsak, temsil maliyetleri yüksekken, firmalar bu maliyetleri azaltmak için daha fazla temettü ödeyeceklerdir. Bu nedenle temsil maliyeti göstergeleri ile temettü ödeme oranı arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir. Aşağıda temsil maliyetinin göstergeleri olarak kullanılacak değişkenler ve temettü ödeme oranı ile aralarında beklenen ilişkinin yönü belirtilmektedir.

3.4.4.2.1. Büyük Hissedarın Sahiplik Oranı (BHSO)

Dışsal kurumsal yönetim sisteminin hakim olduğu bir ülkede, sahiplik yapısı yoğunlaştıkça yani büyük hissedarın sahiplik oranı arttıkça, temsil maliyetleri azalmaktadır. Yaygın sahiplik ortamında, hiçbir küçük yatırımcı yönetimin izlenmesi için katlanılacak maliyetleri üstlenmemektedir. Çünkü temsil maliyetlerinin azalmasına yardımcı olacak olan izlemenin getireceği fayda, tek bir hissedar için maliyetinin çok altında kalmaktadır. Bu sistem içinde büyük hissedarın varlığı, yönetimin izlenmesi sonucu elde edilecek faydayı büyük hissedar için artırmaktadır. Yönetim büyük hissedar tarafından izleneceği için de, hissedarlar ile yönetim arasındaki çıkar çatışmaları azalacak ve temsil maliyetleri düşük olacaktır.

Sahiplik yoğunlaşması artsa bile, dışsal sistemde genellikle hiçbir ortak kontrolü eline geçirecek oranda hisseye sahip olamamaktadır. Bu durum, büyük hissedarın diğer hissedarların haklarını kötüye kullanması gibi bir sonuç yaratmamakta, sadece yönetimin izlenmesi olasılığını artırmaktadır. Böylece, dışsal sistemde büyük hissedarın sahiplik oranı arttıkça, temsil maliyetleri azalacağı için, temettü ödenmesi gibi farklı bir mekanizmaya olan ihtiyaç da azalacaktır. Özetle, büyük hissedarın sahiplik oranı ile temettü ödemeleri arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

Ancak, içsel sistemin hakim olduğu bir kurumsal yönetim yapısında, olay tersine dönmektedir. Daha önce de açıklandığı gibi, içsel sistemde çıkar çatışmaları azınlık hissedarlar ile yönetim arasında değil, azınlık hissedarlar ile büyük hissedarlar arasındadır. Büyük hissedarın sahiplik oranı arttıkça, büyük hissedarın azınlık hissedarların zararına kendi çıkarlarını gerçekleştirme olanakları da artmaktadır. Yani azınlık hissedarların veya diğer bir deyişle yaygın hissedarların haklarının kötüye kullanılma olasılığı artmaktadır. Bu nedenle, dışsal sistemin aksine, içsel sistemde büyük hissedarın sahiplik oranının artması temsil maliyetlerini artırmaktadır.

Temsil maliyetlerinin yüksek olduğu bir ortamda da, temettü ödemeleri temsil maliyetlerini azaltıcı bir mekanizma olarak kullanılmaktadır. Türkiye bir içsel sistem olarak tanımlandığına göre, büyük hissedarların sahiplik oranının artması ile temsil maliyetleri artmaktadır. Bunu azaltmak ve dışsal sermayeyi firmaya çekebilmek için ise, daha yüksek temettü ödemeleri yapılması gerekmektedir. Özetle, büyük hissedarın sahiplik oranı ile temettü ödeme oranı arasındaki ilişki pozitif yönlü olmalıdır.

Tablo-3.2. BHSO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Ortalama | Medyan | Maksimum | Minimum | Standart sapma |
|-------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------------|
| BHSO | 0,45473 | 0,47260 | 0,96420 | 0,00000 | 0,22810 |

Türkiye’de hisseleri tamamen yaygın (büyük hisse sahiplik oranı %0) olan şirketler olduğu gibi, büyük hissedarın neredeyse hisselerin tamamına sahip olduğu (sahiplik oranı %96,4) şirketler de bulunmaktadır. Büyük hissedarın hisse sahiplik oranı ortalaması %45’in üzerindedir. Bu da, şirketlerin neredeyse tek bir hissedarın kontrolünde faaliyet gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu yapı, büyük hissedar ile diğer hissedarlar arasında çıkar çatışmalarının ve temsil maliyetlerinin var olduğunun işaretidir. Böyle bir sahiplik yapısı içinde, kurumsal yönetimi geliştirmenin bir yolu, şirketlerin temettü ödeme oranlarını yükseltmeleridir.

Beklenen ilişki Tablo-3.3’te özetlenmektedir:

Tablo-3.3. BHSO ile Temsil Maliyeti ve BHSO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | BHSO |
|------------------------|-------------|
| Temsil maliyeti | Pozitif |
| TÖO | Pozitif |

3.4.4.2.2. Çoğunluğa Sahip Hissedarın Varlığı (ÇHV)

Hisselerin %50’sinden fazlasına sahip olan ortak, çoğunluk hissedar olarak adlandırılmaktadır. Türkiye’de büyük hissedarın sahiplik oranı ortalaması oldukça yüksekti. Bu aynı zamanda, büyük hissedarın genellikle hisselerin çoğunluğuna sahip olduğunun bir işareti niteliğindedir. Türkiye’de 583 gözlemin 283’ünde ve %48,5 oranında çoğunluk hisselerine sahip hissedarın varlığı söz konusudur. Büyük ortağın

sahiplik oranı, genellikle hisselerin yarısından fazladır. Bu da şirketlerin neredeyse yarısının, tek elden kontrol edildiğini göstermektedir.

Tablo-3.4. ÇHV Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Oran | Sıklık | Toplam Gözlem |
|------------|-------------|---------------|----------------------|
| ÇHV | 0,48542 | 283 | 583 |

Çoğunluk hissedar, oyların yarısından fazlasına sahip olduğu için, şirketin kontrolünü tek başına elinde bulundurmaktadır. Bu durumda da azınlık hissedarın haklarının kötüye kullanımı veya onların aleyhine karar alınması ihtimali artmaktadır. Dolayısıyla, çoğunluk hissedar ile yaygın hissedarlar arasında temsil sorunu doğmaktadır. İkinci büyük ortak hisselerin büyük bir oranına sahip olsa bile, şirketin kontrolünde hiç söz sahibi olamamaktadır. Bu nedenle çoğunluk hissedarın varlığı, temsil maliyetlerini artırmaktadır. Temsil maliyetinin azaltılması ve kurumsal yönetim sisteminin geliştirilmesi için ise, çoğunluğa sahip hissedarın varlığı durumunda daha yüksek temettü ödenmesi gerekmektedir.

Beklenen ilişki Tablo-3.5'te özetlenmektedir:

Tablo-3.5. ÇHV ile Temsil Maliyeti ve ÇHV ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | ÇHV |
|------------------------|------------|
| Temsil maliyeti | Pozitif |
| TÖO | Pozitif |

3.4.4.2.3. İkinci Büyük Hissedarın Varlığı (İBHV)

Büyük hissedarın varlığının yanında, ikinci bir büyük hissedarın varlığı temsil maliyetlerini azaltıcı bir etkiye sahip olabilir. İçsel sistemlerde büyük hissedarın sahiplik oranı arttıkça, küçük hissedarlar ile büyük hissedarlar arasındaki temsil sorunu

artmaktadır. Küçük hissedarlar, büyük hissedarı izleme konusunda yeterli güce sahip değildirler. İzleme ile sağlanacak fayda ise, tek bir hissedar için maliyetlerine değmeyecek düzeydedir. Ancak büyük hissedarın kendi çıkarları doğrultusunda küçük hissedarın haklarını kötüye kullanma istismar etme olasılığı, büyük hissedarı izleyebilecek güdüye ve güce sahip diğer bir büyük hissedarın varlığı durumunda azalacaktır. Yoğunlaşmış sahiplik yapısına sahip sistemlerde, en az bir diğer ve belki de daha fazla sayıda büyük hissedar olması temsil maliyetlerini azaltmaktadır.

Tablo-3.6. İBHV Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Oran | Sıklık | Toplam Gözlem |
|-------------|---------|--------|---------------|
| İBHV | 0,42024 | 245 | 583 |

Türkiye’de ikinci büyük hissedarın varlığı, toplam hisselerin %10’u veya daha fazlasına sahip hissedarın varlığı olarak ele alınmaktadır. Gözlem içerisinde 245 durumda, yani %42 oranında hissesi %10’u aşan ikinci büyük ortak mevcuttur. Büyük hissedarın sahiplik oranı ortalaması yüksek olmasına rağmen, onu izleyen ikinci büyük hissedarın varlığı, temsil problemlerini bir ölçüde azaltabilecektir. İkinci büyük hissedarın varlığı temsil maliyetini azaltacak bir unsur olduğu için, yüksek temettü ödemesine ihtiyaç azalacaktır. Dolayısıyla, ikinci büyük hissedarın varlığı ile temettü ödeme oranı arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

Beklenen ilişki Tablo-3.7’de özetlenmektedir:

Tablo-3.7. İBHV ile Temsil Maliyeti ve İBHV ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | İBHV |
|------------------------|---------|
| Temsil maliyeti | Negatif |
| TÖO | Negatif |

3.4.4.2.4. Kurumsal Yatırımcının Varlığı (KYV)

Sahiplik yapısı içinde kurumsal yatırımcının varlığı, kurumsal yönetim mekanizmalarından bir tanesi olarak, özellikle son yıllarda artan bir öneme sahiptir. Kurumsal yatırımcının şirkette büyük bir paya sahip olması, kurumsal yönetime katkı sağlamaktadır. Bu nedenle, Türkiye’de büyük hissedarın kurumsal yatırımcı olup olmamasının etkisi incelenmiştir. Gözlem içerisinde 459 sıklıkla ve %78,7 oranla, şirketlerin büyük ortakları kurumsal yatırımcılardır. Bu özellik, Türkiye’nin piramitsel sahipliklere dayanan yapısını daha net ortaya koymaktadır.

Tablo-3.8. KYV Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Oran | Sıklık | Toplam Gözlem |
|-----|---------|--------|---------------|
| KYV | 0,78731 | 459 | 583 |

Yönetimin faaliyetlerinin izlenmesinde, kurumsal yatırımcıların büyük bir rol üstlendiği ileri sürülmektedir. Özellikle sahiplik yapısı yaygınlaştıkça, tek bir hissedarın yönetimi izlemesi mümkün olmamaktadır. Ancak kurumsal hissedarlar, bir şirketteki payları arttıkça, o şirketi izleme konusunda yeterli güdüye ve güce sahip olabilirler. Kurumsal yatırımcılar, küçük ve yaygın hissedarlar adına şirket yönetimini izleyerek temsil maliyetini azaltabilirler. Ayrıca bunu etkin bir şekilde yapabilecek yeterli uzmanlığa sahip analistler görevlendirilerek, şirketin performansı ve değeri üzerinde olumlu etkiler yaratabilirler.

Kurumsal yatırımcılar, genellikle temettü gelirleri açısından vergiden muaftırlar. Bu nedenle, bireysel yatırımcılara oranla, temettü ödeyen firmaların hisse senetlerine talepleri daha yüksektir. Temettü ödemelerinin firma yönetiminin elindeki serbest nakit akımını sınırlandırarak temsil maliyetini azaltacak bir öge olduğunu bildikleri için, bu açıdan da temettü ödeyen firmalara ilgi duymaktadırlar.

Yaygın hisseye sahip bireysel hissedarlar ise, kendileri için temettü ödemeleri daha yüksek oranda vergilendirilmesine rağmen, izleme fonksiyonunu üstlenecek büyük hissedarları yani kurumları firmaya çekebilmeyi istemekte ve kurumsal yatırımcının talebi olan yüksek temettü ödemelerini tercih etmektedirler.

Moh'd vd. (1995), Maliyet Minimizasyonu Modeline kurumsal yatırımcının hisse sahiplik oranını eklemiştir. Temettü ödeme oranı arttıkça, kurumsal sahiplik oranının artmasını beklemektedirler.

Türkiye'de sahiplik yapısı yoğun olduğu için, büyük hissedarın kurumsal yatırımcı olup olmadığı ve bunun temettü ödemelerine etkisi incelenecektir. Özellikle son dönemlerde, kurumsal yatırımcıların şirketin izlenmesindeki rolü artmaktadır. İçsel sistemlerde ise, aynı zamanda şirketin yönetiminde yer alan bireysel hissedarlar yerine, şirketin performansını artırabilecek şekilde profesyonel yönetimi izleyecek büyük kurumsal hissedarın varlığı, temsil maliyetini azaltabilecektir. Temsil maliyetlerinin azalmasına katkıda bulunacak kurumsal yatırımcıyı firmaya çekebilmek için, temettü ödeme oranları artırılmalıdır. Bu nedenle pozitif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

Beklenen ilişki Tablo-3.9'da özetlenmektedir:

Tablo-3.9. KYV ile Temsil Maliyeti ve KYV ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | KYV |
|------------------------|------------|
| Temsil maliyeti | Negatif |
| TÖO | Pozitif |

3.4.4.2.5. Yaygın Sahiplik Oranı (YSO)

Türkiye'de genellikle yoğunlaşmış hisse sahipliği söz konusudur. Daha önce de bahsedildiği gibi, büyük ortağın sahiplik oranları yüksek, ikinci büyük ortağın varlığı ve çoğunluk hisse sahipliği oldukça yaygındır. Bazı şirketlerde yoğunlaşmış sahiplik oranı oldukça yüksektir (yaygın sahiplik oranı en düşük olan şirkette bu oran %3,6 civarındadır). Buna rağmen hisse sahipliği tamamen yaygın olan şirketler de mevcuttur. Bu şirketlerde genellikle tek bir ortağın sahiplik oranı, şirketin kontrolünde söz sahibi olamayacak kadar düşüktür. Yaygın sahiplik oranı veya diğer bir deyişle halka açıklık oranı ortalaması Türkiye'de %43,5 olarak hesaplanmıştır.

Tablo-3.10. YSO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Ortalama | Medyan | Maksimum | Minimum | Standart sapma |
|------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------------|
| YSO | 0,43546 | 0,40000 | 1,00000 | 0,03580 | 0,22148 |

Yaygın sahiplik, şirketin kontrolünü elinde bulunduran kişiler ile dışarıdaki hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını artırmaktadır. Yaygın sahipler için yönetimi disipline edici tek mekanizma, memnun kalmadıklarında hisse senetlerini ellerinden çıkarmak, yani “Wall Street Kuralı”nı uygulamaktır. Bu hakları ise, kurumsal kontrol piyasasının olmadığı Türkiye’de hiçbir yaptırım sağlamamaktadır. Bu nedenle, hisse sahipliği yaygınlaştıkça temsil maliyetlerinde bir artış beklenmektedir. Temsil maliyetleri yüksek olduğunda ise, şirketler dış sermayeyi çekebilmek için daha yüksek temettü oranı belirlemek zorundadırlar. Dolayısıyla hisse sahipliği yaygınlaştıkça, şirketler daha yüksek temettü ödemek zorundadırlar, aralarındaki beklenen ilişki pozitif yönlüdür.

Beklenen ilişki Tablo-3.11’de özetlenmektedir:

Tablo-3.11. YSO ile Temsil Maliyeti ve YSO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | YSO |
|------------------------|------------|
| Temsil maliyeti | Pozitif |
| TÖO | Pozitif |

3.4.4.3. İşlem Maliyetinin Göstergeleri Olan Bağımsız Değişkenler

Maliyet Minimizasyonu Modelinde temettü ödeme oranını etkileyen ikinci grup değişkenler, işlem maliyetinin göstergeleri olan değişkenlerdir. Temsil maliyetlerini azaltmak amacıyla yüksek temettü ödenmesi, özellikle yatırım politikası değişmeyen veya büyüyen firmalar için yeni fon ihtiyacı doğurmaktadır. İçsel olarak yaratılan

fonların belirli bir oranı temettü olarak hissedarlara dağıtılacağı için, dışsal fon temini için firmalar sermaye piyasalarına yönelmek zorunda kalacaklardır. Firmaların sık sık dışsal fon ihtiyacı için sermaye piyasalarına başvurması, firmaları bu piyasaların ve bu piyasadaki kurumların izlemesine maruz bırakacaktır. Yeni fon temin etmek isteyen yönetim, bu fonlara ulaşabilmek ve uygun koşullarda temin edebilmek için temsil maliyetlerini azaltmak ve faaliyetlerini hissedarların çıkarlarına yönelik olarak gerçekleştirdiğini kanıtlamak zorunda kalacaktır. Dolayısıyla temettü ödemeleri temsil maliyetleri üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır.

Temettü ödemeleri temsil maliyetlerini azaltırken, başka bir maliyet artışına neden olmaktadır. Yeni fon temini, firmanın katlanması gereken işlem maliyetlerini artırmaktadır. Yeni fon sağlamak isteyen firma, her seferinde bu maliyetlere katlanacağı için, temettü ödeme oranı arttıkça toplam işlem maliyeti de artacaktır. Birbirine zıt yönde hareket eden iki tür maliyet ise, optimum temettü ödeme oranını belirlerken bir denge yaratacaktır. Optimum temettü ödeme oranı, bu iki tür maliyet toplamını minimum kılacak ödeme oranıdır.

Sonuç olarak, temettü ödeme oranı ile işlem maliyetleri arasında pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur. Aşağıda işlem maliyetinin göstergeleri olarak kullanılacak değişkenler ve temettü ödeme oranı ile aralarında beklenen ilişkinin yönü belirtilmektedir.

3.4.4.3.1. Beta (BETA)

Beta firmanın hisse senedinin riskini ifade etmektedir. İstatistiksel anlamda beta, hisse senedinin piyasa portföyündeki değişimler karşısındaki değişim ölçüsünü vermektedir. Betanın 1 olması, hisse senedi fiyatı ile referans alınan portföyün aynı yönde ve aynı oranda hareketini göstermektedir. Betanın 1'den düşük olması, piyasa portföyünün değeri arttığında, hisse senedi değerinin daha az oranda artacağını, betanın 1'den yüksek olması ise hisse senedi değerinin piyasa portföyündeki artıştan daha yüksek oranda artacağını ifade etmektedir.

Beta, firma riskinin en iyi göstergesi olarak kabul edilmektedir ve istatistiksel olarak şu şekilde hesaplanmaktadır (Ross vd., 1996, s. 317):

$$Beta_i (\beta_i) = [Cov (R_i, R_M)] / Var (R_M) = \sigma_{i,M} / \sigma^2_M$$

Burada;

R_i : i firmasının getirisi,

R_M : piyasa portföyünün getirisi,

Cov : kovaryans,

Var : varyans

anlamındadır.

Firmanın riskliliği, hisse senedi getirisi ile piyasa portföyü getirisinin kovaryansının, piyasa portföyü getirisinin varyansına bölünmesi ile tahmin edilmektedir. Bu çalışmada firmaların beta katsayıları, aşağıdaki regresyon denklemi (standart market modeli) kullanılarak yıllık bazda ve haftalık getiri aralığında hesaplanmıştır. Piyasa portföyü olarak, eşit şekilde ağırlıklandırılmış IMKB tüm endeksi kullanılmıştır. Dolayısıyla, firmanın betası IMKB tüm endeksine oranla, firma hisse senedi getirisinin hareketliliğini ifade etmektedir.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon$$

Burada;

R_{it} : i firmasının t dönemindeki getirisini,

R_{Mt} : piyasa portföyünün t dönemindeki getirisini,

α_i : $\bar{R}_i - \beta_i \bar{R}_M$ ifadesine eşit olan regresyonun sabit terimini,

β_i : $\sigma_{i,M} / \sigma^2_M$ ifadesine eşit i firmasının betasını,

ε : hata terimini ifade etmektedir (Reilly, 1994, s. 284).

Tablo-3.12. BETA Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Ortalama | Medyan | Maksimum | Minimum | Standart sapma |
|-------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------------|
| BETA | 0,75741 | 0,75070 | 1,79160 | -0,16120 | 0,26885 |

Beta değerleri ortalaması %75,7 olarak hesaplanmıştır. Bu değer, çalışmaya dahil olan şirketlerin ortalama olarak, İMKB tüm endeksine göre çok yüksek riske sahip olmadığını göstermektedir.

Beta Rozeff (1982) ve Moh'd vd. (1995) örneklerinde olduğu gibi, firmanın faaliyet ve finansal kaldıraçları yerine kullanılmaktadır. Yüksek riske sahip firmalar, daha fazla borçlanma söz konusu olduğunda daha yüksek işlem maliyetlerine maruz kalmaktadırlar. Yüksek kaldıraçta sahip firmalar, dışsal fon maliyetlerini azaltmak için temettü ödemelerini azaltacaklardır.

Beklenen ilişki Tablo-3.13'te özetlenmektedir:

Tablo-3.13. BETA ile İşlem Maliyeti ve BETA ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | BETA |
|-----------------------|-------------|
| İşlem maliyeti | Pozitif |
| TÖO | Negatif |

3.4.4.3.2. Kaldıraç – Yabancı Kaynak / Toplam Kaynak Oranı (YKTKO)

Moh'd vd. (1995) faaliyet ve finansal kaldıraçları göstergesi olan beta değerlerine ek olarak, kaldıraçın direkt göstergelerini de modele eklemişlerdir. Bu çalışmada da, kaldıraçın göstergesi olan yabancı kaynakların toplam kaynaklara oranı modele eklenerek, borçlanma oranının temettü ödeme oranı üzerindeki etkisi belirlenmeye çalışılacaktır.

Tablo-3.14. YKTKO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Ortalama | Medyan | Maksimum | Minimum | Standart sapma |
|--------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------------|
| YKTKO | 0,62834 | 0,56860 | 5,25880 | 0,06150 | 0,46912 |

Firmaların ortalama olarak borçlanma oranları, %62,8'dir. Bu durum, varlıklarının yaklaşık olarak üçte ikisini yabancı kaynakla finanse ettiklerini göstermektedir. Firmanın borçlanma oranı arttıkça, faiz giderleri nedeniyle ödeyecekleri sabit nakit çıkıları söz konusu olacaktır. Bu durumda yarı-sabit nitelik taşıyan temettü ödeme oranları azalacaktır. Ayrıca, yüksek kaldıraç oranı yani borçlanmanın artması, firmanın iflas riskini artıran bir unsurdur. Borçlanma oranı arttıkça, yüksek risk nedeniyle katlanılacak işlem maliyetleri artmaktadır. Bu durumda da fonların temettü olarak dağıtım oranı azaltılarak, dış fon ihtiyacı sınırlandırılacaktır. Dolayısıyla, temettü ödeme oranı ile kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmektedir.

Beklenen ilişki Tablo-3.15'te özetlenmektedir:

Tablo-3.15. YKTKO ile İşlem Maliyeti ve YKTKO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | YKTKO |
|-----------------------|--------------|
| İşlem maliyeti | Pozitif |
| TÖO | Negatif |

3.4.4.3.3. Satışlardaki Büyüme Oranı (SBO)

Satışlardaki büyüme oranı, işlem maliyetlerinin göstergesi olarak kullanılmaktadır.

Tablo-3.16. SBO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Ortalama | Medyan | Maksimum | Minimum | Standart sapma |
|------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------------|
| SBO | 0,48239 | 0,44740 | 7,15100 | -0,99240 | 0,56377 |

Türkiye’de satışlardaki büyüme oranı oldukça yüksek değerlere sahip görünmektedir. Firmanın satışları her yıl ortalama olarak %48,2 oranında artmaktadır. Satışlardaki artış oranları, minimum ve maksimum değerlere bakıldığında uç sonuçlar vermektedir.

Bu durum, çalışmanın kapsadığı dönemler boyunca Türkiye’de gerçekleşen çok yüksek enflasyon oranlarının bir sonucu olabilir. Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre, muhasebe kayıtları tarihi maliyet esasına göre tutulmakta ve finansal raporlar bu çerçevede raporlanmaktaydı. Sonuçta, büyüme oranlarının ne kadarının gerçek büyümeyi yansıttığı, ne kadarının ise enflasyonun etkisi olduğunu belirlemek zor görünmektedir. Bu nedenle, büyüme oranını değerlendirirken, durumun göz önünde bulundurulması uygun olacaktır.

Satışlardaki büyüme oranı, firmanın büyümeyi finanse edecek fonlara ihtiyaç duyacağını göstergesidir. Satışları artırabilmek için, yeni yatırımlar gerekmektedir. Öyleyse, firmanın yeni fon bulması ve bunun için de işlem maliyetlerine katlanmasını gerektirecektir. Büyüme oranı arttıkça dış fon ihtiyacı artacak, bu da işlem maliyetlerini artıracaktır. Yüksek işlem maliyetini azaltabilmek için ise, büyüme oranı arttıkça temettü ödeme oranı düşürülecektir.

Beklenen ilişki Tablo-3.17’de özetlenmektedir:

Tablo-3.17. SBO ile İşlem Maliyeti ve SBO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | SBO |
|-----------------------|------------|
| İşlem maliyeti | Pozitif |
| TÖO | Negatif |

3.4.4.3.4. Varlıklardaki Büyüme Oranı (VBO)

Satışlardaki büyüme oranı gibi, varlıklardaki büyüme oranı da, işlem maliyetinin bir göstergesidir. Baskin (1989) çalışmasında büyüme oranını, satışlardaki büyüme yerine varlıklardaki büyüme oranı ile ifade etmektedir. Bu çalışmada da, her iki büyüme oranı da kullanılacak ve hangisinin temettü ödeme oranı üzerinde daha yüksek etkisi olduğu değerlendirilecektir.

Tablo-3.18. VBO Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Ortalama | Medyan | Maksimum | Minimum | Standart sapma |
|------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------------|
| VBO | 0,47632 | 0,45090 | 3,14070 | -0,77730 | 0,38893 |

Varlık büyüme oranı ortalaması, yaklaşık olarak satışlardaki büyüme oranına yakındır (%47,6). Ancak varlıkların büyüme oranı daha düşük bir standart sapmaya ve daha dar bir aralıkta dağılıma sahiptir. Yine satışların büyüme oranında değinildiği gibi, enflasyonun etkisi ölçülememekte ve bu büyüme oranının ne kadarının gerçek büyümeyi yansıttığı kesin olarak bilinmemektedir. İşlem maliyetlerini artıran büyüme, reel büyümedir. Bu nedenle, ülkemizdeki gibi yüksek enflasyon dönemleri değerlendirilirken, büyüme oranları dikkatli bir şekilde ele alınmalıdır.

Varlıkların büyüme oranı, bu büyümeyi finanse edecek yeni fon ihtiyacı yaratmaktadır. Fon ihtiyacı ise, işlem maliyetlerini artırmaktadır. Bu nedenle, büyüme potansiyeli olduğunda, şirketler işlem maliyetlerini azaltmak için daha düşük oranda temettü ödemektedirler. İlişki, satışlardaki büyüme oranında olduğu gibi ters yönlüdür.

Beklenen ilişki Tablo-3.19’da özetlenmektedir:

Tablo-3.19. VBO ile İşlem Maliyeti ve VBO ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | VBO |
|-----------------------|------------|
| İşlem maliyeti | Pozitif |
| TÖO | Negatif |

3.4.4.4. Temsil ve İşlem Maliyetinin Göstergesi Olan Büyüklük – Satışların Doğal Logaritması (LNS)

Firma büyüklüğü, temettü ödeme oranını etkileyen bir diğer unsurdur ve satış gelirlerinin doğal logaritması ile ifade edilmektedir. Satışların doğal logaritması ortalama olarak 17,37'dir.

Tablo-3.20. LNS Değişkenine İlişkin İstatistiksel Özet

| | Ortalama | Medyan | Maksimum | Minimum | Standart sapma |
|------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------------|
| LNS | 17,36582 | 17,24700 | 22,92720 | 11,18900 | 1,33451 |

Büyüklük hem işlem maliyetleri hem de temsil maliyetlerinin göstergesi olarak kabul edilmektedir. Büyüklük ile temettü ödeme oranları arasında pozitif bir ilişki beklenmektedir.

Büyük firmalar daha olgundurlar ve sermaye piyasalarına daha kolay ulaşabilmektedirler. Bu durum, içsel fonlara daha az bağımlı olmalarını sağlamaktadır. Firmalar büyüdükçe dış piyasalardan fon temini daha kolay olacağı için, işlem maliyetleri de büyük sorun oluşturmamaktadırlar. Bu nedenle, büyüklük ile işlem maliyetleri arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Diğer taraftan, firmalar büyüdükçe temsil maliyetleri artmaktadır. Firmanın büyümesi, genellikle daha yaygın sahiplik ve daha çok sayıda hissedar demektir. Bu da temsil sorunlarını artıran bir faktördür. Büyük firmalar, temsil maliyetlerini azaltmak için, daha yüksek oranlarda temettü ödemek zorundadırlar.

Beklenen ilişki Tablo-3.21'de özetlenmektedir:

Tablo-3.21. LNS ile Temsil Maliyeti, LNS ile İşlem Maliyeti ve LNS ile TÖO Arasında Beklenen İlişki

| | LNS |
|------------------------|------------|
| Temsil maliyeti | Pozitif |
| İşlem maliyeti | Negatif |
| TÖO | Pozitif |

Bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki beklenen ilişkiler, literatürdeki çalışmalar ışığında, yukarıda açıklanmıştır. Regresyon analizine geçmeden önce, her bir değişkenin temsil ve işlem maliyetleri üzerindeki etkileri ve temettü ödeme oranı ile aralarında beklenen ilişkileri bir arada görmek yararlı olacaktır. Bu amaçla, Tablo-3.22’de beklenen ilişkiler özetlenmektedir:

Tablo-3.22. Bağımsız Değişkenler ile Temsil – İşlem Maliyetleri ve Bağımlı Değişken (TÖO) ile Bağımsız Değişkenler Arasında Beklenen İlişkiler

| | Temsil Maliyeti | İşlem Maliyeti | TÖO |
|--------------|------------------------|-----------------------|------------|
| BHSO | Pozitif | - | Pozitif |
| ÇHV | Pozitif | - | Pozitif |
| İBHV | Negatif | - | Negatif |
| KYV | Negatif | - | Pozitif |
| YSO | Pozitif | - | Pozitif |
| BETA | - | Pozitif | Negatif |
| YKTKO | - | Pozitif | Negatif |
| SBO | - | Pozitif | Negatif |
| VBO | - | Pozitif | Negatif |
| LNS | Pozitif | Negatif | Pozitif |

3.4.5. Regresyon Analizi ve Elde Edilen Sonuçlar

Çalışmada, kurumsal yönetim mekanizmalarından bir tanesi olan temettü ödeme oranını belirleyebilecek bağımsız değişkenler tanımlanmaya çalışılmıştır. Temettü deme oranı bağımlı değişken olmak üzere, temsil maliyeti ve işlem maliyeti göstergelerinin bu bağımlı değişkeni açıklama derecesi incelenmektedir.

1998-2003 yılları arasında 99 firmaya ait verilerle yapılan, en kk kareler yönteminin kullanıldığı regresyon analizi sonuçları aşağıda verilmiştir. Tanımlanan 10 bağımsız değişkenin etkilerini bir arada görebilmek için, mümkün olan bütün kombinasyonlarda kademeli bir şekilde analiz gerçekleştirilmiştir.

Tablo-3.23'te bağımlı değişken ile bağımsız değişkenlerin birbirleri arasındaki korelasyonlar verilmektedir.

Korelasyon matrisinde görüldüğü gibi, iki bağımsız değişken hariç, bağımsız değişkenler arasında çok büyük korelasyonlar bulunmamaktadır. Aralarındaki korelasyon yüksek olan iki bağımsız değişken, %82 oranında korelasyona sahip büyük hissedarın sahiplik oranı (BHŞO) ile çoğunluğa sahip hissedarın varlığıdır (HV). Daha önce de ifade edildiği gibi, büyük hissedarın hisse sahiplik oranı ortalaması %45,5'tir. Büyük ortağın aynı zamanda hisselerin çoğunluğuna sahip olması ise, gözlem yapılan 99 firmanın %48,5'inde söz konusudur. Büyük hissedarın hisse sahiplik oranı ortalamasının neredeyse çoğunluk sahiplik anlamına gelen %50'ye yakın olması, aralarında yüksek bir korelasyona neden olmaktadır. Modeller oluşturulurken iki değişken arasındaki yüksek korelasyon göz önünde bulundurularak, her iki değişkenin aynı anda bir modelde yer almamasına dikkat edilmiştir.

Tablo-3.23. Regresyon Değişkenleri Arasındaki Korelasyon Katsayıları Matrisi

| | TÖO | BHSO | ÇHV | İBHV | KYV | YSO | BETA | YKTKO | SBO | VBO | LNS |
|--------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|--------------|------------|------------|------------|
| TÖO | 1,0000 | 0,0129 | 0,0669 | -0,2058 | -0,0020 | 0,1244 | -0,0688 | -0,1930 | 0,0438 | 0,1222 | 0,1289 |
| BHSO | | 1,0000 | 0,8202 | -0,3419 | 0,6114 | -0,7783 | 0,0740 | 0,0965 | -0,0322 | -0,0027 | 0,1415 |
| ÇHV | | | 1,0000 | -0,4643 | 0,4952 | -0,5064 | 0,0506 | 0,0209 | -0,0315 | 0,0182 | 0,1129 |
| İBHV | | | | 1,0000 | -0,2084 | -0,2255 | -0,0110 | 0,0684 | -0,0122 | -0,0407 | -0,0851 |
| KYV | | | | | 1,0000 | -0,4173 | 0,1277 | 0,0971 | -0,0294 | 0,0246 | 0,1525 |
| YSO | | | | | | 1,0000 | -0,0400 | -0,1135 | 0,0042 | -0,0011 | -0,0606 |
| BETA | | | | | | | 1,0000 | 0,0590 | 0,0088 | 0,0409 | 0,1542 |
| YKTKO | | | | | | | | 1,0000 | -0,0589 | -0,1540 | -0,0505 |
| SBO | | | | | | | | | 1,0000 | 0,2653 | 0,0422 |
| VBO | | | | | | | | | | 1,0000 | -0,1170 |
| LNS | | | | | | | | | | | 1,0000 |

- TÖO : Temettü Ödeme Oranı
 BHSO : Büyük Hissedarın Sahiplik Oranı
 ÇHV : Çoğunluğa Sahip Hissedarın Varlığı
 İBHV : İkinci Büyük Hissedarın Varlığı
 KYV : Kurumsal Yatırımcının Varlığı
 YSO : Yaygın Sahiplik Oranı
 BETA : Beta
 YKTKO : Yabancı Kaynak/Toplam Kaynak Oranı
 SBO : Satışlardaki Büyüme Oranı
 VBO : Varlıklardaki Büyüme Oranı
 LNS : Satışların Doğal Logaritması

Temettü ödeme oranını açıkladığı varsayılan değişkenler arasındaki ilişki, farklı kombinasyonlarda analiz edilmiştir. Bu analiz sonucu, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi yansıtabilecek şekilde, seçilen modeller aşağıda sunulmaktadır:

Model 1.

$$T\ddot{O}O = b_0 + b_1BHSO + b_2YSO - b_3BETA + b_4VBO + b_5LNS$$

Model 2.

$$T\ddot{O}O = b_0 - b_1\dot{I}BHV + b_2YSO - b_3BETA + b_4VBO + b_5LNS$$

Model 3.

$$T\ddot{O}O = b_0 - b_1\dot{I}BHV - b_2BETA - b_3YKTKO + b_4VBO + b_5LNS$$

Model 4.

$$T\ddot{O}O = b_0 - b_1\dot{I}BHV + b_2YSO - b_3BETA - b_4YKTKO + b_5VBO + b_6LNS$$

Model 5.

$$T\ddot{O}O = b_0 + b_1BHSO + b_2YSO - b_3BETA - b_4YKTKO + b_5VBO + b_6LNS$$

Model 6.

$$T\ddot{O}O = b_0 + b_1BHSO + b_2YSO - b_3BETA - b_4YKTKO + b_5SBO + b_6LNS$$

Model 7.

$$T\ddot{O}O = b_0 + b_1BHSO + b_2YSO - b_3BETA - b_4YKTKO + b_5LNS$$

Model 8.

$$T\ddot{O}O = b_0 + b_1\dot{I}BHV + b_2YSO - b_3BETA - b_4YKTKO + b_5LNS$$

Model 9.

$$T\ddot{O}O = b_0 + b_1BHSO + b_2YSO - b_3BETA - b_4YKTKO + b_5LNS + b_6KYV$$

Model 10.

$$T\ddot{O}O = b_0 + b_1\dot{C}HV + b_2YSO - b_3BETA - b_4YKTKO + b_5VBO + b_6LNS$$

Model 11.

$$T\ddot{O}O = b_0 + b_1BHSO + b_2\dot{I}BHV + b_3YSO - b_4BETA - b_5YKTKO + b_6VBO + b_7LNS$$

Tablo-3.24. Regresyon Analizi Sonuçları

| | Sabit Terim | BHSO | ÇHV | İBHV | KYV | YSO | BETA | YKTKO | SBO | VBO | LNS | Düzeltilmiş R ² | F-değeri |
|------------------|----------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|---------------------|--------------------|---------------------|-------------------------------|----------|
| Model 1. | -0,6904 (-4,3712) | 0,3148 (3,9826) | | | | 0,4164 (5,1635) | -0,1071 (-2,5327) | | | 0,1043 (3,5906) | 0,0306 (3,5307) | 0,0800 | 11,1199 |
| Model 2. | -0,4013 (-2,5710) | | | -0,0955 (-4,0784) | | 0,1171 (2,2478)* | -0,1001 (-2,3717) | | | 0,0991 (3,4090) | 0,0318 (3,6953) | 0,0812 | 11,2846 |
| Model 3. | -0,2188 (-1,4352) | | | -0,1029 (-4,5473) | | | -0,0905 (-2,1560)* | -0,0912 (-3,7785) | | 0,0798 (2,7312) | 0,0278 (3,2587) | 0,0955 | 13,2923 |
| Model 4. | -0,2947 (-1,8722) | | | -0,0930 (-4,0091) | | 0,0972 (1,8734)** | -0,0888 (-2,1183)* | -0,0863 (-3,5628) | | 0,0818 (2,8031) | 0,0292 (3,41545) | 0,0994 | 11,7100 |
| Model 5. | -0,5771 (-3,6285) | 0,3209 (4,1055) | | | | 0,3988 (4,9931) | -0,0952 (-2,2711)* | -0,0913 (-3,7735) | | 0,0858 (2,9445) | 0,0276 (3,2128) | 0,1006 | 11,8524 |
| Model 6. | -0,4845 (-3,0881) | 0,3297 (4,1691) | | | | 0,4022 (4,981) | -0,0879 (-2,0786) | -0,1021 (-4,2419) | 0,0185 (0,9301)+ | | 0,0239 (2,7778) | 0,0882 | 10,3624 |
| Model 7. | -0,4762 (-3,0462) | 0,3245 (4,1254) | | | | 0,3979 (4,9492) | -0,0868 (-2,0619)* | -0,1033 (-4,3025) | | | 0,0242 (2,8186) | 0,0887 | 12,3250 |
| Model 8. | -0,1927 (-1,2508) | | | -0,0963 (-4,1304) | | 0,0919 (1,7627)** | -0,0807 (-1,9192)* | -0,0976 (-4,062) | | | 0,0259 (3,0349) | 0,0887 | 12,3340 |
| Model 9. | -0,4841 (-3,0882) | 0,3575 (3,9514) | | | -0,0258 (-0,7386)+ | 0,4050 (4,9999) | -0,0842 (-1,9924)* | -0,1024 (-4,2540) | | | 0,0246 (2,8615) | 0,0879 | 10,3537 |
| Model 10. | -0,4544 (-2,9237) | | 0,0857 (3,3032) | | | 0,2421 (4,1254) | -0,0911 (-2,1628)* | -0,0865 (-3,5555) | | 0,0851 (2,9052) | 0,0302 (3,5132) | 0,0915 | 10,7710 |
| Model 11. | -0,4569 (-2,2960) | 0,1957 (1,3309)+ | | -0,0438 (-1,0050)+ | | 0,2773 (1,9135)** | -0,0927 (-2,2080)* | -0,0891 (-3,6677) | | 0,0838 (2,8681) | 0,0280 (3,2491) | 0,1006 | 10,3037 |

Not: t değerleri tahmin edilen regresyon katsayılarının altında parantez içinde gösterilmiştir. Yanında işaret olmayanlar için anlamlılık düzeyi %1'dir.

Yanında * işareti olanlar için anlamlılık düzeyi %5'tir.

Yanında ** işareti olanlar için anlamlılık düzeyi %10'dur.

Yanında + işareti olanlar için ilişki anlamlı değildir.

F-değerlerinin tamamı için anlamlılık düzeyi %1'dir.

Regresyon analizi sonuçları, genel anlamda Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımının Türkiye koşullarında geçerli olduğunu göstermektedir. Temsil maliyetlerinin göstergeleri ve işlem maliyetlerinin göstergeleri olan değişkenler, temettü ödeme oranı ile genellikle beklenen yönde ilişkilidirler. Ancak daha önceki çalışmalarda ilişkisi saptanan bazı değişkenler, temettü ödeme oranını belirlemede, anlamlı bir düzeyde ilişkiye sahip değildirler ve bazılarında ise ilişkinin yönü beklenenin aksinedir.

Modelleri tek tek ele alıp değerlendirdiğimizde, daha net sonuçlar elde etmekteyiz. Model 1’de temsil maliyeti göstergesi olarak, büyük hissedarın sahiplik oranı ve yaygın sahiplik oranı değerlendirilmektedir. Sahipliğin yoğunlaşmış olduğu sistemlerde, büyük hissedarlar ile küçük hissedarlar arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklanan temsil maliyetleri ortaya çıkmaktadır. Bu maliyetlerin minimize edilmesi için küçük hissedarlar yüksek temettü ödeme oranları talep etmektedirler. Dolayısıyla tek bir büyük hissedarın hisse sahiplik oranı arttıkça, temsil maliyetlerinin azalması amacıyla temettü ödeme oranları artmaktadır. Beklendiği gibi pozitif yönlü ilişkinin varlığı, bu olguyu ortaya koymaktadır. Yaygın hisse sahiplik oranının artması ise, içeridekiler ile dışarıdaki hissedarlar arasında yine temsil sorununa neden olmaktadır. Hisse sahipliği yaygınlaştıkça, dışarıdaki yatırımcıların firma yönetimini izleme güdüsü ve gücü azalmaktadır. Elde edilen sonuçlar, yine bu beklenti ile uyumludur. Temettü ödeme oranı ile yaygın sahiplik oranı arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Model 1’de işlem maliyetlerine ilişkin firmaların riskliliğini ortaya koyan beta değeri, varlıklardaki büyüme oranı ve büyüklüğün göstergesi olan satışların doğal logaritması kullanılmıştır. Beta arttıkça, firmanın dışarıdan fon temin etme maliyeti artmaktadır. İşlem maliyeti yükseldiği zaman ise, firmalar daha az temettü dağıtma eğilimindedirler. Negatif yönlü ilişki, beklentiyi karşılamaktadır.

Varlıklardaki büyüme oranı ile temettü ödeme oranı arasında negatif yönlü bir ilişki beklenmekte idi. Elde edilen bulgular, bu ilişkinin anlamlı olmakla birlikte, beklendiği yönde olmadığını göstermektedir. Normalde firmalar büyürken, bu büyümeyi finanse etmek için daha çok fona ihtiyaç duyacak, bu durum işlem maliyetlerini artıracak ve firmalar daha az temettü ödeyeceklerdir. Türkiye’de ilişkinin

beklenenin aksine sonuçlanması, büyüme oranının işlem maliyetlerinin bir göstergesi olamayabileceği şüphesi doğurmaktadır. Bunun birkaç sebebi olabilir.

Öncelikle, çalışmanın kapsadığı yıllar boyunca yaşanan yüksek enflasyon nedeniyle, büyüme oranları reel bir büyümeyi yansıtmayabilir.

İkinci olarak, Türkiye'deki sahiplik yapısı büyümenin sermaye piyasalarına başvurmadan finanse edilebileceğine işaret etmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, Türkiye aile şirketlerinden oluşan, piramitsel ve çapraz sahiplik yapısının çok yaygın olduğu bir ülkedir. Genellikle bir holding çatısı altında, birçok şirketin yönetimi bir ailenin elindedir. Bu holding farklı sektörlerden şirketlerle birlikte, bir özel bankaya da sahiptir. Tipik bir şirket fon ihtiyacını karşılamak için sermaye piyasasına başvurmak yerine, sahiplik ilişkisi olduğu bankadan çok uygun koşullarla ve düşük işlem maliyetleriyle fon temin edebilmektedir. Bunun sonucu olarak, büyümenin finanse edilmesi işlem maliyetlerini önemli ölçüde artırmayabilir. İşlem maliyetlerinin fazla yüksek olmaması nedeniyle de, şirketler büyüse bile temettü dağıtmaya devam edebilirler.

Buna ek olarak Easterbrook (1984), ancak büyüyen firmaların temettü dağıtarak firma değerini artırabileceklerini savunmaktadır. Temettü ödeme oranlarının artırılması, işlem maliyetlerine rağmen, firma yeni fon sağlayabildiği ölçüde temsil maliyetlerini düşürmektedir. Dolayısıyla, temsil maliyetlerini azaltmak isteyen firmalar, büyümelerine ve yeni fon ihtiyacı duymalarına rağmen, temettü ödeme oranlarını artırmalıdır. Bu çalışmada elde edilen bulgular, Easterbrook'un hipotezini destekler niteliktedir. Varlıklardaki büyüme oranı ile temettü ödeme oranı arasındaki pozitif ilişki, özellikle yukarıda belirtilen ilişki çerçevesinde düşük işlem maliyetine katlanılacağı için, temsil maliyetinin azaltılmasına katkı sağlamak ve Türkiye koşullarında anlamlı görünmektedir.

Model 1'deki son değişken, satışların doğal logaritması ile ifade edilen büyüklüktür. Firma büyüdükçe, temsil maliyetleri artmakta ve daha kolay dış fon temin edebildiği için işlem maliyetleri azalmaktadır. Daha büyük firmalar daha yüksek temsil maliyetlerine sahiptir ve temsil maliyetlerini azaltabilmek için daha fazla temettü öderler. Büyüklük ile temettü ödeme oranı arasındaki pozitif yönlü ilişki bu beklentiye

karşılıkmaktadır. Modeldeki katsayıların ve modelin bütünüünün anlamlılık düzeyi %1'dir.

Model 2'de ilk modelden farklı olarak, temsil maliyetinin göstergelerinden biri olan büyük hissedarın sahiplik oranı yerine, ikinci büyük hissedarın varlığı regresyon analizine katılmıştır. İkinci büyük hissedar büyük hissedarı izleme yeteneğine ve güdüsüne sahip olacağı için, büyük hissedar ile dışarıdaki hissedarlar arasındaki temsil problemini azaltacaktır. Bu nedenle, temsil maliyetini azaltmak için temettü ödeme mekanizmasına olan ihtiyaç azalacaktır. Elde edilen sonuç, beklendiği gibi negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki ortaya koymaktadır.

Model 3'te yine temsil maliyeti göstergesi olarak ikinci büyük hissedarın varlığı analize dahil edilmiştir. Büyüklük hem temsil hem de işlem maliyetinin göstergesi olarak modelde yer almaktadır. İşlem maliyeti göstergesi olarak beta, kaldıraç oranı ve varlıklardaki büyüme modele dahil edilmiştir. Beta ve varlıklardaki büyüme oranının etkisi önceki modellerdeki gibidir. Yeni eklenen kaldıraç oranının etkisi, beklendiği gibi negatif yönlüdür. Firmanın borçlanma oranı arttıkça, işlem maliyetleri artacağı için, dışsal fon ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak temettü ödemeleri azaltılacaktır. İlişkiler yine anlamlıdır.

Model 4'te, ikinci büyük hissedarın varlığı yanında yaygın sahiplik oranı, temsil maliyeti göstergesi olarak kullanılmaktadır. Her ikisinin bir arada modele dahil edilmesi, yaygın sahiplik oranının açıklayıcı etkisini %10 anlam düzeyine çekmektedir. Ancak model genel olarak anlamlıdır (F-değeri %1 anlam düzeyindedir).

Model 5, Model 1'den farklı olarak, kaldıraç oranını işlem maliyeti göstergesi olarak modele eklemektedir. Kaldıraç oranının modele eklenmesi, modelin anlam düzeyini ve açıklayıcı gücünü artırmaktadır. Dolayısıyla, kaldıracın işlem maliyetlerinin önemli bir göstergesi olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

Model 6'da varlıklardaki büyüme oranı yerine, satışlardaki büyüme oranı modele eklenmiştir. Varlıklardaki büyüme oranının, işlem maliyetlerinin göstergesi olamayabileceği tartışılmıştı. Bunun yerine satışlardaki büyüme oranının kullanılması, modeli olumlu yönde etkilememektedir. Satışlardaki büyüme oranı ile temettü ödeme oranı arasındaki ilişki anlamlı değildir. Satışlardaki büyüme farklı bağımsız değişkenlerle birlikte modele dahil edilerek, anlamlılığı test edilmiştir. Ancak,

satışlardaki büyüme hiçbir şartta temettü ödeme oranını açıklamamaktadır. Bu yine bizi, satışlardaki büyüme oranının işlem maliyetinin iyi bir göstergesi olamayabileceği sonucuna götürmektedir.

Model 7’de Model 5’ten farklı olarak, varlıklardaki büyüme oranı analiz dışında bırakılmıştır. Temettü ödeme oranı ile arasında anlamlı bir ilişki olmasına rağmen, varlıklardaki büyüme oranı beklenen yönde bir ilişkiye sahip değildir. Bu nedenle, modelden çıkarılarak analiz yinelenmiştir. Bu durumda, modelin açıklayıcı gücü azalmaktadır, düzeltilmiş R^2 %10’dan %8,8’e gerilemiştir. Beklenen yönde olmamakla birlikte, varlıklardaki büyüme oranı temettü ödeme oranını açıklayıcı etkiye sahiptir. Easterbrook (1984)’ün açıklaması, aslında büyüme oranının işlem maliyetinin değil, temsil maliyetinin göstergesi olabileceği şeklinde yorumlanabilir. Büyüyen firmalar, piyasaya olumlu bir sinyal göndermek istiyorlarsa, temettü ödeme oranlarını artıracaklardır. Temettü ödeme oranındaki artış, firmanın büyüme ve gelecekte daha yüksek nakit akışı beklentisini yansıtacağı için, büyüme ile temettü ödeme oranı arasında pozitif bir ilişki söz konusu olabilir.

Model 8 ise, temsil maliyeti ölçütü olarak, büyük hisse sahiplik oranı yerine, ikinci büyük hissedarın varlığını analize katmıştır. Sonuç, ikinci büyük hissedarın varlığının, yaygın sahiplik oranının anlam derecesini düşürdüğünü göstermektedir.

Model 9’da, büyük hissedar olarak kurumsal yatırımcının varlığının temettü ödeme oranı üzerinde bir etkiye sahip olmadığı ortaya konmuştur. Büyük hissedarın gerçek kişi veya kurum olması temsil maliyetleri üzerinde bir etki yaratmamaktadır.

Model 10’da temsil maliyeti göstergesi olarak, çoğunluğa sahip hissedarın varlığı kullanılmıştır. Model 5’te ise diğer unsurlar aynı iken, temsil maliyetinin göstergelerinden biri olarak büyük hissedarın sahiplik oranı modelde yer almakta idi. İki modeli incelediğimizde, anlam düzeyi açısından büyük bir farklılık bulunmamaktadır. Daha önce de bahsedildiği gibi, birbiri ile yüksek korelasyona sahip bu iki değişkenden herhangi birinin kullanımı temsil maliyetlerinin göstergesi olabilmektedir.

Model 11’de, Model 4 ve Model 5’te kullanılan iki farklı değişkenin etkisi bir arada ele alınmaya çalışılmıştır. Model 4’te diğer unsurlar aynı iken, sahiplik yapısına ilişkin ikinci büyük hissedarın varlığı değerlendirilmiş, Model 5’te ikinci büyük

hissedarın varlığı yerine büyük hissedarın sahiplik oranı modele eklenmiştir. Model 11’de ise, temsil maliyeti göstergeleri olan ikinci büyük hissedarın varlığı ile büyük hissedarın sahiplik oranının etkileri aynı anda değerlendirilmeye çalışılmıştır. Korelasyon matrisinde görüldüğü gibi, temettü ödeme oranını açıklayan en belirgin değişken ikinci büyük hissedarın varlığı olmakla birlikte, Model 5’te bu değişken yerine büyük hissedarın sahiplik oranının modele eklenmesi modelin anlamlılığını bir ölçüde de olsa artırmıştır. Her iki değişkenin bir arada değerlendirilmesinin ise, modele olumlu bir katkı sağlamadığı görülmektedir. Aynı ayrı temettü ödeme oranını açıkladığı belirlenen iki değişkenin modele aynı anda ilave edilmesi ile, her iki değişkenin de temettü ödeme oranı ile ilişkisi anlamını yitirmiştir. Dolayısıyla, ikinci büyük hissedarın varlığı ile büyük hissedarın sahiplik oranının temsil maliyeti göstergeleri olarak aynı anda değerlendirilmesi yerine, alternatif göstergeler olabileceği ortaya çıkmaktadır.

Bütün modelleri inceledikten sonra, genel olarak ilişkileri şu şekilde özetleyebiliriz:

Büyük hissedarın sahiplik oranı, büyük hissedarın çoğunluk hisseye sahip olup olmaması ve ikinci büyük hissedarın varlığı ayrı ayrı temsil maliyetinin ölçüsü olabilecek değişkenlerdir. Ancak bir arada modele ilave edildiğinde anlam düzeyleri düşmektedir. Bu durum, birbirlerine ikame göstergeler olabileceklerini göstermektedir. Büyük hissedarın kurumsal yatırımcı olup olmaması temsil maliyetleri ve dolayısıyla temettü ödeme politikası üzerinde bir etki yaratmamaktadır. Bir diğer temsil maliyeti göstergesi olan yaygın hisse sahipliği, temettü ödeme oranı üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Büyüklük de temettü ödeme oranları üzerinde önemli ölçüde etkili bir değişkendir.

Beta, kaldıraç oranı ve büyüklük işlem maliyetlerinin göstergeleridir ve beklenen ilişkilere sahiptir.

Büyüme oranları ya anlamsızdır, ya da beklenen yönde bir ilişkiye sahip değildir. Ancak bu durum, Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımının geçerliliğine gölge düşürmek yerine, Türkiye koşullarında beklenen ilişkinin daha iyi tanımlanabilmesini gerektirmektedir.

Düzeltilmiş R^2 ’lerin düşük çıkması, zaman ve kesit verisinin bir arada kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Ancak Moh’d vd. (1995)’nin uyardığı gibi, böyle

bir modelde her bir değişkenin t-değerleri ve anlam düzeyleri üzerinde ve F-değerleri üzerinde yoğunlaşılması gerekmektedir. Amaç, bağımsız değişkenler ile temettü ödeme oranları arasındaki ilişkinin anlam düzeyini ölçmektir. Bağımsız değişkenler, büyük ölçüde temettü ödeme oranını açıklamaktadır.

Genel anlamda ele aldığımızda, temettü ödeme oranı temsil maliyetleri ile işlem maliyetlerinin bir fonksiyonudur. Firmalar bu iki maliyet unsurunun toplamını minimum kılacak şekilde temettü ödeme oranlarını belirlemektedirler.

Bu ilişki çerçevesinde, İMKB’nda işlem gören firmaların temsil maliyeti ve işlem maliyeti yapılarının, optimum temettü politikaları üzerinde etkili olduğu sonucunu ortaya çıkaran kanıtlar bulunmuştur.

Kurumsal yönetim mekanizmaları içinde, temettü politikası etkin bir role sahiptir. Yöneticiler ile hissedarlar veya büyük hissedarlar ile küçük hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarından kaynaklanan temsil sorununun minimize edilmesinde, ülke şartlarına ve firmanın kendine özgü şartlarına bağlı olarak, optimum düzeyde temettü ödeme oranı belirlenmesi gerekmektedir. Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımı, her bir firma için optimum temettü ödeme oranının belirlenmesinde, Türkiye koşullarında da kullanışlı bir araç niteliğindedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Kurumsal yönetim anlayışı yeni olmamakla birlikte, son yıllarda dünyada ve Türkiye’de sıkça tartışılan bir kavram haline gelmiştir. Yaşanan finansal krizler, şirketlerin kurumsal yönetim açısından, beklenen başarıların gerisinde kaldığını belirten işaretler olarak değerlendirilmektedir. Kurumsal yönetim sisteminin gelişmesine yönelik arayışlar, özellikle krizler sonrasında hızlanmış ve ülkeler arasında yayılmıştır.

İyi bir kurumsal yönetim, ülkedeki finansal sistemin ve sermaye piyasalarının gelişimine önemli katkılar sağlamaktadır. Sermaye piyasalarının gelişiminde, güven duygusu kritik bir öneme sahiptir. Güven yaratılamaması, bireysel yatırımcıların tasarruflarını ekonomi dışında atıl tutmalarına neden olabilmektedir. Güven duygusunun yaratılması ise, küçük yatırımcının korunmasına yönelik yasal düzenlemeler sayesinde mümkün olabilmektedir. Dolayısıyla, güçlü bir kurumsal yönetim ortamının yaratılması, yasal düzenlemelerle hissedar haklarının korunma derecesine bağlıdır.

Çalışmalar sonucu elde edilen bulgular, iyi bir kurumsal yönetim ile kurumsal performans arasında paralel bir ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. İyi bir kurumsal yönetim yapısına sahip firmaların, diğerlerine oranla daha başarılı olacağı beklentisi, yatırımcıları kurumsal yönetime değer veren ve yerleşmesi için özel çaba harcayan firmalara yönlendirecektir. Durum, zaman içinde bütün firmaları kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda çalışmaya yönlendirecektir. Türkiye’deki şirketler, dış finansman sağlamak ve küresel rekabet gücüne sahip olmak için, dünyada başlayan kurumsal yönetim eğilimlerine ciddiyle katılacaklardır.

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu, kurumsal yönetimin ve ekonomik sistemin gelişimine katkıda bulunmak amacıyla, Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır. Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri paralelinde, Türkiye koşulları göz önünde bulundurularak; eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları ön planda tutularak hazırlanmıştır.

İlkeler, öncelikle halka açık anonim şirketler için hazırlanmakla birlikte, zorunlu kılınmamıştır. Bununla birlikte, şirketlerin yıllık faaliyet raporları içinde Kurumsal

Yönetim İlkeleri Uyum Raporunu sunmaları, ilkelere uyum derecelerini açıklamaları ve uymadıkları takdirde de nedenlerini belirtmeleri öngörülmüştür.

Başlangıç aşamasında bu şekilde esnek tutulan uygulamanın, uzun dönemde genel kabul görmesi ve standartlaşması, sermaye piyasasının gelişimi için vazgeçilmez bir koşuldur.

Dışsal ve içsel kurumsal yönetim sistemleri sınıflandırması dikkate alındığında, Türkiye içsel kurumsal yönetim sisteminin geçerli olduğu bir ülke olarak değerlendirilmektedir. İçsel sistem az sayıda borsaya kayıtlı şirket, yoğunlaşmış ve çapraz sahiplik yapısı ile karakterize edilmektedir. Türkiye’de sahiplik, çapraz ve piramitsel sahiplik yapısı ve aile üyelerinin sahiplikleri ile oldukça yoğunlaşmıştır.

İçsel sistemlerde temsil sorunu, yoğunlaşmış sahiplik yapısı nedeniyle, büyük sahipler ile küçük ortaklar arasındadır. Şirketlerin halka açıklık oranları, diğer bir deyişle dışsal sahiplik oranları, oldukça düşüktür. Büyük hissedar, hisselerin çoğunluğuna sahip olarak, şirketin kontrolünü elinde bulundurmaktadır. Bu durum, dışarıdaki hissedarların haklarının kötüye kullanılabilmesi endişesini yaratmaktadır. Kontrolü elinde bulunduran çoğunluk, dışarıdakilerin zararına olsa bile, kendi çıkarlarına yönelik faaliyetlerde bulunma gücüne sahiptir. Dışarıdaki hissedarlar, yönetimi veya büyük hissedarları izleyebilecek güce sahip değildirler. Ayrıca izleme nedeniyle katlanacakları maliyetler, izlemenin sağlayabileceği faydalar yanında çok yüksek kalmaktadır.

Özellikle azınlık hissedarların yasal korunmasının zayıf olduğu ülkelerde, bireysel yatırımcıları sermaye piyasasına yönlendirecek güdüyü sağlamak güç olmaktadır. Bu nedenle, sermaye piyasalarının gelişimi, yoğunlaşmış sahiplik yapısının hakim olduğu ülkelerde oldukça yavaştır.

Temettü ödeme politikaları, kurumsal yönetim mekanizmalarından birisidir. Temettü ödemeleri, yönetimin elindeki serbest nakit akımlarını sınırlandırarak, bu nakdin yöneticinin kişisel çıkarlarını tatmin amacıyla kullanılması ihtimalini azaltmaktadır. Dolayısıyla, hissedarlar ile yönetim arasındaki çıkar çatışmalarını azaltmakta ve kurumsal yönetime katkı sağlamaktadır.

Temettülerin temsil maliyetlerini azaltabilmesinin bir diğer yolu, firmayı sermaye piyasalarının gözetimine maruz bırakmasıdır. Firmalar, büyümelerini finanse

edecek fonlara ihtiyaç duymaktadırlar. Temettü ödemeleri, içsel olarak sağladıkları ve büyümeyi finanse edebilecek fonların hissedarlara ödenmesi nedeniyle, firmaları dışarıdan fon sağlamak zorunda bırakacaktır. Dışarıdan fon sağlamak isteyen yönetim, fon sağlayanlara, kullanımı konusunda bilgi vermek ve etkin kullanımını garanti etmek durumundadır. Bu nedenle, fon sağlayanları, fonların kullanım amaçlarını gözeterek biçimde, hissedar değerini koruyacak ve firma değerini maksimize edecek faaliyetler içinde bulduklarına ikna etmek zorunda olacaklardır.

“Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımı”, firmaların optimum bir temettü ödeme oranı bulunduğunu ve bu oranın temsil maliyetleri ile işlem maliyetlerinin toplamını minimum kılan oran olduğunu varsaymaktadır. Temettü ödemeleri iç ile dış hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını azaltarak, temsil maliyetlerini düşürmektedir. Ancak dışsal fon ihtiyacını artıracak için de, işlem maliyetini artırmaktadır. Temettü ödeme oranındaki artış karşısında, birbirine zıt yönde tepki veren bu iki maliyet, bir optimum oluşturmak için yeterlidir. Firma yönetimi, temsil ve işlem maliyetlerinin toplamını minimum kılacak temettü ödeme oranını belirleyerek, firma değerine katkı sağlayabilmektedir.

Türkiye’de İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kayıtlı şirketlerin temettü ödeme oranları ile temsil ve işlem maliyetleri yapılarının göstergeleri olan değişkenler arasındaki ilişkiler, “Maliyet Minimizasyonu Yaklaşımı” çerçevesinde çoklu regresyon analizi kullanılarak test edilmiştir. Elde edilen bulgular, firmaların temsil ve işlem maliyetleri toplamını minimize edecek şekilde, temettü politikalarını belirlediklerine ilişkin kanıtlar olarak kabul edilebilir.

Temsil maliyetinin göstergeleri olarak, firmanın sahiplik yapısına ilişkin değişkenler ve firma büyüklüğü kullanılmıştır. Firmada büyük hissedarın sahiplik oranı arttıkça, büyük hissedar ile küçük hissedarlar arasındaki çıkar çatışmaları ve temsil maliyetleri çoğalmaktadır. Ayrıca büyük hissedarın sahiplik oranı arttıkça, temsil maliyetlerini azaltmak için temettü ödeme oranı yükselmektedir. Aynı şekilde, çoğunluğa sahip hissedarın varlığı temsil maliyetini artırmakta, temsil maliyetinin azaltılması için ise daha yüksek temettü ödemesi gerekmektedir.

İkinci büyük hissedarın varlığı, temsil maliyetlerini azaltan bir unsurdur. İkinci büyük hissedar, büyük hissedarı izleyerek hissedarların çıkarlarına yönelik faaliyetleri

destekleyebilir. İzleme nedeniyle temsil maliyetleri azalacağı için, temettü ödeme oranının artırılması ile temsil maliyetinin azaltılmasına daha az ihtiyaç duyulmaktadır.

Şirket sahipliğinin yaygınlaşması, küçük hissedarın yönetimi izleme güdüsünü ve gücünü azaltmaktadır. Daha az izleme ise, temsil maliyetlerinin artışına neden olmaktadır. Bu maliyetleri azaltmak için, yaygın hisse sahiplik oranı arttıkça temettü ödeme oranında bir artış beklenmektedir.

Kurumsal yatırımcının varlığı ise, Türkiye’de temettü ödeme oranı üzerinde bir etkiye sahip değildir.

Bir diğer temsil maliyeti göstergesi, firma büyüklüğüdür. Firma büyüdükçe temsil sorununun arttığı ve daha yüksek oranda temettü dağıtıldığı sonucu elde edilmiştir.

Büyüklik, temsil maliyetlerinin olduğu kadar işlem maliyetlerinin de göstergesidir. Firmalar büyüdükçe, uygun şartlarda dışsal fon sağlama olanakları artmakta, bu da işlem maliyetlerini azaltmaktadır.

Rozeff (1982), Moh’d vd. (1995) ve diğer çalışmalarda, büyüme oranı işlem maliyetinin göstergesi olarak kullanılmıştır ve temettü ödeme oranını açıklayan önemli bir değişken olduğu tespit edilmiştir. Türkiye’de ise büyüme oranı ile temettü ödeme oranı arasında, beklenen yönde bir ilişki tespit edilememiştir.

Bu durum, şirketlerin sahiplik yapılarından kaynaklanıyor olabilir. Türkiye’de firmaların çoğu, özel bir banka ile piramitsel veya çapraz sahiplik ilişkisi içerisinde. Tipik bir firma, fon ihtiyacını karşılamak için sermaye piyasasına gitmek yerine, çapraz ya da piramitsel sahiplik ilişkisi olduğu bankadan, düşük maliyetle fon sağlamaktadır. Bu nedenle, büyümenin finansmanı nedeniyle katlanılacak işlem maliyetleri çok yüksek olmamaktadır. Hatta, eğer temsil maliyetleri çok yüksek ise, Easterbrook (1984)’un belirttiği gibi, büyüyen firmaların piyasaya olumlu işaret vermek ve firma değerini artırmak için temettü ödemelerini artırması gerekebilir. Başka bir deyişle büyüme oranı, işlem maliyetinden çok temsil maliyeti göstergesi olabilir. Gelecekte yapılacak çalışmalarda, bu durumun geçerliliği araştırılabilir.

İşlem maliyetinin göstergeleri olan firma büyüklüğü, firma riski (beta) ve kaldıraç oranının temettü ödeme oranı üzerinde etkili değişkenler olduğu tespit

edilmiştir. Firmanın riski artıp kaldıraç oranı yükseldikçe, dışsal fon sağlamanın maliyeti artacaktır.

Firmanın temsil maliyeti ve işlem maliyeti yapısı, temettü ödeme oranının belirleyicisi durumundadır. Firmalar temsil ve işlem maliyeti toplamını minimize edecek düzeyde temettü ödemeleri belirleyerek, firma değerine katkı sağlamaktadırlar.

Türkiye’de oldukça yeni olan kurumsal yönetim anlayışının tüm yönleriyle analiz edilmesi için, mevcut veriler yeterli değildir. Gelecekteki çalışmalar için, firmaların yıllık faaliyet raporlarının bir parçası olarak yayınlayacakları Kurumsal Yönetim Uyum Raporları, önemli bir veri kaynağı olacaktır.

Kurumsal yönetim sisteminin geliştirilmesi, bütün firmaların kurumsal yönetim açısından bilinçlendirilmesi ve sermaye piyasaları için güven sağlanması gerekmektedir. Bu nedenle yapılacak çalışmaların, mevcut durumu ve eksiklikleri yansıtması, sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlaması açısından önemlidir.

KAYNAKÇA

- Agrawal, Anup, Gershon N. Mandelker, 1987, "Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions", **The Journal of Finance**, (Sep.), 42, 4: 823-837.
- Alkhafaji, Abbass F., 2001, **Corporate Transformation and Restructuring: A Strategic Approach**, Greenwood Publishing Group, USA.
- Ang, James S., Rebel A. Cole, James Wuh Lin, 2000, "Agency Costs and Ownership Structure", **The Journal of Finance**, (Feb.), 55, 1: 81-106.
- Ararat, Melsa, Mehmet Uğur, 2003, "Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations", **Corporate Governance**, 3, 1: 58-75.
- Baiman, Stanley, 1990, "Agency Research in Managerial Accounting: A Second Look", **Accounting, Organizations and Society**, 15, 4: 341-371.
- Baker, H. Kent, Gail E. Farrelly, Richard B. Edelman, 1985, "A Survey of Management Views on Dividend Policy", **Financial Management**, (Autumn), 14, 3: 78-84.
- Baker, H. Kent, Gary E. Powell, 1999, "How Corporate Managers View Dividend Policy", **Quarterly Journal of Business and Economics**, (Spring), 38, 2: 17-35.
- Baker, H. Kent, Gary E. Powell, E. Theodore Veit, 2002, "Revisiting the Dividend Puzzle – Do All of the Pieces Now Fit?", **Review of Financial Economics**, 11: 241-261.
- Baskin, Jonathan, 1989, "Dividend Policy and the Volatility of Common Stocks", **Journal of Portfolio Management**, (Spring), 15, 3: 19-25.
- Bathala, Chenchuramaiah T., Ramesh P. Rao, 1995, "The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective", **Managerial and Decision Economics**, (Jan.-Feb.), 16, 1: 59-69.

- Baysinger, Barry, Robert E. Hoskisson, 1990, “The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy”, **The Academy of Management Review**, (Jan.), 15, 1: 72-87.
- Bennedsen, Morten, Daniel Wolfenzon, 2000, “The Balance of Power in Closely Held Corporations”, **Journal of Financial Economics**, 58, 1: 113-139.
- Berle, Adolf A., Gardiner C. Means, 1932, **The Modern Corporation and Private Property**, New York, Macmillan, in Robert A.G. Monks, Nell Minow, 2001, **Corporate Governance**, Blackwell Publishers, Massachusetts, USA.
- Bhattacharya, Sudipto, 1979, “Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘The Bird in the Hand’ Fallacy”, **The Bell Journal of Economics**, (Spring), 10, 1: 259-270.
- Black, Fischer, 1976, “The Dividend Puzzle”, **Journal of Portfolio Management**, (Winter), 2, 2: 5-8, in H. Kent Baker, Gary E. Powell, E. Theodore Veit, 2002, “Revisiting the Dividend Puzzle – Do All of the Pieces Now Fit?”, **Review of Financial Economics**, 11: 241-261.
- Bolton, Patrick, Ernst-Ludwig Von Thadden, 1998, “Blocks, Liquidity, and Corporate Control”, **The Journal of Finance**, (Feb.), 53, 1: 1-25.
- Born, Jeffery A., Jame N. Rimbey, 1993, “A Test of the Easterbrook Hypothesis Regarding Dividend Payments and Agency Costs”, **The Journal of Financial Research**, (Fall), 16, 3: 251-260.
- Burkart, Mike, Fausto Panunzi, Andrei Shleifer, 2003, “Family Firms”, **The Journal of Finance**, (Oct.), 58, 5: 2167-2201.
- Bushman, Robert M., Abbie J. Smith, 2001, “Financial Accounting Information and Corporate Governance”, **Journal of Accounting and Economics**, 32: 237-333.
- Carati, Guido, Alireza Tourani Rad, 2000, “Convergence of Corporate Governance Systems”, **Managerial Finance**, 26, 10: 66-83.
- Carlsson, Rolf H., 2001, **Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy**, John Willey & Sons, West Sussex, England.

- Chung, Richard, Michael Firth, Jeong-Bon Kim, 2002, “Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management”, **Journal of Corporate Finance**, 8: 29-48.
- Chung, Richard, Michael Firth, Jeong-Bon Kim, 2005, “Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring”, **Journal of Business Research**, 58, 6: 766-776.
- Coase, R.H., 1937, “The Nature of the Firm”, **Economica**, New Series, (Nov.), 4, 16: 386-405.
- Coffee, John C. Jr., 1991, “Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor”, **Columbia Law Review**, (Oct.), 91, 6: 1277-1368.
- Correia da Silva, Luis, Marc Goergen, Luc Renneboog, 2004, **Dividend Policy and Corporate Governance**, Oxford University Press, New York, USA.
- Crockett, Jean, Irwin Friend, 1988, “Dividend Policy in Perspective: Can Theory Explain Behavior?”, **The Review of Economics and Statistics**, (Nov.), 70, 4: 603-613.
- Crutchley, Claire E., Marlin R.H. Jensen, John S. Jahera, Jr., Jennie E. Raymond, 1999, “Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership”, **International Review of Financial Analysis**, 8, 2: 177-197.
- Crutchley, Claire E., Robert S. Hansen, 1989, “A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends”, **Financial Management**, (Winter), 18, 4 : 36-46.
- David, Parthiban, Rahul Kochhar, 1996, “Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors: Implications for Theory and Practice”, **European Management Journal**, (Oct.), 14, 5: 457-466.
- Davis, E. Philip, 2002, “Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector”, **Economic Systems**, 26: 203-229.

- Dempsey, Stephen J., Gene Laber, 1992, "Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis", **The Journal of Financial Research**, (Winter), 15, 4: 317-321.
- Denis, David J., Paul Hanouna, Atulya Sarin, 2005, "Is There a Dark Side to Incentive Compensation?", **Journal of Corporate Finance**, (Article in Press).
- Diamond, Douglas W., 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", **The Review of Economic Studies**, (July), 51, 3: 393-414.
- Donaldson, Thomas, Lee E. Preston, 1995, "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", **Academy of Management Review**, 20, 1: 65-91.
- Dong, Ming, Chris A. Robinson, Chris Veld, 2005, "Why Individual Investors Want Dividends", **Journal of Corporate Finance**, 12: 121-158.
- Dyl, Edward A., J. Ronald Hoffmeister, 1986, "A Note on Dividend Policy and Beta", **Journal of Business, Finance and Accounting**, (Spring), 13, 1: 107-115.
- Easterbrook, Frank H., 1984, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", **The American Economic Review**, (Sep.), 74, 4: 650-659.
- Easterbrook, Frank H., Daniel R. Fischel, 1989, "The Corporate Contract", **Columbia Law Review**, 89, 7: 1416-1448.
- Eisenberg, Melvin Aron, 1989, "The Structure of Corporation Law", **Columbia Law Review**, 89, 7: 1461-1525.
- Eisenhardt, Kathleen M., 1989, "Agency Theory: An Assessment and Review", **The Academy of Management Review**, (Jan.), 14, 1: 57-74.
- Faccio, Mara, Larry H.P. Lang, 2002, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", **Journal of Financial Economics**, 65: 365-395.
- Faccio, Mara, Larry H.P. Lang, Leslie Young, 2001, "Dividends and Expropriation", **The American Economic Review**, (Mar.), 91, 1: 54-78.
- Fama, Eugene F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", **The Journal of Political Economy**, (Apr.), 88, 2: 288-307.

- Fama, Eugene F., Harvey Babiak, 1968, "Dividend Policy: An Empirical Analysis", **Journal of the American Statistical Association**, (Dec.), 63, 324: 1132-1161.
- Fama, Eugene F., Michael C. Jensen, 1983a, "Separation of Ownership and Control", **Journal of Law and Economics**, (June), 26, 2: 301-325.
- Fama, Eugene F., Michael C. Jensen, 1983b, "Agency Problems and Residual Claims", **Journal of Law and Economics**, (June), 26, 2: 327-349.
- Farrelly, Gail E., H. Kent Baker, 1989, "Corporate Dividends: Views of Institutional Investors", **Akron Business and Economic Review**, (Summer), 20, 2: 89-100.
- Frankfurter, George M., Bob G. Wood Jr., 2002, "Dividend Policy Theories and their Empirical Tests", **International Review of Financial Analysis**, 11: 111-138.
- Franks, Julian, Colin Mayer, 1998, "Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany", **Journal of Banking & Finance**, 22: 1385-1403.
- Garvey, Gerald T., 1992, "Leveraging the Underinvestment Problem: How High Debt and Management Shareholdings Solve the Agency Costs of Free Cash Flow", **The Journal of Financial Research**, (Summer), 15, 2: 149-166.
- Gordon, Myron J., 1962, "The Savings Investment and Valuation of a Corporation", **The Review of Economics and Statistics**, (Feb.), 44, 1: 37-51.
- Gregg, Samuel, 2001, "'Stakeholder' Theory: What It Means for Corporate Governance", **Policy**, (Winter), 17, 2: 33-38.
- Gugler, Klaus, B. Burçin Yurtoğlu, 2003, "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", **European Economic Review**, 47: 731-758.
- Gul, Ferdinand A., Judy S.L. Tsui, 1998, "A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses: Evidence from Audit Pricing", **Journal of Accounting and Economics**, 24: 219-237.
- Gürbüz, A. Osman, Yakup Ergincan, 2004, **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- Hansmann, Henry, Reinier Kraakman, 2004, "The End of History for Corporate Law", s: 33-68, in Jeffrey N. Gordon, Mark J. Roe, (Editors), 2004, **Convergence and Persistence in Corporate Governance**, Cambridge University Press, UK.

- Harris, Milton, Artur Raviv, 1990, "Capital Structure and the Informational Role of Debt", **The Journal of Finance**, (June), 45, 2: 321-349.
- Hermalin, Benjamin E., Michael S. Weisbach, 1988, "The Determinants of Board Composition", **The Rand Journal of Economics**, (Winter), 19, 4: 589-606.
- Higgins, Robert C., 1972, "The Corporate-Dividend Saving Decision", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, (Mar.), 7, 2: 1527-1541.
- Holderness, Clifford G., Dennis P. Sheehan, 1988, "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", **Journal of Financial Economics**, 20: 317-346.
- Jarrell, Gregg A., James A. Brickley, Jeffrey M. Netter, 1988, "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980", **The Journal of Economic Perspectives**, (Winter), 2, 1: 49-68.
- Jensen, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", **American Economic Review**, 76, 2: 323-329.
- Jensen, Michael C., 1988, "Takeovers: Their Causes and Consequences", **The Journal of Economic Perspectives**, (Winter), 2, 1: 21-48.
- Jensen, Michael C., 1993, "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", **The Journal of Finance**, (July), 48, 3: 831-880.
- Jensen, Michael C., 2000a, **A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms**, Harvard University Press, USA.
- Jensen, Michael C., 2000b, "Value Maximization and the Corporate Objective Function", s: 37-57, in Michael Beer, Nitin Nohria (Editors), 2000, **Breaking the Code of Change**, Harvard Business School Press, USA.
- Jensen, Michael C., Richard S. Ruback, 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", **Journal of Financial Economics**, (Apr.), 11, 1: 5-50.
- Jensen, Michael C., William H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, 3: 305-360.

- John, Kose, Joseph Williams, 1985, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium", **The Journal of Finance**, (Sep.), 40, 4: 1053-1070.
- John, Kose, Lemma W. Senbet, 1998, "Corporate Governance and Board Effectiveness", **Journal of Bankig & Finance**, 22: 371-403.
- Johnson, Richard A., Robert E. Hoskisson, Michael A. Hitt, 1993, "Board of Director Involvement in Restructuring: The Effects of Board Versus Managerial Controls and Characteristics", **Strategic Management Journal**, (Summer), 14: 33-50.
- Kahneman, Daniel, Amos Tversky, 1979, "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk", **Econometrica**, (Mar.), 47, 2: 263-292.
- Kang, Jun-Koo, Anil Shivdasani, 1995, "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", **Journal of Financial Economics**, (May), 38, 1: 29-58.
- Kaplan, Steven N., Bernadette A. Minton, 1994, "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers", **Journal of Financial Economics**, (Oct.), 36, 2: 225-258.
- Khan, Raihan, Ravi Dharwadkar, Pamela Brandes, 2004, "Institutional Ownership and CEO Compensation: A Longitudinal Examination", **Journal of Business Research**, (Aug.), 58, 8: 1078-1088.
- Kim, Kenneth A., John R. Nofsinger, 2003, **Corporate Governance**, Pearson Prentice Hall, New Jersey, USA.
- Korgun, Aynur, 1999, "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri", Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, Rapor Sayısı: XIV-12/6-4.
- Köke, Jens, 2004, "The Market for Corporate Control in a Bank-Based Economy: A Governance Device?", **Journal of Corporate Finance**, 10: 53-80.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, 1998, "Law and Finance", **The Journal of Political Economy**, (Dec.), 106, 6: 1113-1155.

- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, 1999, "Corporate Ownership around the World", **The Journal of Finance**, (Apr.), 54, 2: 471-517.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, 2000, "Investor Protection and Corporate Governance", **Journal of Financial Economics**, 58: 3-27.
- Lang, Larry H.P., Robert H. Litzenberger, 1989, "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", **Journal of Financial Economics**, 24: 181-191.
- Lintner, John, 1956, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", **The American Economic Review**, (May), 46, 2: 97-113.
- Lipton, Martin, Jay W. Lorsch, 1992, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", **Business Lawyer**, (Nov.), 48, 1: 59-77.
- Lloyd, William P., John S. Jahera Jr., Daniel E. Page, 1985, "Agency Costs and Dividend Payout Ratios", **Quarterly Journal of Business & Economics**, (Summer), 24, 3: 19-29.
- Maher, Maria, Thomas Andersson, 2002, "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth", s: 386-418, in Joseph A. McCahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers, Luc Renneboog (Editors), 2002, **Corporate Governance Regimes – Convergence and Diversity**, Oxford University Press, USA.
- Mallin, Christine A., 2004, **Corporate Governance**, Oxford University Press, New York, USA.
- Maloney, Michael T., Robert E. McCormick, Mark L. Mitchell, 1993, "Managerial Decision Making and Capital Structure", **The Journal of Business**, (Apr.), 66, 2: 189-217.
- Maury, Benjamin, Anete Pajuste, 2005, "Multiple Large Shareholders and Firm Value", **Journal of Banking & Finance**, (July), 29, 7: 1813-1834.

- McCabe, George M., 1979, "The Empirical Relationship Between Investment and Financing: A New Look", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, (Mar.), 14, 1: 119-135.
- McConnell, John J., Henri Servaes, 1990, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", **Journal of Financial Economics**, 27: 595-612.
- Mehran, Hamid, 1995, "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", **Journal of Financial Economics**, (June), 38, 2: 163-184.
- Miller, Merton H., Franco Modigliani, 1961, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **Journal of Business**, (Oct.), 34, 4: 411-433.
- Miller, Merton H., Kevin Rock, 1985, "Dividend Policy under Asymmetric Information", **The Journal of Finance**, (Sep.), 40, 4: 1031-1051.
- Mitton, Todd, 2004, "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets", **Emerging Markets Review**, (Dec.), 5, 4: 409-426.
- Moh'd, Mahmoud A., Larry G. Perry, James Rimbey, 1995, "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy", **The Financial Review**, (May), 30, 2: 367-385.
- Monks, Robert A.G., Nell Minow, 2001, **Corporate Governance**, Blackwell Publishers, Massachusetts, USA.
- Morck, Randal, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, 1988, "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, 20: 293-315.
- Morgan, Angela G., Annette B. Poulsen, 2001, "Linking Pay to Performance – Compensation Proposals in the S&P 500", **Journal of Financial Economics**, (Dec.), 62, 3: 489-523.
- Patton, Arch, John C. Baker, 1987, "Why Won't Directors Rock the Boat?", **Harvard Business Review**, (Nov.-Dec.), 65, 6: 10-18.
- Pearce, John A. II, Shaker A. Zahra, 1992, "Board Composition from a Strategic Contingency Perspective", **Journal of Management Studies**, (July), 29, 4: 411-438.

- Petra, Steven T., 2005, "Do Outside Independent Directors Strengthen Corporate Boards?", **Corporate Governance**, 5, 1: 55-64.
- Reilly, Frank K., 1994, **Investment Analysis and Portfolio Management**, The Dryden Press, USA.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe, 1996, **Corporate Finance**, Irwin, USA.
- Rozeff, Michael S., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", **The Journal of Financial Research**, (Fall), 5, 3: 249-259.
- Schooley, Diane K., L. Dwayne Barney, Jr., 1994, "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", **The Journal of Financial Research**, (Fall), 17, 3: 363-373.
- Shefrin, Hersh M., Meir Statman, 1984, "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", **Journal of Financial Economics**, 13: 253-282.
- Shleifer, Andrei, Robert W. Vishny, 1986, "Large Shareholders and Corporate Control", **The Journal of Political Economy**, (June), 94, 3: 461-488.
- Shleifer, Andrei, Robert W. Vishny, 1997, "A Survey of Corporate Governance", **The Journal of Finance**, (June), 52, 2: 737-783.
- Singh, Manohar, Wallece N. Davidson III, 2003, "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms", **Journal of Banking & Finance**, (May), 27, 5: 793-816.
- Sloan, Richard G., 2001, "Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion", **Journal of Accounting and Economics**, 32: 335-347.
- Sternberg, Elaine, 1997, "The Defects of Stakeholder Theory", **Corporate Governance**, (Jan.), 5, 1: 3-10.
- Stulz, René M., 1988, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", **Journal of Financial Economics**, 20: 25-54.
- Stulz, René M., 1990, "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", **Journal of Financial Economics**, (July), 26, 1: 3-27.

- Thaler, Richard H., Hersch M. Shefrin, 1981, "An Economic Theory of Self-Control", **The Journal of Political Economy**, (Apr.), 89, 2: 392-406.
- Thomsen, Steen, 2003, "The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards", **European Business Organization Law Review**, 4: 31-50.
- Tihanyi, Laszlo, Alan E. Ellstrand, 1998, "The Involvement of Board of Directors and Institutional Investors in Investing in Transition Economies: An Agency Theory Approach", **Journal of International Management**, 4: 337-351.
- Uğurlu, Mine, 2000, "Agency Costs and Corporate Control Devices in the Turkish Manufacturing Industry", **Journal of Economic Studies**, 27, 6: 566-599.
- Van den Berghe, Lutgart, 2002, **Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence?**, Kluwer Academic Publishers, MA, USA.
- Weisbach, Michael S., 1988, "Outside Directors and CEO Turnover", **Journal of Financial Economics**, 20: 431-460.
- Yermack, David, 1996, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", **Journal of Financial Economics**, (Feb.), 40, 2: 185-211.
- Yermack, David, 1997, "Goog Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements", **The Journal of Finance**, (June), 52, 2: 449-476.
- Yurtoğlu, B. Burçin, 2003, "Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey", **Corporate Ownership & Control**, (Fall), 1, 1: 72-86.
- Yurtoğlu, Burçin B, 2000, "Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms", **Empirica**, 27: 193-222.
- Yurtoğlu, Burçin B, 2001, "Chapter 15 – Turkey", s: 176-183, in Klaus Gugler, (Editor), 2001, **Corporate Governance and Economic Performance**, Oxford University Press, NY, USA.
- Zahra, Shaker A., John A. Pearce II, 1989, "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model", **Journal of Management**, (June), 15, 2: 291-334.
- ECGI, <<http://www.ecgi.org/commission>> (Erişim Tarihi: 28.10.2005).

- İMKB, <http://www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsal_yonetim.htm> (Erişim Tarihi: 28.10.2005).
- İMKB, <<http://www.imkb.gov.tr/malitablo.htm>> (Erişim Tarihi: 8.11.2004).
- İMKB, <<http://www.imkb.gov.tr/veri.htm>> (Erişim Tarihi: 8.11.2004).
- SPK, <http://www.spk.gov.tr/ofd/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_uygulama_anketi_sonuclari.pdf> (Erişim Tarihi: 15.12.2004).
- SPK, <http://www.spk.gov.tr/ofd/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri.pdf> (Erişim Tarihi: 08.03.2005).
- SPK, <http://www.spk.gov.tr/ofd/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri_uyum_raporu.pdf> (Erişim Tarihi: 15.12.2004).
- TKYD, <http://www.tkyd.org/codes_list.asp?ID=Türkiye> (Erişim Tarihi: 17.09.2005).

EK: Çalışmada Kullanılan 2003 Yılına Ait Veriler²

| ŞİRKET KODU | I. BÜYÜK ORTAK | | | II. BÜYÜK ORTAK | | YSO | |
|-------------|---|--------|-----|-----------------|---------|-----|--------|
| | Sahip Adı | BHSO | ÇHV | KYV | S.Oranı | | İBHV |
| ADANA | OYAK | 0,5727 | 1 | 1 | | 0 | 0,4273 |
| AFYON | Ciments Français | 0,7650 | 1 | 1 | | 0 | 0,2350 |
| AKALT | Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş. | 0,3083 | 0 | 1 | 0,2210 | 1 | 0,4707 |
| AKIPD | Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş. | 0,7155 | 1 | 1 | | 0 | 0,2845 |
| AKSA | Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş. | 0,3958 | 0 | 1 | 0,1872 | 1 | 0,4170 |
| ALCAR | Alarko Holding A.Ş. | 0,4203 | 0 | 1 | 0,4203 | 1 | 0,1594 |
| ALCTL | Alcatel N.V. | 0,6500 | 1 | 1 | | 0 | 0,3500 |
| ALTIN | Boyner Holding A.Ş. | 0,7908 | 1 | 1 | | 0 | 0,2092 |
| ARSAN | Mehmet Arıkan | 0,1700 | 0 | 0 | 0,1488 | 1 | 0,4658 |
| ASELS | Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı | 0,8316 | 1 | 1 | | 0 | 0,1684 |
| ATEKS | Haydar Akın Holding A.Ş. | 0,1474 | 0 | 1 | 0,1361 | 1 | 0,7165 |
| BAGFS | Recep Gençer | 0,3063 | 0 | 0 | | 0 | 0,6937 |
| BAKAB | Bakioğlu Holding | 0,7442 | 1 | 1 | | 0 | 0,2558 |
| BERDN | Muhteşem Ekenler | 0,2113 | 0 | 0 | 0,2113 | 1 | 0,5774 |
| BFREN | Robert Bosh GmbH | 0,8449 | 1 | 1 | | 0 | 0,1551 |
| BISAS | Seda Gengörü | 0,1585 | 0 | 0 | 0,1497 | 1 | 0,3964 |
| BOLUC | OYAK | 0,5100 | 1 | 1 | | 0 | 0,4900 |
| BROVA | Ersin Borteçen | 0,2400 | 0 | 0 | 0,2488 | 1 | 0,5112 |
| BSPRO | Bosh_Siemens Hausgerate GMBH | 0,8000 | 1 | 1 | 0,1386 | 1 | 0,0614 |
| BTCIM | Sevinç İzmiroğlu | 0,1056 | 0 | 0 | | 0 | 0,8944 |
| BUCIM | İsmail Tarman | 0,1389 | 0 | 0 | | 0 | 0,8611 |
| BURCE | Kömürcüoğlu İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş. | 0,5325 | 1 | 1 | | 0 | 0,4675 |
| CBSBO | ÇBS Holding A.Ş. | 0,5487 | 1 | 1 | 0,1477 | 1 | 0,3036 |
| CEMETS | Bursa Çimento Fabrikası A.Ş. | 0,5776 | 1 | 1 | | 0 | 0,4224 |
| CEYLN | Osman Özdoğan | 0,1920 | 0 | 0 | 0,1920 | 1 | 0,3920 |
| CYTAS | Turgay Ciner | 0,3131 | 0 | 0 | 0,2172 | 1 | 0,4697 |
| DARDL | Dardanel Gıda Yatırım A.Ş. | 0,5182 | 1 | 1 | | 0 | 0,4818 |
| DERIM | Ümit Zaim | 0,4210 | 0 | 0 | 0,1380 | 1 | 0,3370 |
| DEVA | Depa İlaç Aktif Madde San. Ve Paz. A.Ş. | 0,2453 | 0 | 1 | | 0 | 0,7547 |
| DMSAS | Sarkuysan Elektrolitik Bakır San.Tic. A.Ş. | 0,4444 | 0 | 1 | | 0 | 0,5556 |
| DUROF | İbrahim Okan Duran | 0,2163 | 0 | 0 | 0,1960 | 1 | 0,4753 |
| ECILC | Eczacıbaşı Holding A.Ş. | 0,5638 | 1 | 1 | 0,2088 | 1 | 0,2274 |
| ECYAP | Eczacıbaşı Holding A.Ş. | 0,5202 | 1 | 1 | 0,1100 | 1 | 0,3698 |
| EDIP | Akın Holding A.Ş. | 0,3000 | 0 | 1 | 0,1200 | 1 | 0,5800 |
| EGEEN | Ege Endüstri Holding A.Ş. | 0,6362 | 1 | 1 | | 0 | 0,3638 |
| EGGUB | Gençer Holding | 0,3816 | 0 | 1 | 0,2000 | 1 | 0,4184 |
| EGSER | İbrahim Polat Holding A.Ş. | 0,7208 | 1 | 1 | | 0 | 0,2792 |
| EMKEL | Barmek Holding A.Ş. | 0,5343 | 1 | 1 | | 0 | 0,4657 |
| EPLAS | %10 hisseye sahip ortak yok | 0,0000 | 0 | 0 | | 0 | 1,0000 |
| ERBOS | %10 hisseye sahip ortak yok | 0,0000 | 0 | 0 | | 0 | 1,0000 |
| EREGL | T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başk. | 0,4612 | 0 | 1 | | 0 | 0,5388 |
| ESEMS | Cankurtaran Holding A.Ş. | 0,4082 | 0 | 1 | 0,3900 | 1 | 0,2018 |
| FENIS | Feniş Holding A.Ş. | 0,8491 | 1 | 1 | | 0 | 0,1509 |
| FMIZP | Federal-Mogul Dereli Holding A.Ş. | 0,9040 | 1 | 1 | | 0 | 0,0960 |

² Verilerin halka açık olması, istenildiğinde kolaylıkla ulaşılabilmesi ve tamamının verilmesi halinde sayfa sayısını çok fazla artırması nedeniyle, kullanılan verilerin niteliği hakkında bilgi sunmak amacıyla sadece 2003 yılı verileri eklenmiştir.

| ŞİRKET KODU | I. BÜYÜK ORTAK | | | | II. BÜYÜK ORTAK | | YSO |
|-------------|---|--------|-----|-----|-----------------|------|--------|
| | Sahip Adı | BHSO | ÇHV | KYV | S.Oranı | İBHV | |
| FRIGO | %10 hisseye sahip ortak yok | 0,0000 | 0 | 0 | | 0 | 1,0000 |
| GEDIZ | İbrahim Hasan Şenel | 0,1008 | 0 | 0 | | 0 | 0,8023 |
| GENTS | Genpaz Orm. Ürünleri Paz. Dağ. A.Ş. | 0,1310 | 0 | 1 | | 0 | 0,8690 |
| GOLTS | Göl Yatırım Holding A.Ş. | 0,2756 | 0 | 1 | | 0 | 0,7244 |
| GOODY | Goodyear Tire&Rubber Company | 0,7460 | 1 | 1 | 0,1085 | 1 | 0,1455 |
| GUBRF | Tarım ve Kredi Kooperatifleri Merkez Birl. | 0,8385 | 1 | 1 | | 0 | 0,1615 |
| HEKTS | OYAK | 0,5381 | 1 | 1 | | 0 | 0,4619 |
| HZNR | Enis Yalım Erez | 0,1900 | 0 | 0 | 0,1900 | 1 | 0,3400 |
| IHEVA | İhlas Holding A.Ş. | 0,6361 | 1 | 1 | | 0 | 0,3639 |
| INTEM | Eczacıbaşı Holding A.Ş. | 0,2743 | 0 | 1 | 0,2086 | 1 | 0,5171 |
| ISAMB | Işıklar Yapı Holding A.Ş. | 0,3094 | 0 | 1 | 0,1250 | 1 | 0,4584 |
| IZMDC | Türkiye İş Bankası A.Ş. | 0,5468 | 1 | 1 | | 0 | 0,4532 |
| KAPLM | Sinai ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş. | 0,4364 | 0 | 1 | 0,2917 | 1 | 0,2719 |
| KARTN | Pak Holding A.Ş. | 0,2042 | 0 | 1 | 0,1694 | 1 | 0,3546 |
| KERV | Merzeci Holding A.Ş. | 0,3925 | 0 | 1 | 0,2517 | 1 | 0,3558 |
| KIPA | Tesco PLC | 0,8152 | 1 | 1 | | 0 | 0,1848 |
| KLBM | Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. | 0,6308 | 1 | 1 | | 0 | 0,3692 |
| KLMSN | Şenocak Holding A.Ş. | 0,6101 | 1 | 1 | | 0 | 0,3899 |
| KNFRT | Merko Gıda Sanayi A.Ş. | 0,5010 | 1 | 1 | | 0 | 0,4990 |
| KONYA | Parficim S.A. | 0,5050 | 1 | 1 | | 0 | 0,4950 |
| KOTKS | Grup Tekstil İnşaat Dış Ticaret A.Ş. | 0,3584 | 0 | 1 | 0,1418 | 1 | 0,4998 |
| KRSTL | İhlas Holding A.Ş. | 0,4500 | 0 | 1 | | 0 | 0,5500 |
| KRTEK | %10 hisseye sahip ortak yok | 0,0000 | 0 | 0 | | 0 | 1,0000 |
| KUTPO | Gürok Turizm Madencilik A.Ş. | 0,2653 | 0 | 1 | 0,1570 | 1 | 0,2637 |
| LUKSK | Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşl.A.Ş. | 0,6279 | 1 | 1 | | 0 | 0,3721 |
| MEMSA | Ulutaş Tekstil San. Tic. A.Ş. | 0,7983 | 1 | 1 | | 0 | 0,2017 |
| MERKO | Merko Holding A.Ş. | 0,2992 | 0 | 1 | | 0 | 0,7008 |
| MRDIN | OYAK | 0,5616 | 1 | 1 | | 0 | 0,4384 |
| MTEKS | Metem Turizm Tekstil İnşaat Tic. Yat. A.Ş. | 0,3945 | 0 | 1 | | 0 | 0,6055 |
| MUTLU | Mutlu Holding | 0,7477 | 1 | 1 | | 0 | 0,2523 |
| NETAS | Nortel Networks Intern. Finance&Holdings | 0,5313 | 1 | 1 | 0,1500 | 1 | 0,3187 |
| NTTUR | Net Holding A.Ş. | 0,3212 | 0 | 1 | | 0 | 0,6788 |
| OKANT | Okan Holding A.Ş. | 0,5100 | 1 | 1 | | 0 | 0,4900 |
| PARSN | Güriş İnşaat A.Ş. | 0,6536 | 1 | 1 | 0,1620 | 1 | 0,1844 |
| PENGD | Gençoğlu Holding A.Ş. | 0,5914 | 1 | 1 | 0,1465 | 1 | 0,2621 |
| PETKM | T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başk. | 0,8886 | 1 | 1 | | 0 | 0,1114 |
| PIMAS | Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş. | 0,8730 | 1 | 1 | | 0 | 0,1270 |
| PRKTE | Park Holding A.Ş. | 0,4589 | 0 | 1 | 0,2450 | 1 | 0,2961 |
| PRTAS | ÇBS Holding A.Ş. | 0,5195 | 1 | 1 | | 0 | 0,4805 |
| SARKY | %10 hisseye sahip ortak yoktur | 0,0000 | 0 | 0 | | 0 | 1,0000 |
| SELGD | %10 hisseye sahip ortak yoktur | 0,0000 | 0 | 0 | | 0 | 1,0000 |
| SERVE | Numan Lir | 0,1458 | 0 | 0 | 0,1458 | 1 | 0,7084 |
| SONME | Celal Sönmez | 0,3909 | 0 | 0 | 0,1938 | 1 | 0,2357 |
| TIRE | Yıldız Holding A.Ş. | 0,1500 | 0 | 1 | 0,1064 | 1 | 0,7436 |
| TUKAS | OYAK | 0,7200 | 1 | 1 | | 0 | 0,2800 |
| TUPRS | T.C. Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başk. | 0,6576 | 1 | 1 | | 0 | 0,3424 |
| UCAK | Griffin Endeavour III S.a.r.l. | 0,6000 | 1 | 1 | | 0 | 0,4000 |
| UKIM | Turan Sarıgülle | 0,2297 | 0 | 0 | 0,2000 | 1 | 0,2523 |
| UNTAR | Ünal Holding A.Ş. | 0,1722 | 0 | 1 | | 0 | 0,8278 |
| UNYEC | OYAK | 0,5100 | 1 | 1 | 0,2450 | 1 | 0,0880 |
| USAK | Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. | 0,4726 | 0 | 1 | | 0 | 0,5274 |
| VAKKO | Vakko Holding A.Ş. | 0,7600 | 1 | 1 | | 0 | 0,2400 |
| VANET | Van İl Özel İdaresi | 0,1985 | 0 | 1 | | 0 | 0,8015 |
| VESTL | Collar Holding BV-Holland | 0,5159 | 1 | 1 | | 0 | 0,4841 |
| YATAS | Yılmaz Öztaşkın | 0,3077 | 0 | 0 | 0,1100 | 1 | 0,4815 |

| ŞİRKET KODU | Net Kar | Nakit Temettü | Net Satışlar | Toplam | |
|----------------|----------------|---------------|---------------|-------------------|--------------------------------------|
| | | | | Yabancı Kaynaklar | Toplam Varlıklar Toplam Kaynaklar |
| ADANA | 15.363.866,00 | 0,00 | 149.164.259 | 34.306.428 | 245.047.264 |
| AFYON | 1.018.894,00 | 0,00 | 23.830.865 | 5.089.624 | 11.809.611 |
| AKALT | -8.089.840,00 | 0,00 | 129.516.524 | 55.983.879 | 127.345.128 |
| AKIPD | -8.246.825,00 | 0,00 | 81.942.836 | 33.596.717 | 65.938.205 |
| AKSA | 24.846.533,00 | 0,00 | 565.415.967 | 109.345.831 | 380.038.330 |
| ALCAR | 8.208.808,00 | 0,00 | 166.272.647 | 41.328.398 | 133.410.098 |
| ALCTL | -14.822.527,00 | 0,00 | 243.808.607 | 119.768.263 | 138.111.236 |
| ALTIN | -1.596.154,00 | 0,00 | 168.808.498 | 133.593.676 | 180.892.053 |
| ARSAN | -5.280.054,00 | 0,00 | 82.436.245 | 36.717.176 | 103.191.014 |
| ASELS | 56.856.725,00 | 0,00 | 306.154.848 | 496.141.372 | 678.850.580 |
| ATEKS | 2.751.903,00 | 5.040.000,00 | 159.567.264 | 55.703.485 | 113.478.339 |
| BAGFS | 33.329,00 | 0,00 | 148.608.387 | 50.063.170 | 106.050.866 |
| BAKAB | 2.933.560,00 | 0,00 | 74.477.262 | 18.614.271 | 36.963.233 |
| BERDN | 10.373.489,00 | 0,00 | 103.369.156 | 103.212.445 | 94.861.667 |
| BFREN | 555.855,00 | 0,00 | 52.413.856 | 11.311.440 | 29.528.137 |
| BISAS | -2.005.177,00 | 0,00 | 38.939.415 | 14.609.944 | 31.760.084 |
| BOLUC | 6.576.789,00 | 0,00 | 104.339.156 | 33.212.795 | 143.510.437 |
| BROVA | -5.584.530,00 | 0,00 | 9.175.073 | 13.406.333 | 16.858.484 |
| BSPRO | 47.663.938,00 | 22.121,50 | 986.818.613 | 394.700.790 | 549.571.390 |
| BTCIM | 8.579.007,00 | 7.242.480,00 | 163.634.945 | 30.695.826 | 132.598.143 |
| BUCIM | 2.402.505,75 | 1.887.657,85 | 74.559.305 | 18.156.679 | 70.677.141 |
| BURCE | -475.378,00 | 0,00 | 11.283.931 | 9.472.414 | 11.250.582 |
| CBSBO | 3.158.377,00 | 0,00 | 34.563.207 | 73.122.681 | 19.638.130 |
| CEMTS | 1.894.422,00 | 0,00 | 86.614.728 | 8.602.900 | 46.578.166 |
| CEYLN | -906.688,00 | 0,00 | 25.098.059 | 9.096.977 | 14.631.243 |
| CYTAS | 4.751.613,00 | 0,00 | 22.377.514 | 6.173.338 | 34.259.438 |
| DARDL | 20.057.540,00 | 0,00 | 64.249.179 | 193.751.099 | 51.179.235 |
| DERIM | 211.730,00 | 0,00 | 17.753.432 | 4.714.832 | 10.196.730 |
| DEVA | 23.487.374,00 | 0,00 | 139.975.140 | 104.663.406 | 146.771.465 |
| DMSAS | 4.079.792,00 | 0,00 | 77.171.583 | 50.302.234 | 79.522.872 |
| DUROF | -2.832.003,00 | 0,00 | 18.488.261 | 6.797.110 | 8.807.203 |
| ECILC | 82.549.045,00 | 5.482.080,00 | 307.596.090 | 175.196.839 | 503.252.839 |
| ECYAP | -1.743.934,00 | 0,00 | 227.795.730 | 66.428.492 | 170.350.952 |
| EDIP | -3.399.602,00 | 0,00 | 65.695.801 | 24.270.519 | 77.069.096 |
| EGEEN | -589.604,00 | 0,00 | 27.105.972 | 8.268.657 | 22.364.994 |
| EGGUB | 7.041.946,00 | 803.520,00 | 94.099.671 | 43.224.366 | 57.173.197 |
| EGSER | 6.162.640,00 | 0,00 | 113.966.857 | 94.896.919 | 113.860.010 |
| EMKEL | -4.187.908,00 | 0,00 | 6.282.898 | 15.954.588 | 11.184.872 |
| EPLAS | 98.639,00 | 0,00 | 61.698.487 | 76.823.187 | 79.457.692 |
| ERBOS | 3.502.463,00 | 579.994,20 | 61.833.513 | 14.017.062 | 31.463.378 |
| EREGL | 317.007.296,00 | 44.352.000,00 | 1.947.455.927 | 1.073.580.592 | 3.095.703.967 |
| ESEMS | -5.794.211,00 | 0,00 | 22.793.004 | 33.088.017 | 23.669.794 |
| FENIS | -2.606.594,00 | 0,00 | 38.682.867 | 55.903.560 | 66.470.782 |
| FMIZP | 2.074.947,00 | 0,00 | 30.713.602 | 3.977.334 | 13.944.694 |
| FRIGO | -1.046.466,00 | 0,00 | 20.149.543 | 19.085.239 | 24.090.784 |
| GEDIZ | -22.890.207,00 | 0,00 | 17.284.951 | 6.009.696 | 15.189.998 |
| GENTS | -2.023.188,00 | 0,00 | 34.774.500 | 6.094.315 | 40.153.809 |
| GOLTS | 9.696.161,00 | 6.000.000,00 | 73.024.241 | 17.382.580 | 81.977.307 |
| GOODY | 7.724.855,00 | 0,00 | 445.672.676 | 143.513.138 | 233.401.396 |
| GUBRF | 4.531.456,84 | 0,00 | 253.961.728 | 53.573.348 | 88.291.635 |

| ŞİRKET KODU | Net Kar | Nakit Temettü | Net Satışlar | Toplam | |
|----------------|-----------------|----------------|---------------|-------------------|--------------------------------------|
| | | | | Yabancı Kaynaklar | Toplam Varlıklar Toplam Kaynaklar |
| HEKTS | 6.638.787,00 | 0,00 | 58.970.919 | 16.944.391 | 62.748.479 |
| HZNDR | -383.362,00 | 0,00 | 19.812.348 | 13.203.397 | 19.638.430 |
| IHEVA | 926.328,00 | 0,00 | 52.871.416 | 24.701.565 | 48.177.873 |
| INTEM | -2.779.612,00 | 0,00 | 137.184.813 | 29.940.080 | 43.624.937 |
| ISAMB | 9.414.560,00 | 0,00 | 20.985.962 | 48.751.240 | 23.932.969 |
| IZMDC | -12.667.312,00 | 0,00 | 313.975.981 | 131.290.845 | 298.746.922 |
| KAPLM | 465.231,37 | 0,00 | 36.045.621 | 6.739.403 | 22.682.047 |
| KARTN | 10.601.876,50 | 2.126.247,90 | 115.509.528 | 19.914.304 | 134.134.551 |
| KERVT | 15.296.047,00 | 0,00 | 45.665.714 | 93.900.466 | 49.847.279 |
| KIPA | 819.439,00 | 541.264,01 | 314.384.089 | 58.960.003 | 143.114.388 |
| KLBMÖ | -5.245.109,00 | 0,00 | 29.659.001 | 21.533.301 | 15.832.573 |
| KLMSN | -1.885.720,00 | 0,00 | 55.653.379 | 16.559.207 | 31.401.272 |
| KNFRT | 2.907.484,00 | 0,00 | 23.365.040 | 14.633.268 | 28.316.627 |
| KONYA | 17.075.904,00 | 3.411.408,00 | 69.267.411 | 11.386.047 | 82.380.420 |
| KOTKS | 259.023,00 | 0,00 | 25.985.447 | 12.880.218 | 13.609.935 |
| KRSTL | -2.067.958,00 | 0,00 | 29.106.424 | 2.105.315 | 34.229.260 |
| KRTEK | -1.322.158,00 | 1.755.024,92 | 88.470.262 | 43.069.023 | 80.331.953 |
| KUTPO | 7.588.603,00 | 0,00 | 116.950.187 | 21.605.441 | 77.688.217 |
| LUKSK | 545.257,00 | 312.631,00 | 10.213.736 | 1.193.251 | 6.729.205 |
| MEMSA | 6.140.286,00 | 0,00 | 112.621.036 | 125.481.732 | 167.472.064 |
| MERKO | 13.823.459,00 | 0,00 | 94.000.475 | 94.618.503 | 147.431.803 |
| MRDIN | 12.919.093,00 | 0,00 | 60.682.343 | 12.816.880 | 71.764.908 |
| MTEKS | -1.944.069,00 | 0,00 | 18.662.837 | 9.558.101 | 23.504.668 |
| MUTLU | 1.780.604,00 | 360.000,00 | 112.061.317 | 34.721.117 | 68.342.710 |
| NETAS | -11.729.024,00 | 0,00 | 194.204.062 | 89.270.531 | 181.360.248 |
| NTTUR | -1.615.151,00 | 0,00 | 6.304.661 | 135.428.975 | 152.694.561 |
| OKANT | -7.214.982,00 | 0,00 | 16.465.048 | 13.100.611 | 43.709.991 |
| PARSN | 6.652.254,00 | 0,00 | 46.687.041 | 28.773.923 | 44.010.074 |
| PENGD | -3.241.368,00 | 0,00 | 57.264.718 | 54.890.894 | 53.161.432 |
| PETKM | -215.566.579,00 | 0,00 | 1.061.773.425 | 289.656.657 | 1.164.973.785 |
| PIMAS | 2.213.436,00 | 0,00 | 51.322.134 | 17.463.117 | 25.681.464 |
| PRKTE | 9.442.088,00 | 0,00 | 41.101.455 | 14.301.320 | 84.927.648 |
| PRTAS | 2.577.775,00 | 0,00 | 15.428.010 | 18.911.907 | 19.119.862 |
| SARKY | 3.980.399,00 | 2.000.000,00 | 318.079.023 | 55.437.612 | 133.386.846 |
| SELGD | -3.239.847,00 | 0,00 | 15.214.491 | 13.926.651 | 30.199.681 |
| SERVE | 640.508,00 | 0,00 | 7.664.472 | 1.881.009 | 5.277.291 |
| SONME | -3.511.396,36 | 0,00 | 69.705.306 | 17.593.933 | 73.698.059 |
| TIRE | -2.982.315,12 | 2.500.000,00 | 113.588.580 | 35.003.175 | 93.845.491 |
| TUKAS | -4.180.545,00 | 0,00 | 128.627.065 | 86.323.992 | 104.603.088 |
| TUPRS | 412.850.650,00 | 356.259.658,84 | 9.060.439.981 | 1.783.846.259 | 3.440.404.040 |
| UCAK | 15.704.751,00 | 3.526.423,00 | 129.749.350 | 25.992.858 | 67.300.625 |
| UKIM | 529.719,50 | 0,00 | 39.892.365 | 24.133.685 | 38.573.497 |
| UNTAR | -2.183.542,00 | 0,00 | 16.163.324 | 10.819.962 | 24.588.073 |
| UNYEC | 1.334.728,00 | 0,00 | 71.804.201 | 82.227.654 | 158.232.623 |
| USAK | -5.694.367,00 | 0,00 | 13.827.653 | 10.366.578 | 16.350.807 |
| VAKKO | 821.396,00 | 0,00 | 75.991.094 | 29.420.188 | 63.590.851 |
| VANET | 1.084.533,00 | 0,00 | 27.751.512 | 6.094.010 | 20.712.975 |
| VESTL | 60.932.390,00 | 0,00 | 1.712.574.277 | 1.392.785.238 | 1.929.043.514 |
| YATAS | -6.101.855,00 | 0,00 | 87.998.258 | 58.609.713 | 80.765.306 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 03.01.03 | 10.01.03 | 17.01.03 | 24.01.03 | 31.01.03 | 07.02.03 |
| XUTUM | 10.528,25000 | 9.936,89000 | 10.074,43000 | 10.524,91000 | 10.743,08000 | 10.714,85000 |
| ADANA | 1,53654 | 1,58611 | 1,73481 | 1,78437 | 1,73481 | 1,75959 |
| AFYON | 145,00000 | 140,00000 | 142,50000 | 157,50000 | 170,00000 | 155,00000 |
| AKALT | 4,45455 | 4,31818 | 4,36364 | 4,50000 | 4,72727 | 4,72727 |
| AKIPD | 1,13496 | 1,08910 | 1,12349 | 1,12349 | 1,19228 | 1,13496 |
| AKSA | 11,74537 | 11,18606 | 11,37250 | 11,74537 | 11,55893 | 10,99963 |
| ALCAR | 7,46828 | 7,11265 | 7,23120 | 7,23120 | 7,23120 | 7,34974 |
| ALCTL | 3,73004 | 3,55854 | 3,73004 | 3,85866 | 3,81579 | 3,90153 |
| ALTIN | 1,30008 | 1,15007 | 1,10007 | 1,15007 | 1,37508 | 1,37508 |
| ARSAN | 9,10000 | 8,00000 | 6,80000 | 7,50000 | 7,10000 | 7,10000 |
| ASELS | 13,66867 | 13,22052 | 13,44459 | 13,89275 | 14,56498 | 15,01313 |
| ATEKS | 2,16932 | 1,99578 | 1,93070 | 2,03916 | 2,01747 | 2,01747 |
| BAGFS | 15,78613 | 14,57181 | 14,57181 | 14,87539 | 15,48255 | 15,78613 |
| BAKAB | 4,10000 | 5,10000 | 5,20000 | 5,00000 | 4,90000 | 4,95000 |
| BERDN | 1,67500 | 1,55000 | 1,50000 | 1,50000 | 1,57500 | 1,52500 |
| BFREN | 3,03308 | 2,99036 | 2,96900 | 3,01172 | 3,93019 | 3,65251 |
| BISAS | 1,25000 | 1,17500 | 1,22500 | 1,25000 | 1,40000 | 1,37500 |
| BOLUC | 0,64148 | 0,59103 | 0,58382 | 0,59103 | 0,61986 | 0,64148 |
| BROVA | 1,87974 | 1,64146 | 1,48261 | 1,48261 | 1,48285 | 1,51655 |
| BSPRO | 22,75783 | 19,04227 | 18,11338 | 17,18449 | 17,64893 | 16,48782 |
| BTCIM | 2,24256 | 2,12854 | 2,12854 | 2,12854 | 2,12854 | 2,12854 |
| BUCIM | 4,95956 | 4,84684 | 4,84684 | 4,84684 | 4,95956 | 4,95956 |
| BURCE | 6,70000 | 7,30000 | 8,50000 | 9,00000 | 7,30000 | 6,10000 |
| CBSBO | 1,30728 | 1,14387 | 1,09718 | 1,09718 | 1,14387 | 1,05050 |
| CEMTS | 0,64217 | 0,59460 | 0,60055 | 0,63028 | 0,63028 | 0,63028 |
| CEYLN | 1,65911 | 1,59092 | 1,63638 | 1,61365 | 1,61365 | 1,52274 |
| CYTAS | 1,25000 | 1,15385 | 1,13461 | 1,17308 | 1,19231 | 1,55769 |
| DARDL | 0,61200 | 0,63900 | 0,63900 | 0,68400 | 0,69300 | 0,74700 |
| DERIM | 2,36113 | 1,52779 | 1,34723 | 1,29168 | 1,31946 | 1,20834 |
| DEVA | 0,78091 | 0,69724 | 0,67865 | 0,68794 | 0,77161 | 0,90176 |
| DMSAS | 0,35283 | 0,34617 | 0,35283 | 0,35948 | 0,35948 | 0,34617 |
| DUROF | 0,98000 | 0,99000 | 0,99000 | 1,02500 | 1,01000 | 0,97000 |
| ECILC | 0,70908 | 0,67890 | 0,66382 | 0,70908 | 0,75434 | 0,76942 |
| ECYAP | 1,43451 | 1,51421 | 1,53413 | 1,53413 | 1,51421 | 1,47436 |
| EDIP | 1,20214 | 1,09083 | 1,13535 | 1,20214 | 1,22440 | 1,20214 |
| EGEEN | 8,90000 | 8,30000 | 7,60000 | 8,00000 | 8,80000 | 9,50000 |
| EGGUB | 4,82116 | 4,36200 | 4,27017 | 4,40792 | 4,36200 | 4,49975 |
| EGSER | 0,47183 | 0,43599 | 0,44197 | 0,44794 | 0,54350 | 0,58531 |
| EMKEL | 0,51870 | 0,50360 | 0,48110 | 0,49610 | 0,49610 | 0,48110 |
| EPLAS | 0,53289 | 0,46830 | 0,46830 | 0,46291 | 0,46291 | 0,45215 |
| ERBOS | 3,27876 | 3,13620 | 3,23124 | 3,18372 | 3,65890 | 3,46883 |
| EREGL | 1,50737 | 1,54983 | 1,57106 | 1,61352 | 1,65598 | 1,63475 |
| ESEMS | 0,45849 | 0,41512 | 0,41512 | 0,40273 | 0,43371 | 0,40273 |
| FENIS | 1,22222 | 1,14815 | 1,14815 | 1,33333 | 1,35185 | 1,29629 |
| FMIZP | 173,22677 | 151,57342 | 177,55744 | 199,21078 | 174,49963 | 167,22881 |
| FRIGO | 0,87788 | 0,94984 | 0,87788 | 0,77714 | 0,69799 | 0,59005 |
| GEDIZ | 1,20000 | 1,17500 | 1,15000 | 1,12500 | 1,15000 | 1,15000 |
| GENTS | 1,03697 | 0,97113 | 1,00405 | 1,06989 | 1,15219 | 1,03697 |
| GOLTS | 5,12877 | 4,89564 | 4,81794 | 4,89564 | 4,97335 | 4,89564 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 03.01.03 | 10.01.03 | 17.01.03 | 24.01.03 | 31.01.03 | 07.02.03 |
| GOODY | 11,25000 | 11,00000 | 11,50000 | 13,00000 | 13,25000 | 13,75000 |
| GUBRF | 1,03619 | 0,99433 | 0,98386 | 1,00479 | 0,99433 | 0,99433 |
| HEKTS | 0,46868 | 0,43263 | 0,44164 | 0,46868 | 0,45967 | 0,45066 |
| HZNDR | 0,63335 | 0,61668 | 0,60835 | 0,68335 | 0,68335 | 0,65001 |
| IHEVA | 1,38360 | 1,30810 | 1,20750 | 1,45910 | 1,81130 | 1,91190 |
| INTEM | 1,82000 | 1,74000 | 1,68000 | 1,70000 | 1,68000 | 1,70000 |
| ISAMB | 1,61228 | 1,43493 | 2,48292 | 3,46641 | 3,38579 | 4,03071 |
| IZMDC | 0,99000 | 0,92000 | 0,93000 | 1,07500 | 1,10000 | 1,17500 |
| KAPLM | 2,47908 | 2,36971 | 2,73428 | 2,55199 | 2,62490 | 2,66136 |
| KARTN | 44,78716 | 45,68290 | 48,37013 | 49,26588 | 48,37013 | 49,26588 |
| KERVT | 1,27500 | 1,17500 | 1,20000 | 1,30000 | 1,27500 | 1,32500 |
| KIPA | 11,48490 | 11,48490 | 11,48490 | 12,95105 | 11,97361 | 11,97361 |
| KLBMO | 0,92000 | 0,89000 | 0,88000 | 0,88000 | 0,88000 | 0,86000 |
| KLMSN | 2,75000 | 2,45000 | 2,45000 | 2,45000 | 2,45000 | 2,65000 |
| KNFRT | 1,30000 | 1,35000 | 1,37500 | 1,35000 | 1,37500 | 1,25000 |
| KONYA | 10,23775 | 9,79263 | 9,57007 | 9,79263 | 9,57007 | 10,01519 |
| KOTKS | 1,27191 | 1,18823 | 1,22170 | 1,22170 | 1,23844 | 1,28864 |
| KRSTL | 2,00516 | 1,66626 | 1,55330 | 1,46857 | 1,66626 | 1,49681 |
| KRTEK | 0,61166 | 0,61166 | 0,59656 | 0,61166 | 0,60411 | 0,60411 |
| KUTPO | 14,75000 | 14,25000 | 14,75000 | 15,00000 | 15,00000 | 15,25000 |
| LUKSK | 2,59724 | 2,38080 | 2,38080 | 2,93392 | 2,59724 | 2,74153 |
| MEMSA | 0,41846 | 0,42521 | 0,41171 | 0,41846 | 0,41171 | 0,41171 |
| MERKO | 0,50000 | 0,49000 | 0,49000 | 0,49000 | 0,49000 | 0,51500 |
| MRDIN | 1,05318 | 1,03620 | 1,03620 | 1,10414 | 1,12113 | 1,18908 |
| MTEKS | 0,64190 | 0,60590 | 0,60590 | 0,59870 | 0,60590 | 0,59870 |
| MUTLU | 0,26541 | 0,24679 | 0,25610 | 0,26076 | 0,25610 | 0,25610 |
| NETAS | 23,76816 | 22,59152 | 23,53283 | 24,47414 | 24,47414 | 25,41546 |
| NTTUR | 0,24530 | 0,24040 | 0,25021 | 0,26002 | 0,23549 | 0,22568 |
| OKANT | 0,62500 | 0,68750 | 0,63750 | 0,67500 | 0,67500 | 0,63750 |
| PARSN | 0,22867 | 0,21108 | 0,23219 | 0,22516 | 0,22516 | 0,21812 |
| PENGD | 0,56230 | 0,54800 | 0,54800 | 0,56940 | 0,59790 | 0,62630 |
| PETKM | 6,20000 | 6,50000 | 6,60000 | 6,90000 | 7,10000 | 6,80000 |
| PIMAS | 1,20000 | 1,17500 | 1,22500 | 1,22500 | 1,30000 | 1,27500 |
| PRKTE | 1,46000 | 1,34000 | 1,36000 | 1,38000 | 1,44000 | 1,56000 |
| PRTAS | 1,38572 | 1,21068 | 1,10857 | 1,10857 | 1,13775 | 1,06481 |
| SARKY | 0,87351 | 0,87351 | 0,87351 | 0,93590 | 0,90471 | 0,88911 |
| SELGD | 0,75170 | 0,64920 | 0,64070 | 0,65780 | 0,73460 | 0,77740 |
| SERVE | 0,37370 | 0,34420 | 0,35400 | 0,37370 | 0,36390 | 0,36390 |
| SONME | 0,72601 | 0,78081 | 0,83560 | 0,80820 | 0,79450 | 0,83560 |
| TIRE | 0,99719 | 0,98231 | 0,96743 | 0,99719 | 1,02696 | 1,01208 |
| TUKAS | 0,94003 | 0,87367 | 0,85155 | 0,88473 | 0,88473 | 0,94003 |
| TUPRS | 5,88395 | 5,44810 | 5,44810 | 5,81131 | 5,81131 | 5,81131 |
| UCAK | 1,59608 | 1,54007 | 1,48407 | 1,51207 | 1,56808 | 1,59608 |
| UKIM | 1,17126 | 1,11636 | 1,17126 | 1,18956 | 1,22617 | 1,20787 |
| UNTAR | 0,64847 | 0,60690 | 0,61522 | 0,61522 | 0,64016 | 0,64016 |
| UNYEC | 0,83333 | 0,78333 | 0,78333 | 0,80000 | 0,85000 | 0,85000 |
| USAK | 0,59459 | 0,55087 | 0,55087 | 0,55087 | 0,72575 | 0,66455 |
| VAKKO | 2,40000 | 2,27500 | 2,27500 | 2,32500 | 2,42500 | 2,42500 |
| VANET | 1,39360 | 1,40840 | 1,42330 | 1,45290 | 1,49740 | 1,69010 |
| VESTL | 3,25000 | 3,10000 | 3,40000 | 3,55000 | 3,50000 | 3,50000 |
| YATAS | 0,72321 | 0,55357 | 0,58035 | 0,59821 | 0,58035 | 0,60714 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | 21.02.03 | 28.02.03 | 07.03.03 | 14.03.03 | 21.03.03 | 28.03.03 |
| XUTUM | 11.411,78000 | 11.256,97000 | 10.690,65000 | 10.363,68000 | 9.209,71000 | 9.436,20000 |
| ADANA | 1,78437 | 1,80915 | 1,73481 | 1,73481 | 1,63567 | 1,63567 |
| AFYON | 167,50000 | 162,50000 | 167,50000 | 182,50000 | 152,50000 | 157,50000 |
| AKALT | 5,09091 | 5,00000 | 5,00000 | 4,81818 | 4,27273 | 4,63636 |
| AKIPD | 1,14642 | 1,13496 | 1,07764 | 1,07764 | 0,98592 | 0,98592 |
| AKSA | 11,93180 | 11,55893 | 11,18606 | 11,18606 | 10,62676 | 10,81319 |
| ALCAR | 8,06101 | 8,41664 | 7,70537 | 7,82392 | 7,11265 | 6,87556 |
| ALCTL | 4,20165 | 4,11590 | 3,90153 | 3,81579 | 3,42992 | 3,73004 |
| ALTIN | 1,32508 | 1,35008 | 1,27508 | 1,27508 | 1,02506 | 1,04006 |
| ARSAN | 7,50000 | 6,20000 | 3,20000 | 2,65000 | 1,87500 | 1,95000 |
| ASELS | 13,89275 | 14,34090 | 13,22052 | 12,54829 | 9,85937 | 10,75567 |
| ATEKS | 2,08255 | 2,06086 | 1,90901 | 1,86562 | 1,58361 | 1,54022 |
| BAGFS | 16,39329 | 16,08971 | 15,48255 | 15,33076 | 12,90213 | 13,05391 |
| BAKAB | 4,75000 | 5,00000 | 5,30000 | 5,10000 | 4,65000 | 4,95000 |
| BERDN | 1,60000 | 1,60000 | 1,50000 | 1,52500 | 1,27500 | 1,27500 |
| BFREN | 3,71659 | 3,58843 | 3,46027 | 3,50299 | 3,09716 | 3,01172 |
| BISAS | 1,70000 | 1,87500 | 2,17500 | 2,20000 | 1,25000 | 1,27500 |
| BOLUC | 0,69914 | 0,86492 | 0,79284 | 0,74960 | 0,74960 | 0,73518 |
| BROVA | 1,51655 | 1,51655 | 1,44915 | 1,43230 | 1,26379 | 1,24694 |
| BSPRO | 19,04227 | 17,64893 | 16,72004 | 16,72004 | 15,09448 | 15,32670 |
| BTCIM | 2,12854 | 2,16655 | 2,09053 | 2,05252 | 1,80545 | 1,88578 |
| BUCIM | 4,95956 | 4,95956 | 4,95956 | 5,07228 | 4,84684 | 5,07228 |
| BURCE | 6,50000 | 6,30000 | 6,20000 | 5,90000 | 4,90000 | 5,20000 |
| CBSBO | 1,07384 | 1,07384 | 1,02715 | 1,21391 | 0,93377 | 1,02715 |
| CEMTS | 0,66595 | 0,74920 | 0,76109 | 0,70163 | 0,65406 | 0,76109 |
| CEYLN | 1,65911 | 1,84093 | 1,68184 | 1,61365 | 1,38638 | 1,40911 |
| CYTAS | 1,51923 | 1,57692 | 1,53846 | 1,44231 | 1,23077 | 1,28846 |
| DARDL | 0,75600 | 0,75600 | 0,75600 | 0,72000 | 0,63000 | 0,63900 |
| DERIM | 1,52779 | 1,66668 | 1,52779 | 1,55557 | 1,16668 | 1,16668 |
| DEVA | 0,92965 | 0,94825 | 0,92036 | 0,87387 | 0,77161 | 0,75302 |
| DMSAS | 0,34617 | 0,35948 | 0,34617 | 0,33285 | 0,29957 | 0,30955 |
| DUROF | 1,02500 | 1,15000 | 1,20000 | 1,27500 | 1,32500 | 1,72500 |
| ECILC | 0,73925 | 0,73925 | 0,69399 | 0,73925 | 0,69399 | 0,72416 |
| ECYAP | 1,43451 | 1,47436 | 1,39467 | 1,41459 | 1,23528 | 1,21535 |
| EDIP | 1,24666 | 1,26892 | 1,24666 | 1,22440 | 1,06857 | 1,11309 |
| EGEEN | 11,25000 | 10,50000 | 9,50000 | 9,60000 | 8,30000 | 8,90000 |
| EGGUB | 4,63750 | 4,49975 | 4,13242 | 4,31609 | 3,85693 | 3,58143 |
| EGSER | 0,54947 | 0,57336 | 0,54350 | 0,52558 | 0,45988 | 0,45988 |
| EMKEL | 0,51110 | 0,51870 | 0,66150 | 0,54690 | 0,43290 | 0,44220 |
| EPLAS | 0,49521 | 0,48444 | 0,45753 | 0,44676 | 0,37679 | 0,38217 |
| ERBOS | 3,46883 | 3,32627 | 3,42131 | 3,27876 | 3,18372 | 3,23124 |
| EREGL | 1,67722 | 1,48614 | 1,42245 | 1,37999 | 1,29507 | 1,29507 |
| ESEMS | 0,48327 | 0,50186 | 0,47708 | 0,46468 | 0,41512 | 0,40273 |
| FENIS | 1,31481 | 1,31481 | 1,25926 | 1,33333 | 1,20370 | 1,16667 |
| FMIZP | 159,95799 | 155,11078 | 150,26357 | 152,68717 | 140,56914 | 133,29833 |
| FRIGO | 0,64042 | 0,64762 | 0,61884 | 0,61164 | 0,56127 | 0,61884 |
| GEDIZ | 1,20000 | 1,17500 | 1,10000 | 1,10000 | 0,97000 | 0,95000 |
| GENTS | 1,05343 | 1,10281 | 1,10281 | 1,11927 | 0,87237 | 0,90529 |
| GOLTS | 6,13898 | 5,90586 | 5,67273 | 5,82815 | 5,43960 | 5,59502 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 21.02.03 | 28.02.03 | 07.03.03 | 14.03.03 | 21.03.03 | 28.03.03 |
| GOODY | 13,50000 | 13,50000 | 13,00000 | 12,75000 | 11,50000 | 11,50000 |
| GUBRF | 1,01526 | 1,01526 | 1,07283 | 1,02573 | 0,95246 | 0,96293 |
| HEKTS | 0,48671 | 0,50473 | 0,49572 | 0,48671 | 0,42362 | 0,43263 |
| HZNR | 0,79168 | 0,68335 | 0,64168 | 0,62501 | 0,50001 | 0,55001 |
| IHEVA | 2,01250 | 1,93700 | 2,01250 | 2,01250 | 1,58940 | 1,85430 |
| INTEM | 1,78000 | 1,78000 | 1,68000 | 1,66000 | 1,50000 | 1,48000 |
| ISAMB | 5,88483 | 6,20729 | 4,11132 | 4,03071 | 3,16007 | 3,62764 |
| IZMDC | 1,17500 | 1,17500 | 1,12500 | 1,07500 | 0,94000 | 1,02500 |
| KAPLM | 2,58845 | 2,58845 | 2,58845 | 2,47908 | 2,15096 | 2,18742 |
| KARTN | 49,26588 | 49,26588 | 50,16162 | 49,26588 | 49,26588 | 51,95311 |
| KERTV | 1,40000 | 1,42500 | 1,50000 | 1,60000 | 1,35000 | 1,60000 |
| KIPA | 11,48490 | 13,19541 | 13,19541 | 13,68413 | 12,21797 | 8,50371 |
| KLBM | 0,89000 | 0,88000 | 0,86000 | 0,86000 | 0,72000 | 0,72000 |
| KLMSN | 2,75000 | 2,75000 | 2,55000 | 2,47500 | 2,20000 | 2,15000 |
| KNFRT | 1,30000 | 1,25000 | 1,25000 | 1,27500 | 1,30000 | 1,32500 |
| KONYA | 10,01519 | 10,23775 | 10,01519 | 10,01519 | 9,12495 | 9,57007 |
| KOTKS | 1,27191 | 1,37232 | 1,33885 | 1,25517 | 1,17150 | 1,20497 |
| KRSTL | 1,58154 | 1,58154 | 1,63802 | 1,46857 | 1,25676 | 1,25676 |
| KRTEK | 0,61921 | 0,61921 | 0,61166 | 0,61921 | 0,57390 | 0,61921 |
| KUTPO | 16,00000 | 15,75000 | 15,50000 | 15,25000 | 14,00000 | 14,50000 |
| LUKSK | 2,88582 | 2,78963 | 2,74153 | 2,64534 | 2,74153 | 3,27060 |
| MEMSA | 0,43870 | 0,47920 | 0,46570 | 0,49945 | 0,44545 | 0,44545 |
| MERKO | 0,60000 | 0,58750 | 0,53750 | 0,56250 | 0,47000 | 0,55000 |
| MRDIN | 1,24004 | 1,25702 | 1,18908 | 1,15510 | 1,07017 | 1,08716 |
| MTEKS | 0,62750 | 0,63470 | 0,60590 | 0,59150 | 0,50490 | 0,52650 |
| MUTLU | 0,27473 | 0,32129 | 0,33526 | 0,29801 | 0,26076 | 0,27007 |
| NETAS | 26,35677 | 26,35677 | 25,88611 | 25,41546 | 22,35619 | 23,06217 |
| NTTUR | 0,23549 | 0,22568 | 0,22077 | 0,22077 | 0,21587 | 0,21587 |
| OKANT | 0,68750 | 0,68750 | 0,65000 | 0,63750 | 0,56250 | 0,56250 |
| PARSN | 0,24275 | 0,23923 | 0,23923 | 0,27793 | 0,21108 | 0,21460 |
| PENG | 0,60510 | 0,54090 | 0,50540 | 0,55520 | 0,52670 | 0,57650 |
| PETKM | 7,00000 | 6,90000 | 6,60000 | 6,30000 | 5,80000 | 7,10000 |
| PIMAS | 1,27500 | 1,22500 | 1,20000 | 1,25000 | 1,10000 | 1,10000 |
| PRKTE | 1,58000 | 1,56000 | 1,46000 | 1,40000 | 1,24000 | 1,32000 |
| PRTAS | 1,16692 | 1,15233 | 1,10857 | 1,31278 | 1,00647 | 1,15233 |
| SARKY | 0,92031 | 0,99830 | 0,98270 | 0,90471 | 0,85791 | 0,88911 |
| SELGD | 1,06780 | 1,21730 | 1,06780 | 1,06780 | 1,02510 | 1,23870 |
| SERVE | 0,37370 | 0,40320 | 0,37860 | 0,37860 | 0,35890 | 0,37860 |
| SONME | 0,87669 | 0,78081 | 0,78081 | 0,71231 | 0,65752 | 0,64382 |
| TIRE | 0,99719 | 0,96743 | 0,95254 | 0,90789 | 0,75906 | 0,77394 |
| TUKAS | 0,96214 | 0,98426 | 0,95108 | 0,91791 | 0,82943 | 0,84049 |
| TUPRS | 6,46508 | 6,31980 | 6,17452 | 6,17452 | 5,59339 | 5,73867 |
| UCAK | 1,68008 | 1,68008 | 1,68008 | 1,65208 | 1,65208 | 1,68008 |
| UKIM | 1,35427 | 1,29937 | 1,31767 | 1,33597 | 1,11636 | 1,09806 |
| UNTAR | 0,68173 | 0,66510 | 0,64016 | 0,62353 | 0,49051 | 0,58196 |
| UNYEC | 0,93333 | 1,03333 | 0,95000 | 0,95000 | 0,83333 | 0,86667 |
| USAK | 0,65580 | 0,64706 | 0,60334 | 0,59459 | 0,52464 | 0,54213 |
| VAKKO | 2,70000 | 2,65000 | 2,65000 | 2,70000 | 2,40000 | 2,35000 |
| VANET | 1,66050 | 1,86810 | 1,80880 | 1,69010 | 1,57150 | 1,48260 |
| VESTL | 3,65000 | 3,65000 | 3,55000 | 3,40000 | 3,20000 | 3,35000 |
| YATAS | 0,62499 | 0,71428 | 0,67857 | 0,64285 | 0,53571 | 0,54464 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 04.04.03 | 11.04.03 | 18.04.03 | 25.04.03 | 02.05.03 | 09.05.03 |
| XUTUM | 10.187,60000 | 10.388,03000 | 11.056,97000 | 11.142,57000 | 11.103,90000 | 10.476,50000 |
| ADANA | 1,85872 | 2,13133 | 2,20568 | 2,20568 | 2,16012 | 1,84164 |
| AFYON | 162,50000 | 157,50000 | 160,00000 | 161,00000 | 165,00000 | 160,00000 |
| AKALT | 4,81818 | 4,72727 | 5,36364 | 5,63636 | 5,36364 | 4,90909 |
| AKIPD | 1,04324 | 1,07764 | 1,28399 | 1,20374 | 1,15789 | 1,08681 |
| AKSA | 11,37250 | 11,55893 | 12,60296 | 12,90126 | 12,15552 | 11,70808 |
| ALCAR | 7,23120 | 7,94246 | 8,12028 | 8,23882 | 8,65373 | 9,06863 |
| ALCTL | 3,81579 | 3,85866 | 4,22309 | 4,13734 | 4,20165 | 3,77291 |
| ALTIN | 1,20007 | 1,17500 | 1,25000 | 1,20000 | 1,17000 | 1,06000 |
| ARSAN | 2,70000 | 2,70000 | 3,12500 | 3,00000 | 2,90000 | 2,67500 |
| ASELS | 10,30752 | 8,96306 | 10,66604 | 10,66604 | 10,03863 | 8,87343 |
| ATEKS | 1,88731 | 1,88731 | 2,09991 | 2,04784 | 2,11726 | 2,04784 |
| BAGFS | 14,42002 | 15,17897 | 15,63434 | 15,23969 | 16,39329 | 15,17897 |
| BAKAB | 5,30000 | 4,65000 | 4,52500 | 4,22500 | 4,17500 | 4,15000 |
| BERDN | 1,42500 | 1,42500 | 1,56000 | 1,49000 | 1,49000 | 1,44000 |
| BFREN | 3,22532 | 3,35348 | 3,42823 | 3,37484 | 3,53503 | 3,65251 |
| BISAS | 1,40000 | 1,47500 | 1,55000 | 1,53000 | 1,55000 | 1,44000 |
| BOLUC | 0,82167 | 0,93700 | 1,08836 | 1,16764 | 1,10619 | 0,93031 |
| BROVA | 1,70191 | 2,27197 | 2,37370 | 2,25502 | 2,27197 | 2,45848 |
| BSPRO | 16,48782 | 16,95226 | 17,55604 | 17,64893 | 18,48493 | 19,04227 |
| BTCIM | 2,02474 | 2,26294 | 2,16369 | 2,22324 | 2,20339 | 2,06444 |
| BUCIM | 5,18500 | 5,19839 | 5,34016 | 5,19839 | 5,15113 | 5,19839 |
| BURCE | 5,40000 | 5,60000 | 5,95000 | 5,95000 | 6,20000 | 5,85000 |
| CBSBO | 1,05050 | 1,07384 | 1,29795 | 1,21391 | 1,38198 | 1,26059 |
| CEMTS | 0,80866 | 0,85623 | 0,90974 | 1,03461 | 1,01677 | 0,90974 |
| CEYLN | 1,50001 | 1,56820 | 1,73865 | 1,71593 | 1,67047 | 1,67047 |
| CYTAS | 1,36538 | 1,40384 | 1,56923 | 1,66154 | 1,61538 | 2,00000 |
| DARDL | 0,67500 | 0,75600 | 0,81000 | 0,80100 | 0,78300 | 0,72000 |
| DERIM | 1,31946 | 1,38890 | 1,58335 | 1,50001 | 1,50001 | 1,41668 |
| DEVA | 0,79950 | 0,82739 | 0,85528 | 0,87015 | 0,87759 | 0,86272 |
| DMSAS | 0,33285 | 0,35283 | 0,36614 | 0,39610 | 0,47598 | 0,48930 |
| DUROF | 1,82500 | 2,65000 | 2,95000 | 3,32500 | 2,75000 | 3,17500 |
| ECILC | 0,76942 | 0,78451 | 0,82072 | 0,83279 | 0,80261 | 0,77847 |
| ECYAP | 1,29505 | 1,41459 | 1,90272 | 1,68887 | 1,58887 | 1,62221 |
| EDIP | 1,24666 | 1,31344 | 1,39804 | 1,39804 | 1,40694 | 1,21995 |
| EGEEN | 11,00000 | 12,75000 | 13,20000 | 12,90000 | 13,30000 | 12,90000 |
| EGGUB | 3,76510 | 4,17834 | 4,24721 | 4,20130 | 4,47679 | 5,32624 |
| EGSER | 0,52558 | 0,53155 | 0,57336 | 0,59128 | 0,59725 | 0,56739 |
| EMKEL | 0,53530 | 0,52360 | 0,56470 | 0,55980 | 0,58900 | 0,58900 |
| EPLAS | 0,42523 | 0,46830 | 0,49521 | 0,48444 | 0,52751 | 0,53289 |
| ERBOS | 3,27876 | 3,65890 | 3,58762 | 3,63514 | 4,34792 | 4,20536 |
| EREGL | 1,35876 | 1,35876 | 1,60503 | 1,62202 | 1,55408 | 1,52860 |
| ESEMS | 0,49566 | 0,58240 | 0,58240 | 0,76828 | 1,12763 | 1,30112 |
| FENIS | 1,25926 | 1,35185 | 1,38518 | 1,42222 | 1,41481 | 1,36296 |
| FMIZP | 140,56914 | 142,99275 | 152,20245 | 156,08022 | 180,31628 | 162,86632 |
| FRIGO | 0,70518 | 0,66201 | 0,68000 | 0,69439 | 0,68360 | 0,70878 |
| GEDIZ | 1,05000 | 1,07500 | 1,20000 | 1,19000 | 1,22000 | 1,19000 |
| GENTS | 0,95467 | 0,98759 | 1,02710 | 1,02710 | 1,07319 | 1,11269 |
| GOLTS | 5,98357 | 6,06127 | 6,95492 | 6,99378 | 6,83836 | 6,41096 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 04.04.03 | 11.04.03 | 18.04.03 | 25.04.03 | 02.05.03 | 09.05.03 |
| GOODY | 11,75000 | 12,00000 | 12,20000 | 12,00000 | 12,00000 | 11,40000 |
| GUBRF | 1,02573 | 1,22983 | 1,22459 | 1,26646 | 1,37112 | 1,46532 |
| HEKTS | 0,46868 | 0,50473 | 0,56242 | 0,54439 | 0,57323 | 0,54800 |
| HZNR | 0,61668 | 0,61668 | 0,68335 | 0,65418 | 0,65001 | 0,62085 |
| IHEVA | 3,17890 | 3,03440 | 2,95000 | 2,95000 | 3,25000 | 3,65000 |
| INTEM | 1,58000 | 1,70000 | 1,90000 | 1,81000 | 1,80000 | 1,69000 |
| ISAMB | 5,48176 | 6,52975 | 4,74011 | 3,41804 | 3,22457 | 3,54702 |
| IZMDC | 1,07500 | 1,10000 | 1,20000 | 1,25000 | 1,21000 | 1,03000 |
| KAPLM | 2,29679 | 2,44262 | 2,57022 | 2,66136 | 2,88010 | 2,58845 |
| KARTN | 54,35016 | 55,32070 | 56,29124 | 57,74704 | 57,26177 | 58,23231 |
| KERTV | 1,62500 | 1,62500 | 1,83000 | 1,75000 | 1,84000 | 1,71000 |
| KIPA | 9,09017 | 12,92270 | 12,92270 | 12,42567 | 11,82924 | 11,53103 |
| KLBM | 0,85000 | 0,90000 | 0,98000 | 0,95000 | 1,14000 | 1,01000 |
| KLMSN | 2,37500 | 2,55000 | 2,72500 | 2,75000 | 2,80000 | 3,25000 |
| KNFRT | 1,37500 | 1,35000 | 1,36250 | 1,32500 | 1,32500 | 1,38750 |
| KONYA | 10,01519 | 10,90543 | 11,48408 | 11,30603 | 11,12798 | 10,94994 |
| KOTKS | 1,25517 | 1,25517 | 1,30538 | 1,26521 | 1,27860 | 1,27191 |
| KRSTL | 1,35560 | 1,52505 | 1,96280 | 2,49000 | 2,26000 | 2,18000 |
| KRTEK | 0,70983 | 0,77024 | 0,75514 | 0,79289 | 0,87596 | 0,80045 |
| KUTPO | 14,50000 | 14,50000 | 16,30000 | 17,00000 | 16,60000 | 16,00000 |
| LUKSK | 3,65537 | 3,84776 | 3,94395 | 3,65537 | 3,58323 | 3,41489 |
| MEMSA | 0,47920 | 0,47245 | 0,51565 | 0,53994 | 0,63983 | 0,63443 |
| MERKO | 0,62500 | 0,57500 | 0,58500 | 0,65500 | 0,62500 | 0,58500 |
| MRDIN | 1,27401 | 1,56279 | 1,68169 | 1,68169 | 1,68751 | 1,45042 |
| MTEKS | 0,55540 | 0,62030 | 0,72130 | 0,72060 | 0,77260 | 0,78750 |
| MUTLU | 0,31198 | 0,31198 | 0,35389 | 0,35621 | 0,36087 | 0,32362 |
| NETAS | 24,94480 | 25,88611 | 30,35735 | 28,71005 | 27,53341 | 26,82743 |
| NTTUR | 0,24040 | 0,43664 | 0,47588 | 0,44645 | 0,41211 | 0,43664 |
| OKANT | 0,62500 | 0,66250 | 0,77500 | 0,75000 | 0,73500 | 0,68500 |
| PARSN | 0,23571 | 0,24275 | 0,25682 | 0,26737 | 0,34829 | 0,37292 |
| PENG | 0,69760 | 0,81850 | 1,29310 | 1,29310 | 0,97180 | 1,14050 |
| PETKM | 6,80000 | 6,90000 | 7,20000 | 7,25000 | 7,20000 | 6,80000 |
| PIMAS | 1,22500 | 1,30000 | 1,49000 | 1,37000 | 1,52000 | 1,43000 |
| PRKTE | 1,40000 | 1,44000 | 1,52000 | 1,50000 | 1,50000 | 1,63000 |
| PRTAS | 1,13775 | 1,18150 | 1,34196 | 1,24277 | 1,23110 | 1,09690 |
| SARKY | 0,93590 | 0,95150 | 1,00610 | 0,99830 | 1,04509 | 1,00610 |
| SELGD | 1,49500 | 2,07160 | 2,11430 | 1,97340 | 1,79400 | 1,17890 |
| SERVE | 0,38850 | 0,42280 | 0,44260 | 0,45040 | 0,53110 | 0,49660 |
| SONME | 0,71231 | 0,72601 | 0,76026 | 0,72601 | 0,89039 | 0,93149 |
| TIRE | 0,86324 | 0,87813 | 0,93022 | 0,93766 | 0,94510 | 0,89301 |
| TUKAS | 0,90685 | 0,92897 | 0,95993 | 1,12803 | 1,21862 | 1,08937 |
| TUPRS | 6,53773 | 7,07404 | 7,69593 | 8,39556 | 8,08462 | 7,50159 |
| UCAK | 1,75885 | 1,79475 | 1,93833 | 1,92397 | 1,86654 | 1,76603 |
| UKIM | 1,24447 | 1,39088 | 1,66539 | 1,86670 | 1,97651 | 2,03141 |
| UNTAR | 0,71498 | 0,71498 | 0,73161 | 0,73992 | 0,69835 | 0,64847 |
| UNYEC | 1,01667 | 1,25000 | 1,56000 | 1,42000 | 1,32000 | 1,23000 |
| USAK | 0,59459 | 0,63831 | 0,74324 | 0,73450 | 0,74324 | 0,71701 |
| VAKKO | 2,42500 | 2,45000 | 2,55000 | 2,77500 | 2,60000 | 2,41000 |
| VANET | 1,51220 | 1,46780 | 1,51220 | 1,67530 | 1,51220 | 1,41730 |
| VESTL | 3,45000 | 3,50000 | 3,67500 | 3,70000 | 3,65000 | 3,60000 |
| YATAS | 0,59821 | 0,57142 | 0,62499 | 0,61071 | 0,61071 | 0,61428 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 16.05.03 | 23.05.03 | 30.05.03 | 06.06.03 | 13.06.03 | 20.06.03 |
| XUTUM | 10.146,73000 | 10.846,30000 | 11.126,22000 | 10.732,91000 | 10.499,41000 | 10.554,47000 |
| ADANA | 1,78625 | 1,89703 | 1,85549 | 1,77241 | 1,78625 | 1,73086 |
| AFYON | 157,00000 | 162,00000 | 162,00000 | 164,00000 | 159,00000 | 158,00000 |
| AKALT | 4,72727 | 5,04545 | 5,04545 | 4,72727 | 4,59091 | 4,50000 |
| AKIPD | 1,07305 | 1,06846 | 1,06388 | 1,05012 | 0,97675 | 0,96299 |
| AKSA | 11,40978 | 11,93180 | 12,22335 | 11,74212 | 11,45338 | 11,16464 |
| ALCAR | 8,71300 | 8,95009 | 9,75474 | 9,44990 | 9,32797 | 9,02313 |
| ALCTL | 3,49423 | 3,73004 | 3,75148 | 3,66573 | 3,51567 | 3,51567 |
| ALTIN | 0,99000 | 1,07000 | 1,13000 | 1,10000 | 1,08000 | 1,04000 |
| ARSAN | 2,52500 | 2,72500 | 2,70000 | 2,52500 | 2,37000 | 2,29000 |
| ASELS | 7,97713 | 8,11157 | 8,42852 | 8,06006 | 7,87583 | 7,73766 |
| ATEKS | 1,83959 | 1,91768 | 1,93504 | 1,85694 | 1,77017 | 1,77885 |
| BAGFS | 14,99682 | 15,63434 | 15,65730 | 14,94561 | 14,81621 | 15,01031 |
| BAKAB | 3,97500 | 4,00000 | 3,90000 | 3,92500 | 3,92500 | 3,95000 |
| BERDN | 1,37000 | 1,39000 | 1,45000 | 1,50000 | 1,43000 | 1,54000 |
| BFREN | 3,58843 | 3,76999 | 4,29330 | 3,90883 | 4,07971 | 4,14379 |
| BISAS | 1,35000 | 1,42000 | 1,40000 | 1,42000 | 1,37000 | 1,39000 |
| BOLUC | 0,88865 | 0,93956 | 0,90717 | 0,83774 | 0,84700 | 0,83311 |
| BROVA | 2,23806 | 2,25502 | 1,76332 | 1,44457 | 1,48526 | 1,43100 |
| BSPRO | 18,57782 | 19,04227 | 18,57782 | 17,92760 | 16,25559 | 16,62715 |
| BTCIM | 2,04459 | 2,06444 | 2,02474 | 1,98504 | 1,99298 | 1,97710 |
| BUCIM | 5,00936 | 5,00936 | 5,05661 | 5,05661 | 5,05661 | 5,15113 |
| BURCE | 6,05000 | 6,00000 | 6,00000 | 5,85000 | 5,90000 | 7,45000 |
| CBSBO | 1,16722 | 1,26059 | 1,25126 | 1,26059 | 1,23258 | 1,20457 |
| CEMTS | 0,97515 | 1,00488 | 1,00488 | 0,95136 | 0,99299 | 0,95731 |
| CEYLN | 1,55683 | 1,61365 | 1,61365 | 1,56820 | 1,53411 | 1,60229 |
| CYTAS | 1,78461 | 1,75384 | 1,86923 | 1,75384 | 1,76923 | 1,60769 |
| DARDL | 0,70200 | 0,81000 | 0,78300 | 0,76500 | 0,75600 | 0,74700 |
| DERIM | 1,26112 | 1,35557 | 1,37223 | 1,31112 | 1,30557 | 1,29445 |
| DEVA | 0,79578 | 0,83297 | 0,99473 | 0,97614 | 0,94825 | 0,93337 |
| DMSAS | 0,46600 | 0,47265 | 0,48930 | 0,48597 | 0,49595 | 0,51925 |
| DUROF | 3,20000 | 3,77500 | 4,30000 | 4,95000 | 4,75000 | 4,77500 |
| ECILC | 0,76641 | 0,81921 | 0,77847 | 0,73774 | 0,69701 | 0,68343 |
| ECYAP | 1,54443 | 1,63332 | 1,67776 | 1,58887 | 1,56665 | 1,55554 |
| EDIP | 1,22885 | 1,24666 | 1,31230 | 1,23567 | 1,24524 | 1,22609 |
| EGEEN | 12,20000 | 12,70000 | 11,70000 | 11,80000 | 12,40000 | 10,10000 |
| EGGUB | 5,46398 | 5,55581 | 5,41807 | 5,14257 | 5,46398 | 5,32624 |
| EGSER | 0,74656 | 0,88990 | 0,93768 | 1,00338 | 1,06908 | 1,16464 |
| EMKEL | 0,56470 | 0,55010 | 0,55980 | 0,51600 | 0,51600 | 0,51110 |
| EPLAS | 0,52751 | 0,55980 | 0,53827 | 0,50597 | 0,52212 | 0,53289 |
| ERBOS | 3,92025 | 4,08657 | 4,15567 | 3,98354 | 3,93436 | 3,90977 |
| EREGL | 1,45217 | 1,55408 | 1,63900 | 1,64749 | 1,64749 | 1,65598 |
| ESEMS | 1,27633 | 1,41884 | 1,30112 | 0,91078 | 0,96035 | 1,08426 |
| FENIS | 1,31111 | 1,35555 | 1,34815 | 1,32592 | 1,28148 | 1,25185 |
| FMIZP | 164,80520 | 173,53018 | 174,49963 | 198,73569 | 214,24676 | 230,72728 |
| FRIGO | 0,69799 | 0,76995 | 0,71238 | 0,69079 | 0,68360 | 0,64762 |
| GEDIZ | 1,12000 | 1,23000 | 1,23000 | 1,18000 | 1,17000 | 1,15000 |
| GENTS | 1,07319 | 1,19170 | 1,13902 | 1,13244 | 1,12586 | 1,08635 |
| GOLTS | 6,37211 | 6,48867 | 6,34816 | 5,78676 | 5,70039 | 5,65720 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 16.05.03 | 23.05.03 | 30.05.03 | 06.06.03 | 13.06.03 | 20.06.03 |
| GOODY | 11,40000 | 12,20000 | 11,80000 | 11,40000 | 11,20000 | 11,10000 |
| GUBRF | 1,43392 | 1,41299 | 1,39937 | 1,29336 | 1,37817 | 1,36757 |
| HEKTS | 0,53143 | 0,54857 | 0,57143 | 0,56000 | 0,54857 | 0,52000 |
| HZNR | 0,62085 | 0,68335 | 0,69168 | 0,75002 | 0,86668 | 0,82918 |
| IHEVA | 3,85000 | 4,02500 | 3,92500 | 4,10000 | 4,85000 | 3,97500 |
| INTEM | 1,61000 | 1,73000 | 1,74000 | 1,62000 | 1,58000 | 1,57000 |
| ISAMB | 2,85374 | 3,03109 | 2,93436 | 2,57965 | 2,61190 | 2,57965 |
| IZMDC | 0,99000 | 1,10000 | 1,13000 | 1,04000 | 1,03000 | 1,02000 |
| KAPLM | 2,69782 | 3,04416 | 2,95302 | 2,67959 | 2,71605 | 2,84365 |
| KARTN | 58,23231 | 58,71758 | 58,23231 | 58,23231 | 58,23231 | 58,23231 |
| KERTV | 1,70000 | 1,89000 | 1,92000 | 1,81000 | 1,75000 | 1,66000 |
| KIPA | 11,43162 | 11,82924 | 11,82924 | 11,63043 | 11,63043 | 12,22686 |
| KLBM | 0,92000 | 0,96000 | 0,97000 | 0,93000 | 0,88000 | 0,86000 |
| KLMSN | 2,90000 | 3,00000 | 3,02500 | 2,85000 | 2,75000 | 2,72500 |
| KNFRT | 1,35000 | 1,32500 | 1,33750 | 1,30000 | 1,30000 | 1,28750 |
| KONYA | 10,59384 | 10,77189 | 11,08515 | 10,62327 | 10,53089 | 10,34614 |
| KOTKS | 1,19827 | 1,19158 | 1,21166 | 1,20497 | 1,19425 | 1,14831 |
| KRSTL | 2,01000 | 2,16000 | 2,12000 | 1,94000 | 2,00000 | 1,94000 |
| KRTEK | 0,69171 | 0,76709 | 0,79918 | 0,77030 | 0,74462 | 0,69648 |
| KUTPO | 16,60000 | 16,40000 | 16,50000 | 16,80000 | 16,70000 | 17,90000 |
| LUKSK | 3,41489 | 3,41489 | 3,39084 | 3,19845 | 3,22250 | 3,07821 |
| MEMSA | 0,60744 | 0,64793 | 0,63443 | 0,60474 | 0,60744 | 0,63443 |
| MERKO | 0,53500 | 0,56500 | 0,57000 | 0,58500 | 0,61000 | 0,59000 |
| MRDIN | 1,40858 | 1,43647 | 1,39463 | 1,35279 | 1,38069 | 1,35279 |
| MTEKS | 0,66120 | 0,69830 | 0,68350 | 0,65380 | 0,62400 | 0,61660 |
| MUTLU | 0,32595 | 0,34690 | 0,34457 | 0,33526 | 0,33060 | 0,33060 |
| NETAS | 25,41546 | 27,36212 | 28,34815 | 26,86911 | 26,37610 | 25,63658 |
| NTTUR | 0,42682 | 0,43664 | 0,44154 | 0,41211 | 0,40229 | 0,38267 |
| OKANT | 0,65500 | 0,73000 | 0,86500 | 0,78500 | 0,78000 | 0,87000 |
| PARSN | 0,34477 | 0,35533 | 0,35884 | 0,36588 | 0,37292 | 0,36236 |
| PENGD | 1,30920 | 1,30110 | 1,37350 | 1,43000 | 1,43810 | 1,74500 |
| PETKM | 6,55000 | 7,35000 | 7,80000 | 7,90000 | 6,05000 | 6,25000 |
| PIMAS | 1,53000 | 1,49000 | 1,46000 | 1,42000 | 1,44000 | 1,37000 |
| PRKTE | 1,59000 | 1,62000 | 1,67000 | 1,58000 | 1,55000 | 1,46000 |
| PRTAS | 1,05606 | 1,13775 | 1,14358 | 1,21943 | 1,07940 | 1,06773 |
| SARKY | 0,97490 | 0,99830 | 1,00492 | 1,00492 | 0,98817 | 0,97143 |
| SELGD | 1,02510 | 0,95680 | 0,86320 | 0,76920 | 0,83760 | 0,82900 |
| SERVE | 0,52620 | 0,55070 | 0,58520 | 0,56060 | 0,58030 | 0,56060 |
| SONME | 0,95203 | 1,03422 | 1,19860 | 1,22600 | 1,23970 | 1,19176 |
| TIRE | 0,84836 | 0,90045 | 1,02091 | 0,94297 | 0,95856 | 0,93518 |
| TUKAS | 1,04013 | 1,06475 | 1,05860 | 1,03398 | 1,02783 | 1,03398 |
| TUPRS | 7,34612 | 7,81254 | 8,47330 | 8,08462 | 7,61820 | 7,50159 |
| UCAK | 1,70860 | 1,73732 | 1,78039 | 1,76603 | 1,73732 | 1,75167 |
| UKIM | 1,95821 | 1,92161 | 1,82095 | 1,82095 | 1,82095 | 1,86670 |
| UNTAR | 0,65679 | 0,69004 | 0,70667 | 0,69004 | 0,70833 | 0,71831 |
| UNYEC | 1,13000 | 1,19000 | 1,15000 | 1,10000 | 1,03000 | 1,04000 |
| USAK | 0,73450 | 0,77822 | 0,76948 | 0,73450 | 0,75199 | 0,72575 |
| VAKKO | 2,26000 | 2,33000 | 2,38000 | 2,33000 | 2,27000 | 2,27000 |
| VANET | 1,32250 | 1,35800 | 1,42330 | 1,34620 | 1,30470 | 1,51220 |
| VESTL | 3,35000 | 3,67500 | 3,90000 | 3,65000 | 3,65000 | 3,60000 |
| YATAS | 0,58928 | 0,62499 | 0,64642 | 0,71428 | 0,62142 | 0,61071 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 27.06.03 | 04.07.03 | 11.07.03 | 18.07.03 | 25.07.03 | 01.08.03 |
| XUTUM | 10.724,89000 | 10.263,30000 | 10.209,41000 | 10.569,34000 | 10.302,88000 | 10.352,80000 |
| ADANA | 1,71702 | 1,63394 | 1,66163 | 1,57855 | 1,59240 | 1,62840 |
| AFYON | 159,00000 | 154,00000 | 148,00000 | 149,00000 | 147,00000 | 155,00000 |
| AKALT | 4,45455 | 4,27273 | 4,20455 | 4,27273 | 4,27273 | 4,25000 |
| AKIPD | 0,94924 | 0,91714 | 0,91714 | 0,93089 | 0,90338 | 0,87128 |
| AKSA | 10,87590 | 10,49091 | 9,67281 | 9,81718 | 9,67281 | 9,72093 |
| ALCAR | 8,77926 | 8,29153 | 7,98669 | 8,29153 | 8,04766 | 7,92572 |
| ALCTL | 3,57998 | 3,42992 | 3,32274 | 3,25842 | 3,17268 | 3,21555 |
| ALTIN | 1,05000 | 0,98000 | 0,95000 | 1,03000 | 1,02000 | 1,01000 |
| ARSAN | 2,25000 | 2,03000 | 1,93000 | 2,19000 | 1,96000 | 1,96000 |
| ASELS | 7,59948 | 7,23102 | 7,36920 | 7,13891 | 7,50737 | 7,32314 |
| ATEKS | 1,77885 | 1,64869 | 1,58795 | 1,68340 | 1,60530 | 1,60530 |
| BAGFS | 14,94561 | 14,49271 | 14,16921 | 14,23391 | 14,23391 | 14,29861 |
| BAKAB | 3,97500 | 4,52500 | 4,77500 | 5,00000 | 5,35000 | 4,90000 |
| BERDN | 1,48000 | 1,41000 | 1,39000 | 1,42000 | 1,38000 | 1,49000 |
| BFREN | 3,62047 | 3,56707 | 3,39620 | 3,38552 | 3,38552 | 3,20396 |
| BISAS | 1,37000 | 1,24000 | 1,17000 | 1,22000 | 1,20000 | 1,17000 |
| BOLUC | 0,82848 | 0,77757 | 0,74517 | 0,75906 | 0,74054 | 0,74054 |
| BROVA | 1,45135 | 1,41066 | 1,36997 | 1,36318 | 1,36997 | 1,34284 |
| BSPRO | 16,53426 | 15,88404 | 16,81293 | 15,88404 | 16,25559 | 15,97693 |
| BTCIM | 1,97710 | 1,92945 | 1,84211 | 1,85005 | 1,80241 | 1,77859 |
| BUCIM | 5,15113 | 5,00936 | 5,10387 | 5,05661 | 5,00936 | 5,05661 |
| BURCE | 7,05000 | 6,05000 | 5,95000 | 5,85000 | 5,70000 | 5,70000 |
| CBSBO | 1,25126 | 1,17655 | 1,12053 | 1,11119 | 1,07384 | 1,12987 |
| CEMTS | 1,04055 | 1,04650 | 0,99893 | 1,04650 | 1,07623 | 1,19515 |
| CEYLN | 1,57956 | 1,60229 | 1,69320 | 1,71593 | 1,79547 | 1,85229 |
| CYTAS | 1,60000 | 1,39231 | 1,42308 | 1,41538 | 1,34615 | 1,34615 |
| DARDL | 0,74700 | 0,69300 | 0,63900 | 0,66600 | 0,66600 | 0,64800 |
| DERIM | 1,27779 | 1,20557 | 1,20001 | 1,33890 | 1,21112 | 1,22223 |
| DEVA | 0,93895 | 0,92593 | 0,93895 | 0,96684 | 0,97614 | 0,83669 |
| DMSAS | 0,55254 | 0,54921 | 0,58249 | 0,62577 | 0,61911 | 0,60579 |
| DUROF | 6,15000 | 5,85000 | 6,20000 | 6,50000 | 6,45000 | 4,50000 |
| ECILC | 0,69248 | 0,63364 | 0,64722 | 0,65175 | 0,65175 | 0,65627 |
| ECYAP | 1,55554 | 1,54443 | 1,53332 | 1,54443 | 1,52221 | 1,51110 |
| EDIP | 1,23567 | 1,18777 | 1,14946 | 1,18777 | 1,10156 | 1,45598 |
| EGEEN | 9,90000 | 9,25000 | 8,65000 | 8,65000 | 8,70000 | 8,40000 |
| EGGUB | 5,23440 | 5,18849 | 5,23440 | 5,28032 | 5,23440 | 5,87722 |
| EGSER | 1,24228 | 1,52299 | 1,05000 | 1,03000 | 1,29000 | 1,15000 |
| EMKEL | 0,50140 | 0,43810 | 0,41380 | 0,42350 | 0,40890 | 0,38940 |
| EPLAS | 0,51136 | 0,53289 | 0,55980 | 0,66207 | 0,64593 | 0,62439 |
| ERBOS | 3,90977 | 4,00813 | 3,98354 | 4,00813 | 3,93436 | 3,90977 |
| EREGL | 1,66448 | 1,57955 | 1,61352 | 1,70694 | 1,78337 | 1,74091 |
| ESEMS | 1,15242 | 1,20818 | 1,31970 | 1,31970 | 0,97893 | 0,94176 |
| FENIS | 1,24444 | 1,18518 | 1,17037 | 1,22222 | 1,18518 | 1,21481 |
| FMIZP | 228,78840 | 205,52178 | 213,27732 | 240,42171 | 252,05502 | 249,63141 |
| FRIGO | 0,69079 | 0,63682 | 0,63323 | 0,63323 | 0,61884 | 0,61524 |
| GEDIZ | 1,15000 | 1,11000 | 1,10000 | 1,12000 | 1,14000 | 1,12000 |
| GENTS | 1,09952 | 1,05343 | 1,02051 | 1,02051 | 1,02051 | 0,98759 |
| GOLTS | 5,70039 | 5,22536 | 5,22536 | 5,22536 | 5,13899 | 5,00943 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 27.06.03 | 04.07.03 | 11.07.03 | 18.07.03 | 25.07.03 | 01.08.03 |
| GOODY | 10,90000 | 10,70000 | 10,60000 | 10,40000 | 10,30000 | 10,30000 |
| GUBRF | 1,37817 | 1,33577 | 1,32516 | 1,32516 | 1,20855 | 1,22975 |
| HEKTS | 0,52000 | 0,50286 | 0,49715 | 0,49143 | 0,52000 | 0,50857 |
| HZNR | 0,96669 | 0,90002 | 0,78335 | 0,75002 | 0,76668 | 0,73751 |
| IHEVA | 3,82500 | 4,70000 | 3,97500 | 4,02500 | 4,00000 | 4,05000 |
| INTEM | 1,57000 | 1,53000 | 1,51000 | 1,54000 | 1,54000 | 1,53000 |
| ISAMB | 2,54741 | 2,35393 | 2,03148 | 2,01535 | 1,88637 | 1,90249 |
| IZMDC | 1,01000 | 0,98000 | 0,96000 | 1,02000 | 0,99000 | 0,98000 |
| KAPLM | 2,82542 | 2,77073 | 2,71605 | 2,73428 | 2,55199 | 2,51553 |
| KARTN | 58,23231 | 58,23231 | 58,23231 | 59,20285 | 58,23231 | 59,68812 |
| KERVT | 1,62000 | 1,55000 | 1,52000 | 1,52000 | 1,51000 | 1,50000 |
| KIPA | 12,32627 | 12,22686 | 12,12746 | 12,52508 | 12,52508 | 12,22686 |
| KLBM | 0,84000 | 0,79000 | 0,78000 | 0,85000 | 0,80000 | 0,81000 |
| KLMSN | 2,67500 | 2,55000 | 2,42000 | 2,60000 | 2,55000 | 2,55000 |
| KNFRT | 1,46250 | 1,31250 | 1,31250 | 1,36250 | 1,36250 | 1,43750 |
| KONYA | 10,34614 | 9,97663 | 9,60713 | 9,79188 | 9,69951 | 9,42238 |
| KOTKS | 1,07482 | 0,90946 | 0,90946 | 1,18506 | 1,06563 | 1,04726 |
| KRSTL | 1,89000 | 1,85000 | 1,70000 | 1,80000 | 1,71000 | 1,66000 |
| KRTEK | 0,72536 | 0,73820 | 0,69327 | 0,69327 | 0,69327 | 0,70290 |
| KUTPO | 17,50000 | 17,00000 | 17,00000 | 17,20000 | 16,90000 | 16,70000 |
| LUKSK | 3,12630 | 2,98201 | 2,88582 | 2,98201 | 2,88582 | 2,83772 |
| MEMSA | 0,63173 | 0,58044 | 0,54804 | 0,62094 | 0,58044 | 0,58854 |
| MERKO | 0,60500 | 0,59000 | 0,53000 | 0,52500 | 0,52000 | 0,53500 |
| MRDIN | 1,33188 | 1,35977 | 1,35279 | 1,32490 | 1,29701 | 1,28306 |
| MTEKS | 0,60170 | 0,54230 | 0,53490 | 0,54970 | 0,53490 | 0,53490 |
| MUTLU | 0,33526 | 0,32362 | 0,31663 | 0,32362 | 0,34224 | 0,33759 |
| NETAS | 26,12960 | 24,89707 | 23,56594 | 24,15755 | 23,56594 | 23,07293 |
| NTTUR | 0,36795 | 0,30908 | 0,30417 | 0,29436 | 0,30417 | 0,30908 |
| OKANT | 0,87000 | 0,79000 | 0,78000 | 0,89000 | 0,94000 | 0,82000 |
| PARSN | 0,40810 | 0,40106 | 0,42217 | 0,45031 | 0,43272 | 0,47846 |
| PENGD | 1,66430 | 1,68050 | 1,60770 | 1,58350 | 1,56740 | 1,08260 |
| PETKM | 6,00000 | 5,55000 | 5,25000 | 5,35000 | 5,20000 | 5,45000 |
| PIMAS | 1,39000 | 1,26000 | 1,31000 | 1,34000 | 1,28000 | 1,42000 |
| PRKTE | 1,46000 | 1,33000 | 1,32000 | 1,28000 | 1,26000 | 1,26000 |
| PRTAS | 1,06773 | 1,05023 | 0,97438 | 0,98605 | 0,97438 | 0,98605 |
| SARKY | 0,97143 | 0,95468 | 0,91281 | 0,92955 | 0,95468 | 0,94630 |
| SELGD | 0,82900 | 0,76060 | 0,71790 | 0,73500 | 0,75210 | 0,74350 |
| SERVE | 0,55570 | 0,54090 | 0,56060 | 0,55570 | 0,59010 | 0,58030 |
| SONME | 1,19176 | 1,15751 | 1,15066 | 1,18491 | 1,34929 | 1,20545 |
| TIRE | 0,96635 | 0,95077 | 0,95077 | 1,03649 | 1,00532 | 1,06766 |
| TUKAS | 1,02783 | 1,00936 | 1,02167 | 1,03398 | 1,04629 | 1,03398 |
| TUPRS | 7,38499 | 6,99630 | 7,26838 | 7,81254 | 7,54046 | 7,92914 |
| UCAK | 1,80911 | 1,72296 | 1,76603 | 1,79475 | 1,83782 | 1,85218 |
| UKIM | 1,82095 | 1,80265 | 1,75690 | 2,04971 | 1,74775 | 1,73860 |
| UNTAR | 0,61854 | 0,57864 | 0,56866 | 0,55868 | 0,53873 | 0,52875 |
| UNYEC | 1,05000 | 1,02000 | 1,01000 | 1,02000 | 1,01000 | 1,00000 |
| USAK | 0,70827 | 0,90938 | 0,93561 | 0,85692 | 0,89189 | 0,83068 |
| VAKKO | 2,26000 | 2,17000 | 2,09000 | 2,14000 | 2,05000 | 2,13000 |
| VANET | 1,31650 | 1,30470 | 1,29280 | 1,28690 | 1,29280 | 1,27500 |
| VESTL | 3,67500 | 3,37500 | 3,32500 | 3,50000 | 3,42500 | 3,45000 |
| YATAS | 0,59642 | 0,55357 | 0,53571 | 0,55714 | 0,54642 | 0,54285 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 08.08.03 | 15.08.03 | 22.08.03 | 29.08.03 | 05.09.03 | 12.09.03 |
| XUTUM | 11.197,46000 | 11.488,38000 | 11.597,62000 | 11.262,59000 | 11.278,31000 | 12.256,42000 |
| ADANA | 1,68379 | 1,70594 | 1,67271 | 1,60624 | 1,61732 | 1,67271 |
| AFYON | 152,00000 | 152,00000 | 146,00000 | 148,00000 | 146,00000 | 149,00000 |
| AKALT | 4,47727 | 4,36364 | 4,06818 | 4,00000 | 4,00000 | 4,11364 |
| AKIPD | 0,88962 | 0,86211 | 0,83918 | 0,80708 | 0,85752 | 0,83918 |
| AKSA | 10,49091 | 10,97214 | 11,06839 | 10,49091 | 10,29842 | 11,26088 |
| ALCAR | 8,29153 | 8,35249 | 8,29153 | 8,10863 | 8,47443 | 8,41346 |
| ALCTL | 3,53710 | 3,68716 | 3,79435 | 3,57998 | 3,75148 | 3,94441 |
| ALTIN | 1,06000 | 1,03000 | 1,05000 | 1,00000 | 1,00000 | 1,05000 |
| ARSAN | 2,00000 | 2,01000 | 1,99000 | 1,92000 | 1,94000 | 1,96000 |
| ASELS | 8,10612 | 9,02727 | 9,57996 | 8,88909 | 9,25755 | 9,57996 |
| ATEKS | 1,64869 | 1,68340 | 1,65736 | 1,61398 | 1,64001 | 1,67472 |
| BAGFS | 14,81621 | 15,13970 | 14,81621 | 14,68681 | 14,55741 | 14,94561 |
| BAKAB | 5,25000 | 5,15000 | 4,77500 | 4,60000 | 4,45000 | 4,40000 |
| BERDN | 1,56000 | 1,60000 | 1,64000 | 1,59000 | 1,66000 | 1,70000 |
| BFREN | 3,33212 | 3,31076 | 3,48163 | 3,63115 | 3,32144 | 3,44959 |
| BISAS | 1,20000 | 1,21000 | 1,20000 | 1,31000 | 1,30000 | 1,35000 |
| BOLUC | 0,76831 | 0,77294 | 0,75906 | 0,73591 | 0,72666 | 0,74980 |
| BROVA | 1,37675 | 1,36997 | 1,36997 | 1,33606 | 1,51239 | 1,45813 |
| BSPRO | 15,97693 | 16,25559 | 16,44137 | 16,16270 | 16,06982 | 16,25559 |
| BTCIM | 1,77859 | 1,77859 | 1,74683 | 1,76271 | 1,70713 | 1,69919 |
| BUCIM | 5,10387 | 5,05661 | 5,00936 | 4,96210 | 5,00936 | 4,96210 |
| BURCE | 6,10000 | 5,90000 | 5,85000 | 5,85000 | 5,80000 | 5,95000 |
| CBSBO | 1,18589 | 1,14854 | 1,15788 | 1,07384 | 1,18589 | 1,15788 |
| CEMTS | 1,17731 | 1,11191 | 1,11191 | 1,11191 | 1,11785 | 1,17731 |
| CEYLN | 2,02275 | 2,22730 | 2,38639 | 1,86365 | 1,67047 | 1,68184 |
| CYTAS | 1,46154 | 1,40769 | 1,26923 | 1,23077 | 1,26154 | 1,31538 |
| DARDL | 0,68400 | 0,72900 | 0,74700 | 0,73800 | 0,86400 | 0,84600 |
| DERIM | 1,26112 | 1,26668 | 1,30001 | 1,48612 | 1,47223 | 1,48612 |
| DEVA | 0,89619 | 0,84041 | 0,83297 | 0,80694 | 0,80322 | 0,83669 |
| DMSAS | 0,63575 | 0,67237 | 0,64574 | 0,62244 | 0,62577 | 0,63575 |
| DUROF | 2,04000 | 2,32000 | 2,23000 | 2,17000 | 2,08000 | 2,01000 |
| ECILC | 0,72869 | 0,72869 | 0,73774 | 0,71511 | 0,72416 | 0,85542 |
| ECYAP | 1,56665 | 1,53332 | 1,48887 | 1,35554 | 1,33332 | 1,39999 |
| EDIP | 1,31230 | 1,35061 | 1,33145 | 1,33145 | 1,29314 | 1,31230 |
| EGEEN | 8,70000 | 7,10000 | 6,65000 | 7,20000 | 7,30000 | 6,90000 |
| EGGUB | 5,78539 | 5,32624 | 5,28032 | 5,37215 | 5,50990 | 5,41807 |
| EGSER | 1,30000 | 1,39000 | 1,12000 | 1,04000 | 1,07000 | 1,06000 |
| EMKEL | 0,37000 | 0,35050 | 0,33100 | 0,31640 | 0,38460 | 0,36510 |
| EPLAS | 0,71052 | 0,71590 | 0,69975 | 0,65669 | 0,70514 | 0,70514 |
| ERBOS | 4,03272 | 3,73764 | 3,41798 | 3,22126 | 3,17208 | 3,29503 |
| EREGL | 1,85131 | 1,84281 | 1,88528 | 1,85131 | 1,82583 | 2,04663 |
| ESEMS | 0,92937 | 0,99752 | 0,94796 | 0,93556 | 0,83024 | 0,71871 |
| FENIS | 1,22963 | 1,21481 | 1,17037 | 1,11852 | 1,14074 | 1,17037 |
| FMIZP | 239,45226 | 211,33844 | 185,16349 | 180,31628 | 178,37740 | 183,22461 |
| FRIGO | 0,61164 | 0,62603 | 0,71238 | 0,69799 | 0,67280 | 0,70878 |
| GEDIZ | 1,13000 | 1,17000 | 1,13000 | 1,02000 | 1,06000 | 1,06000 |
| GENTS | 1,04027 | 1,02710 | 1,04685 | 1,03368 | 1,01393 | 1,02051 |
| GOLTS | 5,18217 | 5,31172 | 5,26854 | 5,22536 | 5,09580 | 5,18217 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 08.08.03 | 15.08.03 | 22.08.03 | 29.08.03 | 05.09.03 | 12.09.03 |
| GOODY | 10,60000 | 10,80000 | 10,80000 | 10,50000 | 10,60000 | 11,10000 |
| GUBRF | 1,35697 | 1,42058 | 1,35697 | 1,35697 | 1,42058 | 1,47358 |
| HEKTS | 0,54857 | 0,58857 | 0,60000 | 0,65715 | 0,67429 | 0,65715 |
| HZNR | 0,74168 | 0,69585 | 0,72501 | 0,73751 | 0,68751 | 0,73335 |
| IHEVA | 5,15000 | 5,35000 | 4,85000 | 4,82500 | 5,07500 | 5,70000 |
| INTEM | 1,60000 | 1,62000 | 1,63000 | 1,59000 | 1,57000 | 1,67000 |
| ISAMB | 1,91862 | 1,90249 | 1,93474 | 1,87025 | 1,83800 | 1,85413 |
| IZMDC | 1,01000 | 1,02000 | 1,04000 | 1,01000 | 1,00000 | 1,05000 |
| KAPLM | 2,42439 | 2,46085 | 2,46085 | 2,42439 | 2,44262 | 2,53376 |
| KARTN | 60,17339 | 58,23231 | 60,17339 | 58,71758 | 58,23231 | 58,71758 |
| KERTV | 1,50000 | 1,57000 | 1,56000 | 1,49000 | 1,62000 | 1,58000 |
| KIPA | 12,02805 | 11,33221 | 12,02805 | 11,82924 | 12,32627 | 12,52508 |
| KLBM | 0,84000 | 0,83000 | 0,83000 | 0,84000 | 0,82000 | 0,90000 |
| KLMSN | 2,57500 | 2,55000 | 2,52500 | 2,47000 | 2,52500 | 2,65000 |
| KNFRT | 1,43750 | 1,33000 | 1,26000 | 1,24000 | 1,25000 | 1,28000 |
| KONYA | 10,06901 | 10,43852 | 10,25376 | 10,34614 | 10,34614 | 10,53089 |
| KOTKS | 0,99214 | 1,04726 | 1,01970 | 0,95540 | 1,05645 | 1,05645 |
| KRSTL | 1,76000 | 1,70000 | 1,64000 | 1,59000 | 1,63000 | 1,64000 |
| KRTEK | 0,77030 | 0,77993 | 0,71573 | 0,69969 | 0,69969 | 0,70610 |
| KUTPO | 16,80000 | 16,30000 | 15,80000 | 15,30000 | 15,10000 | 15,00000 |
| LUKSK | 2,95797 | 2,93392 | 2,93392 | 2,95797 | 2,90987 | 2,98201 |
| MEMSA | 0,63443 | 0,65873 | 0,64793 | 0,62364 | 0,62094 | 0,62634 |
| MERKO | 0,56000 | 0,59000 | 0,60000 | 0,64000 | 0,69000 | 0,67000 |
| MRDIN | 1,33188 | 1,39463 | 1,33885 | 1,31096 | 1,30398 | 1,36674 |
| MTEKS | 0,54970 | 0,55720 | 0,56460 | 0,54970 | 0,54230 | 0,57200 |
| MUTLU | 0,34224 | 0,35621 | 0,30732 | 0,29801 | 0,30034 | 0,30732 |
| NETAS | 26,12960 | 26,37610 | 26,62261 | 26,12960 | 25,63658 | 28,34815 |
| NTTUR | 0,31889 | 0,32380 | 0,31399 | 0,30417 | 0,30417 | 0,33361 |
| OKANT | 0,82000 | 0,78000 | 0,77000 | 0,72000 | 0,74000 | 0,75000 |
| PARSN | 0,48549 | 0,51364 | 0,42920 | 0,44680 | 0,42920 | 0,42217 |
| PENGD | 0,98560 | 1,13110 | 0,89680 | 0,87250 | 0,74650 | 0,73030 |
| PETKM | 5,70000 | 5,55000 | 5,55000 | 5,35000 | 5,40000 | 5,60000 |
| PIMAS | 1,36000 | 1,42000 | 1,44000 | 1,47000 | 1,51000 | 1,49000 |
| PRKTE | 1,38000 | 1,30000 | 1,16000 | 1,14000 | 1,16000 | 1,21000 |
| PRTAS | 0,99771 | 1,12608 | 1,05606 | 1,02105 | 1,07940 | 1,09107 |
| SARKY | 0,97980 | 0,99655 | 0,97143 | 0,95468 | 0,95468 | 0,98817 |
| SELGD | 0,76060 | 0,76060 | 0,73500 | 0,70940 | 0,76060 | 0,75210 |
| SERVE | 0,56550 | 0,53110 | 0,56060 | 0,57530 | 0,57530 | 0,57530 |
| SONME | 1,19860 | 1,15066 | 1,04107 | 0,95203 | 1,03422 | 1,08217 |
| TIRE | 1,10663 | 1,11442 | 1,17834 | 1,41214 | 1,24380 | 1,32797 |
| TUKAS | 1,04013 | 1,05860 | 1,06475 | 1,05244 | 1,06475 | 1,07091 |
| TUPRS | 8,55104 | 8,55104 | 8,86198 | 8,86198 | 8,86198 | 9,48388 |
| UCAK | 1,93833 | 1,93833 | 1,99576 | 1,95269 | 2,05319 | 2,15370 |
| UKIM | 1,66539 | 1,51898 | 1,47323 | 1,54643 | 1,56474 | 1,54643 |
| UNTAR | 0,52875 | 0,53873 | 0,51878 | 0,47887 | 0,50880 | 0,50880 |
| UNYEC | 1,06000 | 1,07000 | 1,05000 | 1,00000 | 1,00000 | 1,07000 |
| USAK | 0,83068 | 0,83068 | 0,78696 | 0,74324 | 0,75199 | 0,78696 |
| VAKKO | 2,22000 | 2,30000 | 2,34000 | 2,26000 | 2,24000 | 2,31000 |
| VANET | 1,30470 | 1,36990 | 1,36400 | 1,30470 | 1,32250 | 1,34620 |
| VESTL | 3,70000 | 3,80000 | 3,80000 | 3,65000 | 3,62500 | 3,87500 |
| YATAS | 0,63214 | 0,63571 | 0,68928 | 0,80357 | 0,81071 | 0,94642 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 19.09.03 | 26.09.03 | 03.10.03 | 10.10.03 | 17.10.03 | 24.10.03 |
| XUTUM | 13.115,22000 | 13.222,22000 | 13.627,68000 | 14.732,44000 | 14.679,42000 | 14.226,99000 |
| ADANA | 1,73917 | 1,88318 | 1,83887 | 2,06042 | 2,03827 | 2,01611 |
| AFYON | 151,00000 | 152,00000 | 148,00000 | 151,00000 | 152,00000 | 153,00000 |
| AKALT | 4,15909 | 4,18182 | 4,11364 | 4,63636 | 4,59091 | 4,52273 |
| AKIPD | 0,87128 | 0,89879 | 0,90338 | 0,90797 | 0,91255 | 0,92631 |
| AKSA | 11,74212 | 12,22335 | 11,93461 | 12,70459 | 12,51209 | 12,03086 |
| ALCAR | 8,71830 | 8,96217 | 8,65733 | 8,90120 | 9,02313 | 9,14507 |
| ALCTL | 4,18022 | 4,20165 | 4,22309 | 4,75901 | 4,58752 | 4,50177 |
| ALTIN | 1,08000 | 1,10000 | 1,10000 | 1,15000 | 1,15000 | 1,13000 |
| ARSAN | 1,99000 | 2,01000 | 1,95000 | 1,96000 | 2,11000 | 2,49000 |
| ASELS | 10,13265 | 10,40899 | 10,76828 | 12,49890 | 11,82588 | 10,47985 |
| ATEKS | 1,73546 | 1,77885 | 1,70943 | 1,72678 | 1,74414 | 1,86562 |
| BAGFS | 15,98080 | 17,14539 | 17,14539 | 17,46889 | 16,98364 | 17,14539 |
| BAKAB | 4,35000 | 3,92500 | 4,02500 | 4,22500 | 4,05000 | 3,72500 |
| BERDN | 1,72000 | 1,74000 | 1,68000 | 1,75000 | 1,80000 | 1,93000 |
| BFREN | 3,60979 | 3,73795 | 3,65251 | 3,68455 | 3,73795 | 3,86611 |
| BISAS | 1,43000 | 1,40000 | 1,33000 | 1,62000 | 1,93000 | 1,53000 |
| BOLUC | 0,76368 | 0,77294 | 0,76368 | 0,81923 | 0,79146 | 0,80071 |
| BROVA | 1,48526 | 1,55986 | 1,47170 | 1,47170 | 1,45135 | 1,43779 |
| BSPRO | 16,62715 | 16,81293 | 17,74182 | 17,74182 | 17,55604 | 16,72004 |
| BTCIM | 1,70713 | 1,82623 | 1,75477 | 1,81829 | 1,79447 | 1,77065 |
| BUCIM | 5,10387 | 5,05661 | 5,00936 | 5,05661 | 4,86758 | 4,65492 |
| BURCE | 6,15000 | 6,30000 | 6,15000 | 6,25000 | 6,10000 | 6,10000 |
| CBSBO | 1,16722 | 1,15788 | 1,26059 | 1,44735 | 1,31662 | 1,27927 |
| CEMTS | 1,12380 | 1,10001 | 1,15353 | 1,18326 | 1,20110 | 1,18326 |
| CEYLN | 1,72729 | 1,71593 | 1,67047 | 1,70456 | 1,68184 | 1,68184 |
| CYTAS | 1,33846 | 1,36154 | 1,32308 | 1,34615 | 1,34615 | 1,30000 |
| DARDL | 0,88200 | 0,88200 | 0,84600 | 0,89100 | 0,89100 | 0,96300 |
| DERIM | 1,69446 | 1,68057 | 1,59724 | 1,63890 | 1,62501 | 1,62501 |
| DEVA | 0,85156 | 0,85528 | 0,84784 | 0,88503 | 0,88875 | 0,87015 |
| DMSAS | 0,63575 | 0,62244 | 0,63242 | 0,63242 | 0,60912 | 0,64241 |
| DUROF | 2,04000 | 2,03000 | 1,97000 | 1,93000 | 1,87000 | 1,93000 |
| ECILC | 0,98667 | 1,05909 | 1,01383 | 1,05909 | 1,04098 | 1,01383 |
| ECYAP | 1,45554 | 1,49998 | 1,44443 | 1,49998 | 1,61109 | 1,55554 |
| EDIP | 1,37935 | 1,36019 | 1,35061 | 1,37935 | 1,34103 | 1,36019 |
| EGEEN | 6,80000 | 6,65000 | 6,45000 | 6,45000 | 6,60000 | 7,10000 |
| EGGUB | 5,96906 | 5,69356 | 5,78539 | 5,73948 | 5,78539 | 6,01497 |
| EGSER | 1,14000 | 1,15000 | 1,12000 | 1,15000 | 1,19000 | 1,21000 |
| EMKEL | 0,37970 | 0,37970 | 0,37970 | 0,40400 | 0,45270 | 0,41380 |
| EPLAS | 0,68360 | 0,68360 | 0,66207 | 0,65131 | 0,67284 | 0,66746 |
| ERBOS | 3,41798 | 3,76223 | 3,59010 | 3,76223 | 3,68846 | 3,73764 |
| EREGL | 2,22921 | 2,39905 | 2,52644 | 2,69628 | 2,63259 | 2,59013 |
| ESEMS | 0,71871 | 0,73730 | 0,87361 | 0,94176 | 1,11524 | 1,27014 |
| FENIS | 1,31852 | 1,30370 | 1,25185 | 1,23704 | 1,24444 | 1,24444 |
| FMIZP | 176,43851 | 185,16349 | 175,46907 | 179,34684 | 180,31628 | 183,22461 |
| FRIGO | 0,92106 | 0,82751 | 0,82751 | 0,96423 | 0,91386 | 0,98582 |
| GEDIZ | 1,10000 | 1,08000 | 1,04000 | 1,07000 | 1,07000 | 1,07000 |
| GENTS | 1,07319 | 1,04027 | 1,00076 | 1,04685 | 1,07319 | 1,07319 |
| GOLTS | 5,22536 | 5,22536 | 5,31172 | 5,70039 | 5,52765 | 5,26854 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 19.09.03 | 26.09.03 | 03.10.03 | 10.10.03 | 17.10.03 | 24.10.03 |
| GOODY | 12,30000 | 12,60000 | 12,00000 | 12,50000 | 12,40000 | 12,10000 |
| GUBRF | 1,97184 | 1,98245 | 1,89763 | 1,88703 | 1,89763 | 1,80222 |
| HEKTS | 0,68000 | 0,66286 | 0,64572 | 0,68572 | 0,70286 | 0,70286 |
| HZNDR | 0,72501 | 0,73335 | 0,71668 | 0,72501 | 0,71668 | 0,72085 |
| IHEVA | 5,30000 | 5,10000 | 5,30000 | 5,20000 | 4,70000 | 4,47500 |
| INTEM | 1,82000 | 1,76000 | 1,76000 | 1,75000 | 1,73000 | 1,70000 |
| ISAMB | 1,87025 | 1,88637 | 1,87025 | 1,82188 | 1,62841 | 1,56391 |
| IZMDC | 1,09000 | 1,13000 | 1,11000 | 1,14000 | 1,16000 | 1,13000 |
| KAPLM | 2,58845 | 2,44262 | 2,40616 | 2,44262 | 2,47908 | 2,46085 |
| KARTN | 59,20285 | 60,65866 | 76,67255 | 80,06943 | 77,64308 | 77,64308 |
| KERVY | 1,73000 | 1,73000 | 1,70000 | 1,74000 | 1,71000 | 1,78000 |
| KIPMA | 13,51913 | 13,91675 | 13,91675 | 13,91675 | 14,81140 | 15,30843 |
| KLBM0 | 0,87000 | 0,92000 | 0,92000 | 0,94000 | 0,91000 | 0,88000 |
| KLMSN | 2,77500 | 2,85000 | 2,80000 | 2,90000 | 2,82500 | 2,72500 |
| KNFRT | 1,28000 | 1,29000 | 1,27000 | 1,24000 | 1,27000 | 1,26000 |
| KONYA | 10,71564 | 12,00891 | 11,45465 | 12,84030 | 12,74792 | 12,84030 |
| KOTKS | 1,07482 | 1,08401 | 1,06563 | 1,04726 | 1,04726 | 1,06563 |
| KRSTL | 1,68000 | 1,70000 | 1,74000 | 1,73000 | 1,72000 | 1,70000 |
| KRTEK | 0,70290 | 0,70290 | 0,71252 | 0,75104 | 0,73820 | 0,71573 |
| KUTPO | 15,90000 | 16,80000 | 16,70000 | 16,80000 | 16,30000 | 15,80000 |
| LUKSK | 2,98201 | 2,93392 | 2,86177 | 3,05416 | 3,05416 | 2,90987 |
| MEMSA | 0,63443 | 0,63713 | 0,67493 | 0,74917 | 0,78292 | 0,79642 |
| MERKO | 0,70000 | 0,71000 | 0,69000 | 0,70000 | 0,71000 | 0,71000 |
| MRDIN | 1,37371 | 1,52015 | 1,52015 | 1,71540 | 1,64567 | 1,56199 |
| MTEKS | 0,59430 | 0,60920 | 0,58690 | 0,60170 | 0,63150 | 0,60920 |
| MUTLU | 0,31198 | 0,33293 | 0,34923 | 0,34224 | 0,33992 | 0,36320 |
| NETAS | 30,07369 | 29,58067 | 30,56670 | 34,75729 | 34,51079 | 32,04573 |
| NTTUR | 0,34342 | 0,35323 | 0,34833 | 0,38267 | 0,36795 | 0,35814 |
| OKANT | 0,77000 | 0,79000 | 0,78000 | 0,77000 | 0,79000 | 0,78000 |
| PARSN | 0,41513 | 0,40810 | 0,40458 | 0,42920 | 0,41513 | 0,43272 |
| PENG0 | 0,72390 | 0,71090 | 0,65610 | 0,63980 | 0,64960 | 0,69150 |
| PETKM | 5,75000 | 5,50000 | 5,55000 | 5,60000 | 5,55000 | 5,50000 |
| PIMAS | 1,53000 | 1,50000 | 1,48000 | 1,60000 | 1,55000 | 1,54000 |
| PRKTE | 1,23000 | 1,25000 | 1,22000 | 1,23000 | 1,24000 | 1,18000 |
| PRTAS | 1,09690 | 1,12608 | 1,17275 | 1,47615 | 1,50241 | 1,72120 |
| SARKY | 1,02167 | 1,00492 | 1,00492 | 1,03005 | 0,99655 | 1,03005 |
| SELGD | 0,76060 | 0,79480 | 0,76060 | 0,78630 | 0,76920 | 0,88030 |
| SERVE | 0,52620 | 0,52620 | 0,49180 | 0,47410 | 0,48000 | 0,48970 |
| SONME | 1,19176 | 1,23285 | 1,13696 | 1,15066 | 1,06162 | 1,08217 |
| TIRE | 1,34667 | 1,31862 | 1,29056 | 1,30927 | 1,30927 | 1,29991 |
| TUKAS | 1,09553 | 1,10784 | 1,05860 | 1,10784 | 1,15092 | 1,16938 |
| TUPRS | 9,71709 | 9,71709 | 9,95030 | 9,95030 | 9,56161 | 9,48388 |
| UCAK | 2,18241 | 2,22549 | 2,18241 | 2,18241 | 2,25420 | 2,21113 |
| UKIM | 1,47323 | 1,48238 | 1,50983 | 1,66539 | 1,82000 | 1,61000 |
| UNTAR | 0,52875 | 0,52875 | 0,52875 | 0,52875 | 0,52875 | 0,54871 |
| UNYEC | 1,16000 | 1,18000 | 1,16000 | 1,19000 | 1,20000 | 1,15000 |
| USAK | 0,83068 | 0,80445 | 0,79571 | 0,81320 | 0,87440 | 0,86566 |
| VAKKO | 2,33000 | 2,31000 | 2,27000 | 2,31000 | 2,33000 | 2,33000 |
| VANET | 1,37580 | 1,42920 | 1,43510 | 1,58640 | 1,54190 | 1,52710 |
| VESTL | 4,02500 | 4,02500 | 4,05000 | 4,50000 | 4,47500 | 4,32500 |
| YATAS | 0,87499 | 0,86785 | 0,94642 | 0,86071 | 0,87142 | 0,93571 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 31.10.03 | 07.11.03 | 14.11.03 | 20.11.03 | 05.12.03 | 12.12.03 |
| XUTUM | 15.014,19000 | 14.964,04000 | 15.310,60000 | 13.984,73000 | 15.720,22000 | 16.126,60000 |
| ADANA | 2,02719 | 1,98288 | 2,16012 | 1,98288 | 2,21551 | 2,30413 |
| AFYON | 158,00000 | 153,00000 | 160,00000 | 160,00000 | 162,00000 | 165,00000 |
| AKALT | 4,45455 | 4,29545 | 4,15909 | 4,00000 | 4,38636 | 4,38636 |
| AKIPD | 0,94465 | 0,92631 | 0,92172 | 0,94007 | 1,07764 | 1,01344 |
| AKSA | 11,93461 | 12,03086 | 12,41585 | 11,93461 | 12,51209 | 12,89708 |
| ALCAR | 9,26700 | 9,20603 | 9,99861 | 8,77926 | 10,36441 | 10,60828 |
| ALCTL | 4,58752 | 4,45890 | 4,58752 | 4,33027 | 4,71614 | 4,88764 |
| ALTIN | 1,15000 | 1,12000 | 1,12000 | 1,08000 | 1,12000 | 1,15000 |
| ARSAN | 2,17000 | 2,24000 | 2,22000 | 2,14000 | 2,21000 | 2,19000 |
| ASELS | 10,47985 | 9,80683 | 9,99912 | 9,22996 | 10,28756 | 10,38370 |
| ATEKS | 1,88297 | 1,83959 | 1,81356 | 1,74414 | 1,81356 | 1,80488 |
| BAGFS | 17,14539 | 16,98364 | 18,11589 | 17,46889 | 19,89512 | 21,02737 |
| BAKAB | 3,55000 | 3,32500 | 3,17500 | 3,10000 | 3,12500 | 3,10000 |
| BERDN | 1,86000 | 1,93000 | 1,97000 | 1,90000 | 1,90000 | 1,90000 |
| BFREN | 3,73795 | 3,54571 | 3,63115 | 3,33212 | 4,17582 | 4,78458 |
| BISAS | 1,40000 | 1,35000 | 1,38000 | 1,32000 | 1,38000 | 1,39000 |
| BOLUC | 0,80071 | 0,77757 | 0,80071 | 0,76831 | 0,80997 | 0,79608 |
| BROVA | 1,43779 | 1,44457 | 1,41066 | 1,36369 | 1,56067 | 1,53036 |
| BSPRO | 16,99871 | 17,18449 | 17,37026 | 16,25559 | 16,99871 | 17,18449 |
| BTCIM | 1,77859 | 1,74683 | 1,75477 | 1,71507 | 1,77859 | 1,76271 |
| BUCIM | 4,77307 | 4,91484 | 4,82032 | 4,72581 | 4,82032 | 4,86758 |
| BURCE | 6,15000 | 6,55000 | 6,60000 | 7,50000 | 8,20000 | 8,20000 |
| CBSBO | 1,24192 | 1,25126 | 1,23258 | 1,23258 | 1,28861 | 1,25126 |
| CEMTS | 1,34380 | 1,26056 | 1,30812 | 1,24866 | 1,33191 | 1,45083 |
| CEYLN | 1,69320 | 1,63638 | 1,63638 | 1,61365 | 1,65911 | 1,75002 |
| CYTAS | 1,31538 | 1,30769 | 1,53846 | 1,55384 | 1,90384 | 1,86923 |
| DARDL | 0,94500 | 0,90000 | 0,90900 | 0,87300 | 0,94500 | 0,94500 |
| DERIM | 1,83335 | 1,83335 | 2,04168 | 2,01391 | 2,11113 | 2,04168 |
| DEVA | 0,89247 | 0,85900 | 0,85528 | 0,79950 | 0,85900 | 0,86272 |
| DMSAS | 0,59914 | 0,59914 | 0,59248 | 0,59914 | 0,60579 | 0,62244 |
| DUROF | 2,14000 | 1,97000 | 1,97000 | 1,92000 | 1,94000 | 1,95000 |
| ECILC | 1,03193 | 1,01383 | 1,02288 | 0,97762 | 1,16771 | 1,24918 |
| ECYAP | 1,62221 | 1,45554 | 1,45554 | 1,39999 | 1,51110 | 1,52221 |
| EDIP | 1,34103 | 1,29314 | 1,28356 | 1,28356 | 1,28356 | 1,27398 |
| EGEEN | 6,70000 | 6,15000 | 6,15000 | 5,95000 | 6,15000 | 6,05000 |
| EGGUB | 5,87722 | 5,69356 | 5,83131 | 5,73948 | 5,83131 | 5,96906 |
| EGSER | 1,19000 | 1,12000 | 1,13000 | 1,09000 | 1,21000 | 1,21000 |
| EMKEL | 0,41380 | 0,40400 | 0,41860 | 0,40400 | 0,41860 | 0,43320 |
| EPLAS | 0,71052 | 0,72128 | 0,81817 | 0,80741 | 0,89353 | 0,83432 |
| ERBOS | 3,71305 | 3,71305 | 3,73764 | 3,73764 | 3,68846 | 3,73764 |
| EREGL | 2,65382 | 2,56890 | 2,67505 | 2,35659 | 2,82367 | 3,22705 |
| ESEMS | 1,46221 | 1,18959 | 1,09665 | 0,91698 | 1,02850 | 0,99752 |
| FENIS | 1,25926 | 1,24444 | 1,25926 | 1,23704 | 1,28148 | 1,28148 |
| FMIZP | 167,71353 | 168,68297 | 171,59130 | 183,22461 | 179,34684 | 239,45226 |
| FRIGO | 1,05778 | 1,06497 | 0,96423 | 0,94984 | 0,92106 | 0,89947 |
| GEDIZ | 1,05000 | 1,02000 | 1,00000 | 0,98000 | 1,02000 | 1,02000 |
| GENTS | 1,06660 | 1,04027 | 1,02710 | 1,02051 | 1,04027 | 1,05343 |
| GOLTS | 5,39809 | 5,44128 | 5,95950 | 5,78676 | 6,30497 | 6,26179 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | | | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 31.10.03 | 07.11.03 | 14.11.03 | 20.11.03 | 05.12.03 | 12.12.03 |
| GOODY | 12,40000 | 11,70000 | 11,80000 | 11,30000 | 12,10000 | 12,60000 |
| GUBRF | 1,87643 | 1,83403 | 1,78102 | 1,70681 | 1,77042 | 1,96124 |
| HEKTS | 0,74286 | 0,75429 | 0,76000 | 0,69715 | 0,77143 | 0,77143 |
| HZNR | 0,71668 | 0,70418 | 0,69168 | 0,65835 | 0,68335 | 0,70001 |
| IHEVA | 4,35000 | 4,57500 | 4,80000 | 4,40000 | 4,40000 | 4,35000 |
| INTEM | 1,74000 | 1,66000 | 1,71000 | 1,88000 | 1,91000 | 1,96000 |
| ISAMB | 1,52361 | 1,48330 | 1,74127 | 1,54779 | 1,64453 | 1,64453 |
| IZMDC | 1,20000 | 1,16000 | 1,15000 | 1,10000 | 1,52000 | 1,47000 |
| KAPLM | 2,97125 | 2,73428 | 2,75250 | 2,71605 | 2,78896 | 2,89833 |
| KARTN | 78,61362 | 79,09889 | 80,06943 | 78,61362 | 91,71589 | 87,34847 |
| KERVT | 1,73000 | 1,77000 | 1,85000 | 1,76000 | 1,80000 | 1,79000 |
| KIPA | 16,10367 | 16,89892 | 16,99832 | 17,09773 | 17,09773 | 17,09773 |
| KLBM | 0,88000 | 0,86000 | 0,87000 | 0,88000 | 0,91000 | 0,92000 |
| KLMSN | 2,75000 | 2,62500 | 2,60000 | 2,55000 | 2,70000 | 2,77500 |
| KNFRT | 1,24000 | 1,61000 | 2,05000 | 1,83000 | 2,11000 | 1,95000 |
| KONYA | 12,00891 | 12,74792 | 12,84030 | 12,47079 | 13,20980 | 13,20980 |
| KOTKS | 1,07482 | 1,02889 | 1,01970 | 1,01052 | 1,03807 | 1,04726 |
| KRSTL | 1,78000 | 1,72000 | 1,73000 | 1,65000 | 1,71000 | 1,88000 |
| KRTEK | 0,70610 | 0,70290 | 0,70290 | 0,69006 | 0,69006 | 0,69327 |
| KUTPO | 15,70000 | 15,50000 | 15,50000 | 15,10000 | 15,80000 | 15,80000 |
| LUKSK | 2,95797 | 2,95797 | 3,00606 | 2,98201 | 3,00606 | 2,98201 |
| MEMSA | 0,79642 | 0,72892 | 0,73567 | 0,70193 | 0,69518 | 0,68843 |
| MERKO | 0,72000 | 0,83000 | 0,84000 | 0,79000 | 0,84000 | 0,83000 |
| MRDIN | 1,53410 | 1,49226 | 1,53410 | 1,56199 | 1,71540 | 1,71540 |
| MTEKS | 0,60920 | 0,57200 | 0,56460 | 0,52000 | 0,57200 | 0,56460 |
| MUTLU | 0,34690 | 0,32362 | 0,33293 | 0,31896 | 0,34690 | 0,33992 |
| NETAS | 32,78525 | 31,55272 | 32,29224 | 30,56670 | 33,52476 | 34,26428 |
| NTTUR | 0,36305 | 0,35814 | 0,41701 | 0,38758 | 0,37776 | 0,38267 |
| OKANT | 0,79000 | 0,75000 | 0,73000 | 0,71000 | 0,73000 | 0,74000 |
| PARSN | 0,43624 | 0,42217 | 0,43976 | 0,41513 | 0,44680 | 0,46087 |
| PENGD | 0,67860 | 0,65610 | 0,66580 | 0,63980 | 0,66240 | 0,69480 |
| PETKM | 5,55000 | 5,25000 | 5,20000 | 5,00000 | 5,90000 | 5,60000 |
| PIMAS | 1,58000 | 1,66000 | 1,72000 | 1,83000 | 1,93000 | 1,91000 |
| PRKTE | 1,19000 | 1,18000 | 1,29000 | 1,22000 | 1,65000 | 1,59000 |
| PRTAS | 1,25444 | 1,28361 | 1,26611 | 1,21359 | 1,31862 | 1,29528 |
| SARKY | 1,00492 | 0,97980 | 0,97980 | 0,95468 | 1,02167 | 1,01330 |
| SELGD | 0,86320 | 0,85460 | 0,95990 | 0,89990 | 0,90990 | 0,90990 |
| SERVE | 0,51630 | 0,54580 | 0,69340 | 0,76710 | 0,93440 | 0,81630 |
| SONME | 1,07532 | 1,05477 | 1,02053 | 0,95888 | 1,02738 | 1,17121 |
| TIRE | 1,35603 | 1,30927 | 1,32797 | 1,29056 | 1,36538 | 1,36538 |
| TUKAS | 1,15707 | 1,13245 | 1,14476 | 1,15707 | 1,18169 | 1,16938 |
| TUPRS | 9,40614 | 9,17293 | 8,78425 | 7,92914 | 9,01746 | 8,62877 |
| UCAK | 2,25420 | 2,29728 | 2,28292 | 2,18241 | 2,22549 | 2,23984 |
| UKIM | 1,63000 | 1,59000 | 1,66000 | 1,62000 | 1,66000 | 1,68000 |
| UNTAR | 0,52875 | 0,51878 | 0,52875 | 0,50880 | 0,52875 | 0,53873 |
| UNYEC | 1,17000 | 1,13000 | 1,13000 | 1,12000 | 1,14000 | 1,14000 |
| USAK | 0,84817 | 0,77822 | 0,79571 | 0,76948 | 0,81320 | 0,90938 |
| VAKKO | 2,30000 | 2,20000 | 2,20000 | 1,98000 | 2,18000 | 2,24000 |
| VANET | 1,52710 | 1,41140 | 1,41730 | 1,38180 | 1,44110 | 1,50330 |
| VESTL | 4,62500 | 4,70000 | 4,87500 | 4,30000 | 4,87500 | 5,10000 |
| YATAS | 0,90356 | 0,99999 | 1,13392 | 1,02678 | 1,32142 | 1,33035 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | |
|----------------|-------------------------------------|--------------|--------------|
| | 19.12.03 | 26.12.03 | 31.12.03 |
| XUTUM | 17.291,28000 | 17.134,64000 | 17.715,57000 |
| ADANA | 2,45921 | 2,39275 | 2,41490 |
| AFYON | 185,00000 | 200,00000 | 209,00000 |
| AKALT | 4,54545 | 4,56818 | 4,63636 |
| AKIPD | 1,19228 | 1,23813 | 1,26106 |
| AKSA | 13,76330 | 13,47456 | 14,14829 |
| ALCAR | 11,94955 | 11,02285 | 11,12040 |
| ALCTL | 5,87374 | 5,87374 | 6,00236 |
| ALTIN | 1,22000 | 1,24000 | 1,28000 |
| ARSAN | 2,25000 | 2,32000 | 2,35000 |
| ASELS | 10,96057 | 11,82588 | 11,82588 |
| ATEKS | 1,95239 | 1,96975 | 1,96975 |
| BAGFS | 21,18912 | 21,99786 | 22,32136 |
| BAKAB | 3,07500 | 3,25000 | 3,22500 |
| BERDN | 1,92000 | 1,99000 | 2,09000 |
| BFREN | 5,19041 | 5,80984 | 5,32925 |
| BISAS | 1,44000 | 1,45000 | 1,50000 |
| BOLUC | 0,82848 | 0,89791 | 0,90717 |
| BROVA | 1,62128 | 1,59097 | 1,60612 |
| BSPRO | 17,64893 | 17,83471 | 18,20627 |
| BTCIM | 1,85799 | 1,96121 | 2,02474 |
| BUCIM | 4,91484 | 4,91484 | 5,00936 |
| BURCE | 8,00000 | 7,80000 | 7,45000 |
| CBSBO | 1,26993 | 1,29795 | 1,31662 |
| CEMTS | 1,53407 | 1,52218 | 1,61732 |
| CEYLN | 1,73865 | 1,72729 | 1,76138 |
| CYTAS | 1,98077 | 2,06923 | 1,98077 |
| DARDL | 0,99000 | 0,99000 | 1,03500 |
| DERIM | 2,08335 | 2,02779 | 2,00002 |
| DEVA | 0,93337 | 0,93895 | 0,99473 |
| DMSAS | 0,63908 | 0,64241 | 0,74559 |
| DUROF | 2,00000 | 2,10000 | 2,11000 |
| ECILC | 1,32160 | 1,28539 | 1,31254 |
| ECYAP | 1,59998 | 1,65554 | 1,67776 |
| EDIP | 1,31230 | 1,36977 | 1,38893 |
| EGEEN | 6,20000 | 6,25000 | 6,40000 |
| EGGUB | 6,33638 | 6,84146 | 7,34653 |
| EGSER | 1,32000 | 1,30000 | 1,17000 |
| EMKEL | 0,44300 | 0,46240 | 0,48190 |
| EPLAS | 0,85047 | 0,85585 | 0,96889 |
| ERBOS | 3,95895 | 4,03272 | 4,22944 |
| EREGL | 3,46058 | 3,39689 | 3,52428 |
| ESEMS | 1,04709 | 0,99752 | 0,99752 |
| FENIS | 1,32592 | 1,35555 | 1,36296 |
| FMIZP | 235,57450 | 210,36899 | 215,21621 |
| FRIGO | 0,97143 | 0,91386 | 0,89947 |
| GEDIZ | 1,03000 | 1,08000 | 1,11000 |
| GENTS | 1,09952 | 1,11269 | 1,12586 |
| GOLTS | 6,39134 | 6,21860 | 6,39134 |

| ŞİRKET KODU | Şirketlerin Haftalık Fiyat Verileri | | |
|----------------|-------------------------------------|----------|----------|
| | 19.12.03 | 26.12.03 | 31.12.03 |
| GOODY | 13,60000 | 13,50000 | 14,00000 |
| GUBRF | 2,00365 | 2,37469 | 2,34289 |
| HEKTS | 0,82858 | 0,85143 | 0,84001 |
| HZNDR | 0,72501 | 0,76668 | 0,77502 |
| IHEVA | 4,47500 | 4,07500 | 4,00000 |
| INTEM | 2,16000 | 2,34000 | 2,36000 |
| ISAMB | 1,64453 | 1,67677 | 1,72514 |
| IZMDC | 1,62000 | 1,68000 | 1,64000 |
| KAPLM | 3,00770 | 3,15353 | 3,20822 |
| KARTN | 87,83374 | 85,40739 | 86,86320 |
| KERVT | 1,83000 | 1,97000 | 2,02000 |
| KIPA | 17,19713 | 17,29654 | 17,49535 |
| KLBMO | 0,95000 | 0,99000 | 1,01000 |
| KLMSN | 2,85000 | 2,80000 | 2,85000 |
| KNFRT | 1,92000 | 1,91000 | 1,96000 |
| KONYA | 14,50307 | 14,59545 | 15,98109 |
| KOTKS | 1,09319 | 1,15750 | 1,18506 |
| KRSTL | 1,84000 | 1,78000 | 1,76000 |
| KRTEK | 0,72857 | 0,72536 | 0,72857 |
| KUTPO | 16,70000 | 16,80000 | 17,30000 |
| LUKSK | 3,19845 | 3,12630 | 3,12630 |
| MEMSA | 0,72218 | 0,80317 | 0,80317 |
| MERKO | 0,85000 | 0,89000 | 0,92000 |
| MRDIN | 1,74329 | 1,71540 | 1,75724 |
| MTEKS | 0,60920 | 0,60920 | 0,63150 |
| MUTLU | 0,36320 | 0,36320 | 0,38182 |
| NETAS | 37,96187 | 37,71536 | 38,94789 |
| NTTUR | 0,41701 | 0,43664 | 0,42682 |
| OKANT | 0,77000 | 0,79000 | 0,80000 |
| PARSN | 0,47846 | 0,45735 | 0,52771 |
| PENGD | 0,69150 | 0,69150 | 0,71750 |
| PETKM | 5,65000 | 5,80000 | 5,90000 |
| PIMAS | 2,03000 | 1,93000 | 2,01000 |
| PRKTE | 1,62000 | 1,83000 | 1,80000 |
| PRTAS | 1,28361 | 1,36529 | 1,42947 |
| SARKY | 1,07192 | 1,11379 | 1,14729 |
| SELGD | 0,91990 | 0,90990 | 0,92990 |
| SERVE | 0,80150 | 0,87530 | 0,84090 |
| SONME | 1,13011 | 1,17806 | 1,22600 |
| TIRE | 1,51501 | 1,58982 | 1,64593 |
| TUKAS | 1,18169 | 1,17554 | 1,18785 |
| TUPRS | 9,01746 | 9,01746 | 9,09519 |
| UCAK | 2,62751 | 2,77109 | 2,71366 |
| UKIM | 1,84000 | 1,83000 | 1,87000 |
| UNTAR | 0,56866 | 0,61854 | 0,63850 |
| UNYEC | 1,24000 | 1,21000 | 1,24000 |
| USAK | 0,89189 | 0,90938 | 1,09300 |
| VAKKO | 2,29000 | 2,32000 | 2,42000 |
| VANET | 1,60230 | 1,61210 | 1,61210 |
| VESTL | 5,75000 | 5,65000 | 5,90000 |
| YATAS | 1,38392 | 1,66963 | 1,59820 |